NOTA DE PRENSA

Lunes 21 de diciembre de 2015.-

Banco Central presentó Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2015

En el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre el Banco Central de Chile estimó hoy un crecimiento de 2,1% para el año 2015 y redujo la proyección de crecimiento para el año 2016 a un rango de entre 2 y 3%, el que es inferior al previsto en el Informe de septiembre. A la vez, estima que la inflación se mantendrá por sobre 4% durante gran parte del próximo año, para finalizar dentro del rango de tolerancia y llegar a la meta de 3% en el horizonte de proyección, que es el cuarto trimestre del año 2017.

Este Informe y el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) fueron presentados hoy ante la Comisión de Hacienda del Senado reunida en Santiago por el Presidente del Banco, Rodrigo Vergara, junto al Vicepresidente Sebastián Claro; los Consejeros Joaquín Vial, Pablo García y Mario Marcel y los gerentes de la División Estudios, Alberto Naudon, y División Política Financiera, Claudio Raddatz.

El último IPoM del año señala que la revisión del crecimiento se explica principalmente por el deterioro del escenario externo relevante para Chile y que este es un fenómeno común a las economías emergentes y exportadoras de materias primas, lo que a su vez se debe principalmente a la importante caída de los términos de intercambio y condiciones financieras externas menos favorables.

Agrega que en este contexto, la política monetaria seguirá siendo expansiva y que la política fiscal continuará aportando al crecimiento de la demanda interna, aunque con una intensidad menor que en el año 2015.

Respecto del año en curso, el Informe dice que en el tercer trimestre, el crecimiento de la actividad económica fue similar al de los trimestres previos, con lo que siguió aumentando entre 2 y 2,5% anual, pero con un deterioro mayor al anticipado en los sectores de recursos naturales, en particular la minería, por recortes de producción ante la baja del precio del cobre. Añade que aunque crecen a tasas reducidas, el desempeño del resto de los sectores es algo más favorable.

Inflación

Respecto de los supuestos de trabajo con los que se construye la proyección de inflación, el IPoM considera que si bien se ampliarán en el corto plazo, las holguras de capacidad se mantendrán acotadas y el tipo de cambio real tendrá una leve apreciación en el horizonte de proyección.

Como lo planteó en septiembre, el Consejo del Banco Central ya comenzó a retirar parte del estímulo monetario, llevando la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 3,5%.

Como supuesto metodológico, el IPoM estima una trayectoria de la TPM similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas que había al cierre estadístico del Informe.

Precio del cobre y del petróleo

El Informe entregado hoy por el Banco Central señala que tanto el cobre como el petróleo acumulan descensos en el año de alrededor de 30%. En el caso del cobre, se suma que la recomposición de la economía china continuará mermando la demanda del metal.

"Las proyecciones para el 2016 y 2017 se han reducido de manera importante, promediando US$2,25 (casi US$2,5 en septiembre). El precio del petróleo se situó por debajo de US$40 el barril al cierre de este IPoM. Esto reduce de forma importante sus perspectivas para los próximos dos años, a US$46 promedio el barril WTI y a US$48 el Brent (US$53 y 58 en septiembre, respectivamente)", dice el Informe.

Escenario externo

También incluye un análisis del escenario externo, señalando que si bien la antesala del ajuste en la política monetaria de Estados Unidos provocó una volatilidad importante en los mercados financieros, una vez que se concretó, el anuncio fue recibido con tranquilidad.

Agrega que en América Latina, la mezcla de peores perspectivas económicas y factores idiosincráticos ha intensificado el aumento de los premios, pero que en Chile su magnitud ha sido más acotada.

Cuenta corriente

De acuerdo con lo que señala el IPoM, el deterioro del escenario externo tiene un efecto relevante en el mayor déficit de la cuenta corriente para el 2015 y el 2016: 1,7 y 2,6% del PIB, respectivamente (0,7 y 1,5% en septiembre). Agrega que esto se debe principalmente a la baja de los términos de intercambio, pero también a un menor volumen de exportaciones. Se suma este año un incremento mayor que lo previsto de las importaciones de bienes de capital, en particular de transporte.

Escenarios de riesgo

Como es habitual, el IPoM contiene un escenario de base para las proyecciones, pero también escenarios de riesgos, que son eventos cuya probable ocurrencia podrían modificar el panorama macroeconómico y la política monetaria.

En este caso, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

Dentro de estos riesgos menciona como una fuente importante el proceso de ajuste de tasas iniciado por la Reserva Federal de Estados Unidos, principalmente porque todavía hay diferencias entre lo que indican las expectativas del mercado y lo señalado por este organismo respecto de la velocidad de ese proceso y del nivel al que llegaría la tasa.

Otro riesgo externo es que si bien la probabilidad de un ajuste abrupto en China se ha reducido, persisten dudas sobre su contribución a la recuperación de la actividad global y al precio de las materias primas.

También menciona el Informe la compleja situación de Brasil y la necesidad de un mayor ajuste en algunas economías de América Latina.
En lo interno, señala que el hecho de que la inflación se haya mantenido alta por un tiempo prolongado, podría afectar su velocidad de convergencia a la meta. También advierte que las presiones inflacionarias podrían verse aminoradas por la caída del precio del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile.

Como riesgo de mediano plazo, menciona que no puede descartarse un ajuste significativo del empleo que reduzca el ritmo de crecimiento de los salarios, eleve el desempleo y afecte el gasto, lo que podría llevar a un desempeño de la actividad menor que el previsto en el escenario base.

Pero en contraste, no descarta el IPoM la posibilidad de que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que lo previsto, si se mantiene la resiliencia del mercado laboral, permitiendo que los indicadores de confianza repunten a un ritmo mayor. Esto también podría suceder si la caída de los precios de los combustibles tiene un impacto mayor sobre el ingreso nacional

Principales proyecciones del escenario base

	2014	2015(f)	2016(f)
Crecimiento (%)	1,9	2,1	2,0-3,0
Demanda interna (%)	-0,6	2,3	2,6
- Formación Bruta de Capital Fijo (%)	-6,1	0,7	1,7
- Consumo total (%)	2,5	2,4	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,0
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-1,4	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-1,7	-2,6

	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Precio del Cobre BML (US$cent/libra)	249	220	230
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	49	43	49
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	53	45	52

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Inflación IPC promedio (%)	4,4	4,4	4,3	
Inflación IPC diciembre (%) (1)	4,6	4,5	3,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (%) (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio (%)	3,6	4,7	4,6	
Inflación IPCSAE diciembre (%)	4,3	4,8	3,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (%) (2)				2,7

(f) Proyección.
(1) Para diciembre de 2015 considera el promedio de la mediana de la inflación proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2017.

La presente versión del IPoM incluye los siguientes recuadros:

- Política monetaria en EE.UU. y tasas de interés de largo plazo
- Evolución del precio del cobre

Mayores antecedentes, contactarse con la Gerencia Asesora de Comunicaciones del Banco Central de Chile a los teléfonos (56-2) 2670 2438 - 2670 2274 o escribir al correo electrónico comunicaciones@bcentral.cl.

NOTA DE PRENSA

Lunes 21 de diciembre de 2015.-

Banco Central de Chile presenta el Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2015

El Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre de 2015 presentado hoy por el Banco Central de Chile da cuenta de los sucesos macroeconómicos y financieros recientes que podrían incidir en la estabilidad financiera de la economía chilena. Entre estos se destaca que el escenario externo relevante para Chile se ha deteriorado a lo largo del segundo semestre del año, principalmente por el menor crecimiento y perspectivas de las economías emergentes, las que además se han visto afectadas por los menores precios de materias primas.

El Informe fue presentado hoy junto con el Informe de Política Monetaria (IPoM) ante la Comisión de Hacienda del Senado en Santiago. El Presidente del Banco Central, Rodrigo Vergara, hizo la presentación acompañado del Vicepresidente Sebastián Claro, los Consejeros Joaquín Vial, Pablo García y Mario Marcel y los gerentes de división Política Financiera, Claudio Raddatz, y de Estudios, Alberto Naudon.

Señala que en lo interno, los mercados financieros continúan operando con normalidad y que los datos recientes de la situación financiera de las empresas dan cuenta de una menor fortaleza de este sector.

Respecto del sector inmobiliario residencial, dice que las ventas de viviendas se mantienen dinámicas; en tanto los precios continúan creciendo, aun cuando se observa una moderación en lo más reciente. En el sector comercial de oficinas, continúa aumentando la tasa de vacancia a la vez que se han reducido los precios de arriendo. Los hogares presentan cambios leves en sus indicadores agregados de endeudamiento y carga financiera.

El Informe señala que la banca presenta niveles de capital que se encuentran por sobre los mínimos regulatorios y que las pruebas de tensión indican que estos son suficientes para enfrentar un escenario de estrés severo.

Sin embargo, agrega que el índice de adecuación de capital del sistema ha experimentado una caída de un punto porcentual en los últimos cuatro años. Esto, en un contexto donde la banca internacional ha tendido a incrementar sus niveles de capitalización para fortalecer su capacidad de respuesta ante eventos de estrés financiero, en línea con las nuevas regulaciones internacionales de capital (Basilea III).

Con todo, el informe destaca la necesidad de que el sector privado mantenga una posición financiera sólida que le permita enfrentar un escenario más difícil, e indica que tanto la mayor fragilidad que se detecta en la situación financiera de las firmas, como el menor capital que mantienen los bancos respecto a años previos son elementos que

deben observarse con atención, más allá de que en la coyuntura actual no signifiquen un problema en sí mismos.

La presente versión del IEF incluye los siguientes recuadros

1. **Riesgos financieros externos y primar por riesgo soberana**
   Este Recuadro presenta una cuantificación del impacto sobre la prima por riesgo soberano de un conjunto de países latinoamericanos, medida por EMBI, ante cambios inesperados en variables financieras externas.

2. **Inversión de no residentes en bonos soberanos locales**
   Este recuadro documenta la medición de inversionistas no residentes en Chile, encontrándose valores bajos en comparación con otras economías de la región. Esto podría mitigar volatilidades asociadas a eventos de subidas abruptas de tasas externas.

3. **Índice de cuota impaga en créditos comerciales**
   Este recuadro describe la construcción de un indicador de no pago para los créditos que firmas tienen con los bancos, detallando su composición sectorial y por estado de atraso. Para esto último se documenta la tasa de regularización.

4. **Situación financiera de las firmas**
   Este recuadro presenta los principales resultados de la última Encuesta Financiera de Hogares, focalizándose en la evolución del endeudamiento, la carga financiera y la deuda en riesgo del sector.

5. **Regulación y supervisión de oferentes no bancarios de créditos de consumo**
   El propósito de este recuadro es caracterizar a los oferentes no bancarios que otorgan créditos de consumo. Se describen sus marcos de regulación y supervisión así como también se discuten los avances y espacios de mejoras en estos aspectos.

PRESENTACIÓN DE LOS INFORMES DE POLÍTICA MONETARIA Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE SENADO DE LA REPÚBLICA*

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
21 de diciembre de 2015

* El *Informe de Política Monetaria* de diciembre de 2015 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2015 se pueden encontrar en http://www.bcentral.cl.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Andrés Zaldívar, 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 de 2015 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre de 2015.

En los últimos meses, la inflación anual del IPC evolucionó acorde con lo que preveíamos en septiembre, aunque su componente subyacente —el IPCSAE— mostró un incremento algo superior. Esto, en línea con la mayor depreciación del peso que hemos observado en este período, con holguras de capacidad que siguen acotadas y con los patrones históricos de indexación.

A su vez, en el tercer trimestre el crecimiento de la actividad también estuvo acorde con lo previsto, mientras que el de la demanda interna resultó algo mayor. Con ello, la economía siguió creciendo entre 2 y 2,5 por ciento.

En lo externo, el escenario se ha deteriorado, por la caída de los términos de intercambio, particularmente del precio del cobre, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables. El aumento de la tasa de interés en Estados Unidos la semana pasada aparece como la gran noticia en lo más reciente.

En este contexto, en el escenario base que presentaré en unos momentos, se reducen las perspectivas de crecimiento para el 2016 y se retrasa en algo la convergencia de la inflación a la meta. Con esto, se ha intensificado el escenario que planteamos en septiembre, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo que ceden en el mediano plazo.

En vista de ese escenario, en septiembre estimamos que para asegurar la convergencia de la inflación a la meta era necesario retirar parte del estímulo monetario entonces vigente. Iniciamos dicho proceso en octubre y lo continuamos en diciembre, subiendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 3,5 por ciento.

En el escenario base que les detallaré a continuación, contemplamos ajustes pausados a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre el panorama de inflación. La política monetaria seguirá siendo expansiva durante todo el horizonte de proyección, en línea con una actividad que crece por debajo de su potencial y una inflación que converge a 3 por ciento.

Permítanme ahora darles a conocer nuestro escenario base y los principales riesgos que vemos en los informes que hoy les presentamos.

Escenario macroeconómico

En noviembre, la alta base de comparación llevó a la inflación anual del IPC a 3,9 por ciento, descendiendo respecto de unos meses atrás. No obstante, tanto nuestro escenario base como las proyecciones de mercado esperan que vuelva a aumentar por sobre 4 por ciento y que se mantenga en esos niveles por una buena parte de 2016.

La depreciación del peso ha tenido una gran relevancia en el alza de la inflación, lo que se refleja, especialmente, en el alto nivel de la inflación IPCSAE de bienes, que tras promediar -1,9 por ciento en 2013, ha estado algo por debajo de 5 por ciento desde julio de este año. Se suma el efecto indirecto sobre otros precios, por ejemplo, a través de la indexación a la inflación pasada. Más allá de la sostenida depreciación del peso, la permanencia de la inflación en niveles elevados también se relaciona, como se destacó en septiembre, con que las holguras de capacidad, si bien se han ampliado, muestran una magnitud menor a la de otros ciclos de bajo crecimiento, lo que ha dificultado un ajuste mayor de la inflación de no transables (gráfico 1).

La evolución de las holguras de capacidad es particularmente evidente en el mercado laboral, donde la tasa de desempleo continúa baja y el crecimiento anual de la ocupación total oscila en torno a 2 por ciento, con un empleo asalariado que aumenta a tasas superiores en el margen. Aunque los salarios nominales han tenido una moderación gradual desde fines de 2014, se expanden cerca de 6 por ciento anual. (gráfico 2). Por su parte, los precios de los combustibles han bajado al tiempo que la inflación de alimentos se ha desacelerado. A su vez, el reajuste del sector público debería contribuir a una contención de las presiones salariales.

En el escenario base, estimamos que el PIB crecerá 2,1 por ciento en 2015, dentro del rango que proyectamos en septiembre. Como señalé al comienzo, el desempeño de la actividad en el tercer trimestre fue similar a la de cuartos previos, con lo que la economía siguió creciendo entre 2 y 2,5 por ciento anual. En el resultado se apreció un deterioro mayor al anticipado de los sectores de recursos naturales, en particular de la minería, por los recortes de producción que las compañías mineras han determinado ante la baja del precio del cobre. El desempeño del resto de los sectores fue algo más favorable, destacando la construcción y algunos sectores de servicios.

En cuanto a la demanda interna, su crecimiento sigue débil, aunque fue algo mayor al que preveíamos en septiembre. Destaca el aumento de la formación bruta de capital fijo, donde se conjugan factores puntuales —como la elevada internación de equipos de transporte— y un mayor dinamismo en la edificación habitacional. El consumo privado mantuvo un crecimiento en torno a 2 por ciento anual (gráfico 3).

El desempeño de la demanda interna se ha dado en un contexto en que la confianza empresarial y de consumidores persiste en niveles pesimistas, pese a la mencionada resiliencia del mercado del trabajo y a que el crecimiento de la actividad, aunque bajo, se ha estabilizado. El costo de financiamiento interno sigue reducido en términos históricos, reflejando en parte la expansividad de la política monetaria. Pese a ello, con la excepción

del crédito hipotecario, el crecimiento real anual de las colocaciones continúa acotado (gráfico 4).

En el escenario base, el PIB crecerá entre 2 y 3 por ciento en 2016, rango inferior al previsto en septiembre. En esta proyección seguimos estimando que el crecimiento potencial de la economía —ritmo de expansión que no acelera la inflación— se encuentra en torno a 3 por ciento. Así, estimamos que las holguras de capacidad tendrán un aumento acotado durante 2016 y empezarán a reducirse hacia 2017.

En la demanda interna, la mantención de indicadores de confianza en niveles bajos y la menor inversión pública prevista para 2016 reduce las proyecciones de crecimiento para la formación bruta de capital fijo. El consumo privado también se corrige a la baja en línea con las bajas expectativas de los hogares y con un consumo habitual que ha sido algo más lento que lo esperado. El mercado laboral se ha mostrado resiliente, no obstante esperamos que presente algún deterioro durante el próximo año. Con todo, en 2016 el consumo crecerá a una tasa por sobre la de este año. La baja del precio del cobre y las condiciones financieras menos favorables también reducirán los incentivos a la inversión. En su componente de construcción, el impulso que la próxima entrada en vigencia del IVA le ha dado al sector se irá diluyendo paulatinamente. Medido como porcentaje del PIB, tanto en términos nominales como reales, la formación bruta de capital fijo se mantendrá en valores similares a los de 2015, en 21,9 y 23,5 por ciento, respectivamente.

El empeoramiento del escenario externo, que se detallará más adelante, tiene un efecto relevante en el mayor déficit de la cuenta corriente para 2015 y 2016: 1,7 y 2,6 por ciento del PIB, respectivamente (0,7 y 1,5 por ciento en septiembre). Ello, principalmente por la baja de los términos de intercambio. Se agrega este año un incremento mayor que lo previsto de las importaciones de bienes de capital, en particular de transporte. (tabla 1).

Esta proyección asume que la política fiscal continuará aportando al crecimiento del gasto, aunque con una intensidad menor que en 2015. En particular, el gasto fiscal evolucionará en concordancia con la regla fiscal y con los objetivos de consolidación planteados por el Gobierno, que ha comprometido una reducción del déficit estructural cercana a un cuarto de punto del PIB por año.

El deterioro del escenario externo relevante para Chile es la principal explicación para la revisión a la baja del crecimiento en 2016. Este es un fenómeno común a las economías emergentes y exportadoras de materias primas, principalmente por la importante caída de los términos de intercambio y condiciones financieras externas menos favorables.

El precio de las materias primas volvió a bajar en los últimos meses, influido por la sostenida apreciación del dólar y por un menor crecimiento global. En el cobre se suman perspectivas de que la recomposición sectorial de la economía china continuará mermando la demanda del metal. Así, al cierre estadístico de este IPoM, el cobre se transaba algo por debajo de 210 centavos de dólar la libra, acumulando un baja cercana a 30 por ciento en el año. Lo anterior, y perspectivas menos auspiciosas en el corto plazo, nos han hecho reducir de manera importante las proyecciones para el precio del cobre en 2016 y 2017. Así, ahora

estimamos que en ambos años el precio del metal promediará 225 centavos de dólar la libra, lo que se compara con los casi 250 que preveíamos en septiembre.

El precio del petróleo también ha disminuido en los últimos meses, situándose por debajo de 40 dólares el barril al cierre de este IPoM, lo que equivale a un descenso en torno a 30 por ciento respecto de comienzos de año. En este caso, a los factores globales que han afectado el precio de las materias primas se agregan condiciones de oferta que han tenido un impacto relevante en los precios en el último año y medio. Considerados todos estos factores, también se han reducido de forma importante las perspectivas para el precio del crudo en los próximos dos años, a 46 dólares promedio el barril WTI y a 48 dólares el Brent. Estas cifras se comparan con los 53 y 58 dólares que proyectábamos en septiembre para ambos petróleos.

En los últimos meses las condiciones financieras externas relevantes para Chile se han vuelto menos favorables. La antesala del ajuste en la tasa de política monetaria de EE.UU. provocó una volatilidad importante en los mercados financieros. No obstante, el aumento concretado la semana pasada fue recibido con tranquilidad por los mercados. En América Latina la mezcla de peores perspectivas económicas y factores idiosincráticos ha intensificado el aumento de los premios por riesgo, pero en Chile su magnitud ha sido más acotada (gráfico 5).

Se suma que el crecimiento proyectado para los socios comerciales en el período 2016-2017 ha bajado marginalmente respecto de lo previsto en septiembre. El mundo desarrollado, en particular Estados Unidos, muestra una recuperación sostenida. Por su parte, el mundo emergente se ha seguido desacelerando. En China, los temores de una desaceleración mayor y las turbulencias en sus mercados financieros han amainado, pero su crecimiento ha disminuido, con una cierta debilidad del sector industrial. América Latina enfrenta una situación compleja, en particular Brasil que atraviesa por su mayor recesión en décadas. La pérdida de su grado inversor durante la semana pasada revela las dificultades que atraviesa esta economía. En el caso de Argentina, sus nuevas autoridades se enfrentan a desafíos importantes. La inflación en América Latina, a diferencia del resto del mundo, ha aumentado, limitando el espacio para políticas monetarias más laxas (tabla 2).

En el escenario base, la inflación anual del IPC se mantendrá por sobre 4 por ciento durante gran parte de 2016, finalizando el año dentro del rango de tolerancia y llegando a la meta hacia fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre de 2017. Se destaca que las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta en el horizonte de proyección (gráfico 6).

La proyección de inflación de este IPoM considera que, en el horizonte de proyección, las holguras de capacidad, aunque se ampliarán en el corto plazo, se mantendrán acotadas y que el tipo de cambio real tendrá una leve apreciación.

El Consejo ya ha comenzado a retirar parte del estímulo monetario, como lo planteó en septiembre, llevando la TPM a 3,5 por ciento. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 7). De este modo, en

esta proyección la política monetaria seguirá siendo expansiva, acorde con un contexto donde se prevé que el crecimiento estará bajo su potencial por un tiempo y la inflación convergerá a la meta en el horizonte de proyección. Así, la tasa de política monetaria medida en términos reales seguirá en valores en torno a cero por un buen tiempo, una de las más expansivas dentro del conjunto de economías emergentes (gráfico 8).

El escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

En lo externo, aún es temprano para evaluar los efectos del ajuste de la tasa de política monetaria de Estados Unidos en la economía global. Por lo pronto, la reacción de los mercados tras el anuncio fue de calma, con bolsas que aumentaron y un dólar que perdió algo de valor respecto del resto de las monedas. Sin embargo, es evidente que la forma en que se desarrolle este proceso constituye una importante fuente de riesgos. Especialmente, porque todavía hay diferencias entre lo que indican las expectativas de mercado y lo señalado por la Reserva Federal sobre la velocidad del proceso y el nivel al que llegaría la tasa. Se agrega la divergencia de la política monetaria entre los países desarrollados y sus posibles efectos en el valor global del dólar. En la medida que esta se mantenga, las presiones para un dólar más apreciado persistirán, con los efectos sobre el precio de las materias primas y de nuestra propia moneda.

En China, la probabilidad de un ajuste abrupto se ha reducido, pero persisten dudas sobre su contribución a la recuperación de la actividad global y al precio de las materias primas, especialmente ante el rebalanceo de su crecimiento hacia los sectores de servicios y de consumo. Por último, la compleja situación de Brasil y la necesidad de un mayor ajuste en algunas economías de América Latina continúan siendo un riesgo importante. Un empeoramiento de las perspectivas económicas en la región afectaría la demanda externa y, posiblemente, las condiciones de financiamiento que enfrente Chile.

De materializarse alguno de estos riesgos, es muy posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, pero sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

En lo interno, la inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos sobre la formación de expectativas. Todo ello en un contexto de márgenes que siguen acotados y de holguras de capacidad reducidas. Por otra parte, la caída del precio del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile podrían aminorar estas presiones inflacionarias.

A mediano plazo, existen riesgos que podrían llevar a un desempeño de la actividad menor al previsto en el escenario base, ampliando las holguras de capacidad y reduciendo las presiones inflacionarias. Por un lado, aunque el mercado del trabajo se ha mantenido resiliente, no puede descartarse un ajuste significativo que reduzca el ritmo de crecimiento de los salarios, eleve el desempleo y afecte el gasto. También es posible que la confianza no repunte según lo previsto, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado.

En todo caso, tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que la prevista, si los indicadores de confianza repuntan a un ritmo mayor. Esto último también podría producirse si la caída de los precios de los combustibles tiene un impacto mayor sobre el ingreso nacional.

Evaluados estos riesgos, estimamos que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

Permítanme ahora pasar a los temas que desarrollamos en nuestro Informe de Estabilidad Financiera (IEF).

Informe Estabilidad Financiera

El Informe de Estabilidad Financiera da 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.

Los desarrollos del ámbito externo también resultan relevantes al momento de revisar sus implicancias para la estabilidad financiera y, como ya lo señalé, el escenario externo relevante para Chile se ha deteriorado a lo largo del segundo semestre del año. Por ejemplo, el deterioro de la economía brasileña ha afectado la valoración de las inversiones de empresas chilenas en dicho país. Se agrega que el comienzo del proceso de incremento de la tasa de interés en Estados Unidos podría generar una descompresión de las primas por riesgo, incluyendo los premios por plazo de las tasas de interés externas, lo que podría traducirse en fluctuaciones cambiarias y en un aumento de las tasas largas locales.

En el ámbito local, el IEF destaca el bajo nivel en que se han mantenido las tasas de interés de corto y largo plazo. En este escenario, resaltamos que se mantienen los altos volúmenes administrados en fondos mutuos de deuda, los cuales podrían revertirse ante un evento abrupto de alza de tasas largas. A este escenario de riesgo se agrega la menor liquidez relativa de los instrumentos que son parte de estos portafolios.

Un tema que hemos destacado con fuerza en los últimos IEF es la situación financiera de las empresas locales. La evaluación que surge de los datos recientes da cuenta de una menor fortaleza del sector. Por un lado, la razón de deuda sobre PIB, que se mantuvo en valores cercanos a 114 por ciento desde finales de 2014, alcanzó a 121 por ciento en el tercer trimestre de este año. Si bien parte importante de este incremento se deriva del efecto valoración asociado a la depreciación del peso, el nivel alcanzado es alto desde una perspectiva histórica. Además, el aumento acumulado en los últimos siete años es elevado dentro del grupo de países emergentes (gráfico 9). Por otro lado, aunque, los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS no presentan cambios relevantes con respecto al IEF anterior, se mantiene un endeudamiento alto y rentabilidad baja para patrones históricos (gráfico 10). De todos modos, diversos indicadores dan cuenta de que la exposición de hoja de balance de estas firmas al riesgo de tipo de cambio se ha mantenido en niveles bajos.

En el sector inmobiliario, las ventas de viviendas se mantienen dinámicas y los precios continúan creciendo, aunque estos últimos exhiben una moderación en lo más reciente (gráfico 11). El adelantamiento de compras por motivos de la reforma tributaria explicaría parte importante del mayor dinamismo de la actividad del sector. De hecho, la mayoría de las ventas corresponde a viviendas que se encuentran en fase de construcción o aún no se han empezado a construir. Las reducidas tasas de interés de los créditos hipotecarios también forman parte de la explicación de este dinamismo. El crecimiento de los precios de vivienda se ha reflejado en la dinámica de los créditos hipotecarios, que presentan una tasa de expansión real anual cercana al 10 por ciento, que se explica principalmente por el aumento de la deuda promedio y en menor medida por un incremento del número de deudores. Cabe destacar que, si bien diversos indicadores de financiamiento se mantienen estables, como la razón deuda a garantía y la razón dividendo a ingreso, también se observa un incremento en la participación de hogares que tienen más de una hipoteca, fracción que en el último lustro se incrementó de 20 a 25 por ciento.

En el sector de oficinas continúa aumentando la tasa de vacancia. En este segmento resalta que el mayor ingreso de metros cuadrados disponibles ha generado un aumento de la tasa de vacancia de oficinas, la que se sitúa por sobre el 10 por ciento. Lo anterior ha llevado a que los precios de los arriendos se hayan reducido, tendencia que se mantendría en los próximos trimestres (gráfico 12).

En cuanto a la situación financiera de los hogares, los indicadores agregados —el endeudamiento y la carga financiera— presentan leves cambios en lo más reciente. A junio de 2015, la deuda de los hogares representó 61,6 por ciento del ingreso, 0,8 puntos porcentuales más que a fines de 2014, manteniendo su tendencia al alza. Por su parte, la carga financiera se mantuvo estable, cerrando en 14,7 por ciento. De todos modos, la última Encuesta Financiera de Hogares mostró un incremento de la carga financiera de los hogares de ingreso medio-alto respecto a lo reportado en 2011 (gráfico 13).

Lo anterior se da en un contexto en que los indicadores de no pago de los hogares se mantienen estables. Sin embargo, los créditos con las Cajas de Compensación de Asignación Familiar —que representan una fracción baja de la deuda de los hogares (3,4 por ciento)— continúan aumentando su morosidad. Esta situación, en conjunto con problemas de gestión, llevó a una de estas firmas a incumplir sus compromisos financieros y sociales, gatillando la intervención por parte de su supervisor y el inicio de un proceso de reestructuración. Estos eventos motivaron un aumento en las primas de la deuda emitida por estas entidades, pero sus efectos en el resto del sistema financiero han sido limitados. Aun así, creemos que se debe avanzar en una mayor convergencia en los modelos de supervisión de estas entidades, con el fin de fortalecer su gobierno corporativo y gestión de riesgo de crédito, entre otros aspectos, reduciendo de esta forma la probabilidad de nuevos eventos de inestabilidad.

En el sector bancario, la actividad crediticia mantiene un crecimiento acotado, excepto para la cartera hipotecaria. El crecimiento de los créditos a empresas y de consumo sigue bajo. Por un lado, el menor crecimiento de la cartera comercial es coherente con el ciclo de la economía, lo que coincide con la menor demanda que indica la Encuesta de Crédito Bancario en los últimos meses. Por otro lado, en la cartera de consumo destaca el nulo

crecimiento de la deuda de los tramos de menores montos, usualmente asociada a deudores de menores ingresos. En el segmento hipotecario, la mayor expansión de la deuda proviene de los tramos superiores a cinco mil unidades de fomento, explicado en parte por la dinámica de los precios de las viviendas.

Los indicadores financieros de la banca dan cuenta de una menor fortaleza del sector. Al tercer trimestre de 2015, la rentabilidad (ROE) disminuyó a 15 por ciento, explicado en gran parte por la reducción en el margen de intereses. Esto se debió a cambios en la composición de la cartera desde segmentos de mayores retornos (consumo y comercial) hacia hipotecario.

Por su parte, el índice de adecuación de capital (IAC) continuó disminuyendo situándose algo por debajo de 13 por ciento a agosto de 2015, consolidando una caída de algo más de un punto porcentual en los últimos cuatro años (gráfico 14). Esta dinámica ha ocurrido en un contexto donde la banca internacional ha tendido a incrementar sus niveles de capitalización para fortalecer su capacidad de respuesta ante eventos de estrés financiero, en línea con las nuevas regulaciones internacionales de capital (Basilea III) o como una forma voluntaria de aumentar su resiliencia. Si bien Chile, con niveles de capitalización de alrededor de 14,3 por ciento en 2009 se encontraba en torno a la mediana de economías pertenecientes a la OCDE, hoy en día se sitúa en la parta baja de la distribución (gráfico 15).

En vista de estos desarrollos y considerando además que la reforma a la Ley General de Bancos anunciada este año por el Ministerio de Hacienda incluirá una revisión de los requerimientos de solvencia, haciéndolos converger gradualmente hacia nuevos estándares de capital de Basilea III, es relevante que la banca refuerce sus niveles de capital, por ejemplo ajustando políticas de reinversión de utilidades.

Con todo, los ejercicios de tensión que realizamos en cada IEF indican que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo. El escenario en cuestión tiene características similares al evaluado en el IEF anterior. Así, considera una caída del PIB en el corto plazo y un menor nivel de crecimiento en el mediano plazo. En este, la actividad llegaría a -4,5 por ciento anual durante el trimestre más crítico y luego convergería a un crecimiento de 1,4 por ciento a fines de 2017. Ello intenta replicar episodios relevantes de fragilidad financiera pasados.

El resultado de los ejercicios de tensión muestra que el sistema bancario continúa con una posición financiera suficiente como para enfrentar la materialización de un escenario de estrés severo. Los resultados son más bajos respecto del IEF anterior, debido principalmente a un menor nivel de capitalización y rentabilidad inicial, afectada por menores márgenes operativos, coherentes con la evolución del ciclo económico (gráfico 16).

Quisiera finalizar con algunas reflexiones.

Reflexiones finales

La situación económica se ha tornado más compleja, especialmente para las economías emergentes. Los términos de intercambio han caído más de lo esperado y las condiciones financieras se han estrechado. Adicionalmente, si bien la recuperación de la actividad en los países desarrollados se ha ido consolidando, la situación de algunos importantes socios comerciales emergentes se ha deteriorado.

Las dificultades que hoy enfrentan las economías emergentes están relacionadas con los importantes cambios observados en la economía global, en especial, el fin del *boom* de las materias primas. No obstante, es importante reconocer que el impacto de estos cambios sobre cada economía depende de cómo se prepararon para enfrentarlos durante los años de bonanza. En esta materia, es indudable que muchas economías incubaron debilidades que hoy dificultan el proceso de ajuste. Déficits de cuenta corriente altos, situaciones fiscales poco balanceadas, mayores niveles de deuda corporativa, parte de la cual está expresada en moneda extranjera y no debidamente cubierta, son algunos de los elementos que agregan complejidad y riesgo al ajuste en varias economías.

Por cierto también hay fortalezas. En particular, muchas economías emergentes y de la región cuentan hoy con mejores marcos de política monetaria para enfrentar estos desafíos. Bancos centrales independientes con objetivos claros, tipos de cambio flexibles, y un adecuado nivel de reservas, son líneas de defensa fundamentales.

Chile destaca en estas materias. La deuda pública neta es prácticamente cero, gracias al ahorro en los años de altos precios del cobre. Nuestro sistema financiero está bien regulado y no presenta debilidades significativas. El accionar del Banco Central ha permitido un ajuste importante de los precios relativos y si bien el costo ha sido un aumento de la inflación, las expectativas han permanecido bien ancladas, clara señal de la credibilidad del mercado en nuestro compromiso con mantener la inflación baja y estable.

Pero no debemos tomar una posición autocomplaciente. Por el contrario, debemos fortalecer estos elementos que tradicionalmente han sido nuestras principales líneas de defensa frente a *shocks* externos.

En este marco, el IEF da cuenta de que es muy necesario que el sector privado mantenga una posición financiera sólida que le permita enfrentar un escenario más difícil. Por ello, tanto la mayor fragilidad que se detecta en la situación financiera de las firmas como el menor capital que mantienen los bancos son elementos que deben observarse con atención, más allá de que en la coyuntura actual no signifiquen un problema en sí mismos.

Respecto de la política fiscal, es altamente valorable el esfuerzo que el Gobierno y este Congreso se han impuesto para 2016, reduciendo de forma importante el crecimiento del gasto, en línea con ingresos que serán menores dada la caída del precio del cobre y un crecimiento más bajo de la economía. Más importante aún, es el reconocimiento de que es necesario un proceso de consolidación fiscal que tome en cuenta las restricciones presupuestarias que este escenario macro más complejo nos depara para el futuro.

Respecto de la política monetaria, nuestro marco de políticas le entrega un rol fundamental en la suavización del ciclo económico. La idea básica, es que si la política fiscal se conduce de manera ordenada y predecible, en línea con la aplicación de la regla fiscal, los espacios para una política monetaria contracíclica son mayores. En este sentido, es la política monetaria la primera línea de defensa frente a los *shocks* que enfrentamos. Es justamente ese el rol que hemos jugado estos años, en que bajamos las tasas, ayudando a contener la caída de la demanda y permitiendo que el peso se depreciara.

Pero, la política monetaria tiene límites que debemos respetar, si no queremos que este pilar esencial que es la estabilidad de precios se debilite. Es por eso, que tras verificarse niveles de inflación mayores y más persistentes que los previstos, hemos decidido disminuir en parte el impulso monetario, con el objetivo de llevar la inflación a la meta en un plazo de dos años. La política monetaria seguirá siendo expansiva, con tasas reales por debajo de sus niveles neutrales por un tiempo prolongado. Con esto, estamos seguros de que continuaremos ayudando a la recuperación de las tasas de crecimiento y a mantener el desempleo en niveles acotados. Pero también aseguramos que se logre la estabilidad de precios.

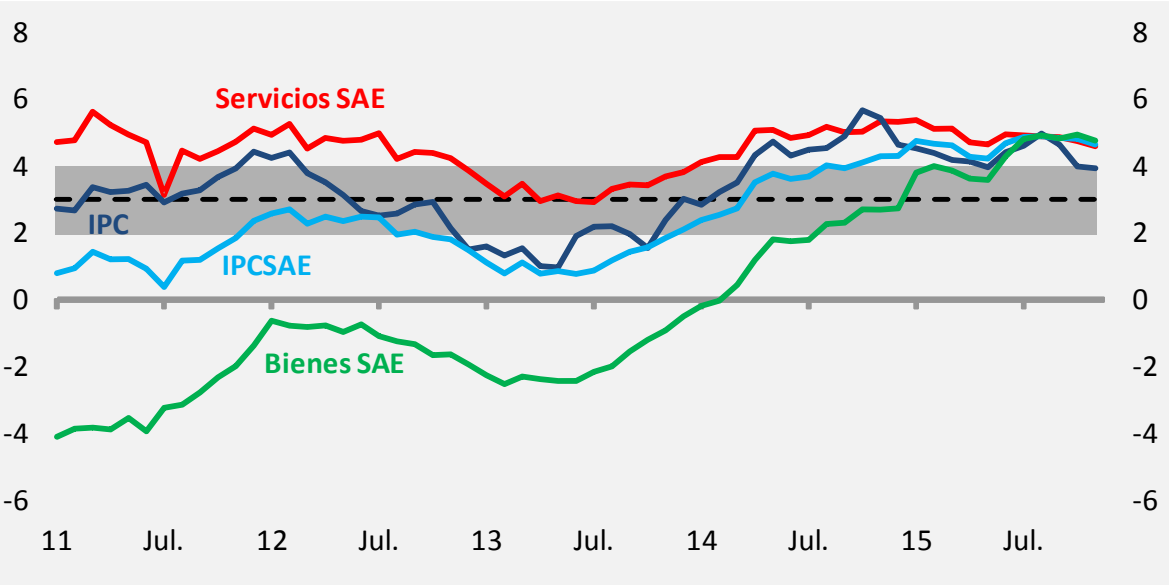
Quisiera terminar recalcando que a pesar del ambiente pesimista derivado de los desarrollos en la economía mundial, de los casos de colusión y otros temas legales, y, por qué no decirlo, de la crispación que ha caracterizado algunas importantes discusiones locales, desde un punto de vista macro las condiciones para retomar mayores tasas de crecimiento están presentes. No obstante, debemos estar preparados para enfrentar un escenario más complejo. Esto requiere que todos los aspectos que he mencionado mejoren. En lo que respecta a la política monetaria y nuestro rol como regulador financiero seguiremos trabajando para cumplir los objetivos que se nos han encomendado: mantener precios estables y velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

Muchas gracias.

Gráfico 1

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



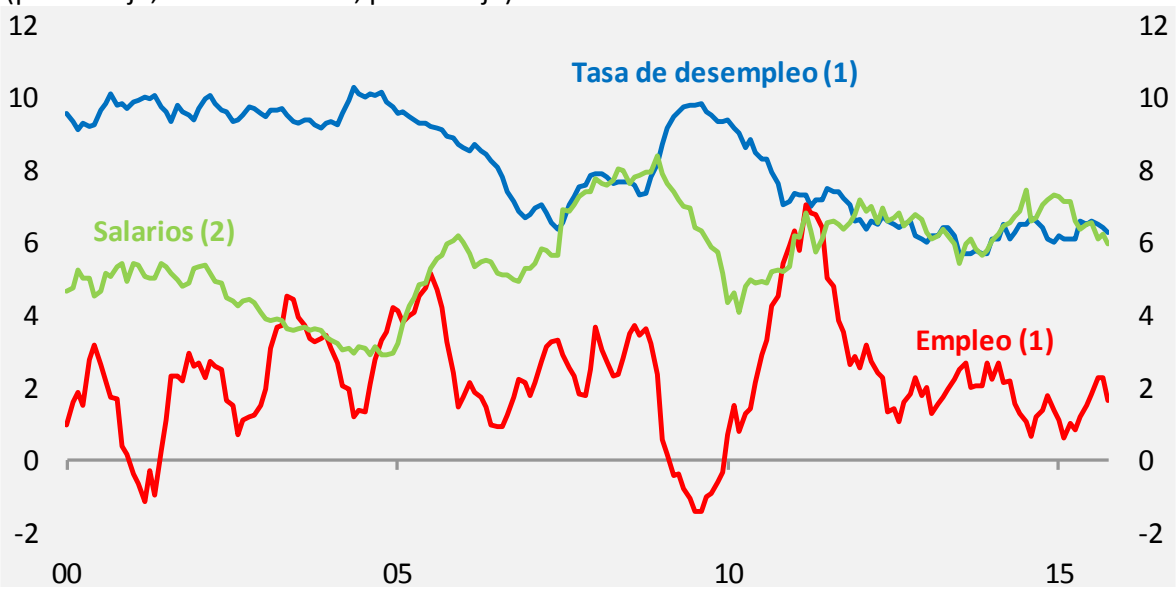
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

Gráfico 2

Mercado laboral

(porcentaje; variación anual, porcentaje)



(1) Series empalmadas usando la variación mensual en febrero 2010.

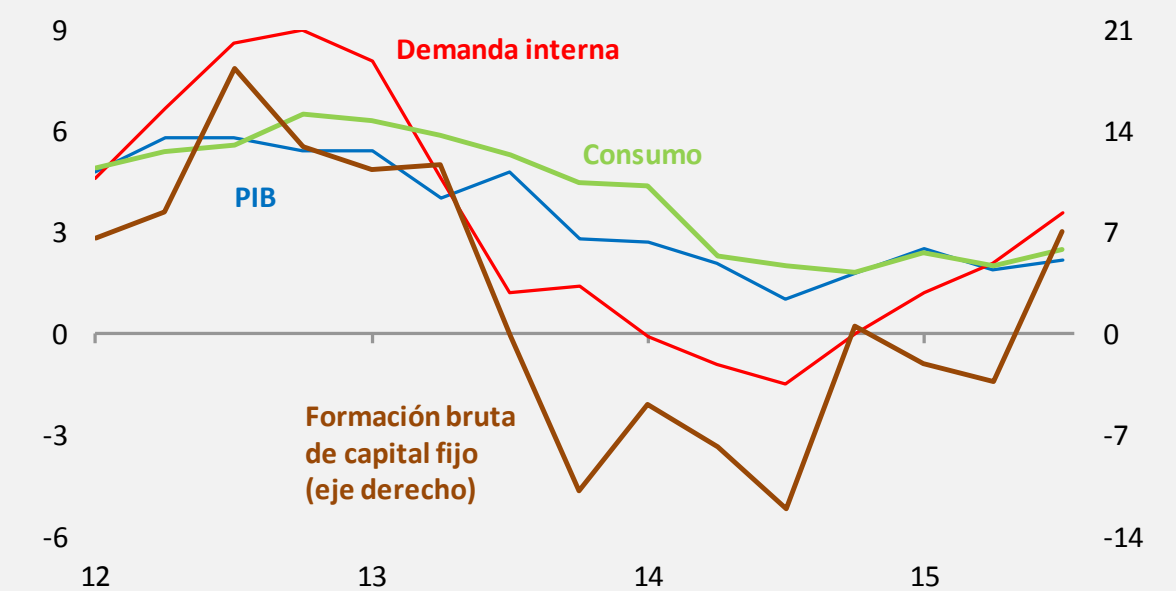
(2) Para los salarios nominales se consideró el promedio del CMO y el IREM. Series empalmadas usando la variación mensual en enero 2010.

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

Gráfico 3

PIB, demanda interna y sus componentes

(variación anual, porcentaje)

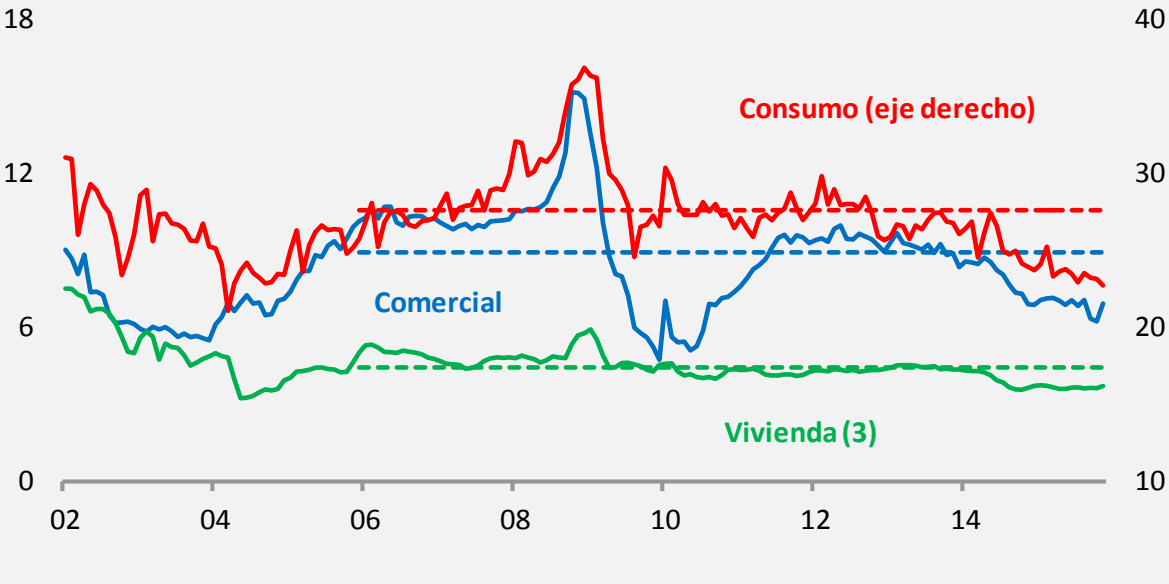


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

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

(porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

(3) Las tasas de interés corresponden a colocaciones en UF.

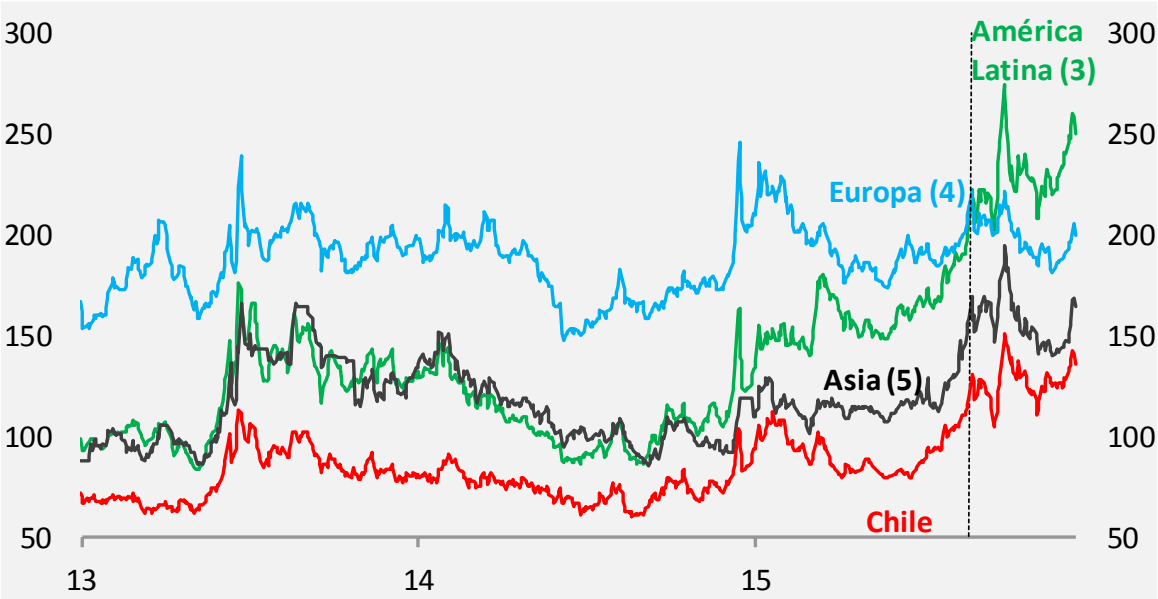
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Tabla 1
Escenario interno
(variación anual, porcentaje)

	2013	2014	2015 (f) IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	2016 (f) IPoM Sep.15	2016 (f) IPoM Dic.15
PIB	4,2	1,9	2,25-3,25	2,0-2,5	2,1	2,5-3,5	2,0-3,0
Demanda interna	3,7	-0,6	2,6	2,0	2,3	3,1	2,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,5	2,2	1,4	2,0	3,0	2,5
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	0,7	-1,2	0,7	1,9	1,7
Consumo total	5,5	2,5	2,7	2,1	2,4	3,3	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	1,3	-1,7	-1,7	1,2	1,0
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	1,1	-2,3	-1,4	2,2	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,4	-0,7	-1,7	-1,5	-2,6
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,0	20,8	20,0	20,0	19,1
Formación bruta de capital fijo (% del PIB) nominal	23,8	22,0	21,6	21,5	22,0	21,5	21,9

(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5
Premios por riesgo sobernano en economías emergentes (1) (2)
(puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.
(2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (4) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia.
Fuente: Bloomberg.

Tabla 2

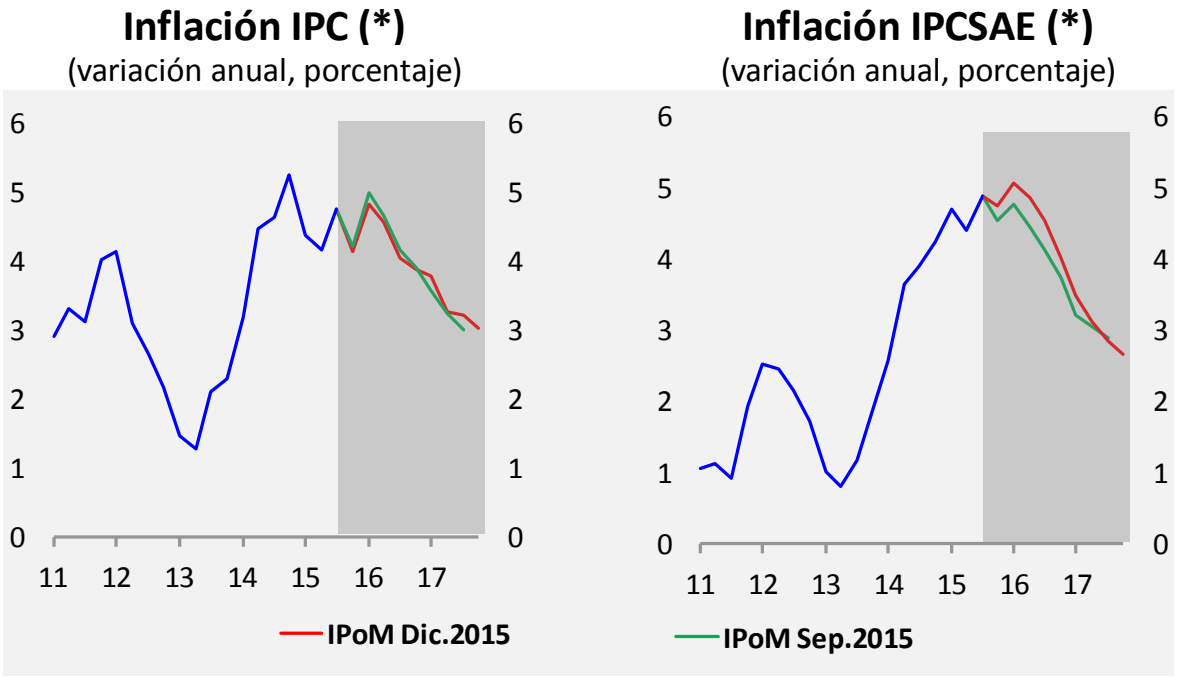
Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015 (f)			2016 (f)			2017 (f)	
		IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15
Crecimiento				(variación anual, porcentaje)					
PIB socios comerciales	3,4	3,3	3,1	3,0	3,7	3,4	3,2	3,4	3,3
PIB mundial a PPC	3,4	3,4	3,2	3,1	3,7	3,5	3,4	3,5	3,5
Estados Unidos	2,4	2,5	2,4	2,4	2,9	2,8	2,6	2,8	2,8
Eurozona	0,9	1,5	1,5	1,5	2,0	1,9	1,7	1,9	1,8
Japón	-0,1	1,0	1,0	0,6	1,4	1,4	1,2	0,5	0,5
China	7,3	6,9	6,7	6,9	6,5	6,4	6,4	6,1	6,1
India	7,3	7,5	7,5	7,5	7,8	7,8	7,8	7,5	7,5
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	4,0	4,2	3,7	3,4	4,5	4,0	3,7	4,2	4,0
América Latina (excl. Chile)	1,0	0,2	-0,1	-0,6	1,8	1,0	0,4	1,4	1,5
				(niveles)					
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	311	280	255	249	290	245	220	250	230
Precios del petróleo (prom. Brent y WTI) (US$/barril)	96	60	52	51	67	53	44	58	50
				(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-1,4	1,3	-3,0	-4,2	-0,2	-1,0	-3,8	-0,4	1,7

(f) Proyección.

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

Gráfico 6



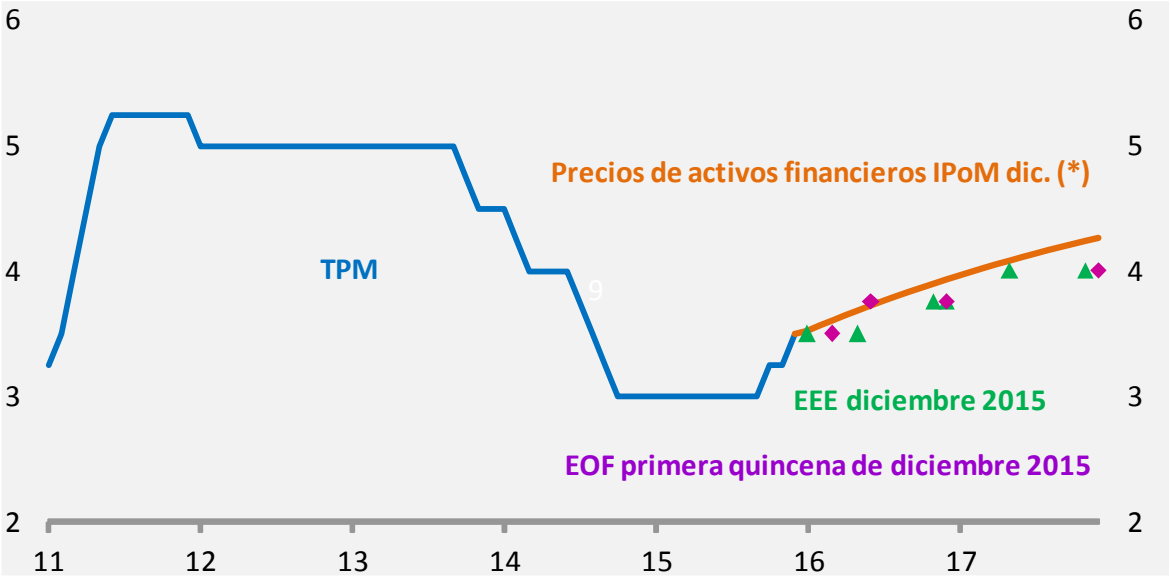
(*) El área gris corresponde a la proyección, a partir del cuarto trimestre del 2015.

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

Gráfico 7

TPM y expectativas

(porcentaje)

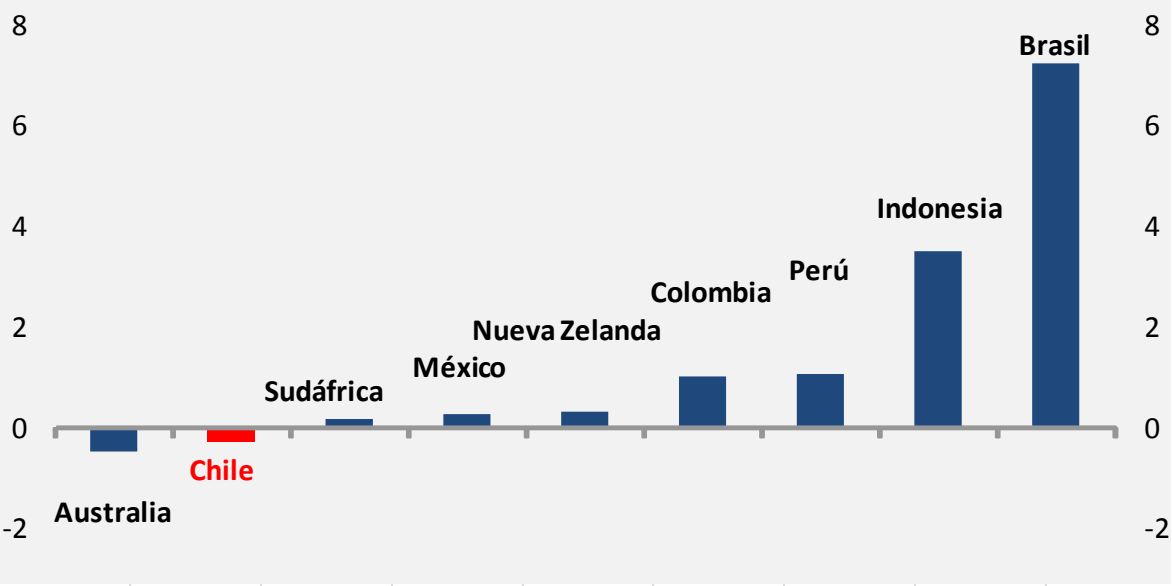


(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

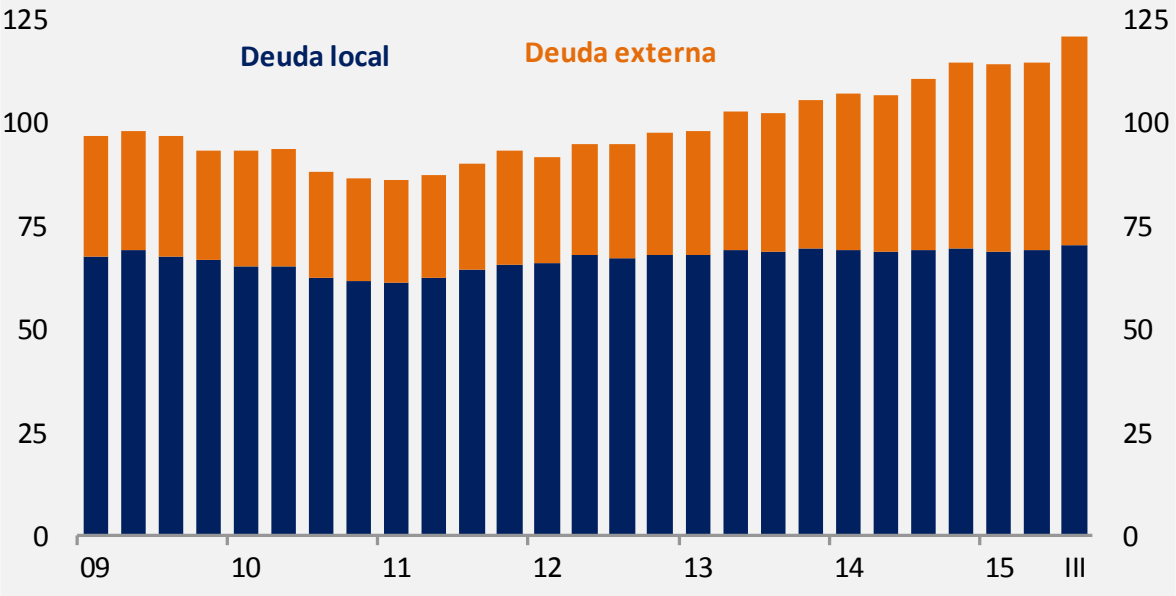
TPM real (*)

(porcentaje)



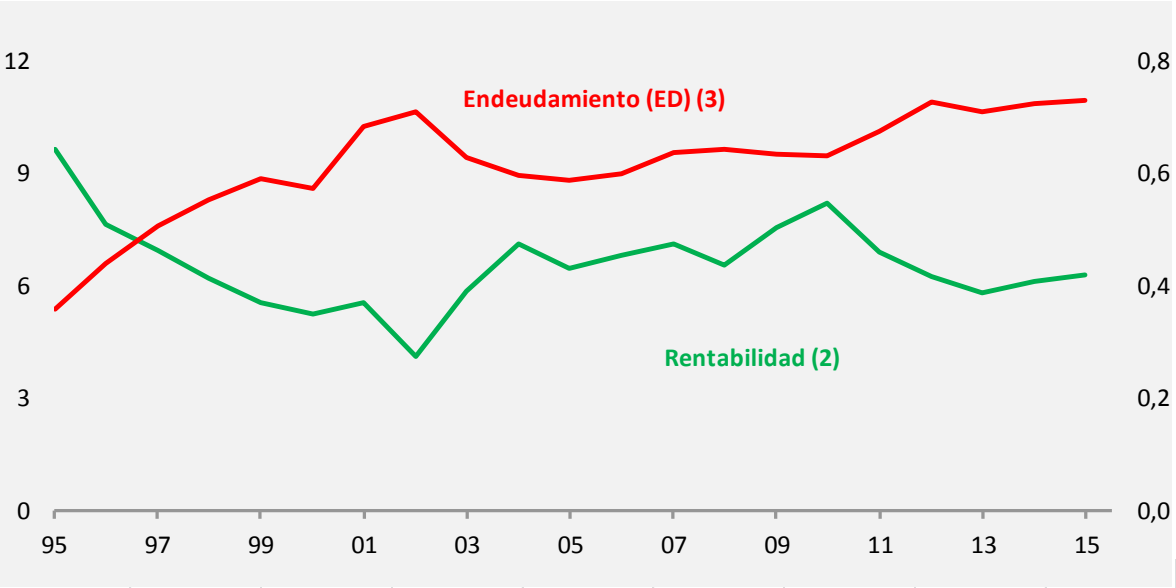
(*) Calculada como la TPM actual menos la inflación esperada para diciembre del 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.

Gráfico 9
Deuda total de empresas (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Excluye bancos. Basado en información administrativa a nivel de empresas.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

Gráfico 10
Indicadores financieros sector corporativo (1)
(porcentaje; veces)

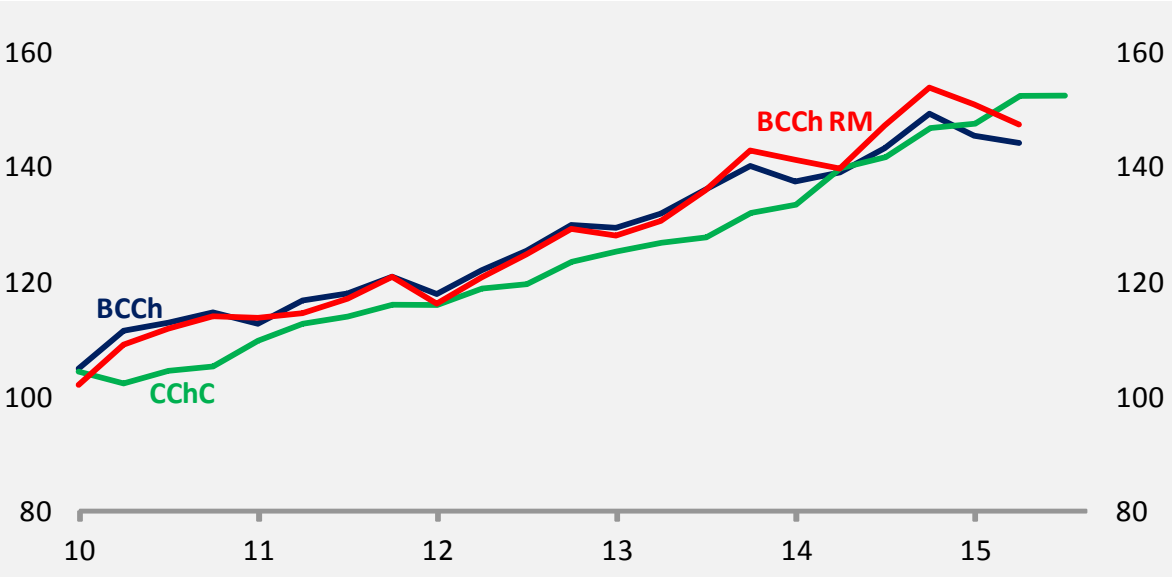


(1) Datos a diciembre de cada año, salvo 2015 donde se considera información a septiembre.
(2) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales.
(3) Razón deuda a patrimonio.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

Gráfico 11

Indicadores de precios de vivienda (*)

(índice base 2008=100)



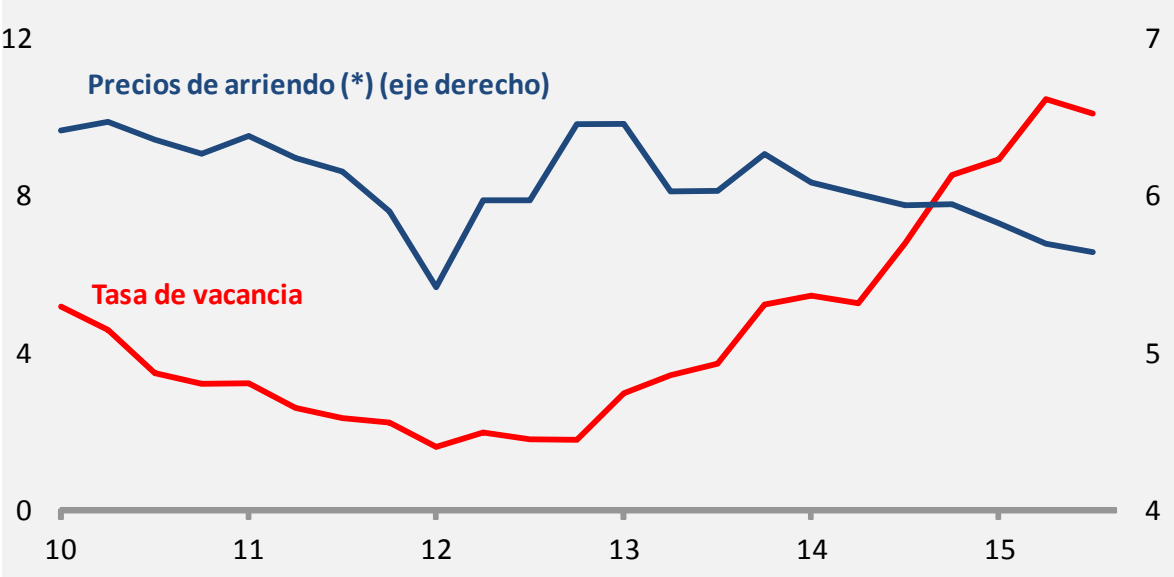
(*) Indicador BCCh calculado por el Banco Central con metodología estratificada. Indicador CChC calculado por la Cámara Chilena de la Construcción con metodología hedónica.

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

Gráfico 12

Tasa de vacancia y precios de arriendo

(porcentaje; UF anuales por m2)



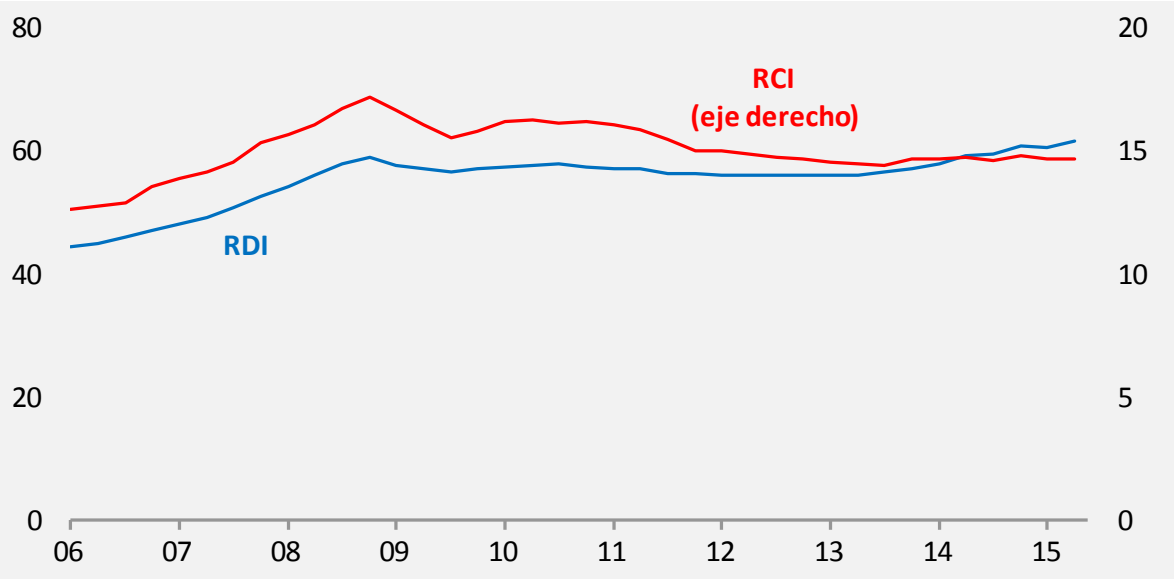
(*) Valores para clases A y B, ponderados por superficie.

Fuente: CBRE.

Gráfico 13

Endeudamiento (RDI) y carga financiera (RCI) de los hogares

(porcentaje del ingreso disponible)

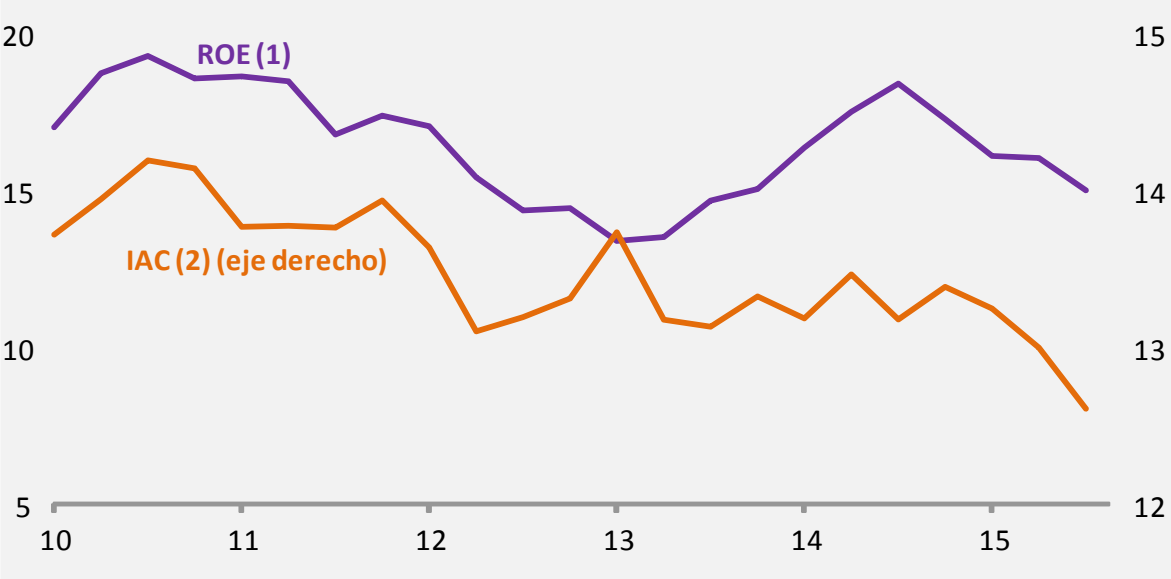


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

Gráfico 14

Rentabilidad (ROE) y solvencia (IAC) del sistema bancario

(porcentaje)

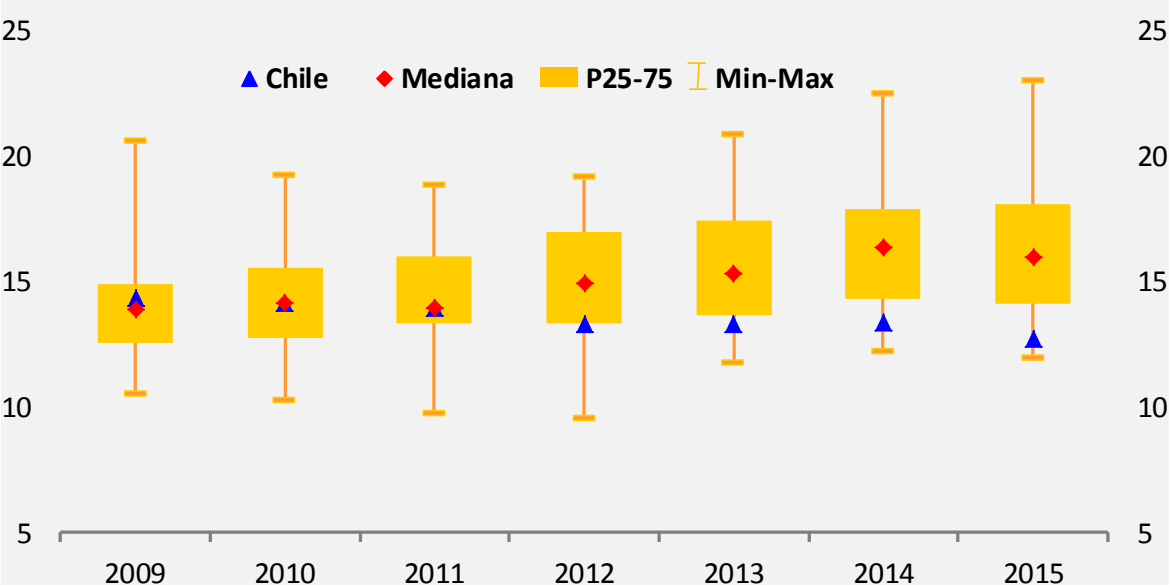


(1) Utilidad sobre capital básico.
(2) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Gráfico 15

Comparación internacional del IAC (*)

(porcentaje)



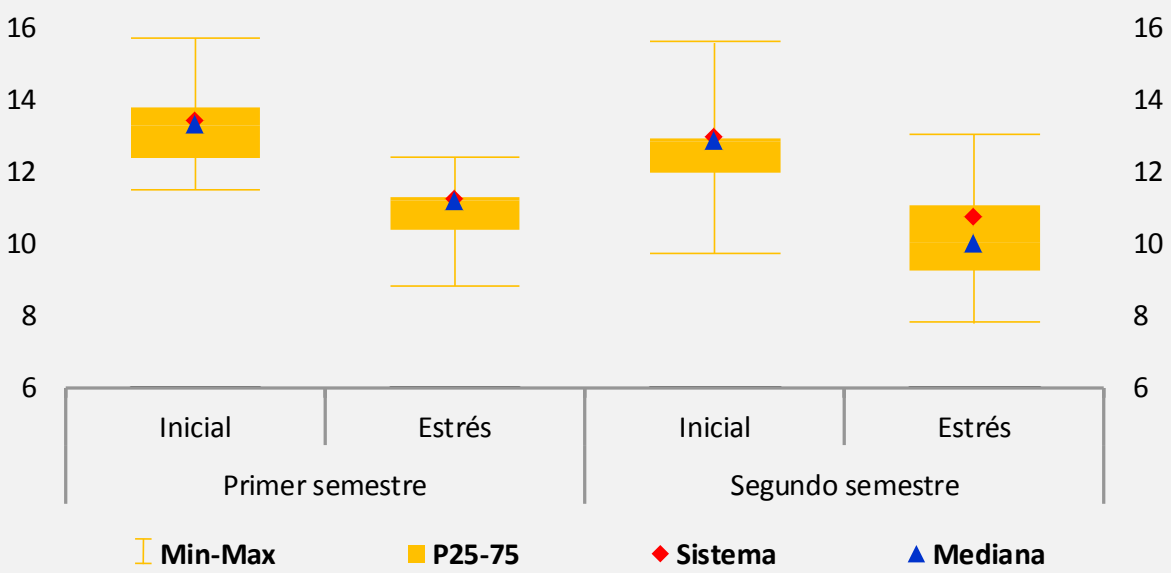
(*) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SBIF y FMI

Gráfico 16

Impacto de ejercicios de tensión sobre IAC (1) (2) (3)

(porcentaje)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.

(2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería, comercio exterior y consumo que han salido del sistema.

(3) Mínimo corresponde al percentil 1, en tanto el máximo al percentil 90.

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

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2015

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2015

CONTENIDO*/

PREFACIO 5

RESUMEN 7

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES 11

I. ESCENARIO INTERNACIONAL 13

II. MERCADOS FINANCIEROS 19

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA 23

IV. PRECIOS Y COSTOS 27

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN 31

GLOSARIO Y ABREVIACIONES 37

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 39

RECUADROS

Política monetaria en EE.UU. y tasas de interés de largo plazo 17
Evolución del precio del cobre 35

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 15 de diciembre de 2015.

PREFACIO

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, la actividad y la demanda agregada, y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 18 de diciembre de 2015 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 21 de diciembre de 2015.

El Consejo

RESUMEN

La inflación anual del IPC ha evolucionado según lo previsto en septiembre, aunque su componente subyacente —IPCSAE— muestra un incremento algo superior, en línea con la mayor depreciación del peso, con holguras de capacidad que siguen acotadas y con los patrones históricos de indexación. El crecimiento de la actividad ha ido según lo previsto, mientras que el de la demanda interna fue algo mayor. El escenario externo se ha deteriorado, por la caída de los términos de intercambio, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables. En este contexto, en el escenario base se reducen las perspectivas de crecimiento para el 2016 y se retrasa en algo la convergencia de la inflación a la meta. Con esto, se ha intensificado el escenario planteado previamente, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo que ceden en el mediano plazo. El Consejo estima que para asegurar la convergencia de la inflación a la meta es necesario retirar parte del estímulo monetario y ha llevado la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 3,5%. El escenario base contempla ajustes pausados, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación. La política monetaria seguirá siendo expansiva durante todo el horizonte de proyección, en línea con una actividad que crece por debajo de su potencial y una inflación que converge a 3%.

En noviembre, la alta base de comparación llevó a la inflación anual del IPC a 3,9%, descendiendo respecto de unos meses atrás. No obstante, se espera que vuelva a aumentar por sobre 4%. El IPCSAE se ha mantenido algo por debajo de 5% anual los últimos seis meses. La relevancia de la depreciación del peso en el alza de la inflación se refleja, especialmente, en el alto nivel de la inflación IPCSAE de bienes, que tras promediar -1,9% en el 2013, ha estado algo por debajo de 5% desde julio de este año. Se suma el efecto indirecto sobre otros precios, por ejemplo, a través de la indexación a la inflación pasada.

Más allá de la sostenida depreciación del peso, la permanencia de la inflación en niveles elevados también se relaciona, como se destacó en septiembre, con que las holguras de capacidad, si bien se han ampliado, muestran una magnitud menor a la de otros ciclos de bajo crecimiento. Ello es particularmente evidente en el mercado laboral, donde la tasa de desempleo continúa baja y el crecimiento anual de la ocupación total oscila en torno a 2%, con un empleo asalariado que aumenta a tasas superiores en el margen. Aunque los salarios nominales han tenido una disminución gradual desde fines del 2014, se expanden cerca de 6% anual. Todo esto ha contribuido a que la inflación anual del IPCSAE de servicios, más relacionada con el componente de no transables, permanezca alta. Por su parte, los precios de los combustibles han bajado, al tiempo que la inflación anual de los alimentos ha disminuido. A su vez, el reajuste del sector público debería contribuir a una contención de las presiones salariales.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2014	2015 (f)	2016 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	1,9	2,1	2,0-3,0
Ingreso nacional	1,9	1,7	1,5
Demanda interna	-0,6	2,3	2,6
Demanda interna (sin variación de existencias)	0,5	2,0	2,5
Formación bruta de capital fijo	-6,1	0,7	1,7
Consumo total	2,5	2,4	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,0
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-1,4	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-1,7	-2,6
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,3	20,0	19,1
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	21,4	21,7	21,7
FBCF (% del PIB Nominal)	22,0	22,0	21,9
FBCF (% del PIB Real)	24,0	23,7	23,5
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-2.995	-4.100	-6.000
Balanza comercial	7.767	4.350	700
Exportaciones	75.675	63.500	58.750
Importaciones	-67.908	-59.150	-58.050
Servicios	-3.757	-4.300	-4.150
Renta	-8.857	-6.050	-3.950
Transferencias corrientes	1.851	1.900	1.400

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario base, se estima que el PIB crecerá 2,1% el 2015, dentro del rango proyectado en septiembre. El desempeño de la actividad en el tercer trimestre fue similar al de cuartos previos, con lo que la economía siguió creciendo entre 2 y 2,5% anual. Se aprecia un deterioro mayor al anticipado de los sectores de recursos naturales, en particular de la minería, por recortes de producción ante la baja del precio del cobre. El desempeño del resto de los sectores es algo más favorable, aunque crecen a tasas reducidas.

Si bien algo mayor que lo previsto en septiembre, el crecimiento de la demanda interna sigue débil. Destaca el aumento de la formación bruta de capital fijo, donde se conjugan factores puntuales —como la elevada internación de equipos de transporte— y un mayor dinamismo en la edificación habitacional. El consumo privado mantuvo un crecimiento en torno a 2% anual.

El desempeño de la demanda interna se ha dado en un contexto en que la confianza de consumidores y empresas persiste en niveles pesimistas, pese a la mencionada resiliencia del mercado del trabajo y a que el crecimiento de la actividad, aunque bajo, se ha estabilizado. El costo de financiamiento interno sigue reducido en términos históricos, reflejando, en parte, la expansividad de la política monetaria. Pese a ello, con la excepción de los créditos hipotecarios, el crecimiento real anual de las colocaciones continúa bajo.

En el escenario base, el crecimiento del PIB en el 2016 se sitúa entre 2 y 3%, rango inferior al previsto en septiembre. En esta proyección la política monetaria seguirá siendo expansiva. La política fiscal continuará aportando al crecimiento del gasto, aunque con una intensidad menor que en el 2015. El gasto fiscal evolucionará en concordancia con la regla fiscal y con los objetivos de consolidación planteados por el Gobierno, que ha comprometido una reducción del déficit estructural cercana a un cuarto de punto del PIB por año. Con todo, la revisión del crecimiento se explica principalmente por el deterioro del escenario externo relevante para Chile. Este fenómeno es común a las economías emergentes y exportadoras de materias primas, principalmente por la importante caída de los términos de intercambio y condiciones financieras externas menos favorables.

El precio de las materias primas volvió a bajar en los últimos meses, con lo que tanto el cobre como el petróleo acumulan descensos en torno a 30% en el año. Ello, influido por la sostenida apreciación del dólar y por un menor crecimiento global. En el cobre se suma que la recomposición sectorial de la economía china continuará mermando la demanda del metal. Al cierre estadístico de este IPoM, el cobre se transaba algo por debajo de US$2,1 la libra. Las proyecciones para el 2016 y 2017 se han reducido de manera importante, promediando US$2,25 (casi US$2,5 en septiembre). El precio del petróleo se situó por debajo de US$40 el barril al cierre de este IPoM. Esto reduce de forma importante sus perspectivas para los próximos dos años, a US$46 promedio el barril WTI y a US$48 el Brent (US$53 y 58 en septiembre, respectivamente).

Las condiciones financieras externas relevantes para Chile se han vuelto menos favorables. La antesala del ajuste en la tasa de política monetaria de EE.UU. provocó una volatilidad importante en los mercados financieros. No obstante, el

aumento concretado fue recibido con tranquilidad por los mercados. En América Latina la mezcla de peores perspectivas económicas y factores idiosincráticos ha intensificado el aumento de los premios, pero en Chile su magnitud ha sido más acotada.

Se suma que el crecimiento de los socios comerciales en el 2016-2017 bajó marginalmente respecto de septiembre. El mundo desarrollado, en particular EE.UU., muestra una recuperación sostenida, distinto de lo que ocurre en el emergente. En China, los temores de una desaceleración mayor y las turbulencias en sus mercados financieros han amainado, pero su crecimiento ha disminuido, con una marcada debilidad del sector industrial. América Latina enfrenta una situación compleja, en particular Brasil que atraviesa por su mayor recesión en décadas. Se agrega que, a diferencia del resto del mundo, en América Latina la inflación ha aumentado, limitando el espacio para políticas monetarias más laxas.

La divergencia de las políticas monetarias de las principales economías del mundo seguirá fortaleciendo al dólar y el crecimiento de la actividad mundial permanecerá más concentrada en los servicios. Ambos factores limitan la recuperación del precio de las materias primas. El costo de financiamiento para las economías emergentes aumentará, pero seguirá bajo desde una perspectiva histórica. En varias economías de América Latina aún es necesario un ajuste adicional, lo que sumado a problemas idiosincráticos y su exposición al precio de las materias primas, incrementa la fragilidad de la región.

El deterioro del escenario externo tiene un efecto relevante en el mayor déficit de la cuenta corriente para el 2015 y el 2016: 1,7 y 2,6% del PIB, respectivamente (0,7 y 1,5% en septiembre). Ello, principalmente por la baja de los términos de intercambio, pero también por un menor volumen de exportaciones. Se agrega este año un incremento mayor que lo previsto de las importaciones de bienes de capital, en particular de transporte.

En el escenario base, la inflación anual del IPC se mantendrá por sobre 4% durante gran parte del 2016, finalizando el año dentro del rango de tolerancia y llegando a la meta hacia fines del horizonte de proyección, el cuarto trimestre del 2017. Al cierre estadístico de este IPoM, las expectativas de inflación privadas a un año plazo son algo más bajas que en el escenario base, en torno a 3,5%. A dos años plazo, siguen alineadas con la meta.

La proyección de inflación de este IPoM considera que, en el horizonte de proyección, las holguras de capacidad, aunque se ampliarán en el corto plazo, se mantendrán acotadas y que el TCR tendrá una leve apreciación. El Consejo ya ha comenzado a retirar parte del estímulo monetario, como lo planteó en septiembre, llevando la TPM a 3,5%. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

El escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-4,2	-3,8	1,7
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,0	3,2	3,3
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,3	3,4	3,1	3,4	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,3	2,7	2,5	2,8	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,7	1,7	1,9	2,1	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	6,2	4,8	4,0	4,4	4,6
Precios externos (en US$)	4,6	5,2	-0,9	-9,3	-2,8	1,5
			(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	154	368	311	249	220	230
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	44	89	93	49	43	49
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	42	101	99	53	45	52
Precio paridad de la gasolina (US$/m3) (*)	366	742	731	466	373	384
Libor US$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,3	1,0	1,6

(*) Para un detalle de su definición, ver Glosario.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

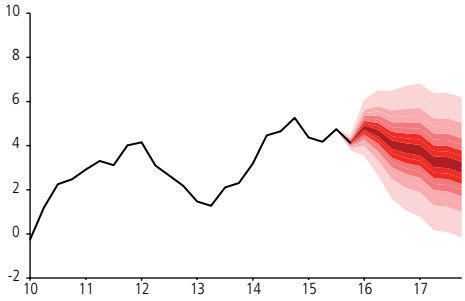
INFLACIÓN

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	4,4	4,4	4,3	
Inflación IPC diciembre (1)	4,6	4,5	3,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	3,6	4,7	4,6	
Inflación IPCSAE diciembre	4,3	4,8	3,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2)				2,7

(f) Proyección.
(1) Para diciembre del 2015 considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2017.

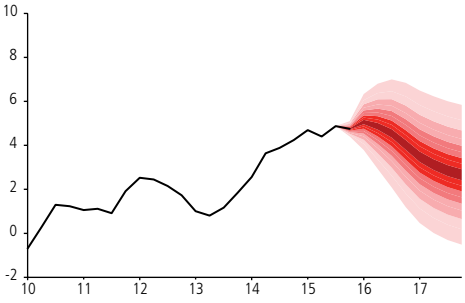
Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.
Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.
Fuente: Banco Central de Chile.

En lo externo, aunque es temprano para evaluar los efectos globales del recién iniciado proceso de normalización de la tasa de política monetaria de EE.UU., es evidente que seguirá siendo una importante fuente de riesgos. Especialmente, porque todavía hay diferencias entre lo que indican las expectativas de mercado y lo señalado por la Fed sobre la velocidad del proceso y el nivel al que llegaría la tasa. Se agrega la divergencia de la política monetaria entre los países desarrollados y sus posibles efectos en el valor global del dólar. En China, la probabilidad de un ajuste abrupto se ha reducido, pero persisten dudas sobre su contribución a la recuperación de la actividad global y al precio de las materias primas, especialmente ante el rebalanceo de su crecimiento hacia los sectores de servicios y de consumo. Por último, la compleja situación de Brasil y la necesidad de un mayor ajuste en algunas economías de América Latina continúan siendo un riesgo importante. Un empeoramiento de las perspectivas económicas en la región afectaría la demanda externa y, posiblemente, las condiciones de financiamiento que enfrente Chile. De materializarse alguno de estos riesgos, es posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, pero sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

En lo interno, la inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos sobre la formación de expectativas. Todo ello en un contexto de márgenes que siguen acotados y de holguras de capacidad reducidas. Por otra parte, la caída del precio del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile podrían aminorar estas presiones inflacionarias.

A mediano plazo, existen riesgos que podrían llevar a un desempeño de la actividad menor al previsto en el escenario base, ampliando las holguras de capacidad y reduciendo las presiones inflacionarias. Por un lado, aunque el mercado del trabajo se ha mantenido resiliente, no puede descartarse un ajuste significativo que reduzca el ritmo de crecimiento de los salarios, eleve el desempleo y afecte el gasto. También es posible que la confianza no repunte según lo contemplado, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado. En todo caso, tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que lo previsto, si se mantiene la resiliencia del mercado laboral, permitiendo que los indicadores de confianza repunten a un ritmo mayor. Esto último también podría producirse si la caída de los precios de los combustibles tiene un impacto mayor sobre el ingreso nacional.

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

La inflación sigue elevada y se ubicará por sobre 4% durante buena parte del 2016. El crecimiento de la actividad y la demanda interna continúa acotado. El escenario externo impone importantes riesgos para la evolución de la inflación y de la actividad. El Consejo subió la TPM hasta 3,5% y su trayectoria futura contempla ajustes pausados para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación. El Consejo 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.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM SEPTIEMBRE 2015

Al cierre del IPoM de septiembre, la inflación había sido superior a lo previsto, llegando en julio a 4,6% anual el IPC y a 4,9% la medida subyacente —IPCSAE. La fuerte depreciación del peso había sido la principal causa de este fenómeno y se esperaba que siguiera afectando la dinámica inflacionaria por los riesgos que emergían del escenario externo. Como supuesto de trabajo, se contemplaba que hacia fines del horizonte de proyección el tipo de cambio real (TCR) tendría una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de ese IPoM. Ello, sumado a la ampliación de la brecha de actividad interna al menos hasta la primera parte del 2016, permitiría la convergencia de la inflación. No obstante, en el corto plazo, los riesgos estaban sesgados al alza, por la trayectoria del tipo de cambio. La persistencia de altas inflaciones podría afectar las expectativas inflacionarias con implicancias para la política monetaria. En el segundo trimestre, la actividad y demanda interna mostraban una mayor debilidad, y las expectativas privadas habían vuelto a deteriorarse. Ello, unido a un escenario externo peor, una actividad minera deteriorada y la falta de antecedentes sobre una mejora del consumo y la inversión privada, hacían prever que el crecimiento del segundo semestre sería menor al previsto en junio. En este contexto, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%.

En el escenario base, tanto el crecimiento de los socios comerciales como los precios de las materias primas se ajustaban a la baja y, si bien las condiciones financieras externas habían empeorado, se preveía que seguirían favorables desde una perspectiva histórica. El proceso de rebalanceo del crecimiento global a favor del mundo desarrollado —en especial EE.UU.— y el próximo inicio de la normalización monetaria por parte de la Fed, habían llevado a un importante fortalecimiento del dólar. Se agregaban las dudas sobre China y la compleja situación de América Latina. Todos estos factores estaban detrás de la depreciación de las monedas emergentes —incluyendo el peso chileno— y también originaban los riesgos delineados en el IPoM.

En Chile, la inflación anual del IPC seguiría sobre el rango de tolerancia al menos durante la primera mitad del 2016, completando cerca de dos años por encima de 4%. Luego, retornaría a 3% en el curso del 2017. El PIB se ubicaría entre 2,0 y 2,5% el 2015 y entre 2,5 y 3,5% el 2016. Esto seguía considerando una paulatina mejora de las expectativas privadas y una fase expansiva relevante de la política monetaria. En el 2016 el aumento del gasto fiscal sería menor que el del 2015.

Los riesgos para la inflación eran elevados en el corto plazo. Una nueva depreciación del peso podría provocar cambios significativos en la trayectoria y persistencia de la inflación. Como en el pasado, era posible que ello respondiera a las condiciones globales. Además, la inflación se había mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí era un riesgo para las expectativas. El menor crecimiento de los salarios nominales aminoraba un riesgo previamente detectado. Por otra parte, las holguras de capacidad se podrían ampliar más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias. Además, seguía el riesgo respecto de la evolución de las expectativas privadas y su efecto en la actividad local. Se añadían los efectos de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional. El Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad estaba sesgado a la baja. Para la inflación estaba sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección.

REUNIONES DE SEPTIEMBRE, OCTUBRE Y NOVIEMBRE

En septiembre, los antecedentes conocidos desde el cierre estadístico del IPoM confirmaban la preocupación respecto de la persistencia de la elevada inflación. En el IPoM se había discutido que los antecedentes acumulados en el último tiempo eran coherentes con una política monetaria algo menos expansiva, por lo que la disyuntiva relevante era si las noticias justificaban o no adelantar este proceso. La División Estudios consideró que las opciones relevantes para esta Reunión eran subir la TPM en 25pb y llevarla a 3,25% o mantenerla en 3%.

La inflación de agosto había estado por sobre las proyecciones, pero casi totalmente había sido por algunos componentes muy volátiles. La inflación subyacente, si bien alta, estaba en línea con lo esperado. Sin embargo, algunas medidas de expectativas de inflación a dos años habían aumentado. Además, aunque las diversas encuestas sugerían una trayectoria para la TPM similar a la del IPoM, la implícita en el precio de los activos financieros señalaba una reducción del estímulo monetario mayor y más

anticipada. Un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo por sobre 3% constituía un riesgo relevante que había subido algo, en especial porque algunos indicadores sugerían que, en el presente ciclo, la persistencia de la inflación podría ser algo mayor que lo estimado previamente. De todos modos, los factores que acotaban este riesgo seguían presentes: la actividad local y externa mostraba mayor debilidad y los precios de las materias primas se habían corregido a la baja.

En este entorno, la evolución reciente de las expectativas de inflación a mediano plazo hacía recomendable anticipar el retiro del estímulo monetario respecto de lo planteado en el IPoM, pero, por otro lado, un alza de la TPM podría entenderse como que el análisis del reciente IPoM había quedado obsoleto, validando la necesidad de una trayectoria para la TPM esencialmente distinta de la allí supuesta. El Consejo decidió mantener la TPM en 3,0%, pero indicó que el proceso de reducción del elevado estímulo monetario debería comenzar en el corto plazo.

En octubre, los antecedentes eran, en lo grueso, coherentes con el escenario base del IPoM. La inflación de septiembre había estado algo por debajo de lo anticipado, pero, junto con la sorpresa positiva de agosto, se había alineado con el IPoM. El PIB resto había evolucionado de acuerdo con lo previsto, pero la producción minera había decepcionado. Salvo elementos puntuales, la demanda seguía débil; el mercado del trabajo continuaba resiliente; y las tasas de interés en los distintos mercados financieros locales permanecían bajas. La economía internacional tampoco presentaba mayores cambios, aunque la probabilidad de ocurrencia de algunos escenarios de riesgo había aumentado. En este contexto, se seguía anticipando una lenta convergencia de la inflación que requeriría disminuir el estímulo monetario en 50 o 75pb durante los próximos meses. La curva de rendimiento se había alineando con la trayectoria de la TPM presentada en el IPoM. Así, las opciones analizadas fueron subir la TPM en 25pb a 3,25% o mantenerla en 3,0%.

La opción de subir se fundamentaba en la mayor persistencia de la inflación, en holguras de capacidad algo menores que lo anticipado algunos trimestres atrás y en que la economía podía elevar gradualmente su ritmo de crecimiento, acercándose a su potencial hacia fines del 2016. Por lo demás, el impulso monetario era muy alto, como lo mostraban las tasas reales negativas en el corto plazo y en torno a sus mínimos históricos en plazos más largos. La opción de mantener la TPM no debía ser descartada de plano, en particular porque la probabilidad de un contagio financiero de los problemas en Brasil hacia la región, y hacia Chile, era algo mayor. También por la creciente discrepancia entre la visión del mercado respecto del próximo accionar de la Fed y lo planteado por la propia institución, y la mayor divergencia entre la política de la Fed y la de los demás bancos centrales desarrollados. En este contexto, era probable una mayor volatilidad en los mercados, aumentos de premios por riesgo, un mayor fortalecimiento global del dólar y nuevos recortes de los precios de las materias primas. Sin embargo, algunos de estos riesgos podían ser muy transitorios y, de generar desviaciones más persistentes o disruptivas en la economía, la historia mostraba que el BCCh tenía la capacidad de cambiar el curso de política de manera rápida. Así, el Consejo decidió subir la TPM en 25pb a 3,25%.

En noviembre, las noticias subían significativamente la probabilidad de que la Fed iniciara el alza de la tasa a fines de 2015. En el plano local, la actividad del tercer trimestre había estado en línea con las proyecciones, gracias al mejor desempeño de los sectores resto, que compensó la caída de la producción minera. El mercado laboral continuaba resiliente y la demanda agregada, salvo algunos elementos puntuales, mostraba un comportamiento de consumidores e inversionistas cauto, pero estable. Las condiciones locales y externas seguían adecuadas para un crecimiento hacia niveles cercanos al potencial para la segunda parte del 2016. A pesar de haber disminuido en octubre, la inflación anual seguía alta y se esperaba que fluctuara por sobre el rango de tolerancia al menos durante la primera mitad del 2016. Detrás de la persistencia de la alta inflación estaban las sucesivas depreciaciones del peso. También, que la inflación de no transables permanecía alta, por lo que las sorpresas en la inflación subyacente podrían ser más persistentes.

En este contexto, se discutió la opción de mantener la TPM en 3,25% o subirla a 3,50%. La primera opción era coherente con un retiro gradual del estímulo monetario y, al estar en línea con las expectativas de mercado, ayudaba a mantener un mayor grado de predictibilidad de la política monetaria. Por otra parte, los riesgos a la baja para la actividad en el mediano plazo seguían vigentes, tanto por la muy lenta recuperación de la confianza local, como por el escenario de actividad global y las posibles disrupciones asociadas al accionar de la Fed.

La opción de subir la tasa se justificaba en que el alto grado de expansividad de la política monetaria, lo que era evidente al comparar la TPM en términos reales con la de otras economías similares. Además, la inflación de no transables había mostrado un alto grado de persistencia, provocando que el necesario ajuste de precios relativos ocurriera en un contexto de mayor inflación. Además, la convergencia de la inflación estaba fuertemente asociada a la estabilización del tipo de cambio, lo que de no ocurrir pondría presión a la inflación. Además, la sorpresa en el IPCSAE podría ser reflejo de presiones inflacionarias algo mayores. No obstante, la economía había estado creciendo por debajo de su potencial por un tiempo prolongado, lo que limitaba de manera importante los riesgos inflacionarios en el horizonte de proyección usual. El Consejo decidió mantener la TPM en 3,25%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y describe el escenario externo más probable, así como los principales riesgos.

En los últimos meses, el escenario externo relevante para Chile se ha deteriorado. Ello, debido a la caída de los términos de intercambio, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables para las economías emergentes, las que han enfrentado salidas de capitales, depreciación de las monedas respecto del dólar y aumentos de las primas por riesgo. Esto, en un contexto de volatilidad en los mercados financieros internacionales en la antesala del ajuste en la tasa de la política monetaria de Estados Unidos que, sin embargo, tras el aumento de tasas concretado mostraron tranquilidad. El crecimiento mundial será algo menor que lo previsto hace unos meses, especialmente por el más bajo dinamismo del mundo emergente. Destacan las peores perspectivas para América Latina que, además de tener una alta exposición al precio de las materias primas, requiere de ajustes adicionales de sus economías, y donde factores locales han acentuado la desaceleración en algunos casos. Así, la proyección de crecimiento para los socios comerciales se ajustó en dos décimas a la baja para el 2016, a 3,2% y en una décima para el 2017, a 3,3% (tabla I.1).

TABLA I.1
Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

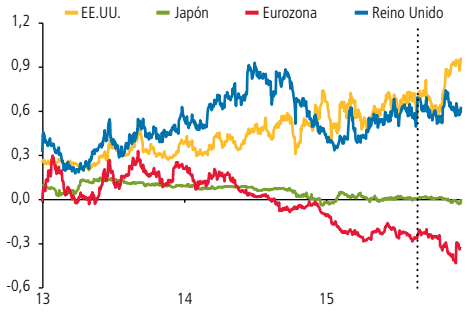
	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013	2014 (e)	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Mundo a PPC	4,2	4,3	3,3	3,4	3,1	3,4	3,5
Mundial a TC de mercado	3,2	3,3	2,3	2,7	2,5	2,8	2,9
Socios comerciales	3,6	4,6	3,5	3,4	3,0	3,2	3,3
Estados Unidos	2,6	2,1	1,5	2,4	2,4	2,6	2,8
Eurozona	2,2	0,9	-0,4	0,9	1,5	1,7	1,8
Japón	1,7	2,0	1,6	-0,1	0,6	1,2	0,5
China	10,5	9,3	7,7	7,3	6,9	6,4	6,1
India	7,1	7,3	6,9	7,3	7,5	7,8	7,5
Resto de Asia	5,1	5,6	4,2	4,0	3,4	3,7	4,0
América Latina (excl. Chile)	3,5	4,7	2,8	1,0	-0,6	0,4	1,5
Exp. de prod. básicos	3,1	2,8	2,1	2,6	1,6	2,2	2,0

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.
(e) Estimado.
(f) Proyección.

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

En EE.UU. la actividad continuó recuperándose. En el tercer cuarto, su PIB creció 2,1% trimestre a trimestre (t/t) anualizado, liderado por el consumo privado y la inversión en viviendas. El consumo ha recibido impulso por la sostenida fortaleza de su mercado laboral y por expectativas que se mantienen optimistas. La inversión en el sector de energía y las exportaciones se debilitaron, por la caída del precio del petróleo, en el primer caso, y por la apreciación del dólar y la menor demanda externa, en el segundo. En la Eurozona, la actividad continúa su recuperación gradual, favorecida por los menores costos energéticos, el gasto público y la política monetaria expansiva. Así, en el tercer trimestre del año el PIB creció 1,2% t/t anualizado, destacando el continuo fortalecimiento del consumo privado. El desempleo, aunque aún en niveles altos, siguió descendiendo. Japón, tras registrar una caída de la actividad el segundo trimestre del año, anotó una recuperación en el tercero, período en que el PIB creció 1% t/t anualizado, impulsado principalmente por la inversión.

GRÁFICO I.1
Tasas de interés de los bonos de gobierno a dos años plazo (*)
(porcentaje)

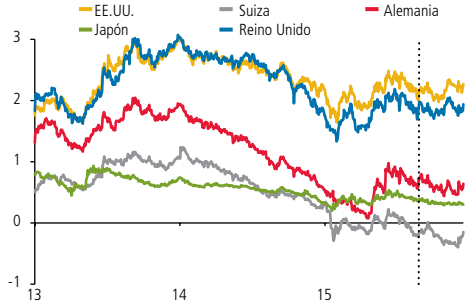


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

El menor precio de la energía sigue contribuyendo a mantener baja la inflación en las economías desarrolladas, aún bastante por debajo de las metas de las respectivas autoridades monetarias. En EE.UU., la inflación se ubicó en 0,5% anual en noviembre, mientras en la Eurozona alcanzó a 0,2%. La inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, alcanzó a 2 y 0,9% en EE.UU. y la Eurozona, respectivamente.

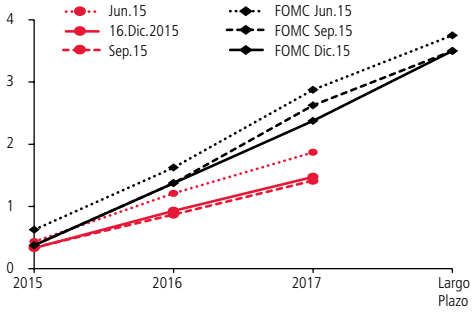
GRÁFICO I.2
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo (*)
(porcentaje)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

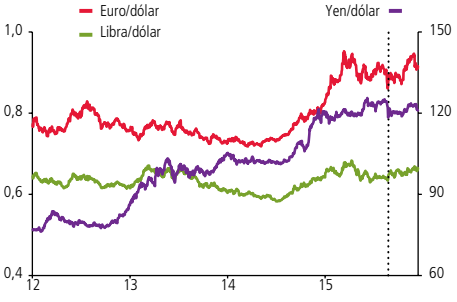
GRÁFICO I.3
Evolución de expectativas de tasa *Fed Funds* (*)
(porcentaje)



(*) Líneas rojas corresponden a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés y las negras a lo proyectado por el FOMC en sus respectivas reuniones.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

GRÁFICO I.4
Tipo de cambio (*)
(moneda por dólar)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

Así, se observa un panorama de recuperación de las economías desarrolladas, que en su mayoría ha estado marcado por un mejor desempeño de los sectores asociados a servicios y consumo, mientras que los de manufacturas y la inversión han estado más lentos. Estados Unidos y el Reino Unido van más adelante en su ciclo respecto de la Eurozona y Japón, lo que se ha plasmado en divergencias respecto de la política monetaria esperada en cada región y en la trayectoria de las tasas de interés de los bonos de gobierno. Así, desde el IPoM previo, las tasas en EE.UU. aumentaron entre 10 y 30 puntos base (pb) según el plazo, mientras que en la Eurozona, aunque con un repunte parcial hacia el cierre estadístico de este IPoM, finalizaron con una baja en torno a 5pb. En particular, se han incrementado las diferencias en las tasas de plazos más cortos, que en la Eurozona incluso se han vuelto negativas (gráficos I.1 y I.2).

Respecto de las decisiones de política monetaria, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) dio inicio al tan esperado proceso de alza de tasas, incrementando el rango objetivo para la *Fed Funds Rate* (FFR) a 0,25-0,50%. Si bien es temprano para evaluar sus efectos globales, en lo inmediato esta decisión no ha provocado cambios significativos en los mercados financieros y la Fed volvió a reiterar su intención de seguir una trayectoria gradual para el retiro del estímulo monetario. Con todo, todavía existen discrepancias entre la visión del consenso de mercado y las declaraciones de la Fed respecto de la velocidad y el nivel al que llegaría la tasa (gráfico I.3). Estas discrepancias son un foco de riesgo, toda vez que un aumento más rápido de las tasas de interés puede generar una descompresión de los premios por plazo. La evidencia empírica sugiere que este tipo de correcciones puede expandirse hacia otros activos riesgosos, incluyendo monedas y premios por riesgo crediticio. Además, si bien es esperable que la Fed sea particularmente cuidadosa, tanto en su actuar como en su comunicación para evitar este tipo de eventos, no se puede descartar que sean gatillados por otras circunstancias, como datos macroeconómicos muy distintos a lo previsto por el mercado (Recuadro I.1).

Destaca la divergencia entre las políticas monetarias adoptadas en el mundo desarrollado. Así, mientras EE.UU. y el Reino Unido han comenzado o están acercándose a iniciar un proceso de retiro del estímulo monetario, en diciembre el Banco Central Europeo aumentó las medidas de impulso, aunque menos que lo previsto por el mercado, y Japón ha mantenido la expansividad monetaria. Esta discrepancia de políticas se evidencia en la sostenida apreciación del dólar a nivel global (gráficos I.4 y II.9).

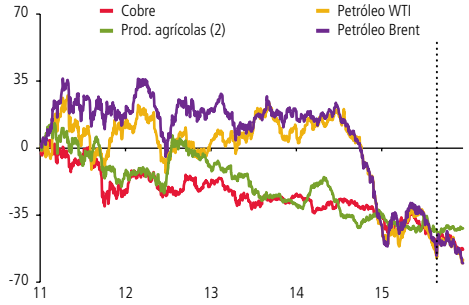
Otra característica del escenario internacional ha sido el continuo descenso de los precios de las materias primas. Destaca la baja del cobre en respuesta a la apreciación del dólar y la menor demanda global por el metal, en un contexto donde la recomposición sectorial de la economía china hacia el consumo y los servicios seguirá mermando la demanda por cobre. Así, su precio se redujo a valores mínimos de seis años, ubicándose al cierre estadístico de este IPoM algo por debajo de US$2,1 la libra, acumulando una baja cercana a 30% en el año. En el escenario base, el precio del cobre para el bienio 2016-2017 se ajustó a la baja de manera importante a un promedio de US$2,25 la libra (casi US$2,5 en el IPoM de septiembre) (Recuadro V.1). El menor panorama de precios ha motivado recortes de producción y esfuerzos por reducir costos en diversos yacimientos del mundo.

El precio del petróleo también se ha reducido, incidido tanto por la menor demanda mundial como por factores de oferta. El WTI y el Brent se situaron por debajo de US$40 el barril al cierre estadístico de este IPoM, lo que equivale a un descenso en torno a 30% respecto de comienzos de año. El escenario base reduce también de manera importante el precio proyectado del crudo para los próximos dos años a US$46 promedio el barril WTI y a US$48 el Brent (US$53 y 58 en septiembre, respectivamente). Esto tiene implícito un repunte de los actuales valores, aunque en el horizonte de proyección seguirán por debajo de su nivel de largo plazo, que ahora se estima en US$70 el barril (US$85 en septiembre). Con todo, la sobreproducción actual de la OPEP, el próximo levantamiento de las sanciones a Irán y los elevados inventarios mundiales no permiten descartar que el precio del crudo siga bajando, lo que moderaría el deterioro previsto para los términos de intercambio de Chile. La gasolina cayó menos que el petróleo en lo que va del año (-15%), estando su trayectoria deteminada, principalmente, por los elevados niveles de inventarios (gráfico I.5).

En China, si bien se atenuaron los temores de un ajuste abrupto, la actividad sigue moderándose, creciendo menos de 7% en el tercer cuarto del 2015, y se espera que esta moderación continue. Esto, en conjunto con una inflación que se mantiene baja (1,5% anual en noviembre), ha motivado nuevos estímulos monetarios por parte de sus autoridades. Con todo, persisten dudas sobre la contribución de China a la recuperación de la actividad global y de los precios de las materias primas, especialmente ante el rebalanceo de su crecimiento hacia los sectores de servicios (terciario) y de consumo (gráfico I.6). Asimismo, la inversión en el sector de viviendas, altamente intensivo en metales, sigue débil. Una desaceleración más profunda de esta economía, junto con el rebalanceo de su crecimiento, podría presionar más a la baja los precios de los metales, en particular el cobre. Además, no son descartables nuevos episodios de volatilidad en sus mercados financieros, especialmente en un contexto en que las autoridades siguen avanzando en el proceso de liberalización financiera. Las demás economías de Asia emergente también se han desacelerado durante el año, especialmente por la menor demanda de China, que importa productos intermedios y de consumo final, además de metales, desde esta región.

América Latina ha sufrido los mayores recortes en sus proyecciones de crecimiento, destacando el deterioro de Brasil (gráfico I.7). En comparación con septiembre, las perspectivas de crecimiento de la región para el período 2015-2017 del escenario base de este IPoM se reducen en 1,1 puntos porcentuales. Además de la menor demanda externa, las condiciones de financiamiento internacional menos favorables y la baja de los precios de las materias primas, la situación interna de algunos países se ha hecho más compleja. Los desbalances fiscales siguen siendo una fuente de preocupación en varios países, limitando el espacio para implementar políticas fiscales expansivas (gráfico I.8). En otros, persisten importantes desbalances externos, a pesar de la depreciación de sus monedas. Además, los altos niveles de inflación han motivado el retiro de estímulos monetarios. De hecho, la inflación se ha empinado por sobre las metas de sus bancos centrales en la mayoría de los países, lo que contrasta con el resto de las economías emergentes, donde se mantiene baja. La principal razón detrás de la mayor inflación es el traspaso a los precios de la depreciación de sus monedas. Esto, en un contexto en que los mercados laborales no muestran mayores ajustes ante la menor actividad y, en algunos casos, rigideces no han permitido un traspaso completo de la baja del precio del petróleo (gráfico I.9).

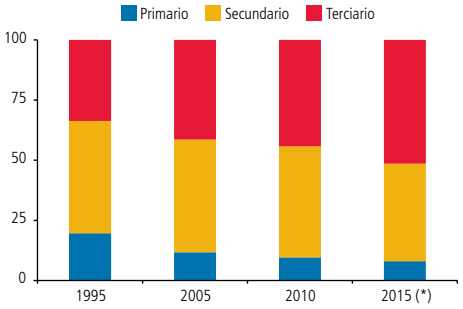
GRÁFICO I.5
Precios de materias primas (1)
(variación acumulada desde enero 2011, porcentaje)



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

Fuente: Bloomberg.

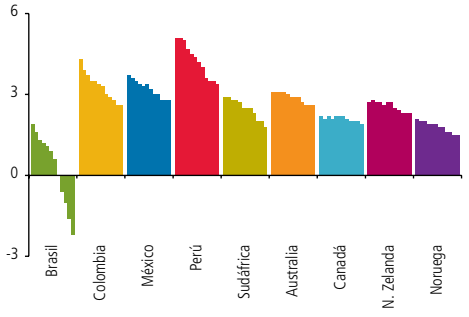
GRÁFICO I.6
China: PIB sectorial
(porcentaje del PIB)



(*) Información hasta el tercer trimestre.

Fuente: Bloomberg.

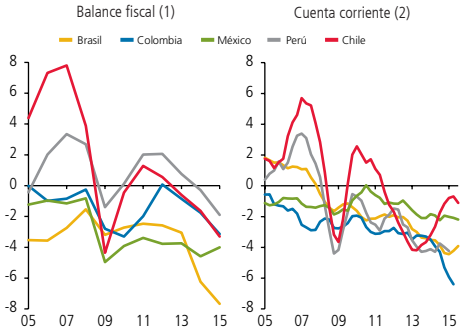
GRÁFICO I.7
Proyecciones de crecimiento para el 2016 (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2016 desde enero hasta diciembre del 2015.

Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.8
América Latina: Balance fiscal y de cuenta corriente
(porcentaje del PIB)

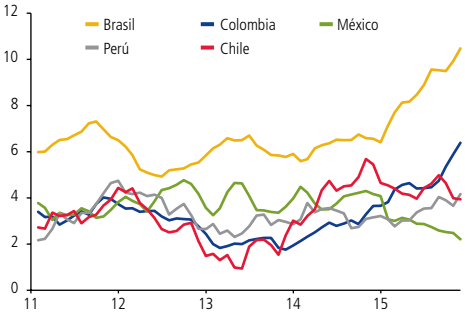


(1) Datos del 2015 corresponden a proyecciones del WEO de octubre 2015, excepto para Chile que corresponde a proyección del Ministerio de Hacienda.

(2) Datos del 2015 disponibles hasta septiembre para Brasil, México y Chile, junio para Colombia y marzo para Perú.

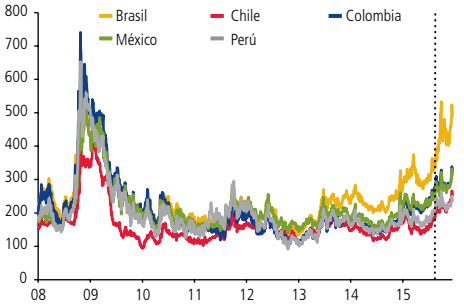
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

GRÁFICO I.9
América Latina: Inflación
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas de Chile.

GRÁFICO I.10
América Latina: Premios por riesgo (*)
(puntos base)



(*) Medidos por el índice EMBI. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

Brasil, la economía más grande de la región, viene mostrando un fuerte deterioro económico, a lo que se añade su delicada situación política y la pérdida del grado de inversión por parte de dos clasificadoras de riesgo, la última de ellas al cierre estadístico de este IPoM. El desempeño de su actividad apunta a que en el 2015 tendrá la mayor contracción de las últimas décadas, y que el próximo año nuevamente reducirá su PIB. El alza de la tasa Selic para contener la inflación ha llevado a que el déficit fiscal se aproxime a 10% del PIB y que la deuda pública se ubique en niveles elevados (la deuda bruta representa cerca de 70% del PIB). Todo esto aumentó fuertemente la percepción de riesgo del país.

En Colombia, los elevados niveles y expectativas de inflación motivaron alzas de su tasa de política monetaria, totalizando 100pb en tres meses. En Perú, la elevada inflación también ha motivado alzas de su TPM, mientras que México, subió la tasa de instancia tras el movimiento hecho por la Fed. Esta economía ha mostrado una leve recuperación de su actividad, impulsada mayormente por los sectores industrial, manufacturero y de la construcción. En Argentina destacó la reciente eliminación del sistema de control cambiario (cepo) por parte del nuevo gobierno. La economía enfrenta desafíos importantes, principalmente en el ámbito fiscal y monetario, además del cambiario, con fuertes necesidades de financiamiento público y externo, en un contexto de bajos niveles de reservas internacionales y limitado acceso al financiamiento. Al igual que en IPoM previos, la compleja situación de la región sigue siendo una fuente de riesgos relevante, tanto por la menor demanda externa que de ello pueda emanar, como por su impacto sobre las condiciones de financiamiento.

En este contexto, el costo de financiamiento para los países emergentes, especialmente en América Latina, se ha deteriorado. Así, los premios por riesgo aumentaron, encontrándose en su mayoría en los niveles más altos desde mediados del 2009 (gráfico I.10). Los flujos de capitales —bonos y acciones— registraron salidas importantes, las bolsas cayeron y las monedas continuaron depreciándose respecto del dólar. Tal como se señala en el IEF, esto ha afectado los resultados de empresas chilenas con inversiones en la región.

Otras economías desarrolladas exportadoras de materias primas, como Australia, Nueva Zelanda, Canadá y Noruega, también continuaron desacelerando su crecimiento, destacando la debilidad de la inversión, en especial en las dos primeras. El sector externo tuvo una contribución positiva apoyado por las depreciaciones de sus monedas y, en algunos casos, se observa una incipiente recuperación de los sectores no relacionados con las materias primas. El desempleo y la inflación se mantienen bajos, lo que les da más holguras para aplicar un mayor estímulo monetario.

RECUADRO I.1
POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU. Y TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO

Para economías pequeñas y abiertas, como Chile, las condiciones financieras globales son un determinante importante de su ciclo económico. Entre otros elementos, estas dependen de la política monetaria de los países desarrollados y, en particular, la de EE.UU. Ello por su importancia y su peso en los mercados financieros internacionales. Así, es de esperar que el reciente aumento de la tasa de política monetaria en EE.UU. (FFR) y el proceso de normalización de su política monetaria tengan efectos sobre las condiciones financieras que enfrentan otras economías, incluido Chile. Este Recuadro entrega nueva evidencia sobre estos efectos y discute algunos elementos que podrían incidir en su intensidad. En particular, se analizan los efectos que cambios en la política monetaria de EE.UU. podrían tener sobre las tasas de largo plazo en economías desarrolladas y emergentes.

La evidencia empírica destacada en este Recuadro sugiere que: (i) aumentos de la FFR generan alzas de las tasas de largo plazo en otras economías, aunque las respuestas son heterogéneas en el tiempo y entre países; (ii) dicha reacción se ha acentuado en lo más reciente, en niveles relativamente altos: 100 puntos base (pb) de aumento de la FFR generarían aumentos de 75 y 85pb en las tasas largas de desarrollados y emergentes, respectivamente; (iii) tras el 2008, los canales de transmisión a economías desarrolladas y emergentes parecen ser distintos. En las primeras, el incremento se asocia a una política monetaria que sigue a la Reserva Federal (Fed). En las segundas, estaría relacionado con aumentos del premio por plazo; (iv) para Chile, la evidencia reciente muestra que las tasas largas han tenido una respuesta acotada a cambios en las condiciones financieras en EE.UU., pero la heterogeneidad entre países y a lo largo del tiempo no permite asegurar que este será siempre el caso.

Más allá de las respuestas promedio, hay elementos que podrían alterar su intensidad. Algunos países emergentes pueden haber visto aumentada su vulnerabilidad a cambios en las condiciones financieras, debido a elevados déficit en cuenta corriente, altos niveles de endeudamiento de corto plazo en moneda extranjera, una situación fiscal frágil y/o rigideces cambiarias.

También hay elementos que mitigan el impacto. La Fed ha señalado que el proceso será gradual y se da en un contexto de una economía que se recupera y no de una que debe ser enfriada. Los demás bancos centrales de países desarrollados seguirán proveyendo de altos grados de liquidez a través de sus políticas de relajamiento cuantitativo e incluso podrían aumentar la expansividad de las mismas. Con todo, esta divergencia probablemente aumente la apreciación del dólar, con un efecto negativo en el precio de las materias primas. Por último, un número importante de economías emergentes cuentan con marcos de política más adecuados para enfrentar este tipo de *shocks*, en comparación con otros episodios de alzas de la FFR. En particular, porque tienen flexibilidad cambiaria y altos niveles de reservas internacionales.

Política monetaria y tasas de interés de largo plazo

Al igual que la mayoría de los bancos centrales, la Fed usa como instrumento de política la tasa nominal de corto plazo. Para entender su relación con la tasa de largo plazo es útil pensar en esta última como la suma de dos componentes. El primero, es lo que el mercado espera que sea la FFR durante el plazo relevante. Si se espera que la FFR sea en promedio alta en el futuro, la tasa de largo plazo hoy también debe serlo. El segundo, es el llamado premio por plazo, que representa la compensación que los inversionistas exigen por el riesgo de tasas asociado a mantener un bono de largo plazo. De este modo se tiene que:

(1) Tasa de largo plazo= TPM promedio esperada + Premio por plazo

De la ecuación (1) es claro que la autoridad monetaria influye directamente en las tasas largas cuando fija la FFR y, sobretodo, cuando comunica la trayectoria más probable para esta variable. Cambios en la política monetaria también pueden alterar los premios por plazo, aunque esta relación varía en el tiempo y no se conocen bien los mecanismos que la gobiernan. Los premios, además, se mueven por razones no relacionadas con los movimientos actuales y esperados de la FFR, lo que es un especial desafío para las autoridades[1]/.

Esta ecuación también ayuda a entender el impacto de cambios en la política monetaria de EE.UU. sobre las tasas de largo plazo de otras economías. El cambio en las tasas de largo plazo locales

[1]/ Un ejemplo es lo planteado en el 2006 por el entonces presidente de la Fed, Ben Bernanke, quien argumentó que la casi nula respuesta de las tasas de largo plazo al alza de tasas de la Fed se debía a una compresión de premios por plazo (Bernanke, 2006). En lo más reciente, los premios por plazo también han jugado un rol relevante en la política monetaria en EE.UU. Cuando la Fed llevó la FFR al mínimo, implementó medidas orientadas a bajar los premios por plazo —compras masivas de bonos de largo plazo— para así reducir las tasas de largo plazo aún más (Gagnon, 2011).

dependerá de la reacción de la política monetaria de cada país. Así, si frente a un alza de la FFR las autoridades locales deciden subir su propia tasa generarán un aumento de la trayectoria esperada para la tasa de corto plazo y, con ello, un alza de la tasa de largo plazo. Las acciones de la Fed también pueden alterar los premios por plazo en otras economías. Por ejemplo, porque genera cambios de portafolio de inversionistas que los llevan a vender bonos locales, generando alzas de las tasas largas.

Por último, la ecuación (1) también es útil para analizar por qué, a pesar de que la Fed ha señalado un aumento gradual de la FFR, existe el riesgo de que las condiciones financieras cambien de manera abrupta. En particular, puede ser que los premios por plazo aumenten rápidamente, como respuesta a cambios moderados en la trayectoria esperada de tasas de política. Inversionistas que temen una mayor alza de tasas, y la consecuente pérdida de valor de sus inversiones, venden o se ven forzados a vender parte de sus tenencias de bonos, lo que presiona al alza los premios por plazo. Este riesgo aumenta porque, después de tantos años de tasas bajas y amplia liquidez, los inversionistas han buscado mayor retorno subiendo la duración de sus portafolios. Además, que persistan diferencias entre la trayectoria que el mercado y la Fed consideran como más probable, hace que la probabilidad de una corrección más rápida de tasas también aumente, especialmente si se observan condiciones que hagan pensar que la visión de la Fed prevalecerá.

Evidencia empírica

Albagli *et al.* (2015) diferencian el efecto de la política monetaria de EE.UU. sobre los premios por plazo y las expectativas de política monetaria en otras economías[2]/. El ejercicio muestra el traspaso de *shocks* de política monetaria en EE.UU. sobre las tasas a uno y diez años para países desarrollados y emergentes, diferenciando entre el efecto total y sobre cada uno de los componentes de la ecuación (1) (tabla I.2). Los principales resultados son: (i) después del 2008, en ambos tipos de países, las tasas de interés de uno y diez años aumentaron su sensibilidad a la política monetaria de EE.UU.; (ii) Un alza de 100pb en la tasa de un año de EE.UU., asociado a un *shock* de política monetaria, genera aumentos de 75 y 85pb en las tasas largas de desarrollados y emergentes, respectivamente; (iii) los mecanismos de transmisión parecen ser diferentes entre tipo de economías. En las desarrolladas, el alza de la tasa larga está asociada a un aumento esperado de la tasa de política, en las emergentes a cambios en los premios por plazo. En todo caso, los resultados a nivel individual dan cuenta de alta heterogeneidad.

[2]/ La inusual expansividad de la política monetaria en EE.UU., y en otras economías desarrolladas, ha originado una creciente literatura que aborda su impacto sobre los precios de los activos financieros en otras economías. Los resultados, en general, coinciden en efectos significativos, en línea con los reportados en este Recuadro (Neely (2015), Bauer y Neely (2014), Bowman *et al.* (2014), Gilchrist *et al.* (2015)).

Naudon y Yany (2015) revisan el impacto de *shocks* a los premios por plazo en EE.UU. sobre la economía chilena (gráfico I.11). En el ejercicio, un *shock* de 100pb en el premio por plazo de los bonos de diez años de EE.UU. sube en cerca de 30pb las tasas de interés chilenas (en moneda local) tras doce meses. A su vez, el peso se deprecia cerca de 4% nominal. En concordancia con Albagli *et al.* (2015), la respuesta de las tasas largas chilenas está asociada a cambios en los premios por plazo, pues el impacto en las tasas esperadas de corto plazo tiene signo contrario, reflejando un efecto compensatorio de la política monetaria ante este tipo de *shocks*. Esto es similar a lo ocurrido a mediados del 2013, cuando la Fed dio las primeras señales de que podría iniciar la normalización de la FFR y las tasas de largo plazo en EE.UU. subieron alrededor de 150pb. La moderada respuesta de las tasas de interés de largo plazo en Chile en ese episodio no es, necesariamente, una indicación de que la correlación entre las primas por plazo locales y externas sea siempre baja. Por ello, se debe ser cuidadoso a la hora de extrapolar los resultados.

TABLA I.2

Traspaso de *shocks* de política monetaria en EE.UU. sobre tasas a uno y 10 años plazo (*)

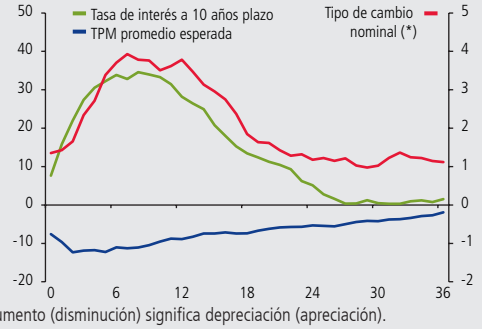
	Panel A: Economías desarrolladas			
	Pre Noviembre 2008		Post Noviembre 2008	
	Tasa 1 año	Tasa 10 años	Tasa 1 año	Tasa 10 años
Tasa	0,14*	0,09	0,43**	0,73*
	-0,07	-0,10	-0,15	-0,35
PM esperada	0,13*	0,15	0,39**	0,48**
	-0,06	-0,11	-0,13	-0,17
Premio por plazo	0,01	-0,07***	0,05	0,26
	-0,02	-0,02	-0,08	-0,21
	Panel B: Economías emergentes			
	Pre Noviembre 2008		Post Noviembre 2008	
	Tasa 1 año	Tasa 10 años	Tasa 1 año	Tasa 10 años
Tasa	0,19	0,28	0,43	0,85**
	-0,13	-0,19	-0,24	-0,32
PM esperada	0,06	0,06	0,08	0,12
	-0,05	-0,05	-0,21	-0,20
Premio por plazo	0,12	0,22	0,34***	0,74**
	-0,08	-0,19	-0,07	-0,27

(*) Los símbolos *, ** y *** indican que es estadísticamente significativo al 1, 5 y 10%.

Fuente: Albagli *et al.* (2015).

GRÁFICO I.11

Impacto ante un *shock* de premio por plazo de EE.UU.
(puntos base; variación porcentual)



(*) Aumento (disminución) significa depreciación (apreciación).

Fuente: Naudon y Yany (2015).

II. MERCADOS FINANCIEROS

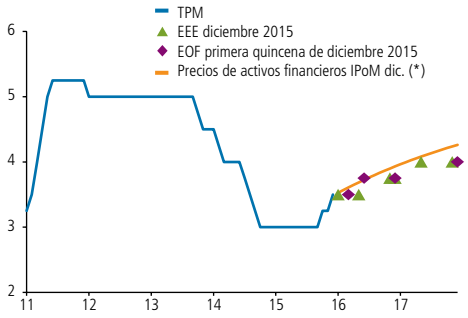
Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

La inflación anual del IPC ha evolucionado según lo previsto en septiembre, aunque su componente subyacente —IPCSAE— muestra un incremento algo superior, en línea con la mayor depreciación del peso, con holguras de capacidad que siguen acotadas y con los patrones históricos de indexación. El crecimiento de la actividad ha ido según lo previsto, mientras que el de la demanda interna fue algo mayor. El escenario externo se ha deteriorado, por la caída de los términos de intercambio, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables. En este contexto, en el escenario base se reducen las perspectivas de crecimiento para el 2016 y se retrasa en algo la convergencia de la inflación a la meta. Con esto, se ha intensificado el escenario planteado previamente, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo que ceden en el mediano plazo. El Consejo estima que para asegurar la convergencia de la inflación a la meta es necesario retirar parte del estímulo monetario y ha llevado la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 3,5%. La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes pausados para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación.

No se aprecian mayores divergencias entre las expectativas para la TPM que se extraen de los precios de los activos financieros y de las encuestas. Así, las distintas fuentes señalan que, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,75 y 3,93% y que, a dos años plazo, estaría entre 4 y 4,26% (gráfico II.1 y tabla II.1). El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM. Con todo, en ese lapso, la TPM seguirá siendo expansiva. Así, la tasa de política monetaria medida en términos reales continuará en valores en torno a cero por un buen tiempo, una de las más expansivas dentro del conjunto de economías emergentes y exportadoras de materias primas (gráfico II.2).

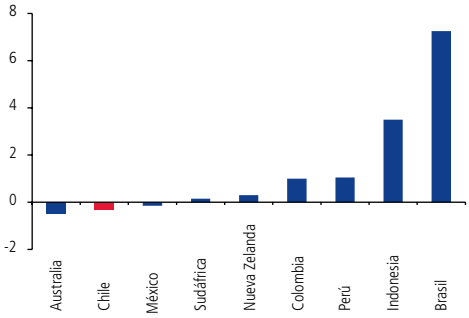
GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.

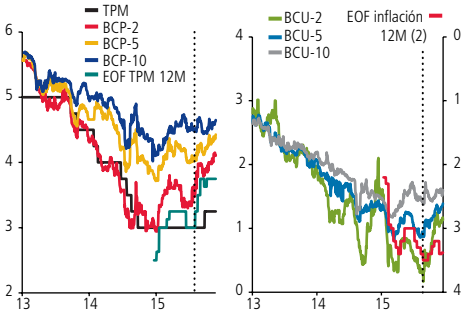
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
TPM real (*)
(porcentaje)



(*) Calculada como la TPM actual menos la inflación esperada para diciembre del 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.

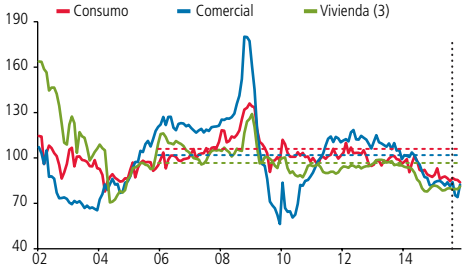
GRÁFICO II.3
TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1)
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteda corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015. (2) Eje invertido.

Fuente: Banco Central de Chile.

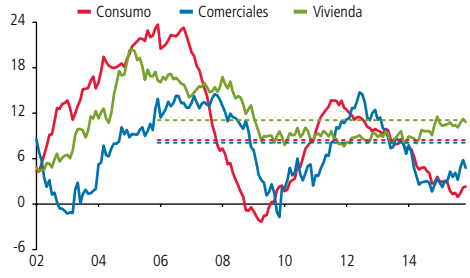
GRÁFICO II.4
Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)
(índice 2002-2015=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.
(3) Las tasas de interés corresponden a colocaciones en UF.

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

GRÁFICO II.5
Crecimiento real anual de las colocaciones (*)
(porcentaje)



(*) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

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

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre
EEE (1)	3,25	3,75	3,75	4,00
EOF (2)	3,25	3,75	3,50	4,00
Precios de activos financieros (3)	3,70	3,93	4,20	4,26

(1) Corresponde a la encuesta de agosto y diciembre 2015.
(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de agosto y la primera quincena de diciembre 2015.
(3) Para el IPoM de diciembre considera el promedio de los últimos diez días hábiles al cierre estadístico.
Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería, han mostrado un aumento en el corto plazo, el que ha sido más marcado en las reales. En el caso de las nominales, el movimiento está en línea con las expectativas de mercado sobre la TPM a un año plazo, las que se elevaron en los últimos meses. La dinámica de las tasas de interés reales también ha estado determinada por las expectativas de mercado respecto de la inflación (gráfico II.3). En particular, desde el IPoM de septiembre, las tasas a dos años plazo sufrieron las alzas más marcadas: cerca de 80 y 55pb para las tasas en UF y en pesos, respectivamente. La tasa real y nominal a diez años plazo, aunque con vaivenes, casi no muestra cambios desde junio. El aumento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal (Fed) fue bien recibido por los mercados, pero el proceso de normalización sigue siendo una fuente de riesgos importantes. En especial, porque persisten las diferencias entre el mercado y la Fed respecto de la velocidad y el nivel que alcanzará la tasa. Además, Brasil enfrenta una situación económica y financiera difícil que podría tener impactos sobre el costo de financiamiento del resto de la región, incluido Chile.

CONDICIONES FINANCIERAS

En general, el panorama financiero interno se ha mantenido sin grandes cambios en los últimos trimestres: aunque el costo del crédito sigue bajo, en parte por la expansiva instancia de política monetaria, el crecimiento de las colocaciones —excepto las hipotecarias— se mantiene lento comparado con patrones históricos. En ello se conjuga la mayor cautela de parte de personas y empresas —como se desprende del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN), el IPEC y el IMCE— y una banca que ha seguido restringiendo sus políticas de riesgo, como se señala en el IPN y en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB). Adicionalmente, a lo largo del año, las condiciones de financiamiento externo se han vuelto menos favorables y los riesgos de nuevos episodios de volatilidad persisten.

El costo del crédito en el mercado local, aunque con vaivenes, se mantiene reducido y bastante por debajo del promedio de varios años (gráfico II.4). Desde julio —últimas cifras disponibles al cierre del IPoM de septiembre—, las tasas de las colocaciones comerciales han permanecido en torno a los niveles mínimos de hace cinco años, mientras las de consumo y de vivienda han estado en o cerca de sus valores más bajos de los últimos diez años. En esto, además de la TPM en niveles expansivos, influye que la banca local haya reorientado las colocaciones hacia clientes con un mejor perfil de riesgo (IPN). Para las colocaciones de

consumo, se suma el impacto de la normativa de la tasa máxima convencional (TMC), que ha sido más relevante en los sobregiros y tarjetas de crédito.

Pese a ello, según datos a noviembre, el crecimiento real anual de las colocaciones comerciales y de consumo, si bien aumentó respecto del IPoM anterior, persiste bajo, en línea con la acotada expansión del gasto interno (gráfico II.5). En las comerciales, la subida es algo más marcada, pero por el efecto que el tipo de cambio nominal tiene en la evolución de estás colocaciones (IEF segundo semestre 2015). Además, coincide con una desaceleración de las colocaciones locales y externas de bonos corporativos en los meses recientes. Como ha sido la tónica este último tiempo, las colocaciones hipotecarias mantienen un alto crecimiento concordante con el aumento de los precios de las viviendas en los últimos años y el importante dinamismo de la construcción habitacional y del rubro inmobiliario.

Además, el lento ritmo de expansión anual de los créditos de consumo y comerciales, coincide, en buena medida, con expectativas de empresas y consumidores que persisten en niveles bajos (IPEC e IMCE), propiciando conductas de mayor cautela de los agentes económicos a la hora de comprar, endeudarse e invertir. Así lo corrobora el IPN, que resalta la incertidumbre hacia adelante respecto de las ventas y la estabilidad laboral de empresarios y personas, respectivamente. Asimismo, destaca que la ECB del tercer trimestre reportó una demanda más restrictiva que el trimestre anterior en la mayoría de las colocaciones.

A lo largo del año, las condiciones financieras internacionales se han vuelto menos favorables, en un entorno de mayor volatilidad. Así, los premios por riesgo han aumentado, en especial desde mediados de año. Las tasas de interés de largo plazo del mundo desarrollado, aunque con vaivenes, no tuvieron cambios significativos al cierre de este IPoM. Se suma, en el bloque emergente, la depreciación de las monedas, la continua salida de capitales y la caída del mercado bursátil. Para Chile, desde principio de junio, los premios por riesgo soberanos y corporativos aumentaron en torno a 50 y 80pb, respectivamente—medidos por el CDS a cinco años y el CEMBI —, situándose por sobre el promedio de los últimos diez años, pero manteniéndose en un nivel por debajo de otras economías emergentes (gráfico II.6). El IPSA, medido en moneda local, se redujo en torno a 10% desde junio (gráfico II.7).

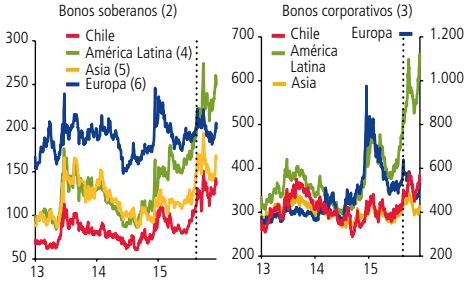
En este ambiente de mayor costo del endeudamiento externo y salidas netas de capitales, las colocaciones de bonos en el extranjero, principalmente de empresas —y, en menor medida, de bancos—, han caído de manera pronunciada en los últimos meses, a niveles similares a los del 2012 (gráfico II.8).

En cuanto a los agregados monetarios nominales, según información a noviembre, el M1, compuesto por activos más líquidos, redujo su crecimiento anual a cerca de 12% (16% en agosto), principalmente por la menor expansión anual de las cuentas corrientes. En el M2, el mayor incremento año a año de los depósitos a plazo, sostuvo su expansión cerca de 12%. El M3 aumentó su expansión anual a 14%.

TIPO DE CAMBIO

La paridad peso/dólar se elevó algo más de 4% desde mediados de agosto, ubicándose en torno a $705 por dólar al cierre estadístico de este IPoM (gráfico II.9

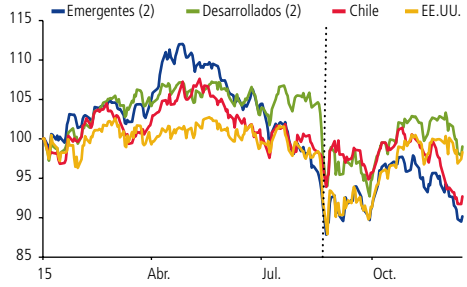
GRÁFICO II.6
Premios por riesgo en economías emergentes (1)
(puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015. (2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (4) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (6) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. (3) Medido por el CEMBI.

Fuente: Bloomberg.

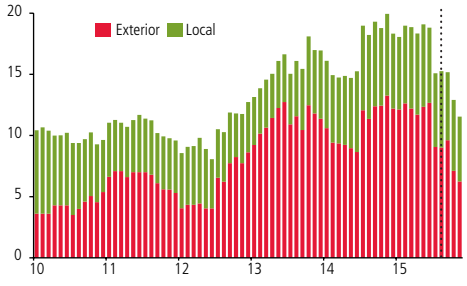
GRÁFICO II.7
Mercados bursátiles (1)
(índice 1 enero 2015=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015. (2) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.8
Colocaciones de bonos de empresas y bancos (*)
(miles de millones de dólares acumulados en doce meses)



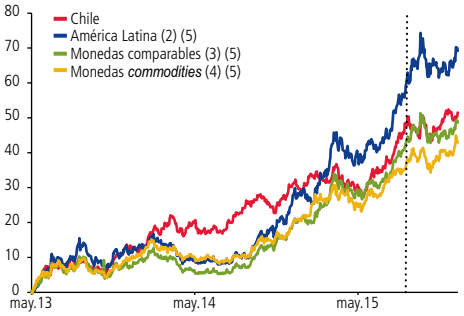
(*) Línea vertical punteda corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BCS y Bloomberg.

GRÁFICO II.9

Tipo de cambio nominal (1)

(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)



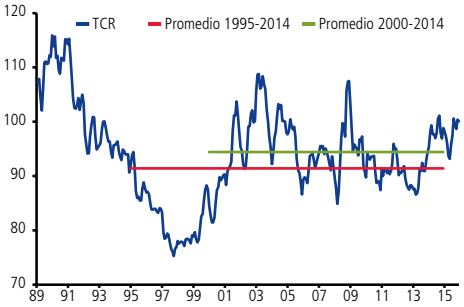
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.10

Tipo de cambio real (*)

(índice 1986=100)



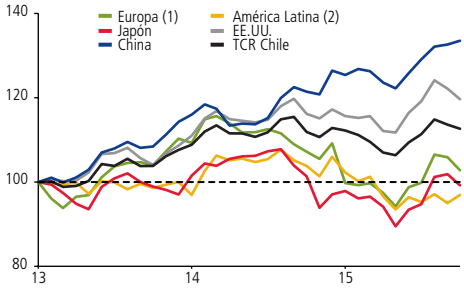
(*) Cifra de diciembre del 2015 incluye información hasta el día 15.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.11

TCR bilateral de Chile respecto de economías seleccionadas

(índice enero 2013=100)



(1) Considera a Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda e Italia.
(2) Considera a Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile.

y tabla II.2). Esto, en lo fundamental, se debió al continuo fortalecimiento del dólar a nivel global, a lo que se ha sumado una baja del precio del cobre hasta mínimos de varios años en las últimas semanas. No obstante, en el intertanto, el tipo de cambio ha exhibido una alta volatilidad, como se desprende de las opciones a tres meses. De hecho, desde agosto, el peso ha oscilado entre cerca de $670 y $715 por dólar, con vaivenes bien marcados incluso en operaciones intradía. Así, aunque ha retrocedido en el margen, la volatilidad ha sido la más alta desde mayo del 2013, momento en que comenzó el proceso de depreciación del peso.

TABLA II.2

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)

(porcentaje)

	Variación TCN		
	IPoM Dic.15/ IPoM Sept.15	Spot/2.Ene.15	Spot/mínimo del 2013
Rusia	4,0	21,0	134,3
Brasil	9,1	45,7	99,1
Colombia	7,8	39,5	88,5
Sudáfrica	15,2	29,3	76,5
América Latina (2) (5)	6,4	31,3	70,7
Turquía	2,0	27,2	69,5
Noruega	5,0	16,6	59,3
Chile	**2,3**	**17,2**	**52,2**
Monedas comparables (3) (5)	4,2	22,3	49,3
Australia	0,9	13,8	47,4
Monedas *commodities* (4) (5)	4,6	17,3	47,4
Indonesia	0,8	13,4	46,0
México	2,5	16,0	42,9
Canadá	3,4	18,3	39,7
Perú	3,8	13,2	32,9
Rep. Checa	2,7	8,0	32,8
Nueva Zelanda	-1,8	15,3	27,6
India	2,3	5,6	26,0
Tailandia	1,4	9,2	25,5
Rep. Corea	-1,0	8,2	12,7

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.
(2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.
(3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía.
(4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.
(5) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Si bien el peso chileno persiste en niveles mínimos de varios años, desde agosto las medidas de tipo de cambio multilateral, y en particular la que excluye el dólar de EE.UU., se depreciaron en una menor cuantía. En ese lapso, las paridades de los países comparables —especialmente de América Latina— tuvieron depreciaciones más marcadas respecto del dólar estadounidense. Esto, a pesar de que varios países de la región han intervenido el mercado de divisas. En Colombia, en tanto, su moneda también se depreció de manera importante pese a que elevó su tasa de referencia más allá de lo esperado por el mercado.

El nivel del tipo de cambio real (TCR) no es muy distinto al de agosto. Con información disponible al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el TCR de diciembre seguiría cerca de sobre 100 en su medida 1986=100, valor superior a sus promedios de los últimos 10 y 15 años, pero coherente con la dinámica reciente de sus fundamentos (gráfico II.10). No obstante, el peso chileno se ha apreciado en términos reales respecto de América Latina (gráfico II.11). El escenario base de este IPoM, considera que el TCR tendrá una leve apreciación en el horizonte de proyección.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la demanda y la actividad, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

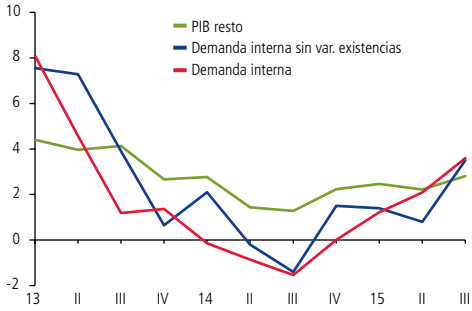
ACTIVIDAD

La actividad creció 2,2% anual en el tercer trimestre, en línea con lo observado en los trimestres precedentes y también con lo previsto en el último IPoM. En su composición, sin embargo, se observaron algunos cambios. En particular, un desempeño algo mejor de los sectores ligados a la demanda interna (PIB resto) y uno peor de los asociados a recursos naturales, en especial la minería. La demanda interna subió su ritmo de expansión anual en igual lapso (gráfico III.1), mayormente por un resultado más favorable de la formación bruta de capital fijo (FBCF). Ello respondió en buena medida a factores puntuales en el componente de maquinaria y equipos y a un buen desempeño de la edificación. El consumo privado siguió mostrando una variación anual en torno a 2%. Todo esto, con expectativas empresariales y de consumidores que continúan pesimistas, lo que contrasta con un mercado laboral resiliente, un crecimiento de la actividad que se ha estabilizado y condiciones de financiamiento interno sin mayores cambios.

Los sectores de recursos naturales mostraron una caída durante el tercer trimestre: 1,5% anual (+0,4% el segundo y +2,9% el primero), principalmente por el peor desempeño de la minería. Este sector está siendo fuertemente afectado por la disminución del precio del cobre, con recortes de la producción minera y de un número importante de puestos de trabajo en el sector. Además, los entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre dan cuenta de significativos ajustes en los contratos y condiciones para la prestación de servicios. Asimismo, indican un clima de incertidumbre y pesimismo en las regiones del norte del país. El resultado más negativo de la minería fue contrarrestado en parte por el crecimiento de 6% anual de energía, gas y agua (EGA), en gran medida impulsado por el sector eléctrico.

El crecimiento anual del PIB resto en el tercer cuarto fue algo mayor al de trimestres previos, aunque se mantuvo en niveles acotados. Destaca el mejor resultado anual de los sectores de servicios, la industria y la construcción (tabla III.1). Este último siguió favorecido por una mayor demanda por viviendas ante la pronta entrada en vigencia del pago de IVA a la compra de viviendas nuevas. Se espera que parte del impulso asociado a este fenómeno se mantenga durante el próximo año, pues gran parte de las ventas de viviendas nuevas

GRÁFICO III.1
Crecimiento del PIB resto y la demanda interna
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.1
Producto interno bruto
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2014				2015		
	2014	I	II	III	IV	I	II	III
Agropecuario-silvícola	2,7	2,9	-5,6	-3,4	4,9	7,7	4,0	0,8
Pesca	0,3	21,8	34,0	10,7	3,4	-9,8	-12,5	-4,3
Minería	11,2	1,2	4,8	0,0	-0,4	3,3	0,8	-3,0
Industria	11,3	0,2	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	0,2	2,6
EGA	2,3	1,3	9,4	3,4	5,7	2,6	1,1	6,0
Construcción	7,3	3,1	1,1	-1,4	3,2	0,1	2,7	3,8
Comercio	8,0	2,2	-0,4	-0,2	0,7	0,3	1,0	1,2
Restaurantes y hoteles	1,8	1,0	0,3	0,9	0,9	2,5	-1,0	-4,6
Transporte	4,2	3,4	1,5	1,3	3,1	2,4	0,8	2,4
Comunicaciones	1,8	7,6	7,5	5,7	5,8	7,0	7,7	7,2
Servicios financieros	5,1	3,9	2,2	2,2	3,6	3,1	5,0	6,2
Servicios empresariales	13,9	3,4	2,1	1,2	0,9	1,8	2,3	3,1
Propiedad de vivienda	5,2	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,6	1,7
Servicios personales (1)	11,7	3,4	3,7	4,6	3,9	4,8	2,8	2,9
Administración pública	4,6	3,3	3,0	2,7	5,4	3,8	4,3	4,6
PIB Total	**100,0**	**2,7**	**2,1**	**1,0**	**1,8**	**2,5**	**1,9**	**2,2**
PIB Resto (2)	**77,5**	**2,8**	**1,4**	**1,3**	**2,2**	**2,5**	**2,2**	**2,8**
PIB RRNN (2)	**13,9**	**1,6**	**6,4**	**0,9**	**0,7**	**2,9**	**0,4**	**-1,5**

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.
(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

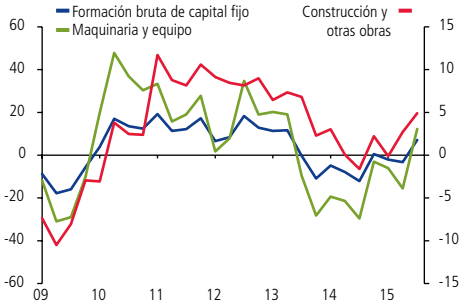
TABLA III.2
Demanda interna
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2014				2015		
	2014	I	II	III	IV	I	II	III
Demanda interna	98,5	-0,1	-0,9	-1,5	0,0	1,2	2,1	3,6
Demanda interna (s/var. existencias)	99,1	2,1	-0,2	-1,4	1,5	1,4	0,8	3,5
Formación Bruta Capital Fijo	22,0	-4,9	-7,8	-12,1	0,5	-2,1	-3,3	7,1
Construcción y otras obras	14,9	3,0	0,1	-1,6	2,2	-0,1	2,7	4,9
Maquinaria y equipo	7,2	-19,3	-21,4	-29,6	-3,1	-6,1	-15,5	12,2
Consumo total	77,1	4,4	2,3	2,0	1,8	2,4	2,0	2,5
Consumo privado	64,2	3,9	2,2	1,9	1,0	1,9	1,5	1,8
Bienes durables	6,2	3,6	-1,5	-3,9	-4,6	-5,1	-0,9	1,2
Bienes no durables	26,4	4,1	1,2	1,6	0,6	2,1	1,3	1,7
Servicios	31,6	3,7	3,6	3,3	2,7	3,1	2,2	2,0
Consumo Gobierno	12,9	8,2	2,6	2,3	5,5	5,7	4,0	5,9
Variación de existencias (*)	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-0,3
Exportación bienes y servicios	33,8	4,1	-0,4	-2,6	1,7	1,3	-5,5	-0,9
Importación bienes y servicios	32,3	-4,7	-9,4	-9,8	-3,9	-2,4	-5,4	3,1
PIB Total	**100,0**	**2,7**	**2,1**	**1,0**	**1,8**	**2,5**	**1,9**	**2,2**

(*) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.

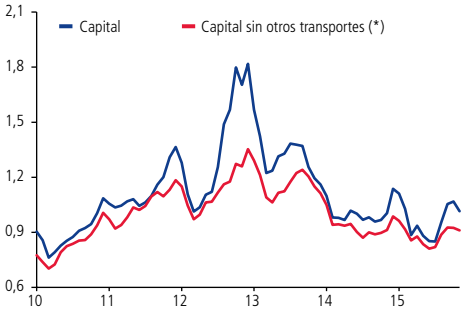
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Formación bruta de capital fijo
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Importaciones nominales de bienes de capital
(miles de millones de dólares, promedio móvil trimestral)



(*) Capital sin otros transportes excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).

Fuente: Banco Central de Chile.

en el 2015 se han efectuado en verde y en blanco. Por otro lado, el comercio mantuvo su bajo crecimiento, en torno a 1% anual, mientras que la variación anual del sector de hoteles y restaurantes se volvió más negativa.

En el escenario base de este IPoM, el crecimiento de la actividad se ubicará en 2,1% en el 2015, cifra dentro del rango estimado en septiembre. El cuarto trimestre tendrá una tasa de expansión anual cercana a 2%. Indicadores parciales del período —Imacec de octubre— dan cuenta de un desempeño sectorial en el que destaca el debilitamiento de la industria manufacturera respecto de la mejora que mostró en septiembre. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre dan cuenta de un escenario similar, anticipando una crecimiento de 1,8% anual para el cuarto trimestre, con lo cual el PIB finalizaría el 2015 con una expansión de 2,1%.

Respecto del primer trimestre del 2016, en el escenario base, el crecimiento anual de la actividad se estima será mas bajo que lo observado en lo más reciente. Parte importante de ello responderá al bajo desempeño de la minería, en un contexto de bases de comparación anuales más exigentes. Para el año 2016 en su conjunto, el escenario base prevé que la actividad subirá paulatinamente su tasa de crecimiento, la que se ubicará entre 2 y 3%, rango inferior al proyectado en el IPoM de septiembre, con un balance de riesgos sesgado a la baja. El principal cambio en esta proyección proviene del deterioro del escenario externo. Las expectativas de mercado también se han recortado. La EEE de diciembre bajó su estimación para el 2016 a 2,2% (2,8% en agosto), mientras que por tercer mes consecutivo la mantuvo en 3,0% para el 2017.

DEMANDA INTERNA

En el tercer trimestre, la demanda interna mostró un crecimiento mayor que en los cuartos previos, lo que fue visible tanto en el agregado como descontadas las existencias. Dicho resultado se originó principalmente por el incremento de 7,1% anual que anotó la FBCF, por un mayor impulso proveniente tanto del componente de maquinaria y equipos como de construcción y obras (tabla y gráfico III.2). En el primer caso, su expansión interanual fue mayormente determinada por elementos puntuales, como las mayores internaciones de material de transporte durante el trimestre (gráfico III.3).

El crecimiento anual del componente de construcción y obras también aumentó respecto del segundo trimestre en gran parte debido a la mayor actividad del sector de viviendas. Durante el tercer trimestre las cifras de ventas de viviendas de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) siguieron mostrando un buen desempeño. Como se mencionó, el crecimiento récord en las ventas de viviendas nuevas registrado en los últimos meses se concentró en aquellas que aún no habían comenzado a construirse o se encontraban en la etapa de obra gruesa. Lo anterior otorga espacio para que parte del impulso del sector construcción se mantenga durante el 2016.

El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) del tercer trimestre da cuenta de cambios marginales respecto de su entrega previa. En el horizonte de dos años, los proyectos de mayores montos pertenecen al sector inmobiliario,

seguidos por los relacionados con el sector de energía. En tanto, el catastro indica que las obras de ingeniería ligadas al sector minero se recuperarían en el 2017.

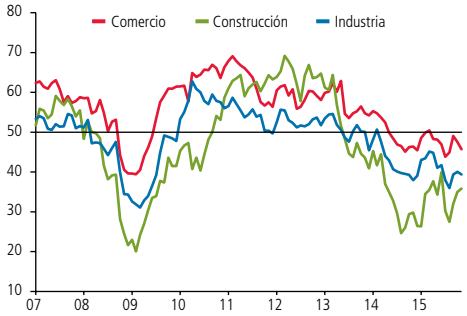
Las expectativas empresariales (IMCE), excluyendo minería, continúan en terreno pesimista, a pesar de algunas fluctuaciones en los últimos meses. Sectorialmente, destaca el repunte del rubro de la construcción, que se asocia a una mayor demanda percibida, mientras que tanto el comercio como la industria volvieron a debilitarse en el margen (gráfico III.4). El IPN de noviembre dio cuenta de que la mayoría de los entrevistados no prevé una mejora significativa del desempeño de sus negocios en lo inmediato. Lo anterior ha dado paso a esfuerzos para controlar costos, incluyendo la revisión de la dotación de personal, la realización de inversiones estrictamente necesarias y el recorte de precios de venta para mantener participación de mercado. Además, los entrevistados indicaron que la depreciación del peso sigue presionando sus costos de manera relevante, aunque su traspaso a precios no ha sido completo y no lo será dada la debilidad de la demanda.

Respecto del consumo, parte de la mayor expansión anual del tercer trimestre (2,5% versus 2,0% en el segundo) se explicó por el impulso público, mientras los sectores ligados al consumo privado aumentaron a una tasa no muy distinta de la que promedió en la primera mitad del 2015. A pesar de que el consumo durable volvió a tener tasas de crecimiento anuales positivas en el tercer trimestre, en niveles no mostró mayores cambios en su tendencia. Dicha evaluación se repite al analizar las cifras de consumo no durable.

El mercado laboral sigue mostrando resiliencia. La tasa de desempleo continúa baja desde una perspectiva histórica. Según la información publicada por el INE, el desempleo pasó desde 6,6% en el trimestre móvil finalizado en mayo, a 6,3% en el terminado en octubre. A su vez, el crecimiento de la ocupación total ha oscilado en torno a 2% anual (gráfico III.5) y el empleo asalariado aumentó marginalmente su ritmo de expansión anual. De todas formas, al interior se aprecian algunos cambios en la calidad del empleo, con una mayor incidencia de los trabajadores con jornada parcial (gráfico III.6) y de los que no cuentan con contrato escrito. Las empresas entrevistadas en el marco del último IPN señalaron que perciben un mercado laboral más holgado, una baja de la rotación del personal y menores presiones salariales. La masa salarial, medida en términos reales, crece a tasas algo superiores a las de fines del 2014, más allá de un descenso en lo más reciente. Ello contrasta con el comportamiento del consumo privado, cuyos crecimientos anuales no observan mayores cambios a lo largo del 2015 (gráfico III.7).

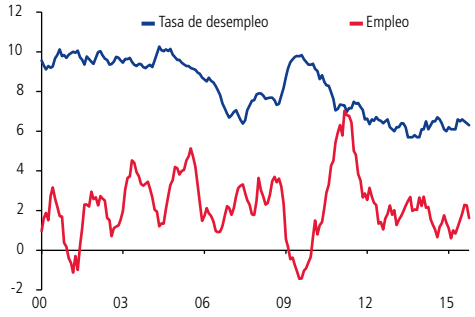
Las expectativas de los consumidores (IPEC) se mantienen en niveles pesimistas, similares a los observados en el 2009, pese al contraste en el desempeño de la economía en ambos periodos. Mientras hoy el mercado laboral permanece resiliente y el crecimiento del PIB se ha estabilizado, en el 2009 la economía nacional atravesaba por una recesión y el mundo enfrentaba una crisis financiera no vista en décadas. Por componentes del IPEC, destaca que aquellos que recogen la percepción sobre la situación país actual y futura hoy se encuentran incluso algo por debajo del promedio de los años 2008-2009. No ocurre lo mismo con los que miden la situación personal, que están

GRÁFICO III.4
IMCE: Percepción de los empresarios (*)
(índice)



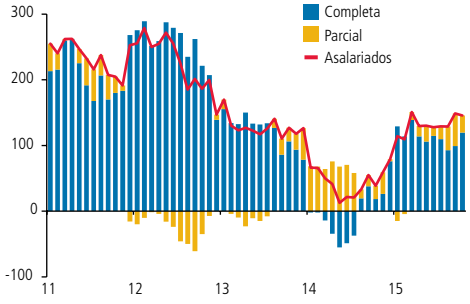
(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibañez.

GRÁFICO III.5
Tasa de desempleo y crecimiento del empleo (*)
(porcentaje; variación anual, porcentaje)



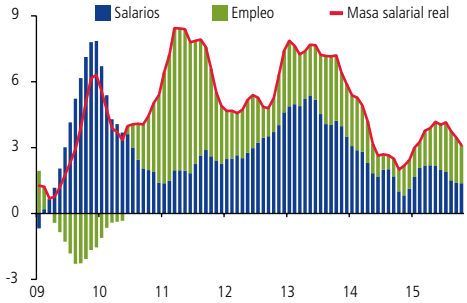
(*) Series empalmadas usando la variación mensual de febrero del 2010.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.6
Incidencia en el crecimiento anual del empleo asalariado según jornada de trabajo
(miles de personas)



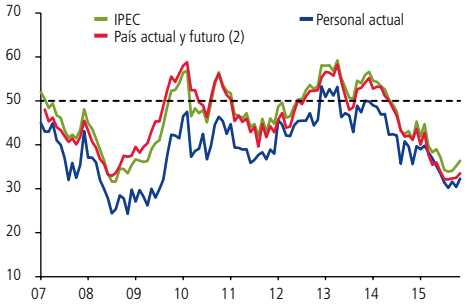
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.7
Incidencia en el crecimiento anual de la masa salarial real
(puntos porcentuales)



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

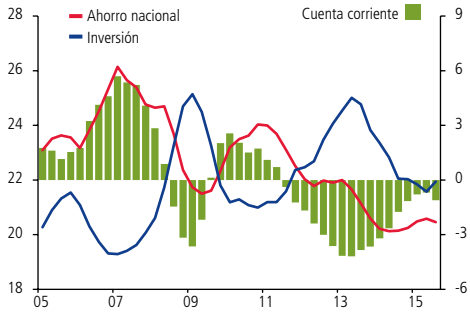
GRÁFICO III.8
IPEC: Expectativas de los consumidores (1)
(índice)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
(2) Considera el promedio simple entre los componentes que miden la situación económica del país actual, a 12 meses y a 5 años plazo.

Fuente: Adimark.

GRÁFICO III.9
Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión
(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

en niveles menos pesimistas a los de esa época (gráfico III.8). El escenario base considera que la confianza tendrá alguna recuperación en los trimestres venideros. Sin embargo, es posible que esto no se dé según lo contemplado, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado. Tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que lo previsto si se mantiene la resiliencia del mercado laboral, permitiendo que los indicadores de confianza repunten a un ritmo mayor.

Por el lado de las condiciones financieras, si bien el costo del crédito sigue bajo, el crecimiento de las colocaciones se mantiene reducido en comparación con sus patrones históricos, a excepción de las hipotecarias. Esto, en línea con el acotado crecimiento del gasto interno y el dinamismo del rubro inmobiliario. A lo anterior se suman la mayor cautela tanto de las personas como de las empresas a la hora de contratar nuevos créditos, y políticas de riesgo bancarias que se han seguido restringiendo.

CUENTA CORRIENTE

En cuanto al sector externo, el tercer trimestre dio cuenta de un mayor déficit de la cuenta corriente, originado principalmente por un deterioro de la balanza comercial. En el caso de las exportaciones, han influido tanto la caída de los precios de los embarques, en particular del cobre, como la menor demanda externa. En las importaciones, si bien los precios son menores que hace un año, el volumen de importaciones subió en igual lapso, en buena parte por las ya comentadas mayores internaciones de material de transporte. Así, al tercer trimestre, el déficit acumulado de la cuenta corriente aumentó a 1,1% del PIB en el último año móvil (0,7% en el cuarto anterior) (gráfico III.9). El escenario base considera un déficit de la cuenta corriente para el 2015 de 1,7% del PIB (0,7% en el IPoM de septiembre) y para el 2016, uno de 2,6% (1,5% en septiembre). Medido a precios de tendencia[1]/ el déficit en cuenta corriente también será algo mayor a lo considerado en septiembre, alcanzando del orden de 2,5% del PIB en el 2015 y 2016. Este cálculo considera un ajuste en el precio de largo plazo del cobre a US$2,7 la libra (Recuadro V.1) y del petróleo a US$70 el barril.

[1]/ Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles tomando en cuenta las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo hace con las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el petróleo (Recuadro V.2; IPoM septiembre 2012).

IV. PRECIOS Y COSTOS

En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de inflación y costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias en la coyuntura y su probable evolución futura.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación anual del IPC ha evolucionado en línea con lo previsto en septiembre, aunque su componente subyacente (IPCSAE) muestra un incremento algo superior. Ello, acorde con holguras de capacidad que permanecen acotadas y el efecto de las altas inflaciones pasadas, elementos que no favorecen un ajuste más rápido de la inflación de servicios. Por su parte, el tipo de cambio se ubica por sobre los niveles de mediados de agosto, agregando mayor presión a la inflación de bienes. Todo esto hace que en el escenario base de este IPoM se proyecte que la convergencia de la inflación a la meta será un poco más lenta que lo anticipado en el IPoM pasado.

TABLA IV.1
Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

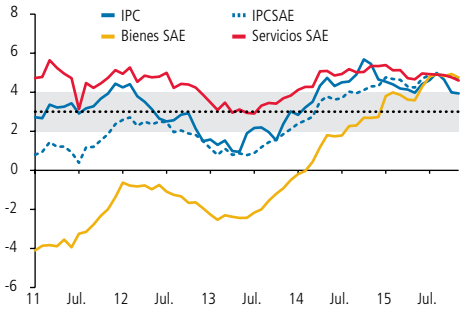
	IPC	Alimentos	Energía	IPCSAE	IPCSAE Bienes	IPCSAE Servicios
2013 Prom.	1,8	4,4	0,4	1,2	-1,9	3,3
2014 Ene.	2,8	4,4	3,2	2,4	-0,2	4,1
Feb.	3,2	5,6	3,8	2,5	0,0	4,3
Mar.	3,5	5,7	5,1	2,7	0,4	4,3
Abr.	4,3	6,4	6,6	3,5	1,2	5,1
May.	4,7	6,6	8,8	3,8	1,8	5,1
Jun.	4,3	5,7	7,1	3,6	1,7	4,9
Jul.	4,5	6,2	7,4	3,7	1,8	4,9
Ago.	4,5	6,7	4,1	4,0	2,3	5,2
Sep.	4,9	8,3	5,3	3,9	2,3	5,0
Oct.	5,7	10,2	8,8	4,1	2,7	5,0
Nov.	5,5	8,7	7,7	4,3	2,7	5,3
Dic.	4,6	8,9	-2,0	4,3	2,7	5,3
2015 Ene.	4,5	9,5	-8,1	4,8	3,8	5,4
Feb.	4,4	8,8	-7,3	4,7	4,0	5,1
Mar.	4,2	8,0	-7,6	4,6	3,9	5,1
Abr.	4,1	8,0	-5,5	4,3	3,6	4,7
May.	4,0	7,7	-6,2	4,2	3,6	4,7
Jun.	4,4	7,5	-4,5	4,7	4,3	5,0
Jul.	4,6	7,5	-3,8	4,9	4,8	4,9
Ago.	5,0	8,2	-1,5	4,9	4,9	4,9
Sep.	4,6	7,1	-2,7	4,9	4,8	4,9
Oct.	4,0	4,4	-3,8	4,8	4,9	4,8
Nov.	3,9	4,7	-3,8	4,7	4,8	4,6

(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) 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.

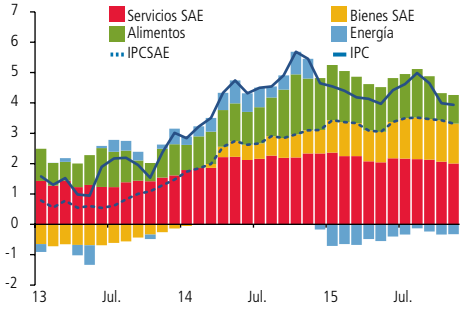
GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para su definición ver Glosario.
(2) 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.

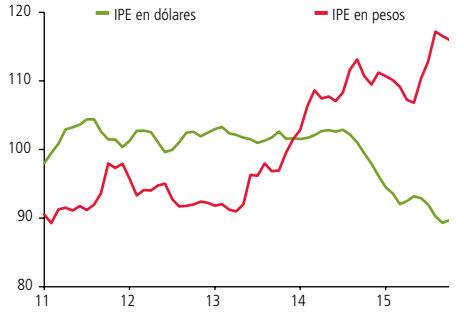
GRÁFICO IV.2
Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



(*) 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.

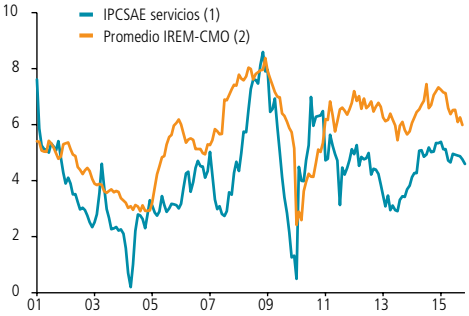
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.3
Índice de precios externo (IPE)
(promedio 2011-2015=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.4
Salarios nominales e IPCSAE de servicios
(variación anual, porcentaje)



(1) 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.
(2) A partir de enero del 2010 se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

A noviembre, la inflación anual del IPC bajó hasta 3,9% (4,6% en julio; 5,0% en agosto), principalmente por factores puntuales. En particular, por la alta base de comparación que dejaron los aumentos de precios de algunos alimentos hace un año. El IPCSAE, por su parte, se mantuvo algo por debajo de 5% anual, con alzas similares en sus componentes de bienes y de servicios (gráfico y tabla IV.1). Respecto de lo proyectado en septiembre, destaca el mayor incremento acumulado en el IPCSAE de servicios. El componente de bienes del IPCSAE exhibe variaciones levemente menores que lo previsto, pero el elevado nivel que ha sostenido el tipo de cambio y la depreciación adicional en los últimos meses hacen esperar que su avance anual siga alto en los próximos meses.

Así, el panorama para la inflación apunta a una convergencia algo más lenta a la meta que la considerada en el IPoM anterior. A diciembre del 2016 el escenario base prevé un IPC de 3,8% anual (3,7% en septiembre) y de 3% hacia fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2017. Las expectativas privadas sitúan la proyección a un año en valores un poco más bajos que los del escenario base, del orden de 3,5%, mientras que a dos años plazo se encuentran alineadas con la meta de 3%. Para el IPCSAE, el escenario base contempla que acumulará una variación anual de 3,7% en el 2016 (3,5% en septiembre).

El aumento de la inflación anual a lo largo de los últimos dos años ha estado determinado en parte importante por la depreciación del peso: en torno a 50% respecto de su mínimo en el 2013. Ello se ha reflejado con especial fuerza en el incremento anual del IPCSAE, que a noviembre se ubicaba algo por debajo de 5%. De todos modos, es la inflación de bienes la que más ha aumentado en los últimos trimestres, debido al efecto directo que el mayor tipo de cambio tiene sobre los precios de este subconjunto del IPC. Aunque en menor medida, la depreciación del peso también ha impactado al IPCSAE de servicios, que continúa alto.

La inflación del IPCSAE de bienes —casi 30% de la canasta del IPC— alcanzó tasas cercanas a 5% anual en el segundo semestre de este año. Con ello, pasó de aportar negativamente a la variación anual del IPC en el 2013 a explicar casi un tercio de esta en la actualidad (gráfico IV.2). Un ejemplo de cómo la depreciación del peso ha afectado el avance de este componente se observa al revisar, entre otros factores, la evolución de la inflación externa relevante para Chile (IPE). Mientras en dólares esta ha caído sucesivamente desde hace varios trimestres —y las perspectivas de corto plazo sugieren que seguirá acotada—, en pesos exhibe una trayectoria notoriamente opuesta (gráfico IV.3).

La inflación del IPCSAE de servicios —44% de la canasta del IPC— muestra una tasa de variación anual bastante más persistente (en torno a 4,5% promedio en los últimos diez años) y, por su ponderación y nivel típicamente más alto, es habitual que contribuya más al agregado del IPC. Este componente, además, suele estar más relacionado con la evolución de las holguras de capacidad, las que, en la coyuntura actual, se estiman menos amplias que en otros períodos de bajo crecimiento. Se añade un mercado laboral que se ha mostrado resiliente, con un empleo que crece a tasas del orden 2% anual y salarios nominales que, más allá de una baja gradual desde fines del 2014, siguen expandiéndose alrededor de 6% anual considerando sus distintas mediciones (gráfico IV.4).

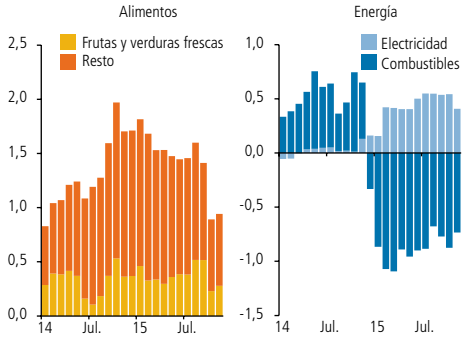
Desde mediados del 2013 a la fecha, el incremento anual del IPCSAE de servicios pasó desde cerca de 3% a valores próximos a 5% en el último año y medio, reflejando en parte el impacto del tipo de cambio en algunos de sus componentes, en un contexto donde la indexación a la inflación pasada y el estado de las holguras de capacidad no han favorecido su descenso.

Respecto de la parte más volátil del IPC, como estaba previsto, la inflación anual de los alimentos disminuyó en los últimos meses: 4,7% en noviembre (7,5% en julio). Este menor aumento anual es el principal motivo de la baja de la inflación total en los últimos dos meses. En su mayoría, ello respondió a un efecto base de comparación. En las frutas y verduras frescas, debido a problemas de oferta que no se repitieron este año y en el resto de los alimentos, considerando, entre otros, que algunos ítems se vieron afectados por los cambios tributarios efectuados en el 2014 (gráfico IV.5).

En cuanto al componente de energía, la variación anual de sus precios sigue siendo negativa: cerca de 4% a noviembre, influido principalmente por la baja del precio internacional del petróleo (en torno a 30% en el año) y su efecto en el precio interno de los combustibles, que el alza del tipo de cambio no ha compensado completamente (gráfico IV.5). Desde el cierre estadístico previo, el valor externo del crudo cayó en promedio 12%, comportamiento que se acentuó en las últimas semanas. Ajustes de los parámetros del mecanismo de estabilización del precio de los combustibles (MEPCO) aplicados en meses recientes, favorecieron el traspaso de esta disminución a los precios en el mercado local. En cuanto a las tarifas eléctricas, su tasa de variación anual sigue elevada —por sobre 15%—, reflejo de varias alzas efectuadas este año, mayormente ligadas a la depreciación cambiaria.

Un factor común a considerar en la evaluación del panorama de inflación es el estrechamiento de los márgenes de las empresas en los últimos años. En el comercio, según algunas medidas, estos mostraron cierto descenso en lo más reciente (gráfico IV.6). La mayoría de los entrevistados para el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre insistió en la dificultad de traspasar los mayores costos a precios finales por la debilidad de la demanda —incluso algunos rebajaron tarifas— y aseguraron estar centrados en el control de costos para mantener resultados. Con todo, algunos agregaron que los espacios para mejorar la eficiencia están agotándose, lo que podría poner presiones adicionales sobre el panorama de inflación.

GRÁFICO IV.5
Incidencias de alimentos y energía en la inflación anual del IPC (*)
(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.

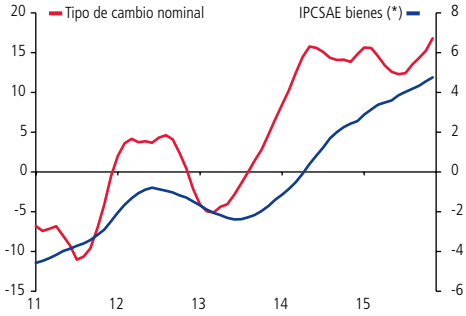
GRÁFICO IV.6
Márgenes (*)
(índice promedio 2003-2015 = 100)

(*) Aproximación medida como el ratio entre el IPCSAE de bienes y el valor en pesos de los bienes de consumo importados (IVUM).
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Como se señaló, el incremento de la inflación anual del IPC responde en gran parte a la depreciación acumulada del peso desde mediados del 2013. Las sucesivas depreciaciones han llevado a corregir al alza las perspectivas de inflación y a aplazar su convergencia a la meta. En este IPoM, la proyección de inflación se vuelve a revisar, atendiendo a un tipo de cambio que se ha mantenido en niveles elevados y que ha aumentado algo más en los últimos meses. Por ello, es esperable que el IPCSAE de bienes mantenga altas tasas de variación por un tiempo más y solo logre reducirlas en la medida en que el tipo de cambio se estabilice. En un ejercicio simple, que no forma parte del escenario

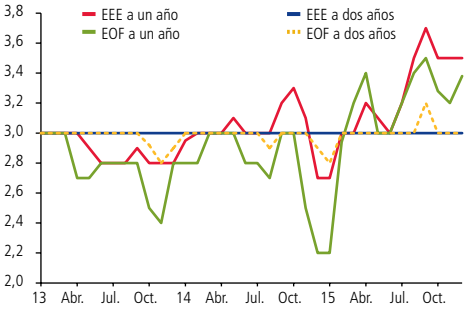
GRÁFICO IV.7
Tipo de cambio e IPCSAE de bienes
(variación porcentual acumulada en 12 meses, promedio móvil semestral)



(*) 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 IV.8
Expectativas de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)



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

base, se observa que, de sostenerse en torno a $710 —valor proyectado en la EOF de la primera quincena de diciembre—, el incremento del tipo de cambio acumulado en doce meses persistirá por sobre 10% al menos hasta mediados de año, con los consecuentes efectos en la variación anual del IPCSAE de bienes (gráfico IV.7). De todos modos, de materializarse alguno de los riesgos externos descritos en este IPoM, es posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, aunque sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

Adicionalmente, se debe considerar que la inflación del IPCSAE de servicios ha permanecido alta, incluso algo por sobre la prevista. Como ya se indicó, este comportamiento se ha dado en un contexto donde se estima que las holguras de capacidad son menos amplias que en otros períodos de bajo crecimiento, en línea con un mercado laboral que continúa dinámico. Esto, unido al efecto de la indexación a la inflación pasada, ha dificultado la reducción de la inflación de este componente. Se suma que a inicios del 2016 este tendrá un aumento por el cambio de la Ley del Impuesto de Timbres y Estampillas. Por su parte, un reajuste de los salarios del sector público, menor que el de años previos, cooperará en contener las presiones de costos salariales.

Las perspectivas de inflación de los grupos más volátiles del IPC también han sido afectadas directa o indirectamente por la depreciación del peso. En el caso de los alimentos distintos de frutas y verduras frescas se espera un declive gradual pues, si bien sus precios internacionales han descendido, el traspaso al mercado interno ha sido acotado. En el componente de energía, se prevé que los precios de los combustibles continúen en niveles bajos hacia adelante, coherente con el recorte de las proyecciones para el valor internacional del petróleo respecto del IPoM de septiembre. En cuanto a las tarifas eléctricas, el escenario base actual contempla nuevas alzas en lo venidero, derivadas de la incorporación con cierto rezago de los mayores niveles de tipo de cambio.

La inflación a un año plazo considerada en las expectativas de inflación privadas es algo inferior a la del escenario base de este IPoM. Los seguros de inflación prevén un incremento del orden de 3,5% a un año plazo, que se compara con el 3,8% incluido en este IPoM. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de este mes también apuntan a valores cercanos a 3,5%. A dos años plazo, las distintas medidas de expectativas de inflación se encuentran en 3% (gráfico IV.8).

En el escenario base, el Consejo estima que el IPC anual continuará por sobre 4% durante gran parte del 2016, terminando el año dentro del rango de tolerancia y llegando a la meta hacia fines del horizonte de proyección, el cuarto trimestre del 2017.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

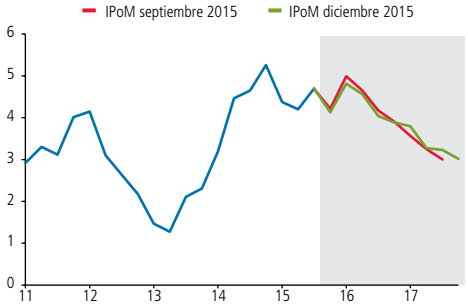
Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 17 de diciembre de 2015. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables para la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

Desde septiembre, aunque con algunos matices, la inflación y el crecimiento de la economía chilena han estado en línea con lo anticipado. Con todo, en el escenario base se prevé que la convergencia de la inflación a la meta será algo más lenta que lo considerado en el IPoM previo, principalmente porque la variación del componente subyacente (IPCSAE) ha sido algo más elevada y porque el peso se ha vuelto a depreciar. Esto último ha incrementado la presión sobre los costos de los bienes importados y ha estrechado los márgenes, todo en un contexto en el que las holguras de capacidad permanecen acotadas. En la actividad, los sectores de recursos naturales —especialmente de la minería— se han mostrado menos dinámicos que lo esperado, lo que ha sido compensado por algo más de actividad en los sectores de servicios y de construcción. Ello ha tenido como contrapartida un crecimiento de la demanda interna algo mayor que el previsto, pero que sigue acotado. De todas formas, el principal cambio en el escenario macroeconómico proviene del panorama internacional, con un impulso externo que se ha deteriorado ante la importante caída de los términos de intercambio, la menor demanda global y condiciones financieras menos favorables que en los últimos años.

En el escenario base de este IPoM la inflación del IPC permanecerá sobre 4% durante gran parte del 2016, para entrar al rango de tolerancia en la última parte de ese año y aproximarse a 3% hacia fines del horizonte de proyección —el cuarto trimestre del 2017— (gráficos V.1 y V.2, tabla V.1). La permanencia de la inflación en niveles elevados por un tiempo algo más prolongado que lo previsto se fundamenta, primero, en que el IPCSAE ha evolucionado por sobre lo contemplado en septiembre. Ello, principalmente por su componente de servicios, donde se reflejan con mayor fuerza los efectos de la indexación a la inflación pasada. De hecho, se estima que en los primeros meses del 2016 los habituales reajustes de algunos servicios como salud y educación se reflejarán con intensidad en los registros inflacionarios de esos meses, como ha sido la tónica de los últimos dos años. A ello se suma un mercado laboral que ha seguido resiliente. Esto, y las ya comentadas bajas holguras de capacidad, limitan el descenso de la inflación de este componente. Además, a principios del 2016, el alza del impuesto de timbres y estampillas tendrá una incidencia importante en la inflación del IPCSAE y volverá a llevar al IPC a variaciones anuales cercanas a 5%.

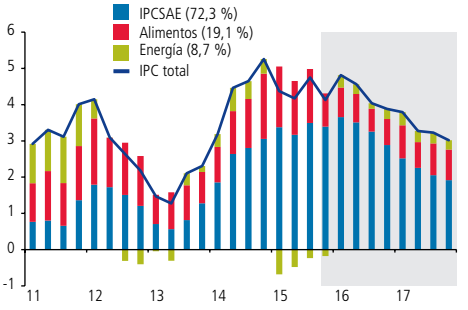
GRÁFICO V.1
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.2
Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a contar del cuarto trimestre del 2015, corresponde a la proyección.
(2) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.1
Inflación

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	4,4	4,4	4,3	
Inflación IPC diciembre (1)	4,6	4,5	3,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	3,6	4,7	4,6	
Inflación IPCSAE diciembre	4,3	4,8	3,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2)				2,7

(f) Proyección.
(1) Para diciembre del 2015 considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2017.
Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2
Crecimiento económico y cuenta corriente

	2014	2015 (f)	2016 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	1,9	2,1	2,0-3,0
Ingreso nacional	1,9	1,7	1,5
Demanda interna	-0,6	2,3	2,6
Demanda interna (sin variación de existencias)	0,5	2,0	2,5
Formación bruta de capital fijo	-6,1	0,7	1,7
Consumo total	2,5	2,4	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,0
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-1,4	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-1,7	-2,6
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,3	20,0	19,1
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	21,4	21,7	21,7
FBCF (% del PIB Nominal)	22,0	22,0	21,9
FBCF (% del PIB Real)	24,0	23,7	23,5
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-2.995	-4.100	-6.000
Balanza comercial	7.767	4.350	700
Exportaciones	75.675	63.500	58.750
Importaciones	-67.908	-59.150	-58.050
Servicios	-3.757	-4.300	-4.150
Renta	-8.857	-6.050	-3.950
Transferencias corrientes	1.851	1.900	1.400

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.3
Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-4,2	-3,8	1,7
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,0	3,2	3,3
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,3	3,4	3,1	3,4	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,3	2,7	2,5	2,8	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,7	1,7	1,9	2,1	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	6,2	4,8	4,0	4,4	4,6
Precios externos (en US$)	4,6	5,2	-0,9	-9,3	-2,8	1,5
			(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	154	368	311	249	220	230
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	44	89	93	49	43	49
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	42	101	99	53	45	52
Precio paridad de la gasolina (US$/m3) (*)	366	742	731	466	373	384
Libor US$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,3	1,0	1,6

(*) Para un detalle de su definición, ver Glosario.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Segundo, como ya se ha mencionado en varias oportunidades, el aumento de la inflación en los últimos trimestres tiene un componente eminentemente cambiario. En el 2015, el peso se ha depreciado cerca de 16%. De este aumento, algo más de 4% se ha producido desde mediados de agosto a la fecha y el escenario base considera que este movimiento cambiario aún no está completamente traspasado a los precios locales, lo que ayuda a elevar la proyección de inflación.

La continua apreciación del dólar en los mercados internacionales, unido a la mantención de inflaciones acotadas en el resto del mundo —con excepción de América Latina—, ha llevado a que este año la inflación externa relevante para Chile (IPE) nuevamente tenga una caída (de 9,3%), la que será más pronunciada que lo previsto en septiembre y que se prolongará hasta el 2016. Así, la evolución del IPE ayudará a mitigar los efectos de la depreciación del peso.

En el escenario base, el 2016 el PIB crecerá entre 2 y 3%, rango inferior al previsto en septiembre (tabla V.2). El Consejo sigue estimando que el crecimiento potencial de la economía —ritmo de expansión no acelerador de la inflación— está en torno a 3%. Así, se estima que las holguras de capacidad tendrán un aumento acotado durante el 2016 y empezarán a reducirse hacia el 2017. En la demanda interna, indicadores de confianza que siguen en niveles bajos y la menor inversión pública prevista para el 2016 reducen las proyecciones de formación bruta de capital fijo (FBCF). El consumo privado también se corrige a la baja en línea con las deterioradas expectativas de los hogares y con un consumo habitual algo más lento que lo esperado. Se añade que, a pesar de que el mercado laboral se ha mostrado resiliente, se debiera observar cierto deterioro en el año. Con todo, el consumo crecerá el 2016 a una tasa por sobre la del 2015. El deterioro del precio del cobre y condiciones financieras menos favorables también reducirán los incentivos a la inversión. En su componente de construcción, el impulso que la próxima entrada en vigencia del IVA a la compra de viviendas nuevas le ha dado al sector se irá diluyendo paulatinamente. Medido como porcentaje del PIB, tanto en términos nominales como reales, la FBCF se mantendrá en valores similares a los del 2015, en 21,9 y 23,5%, respectivamente.

Esta proyección contempla que la política monetaria seguirá siendo expansiva. En efecto, la TPM medida en términos reales seguirá en valores en torno a cero por un buen tiempo (gráfico II.2). El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.3). Respecto de la política fiscal, la Ley de Presupuesto para el 2016 da cuenta de un esfuerzo de ajuste de la trayectoria del gasto, en línea con un escenario donde el espacio fiscal se ha reducido, de la mano de cambios en los parámetros estructurales. Con todo, en el 2016 seguirá aportando al crecimiento del gasto agregado, aunque en menor medida que en el 2015. Se asume que el gasto fiscal evolucionará en concordancia con la regla, y el compromiso de reducir el déficit estructural en cerca de un cuarto de punto del PIB por año.

Respecto de lo proyectado en septiembre, el principal cambio proviene del menor impulso externo que recibirá la economía chilena. En cuanto a los términos de intercambio, los precios de los productos chilenos de exportación

han acumulado descensos desde el cierre del IPoM previo. El del cobre, luego de promediar US$2,3 la libra en agosto, siguió cayendo, acumulando una baja de casi 9% adicional desde entonces. La apreciación global del dólar y la menor demanda por el metal rojo hacen que en el escenario base de este IPoM se prevea que su precio alcance valores de US$2,2 y 2,3 el 2016 y 2017, respectivamente. Otros productos de exportación también han bajado, resaltando los bienes agrícolas e industriales. Con ello, a pesar de que el petróleo también descendió y se prevén precios promedio también inferiores, los términos de intercambio tendrán este año una caída de 4,2%, y de 3,8% el 2016 (gráfico V.4).

En términos de crecimiento, las diferencias entre el mundo desarrollado y el emergente se han ido acentuando: en las primeras se afianza una recuperación liderada por EE.UU. y en las segundas, y particularmente en América Latina, el panorama se ha ido deteriorando cada vez más. Ello, por el efecto que las bajas de los precios de las materias primas, el deterioro de las condiciones de financiamiento y, en algunos casos, desequilibrios fiscales y/o externos, han tenido sobre sus economías. A ello se suman problemas idiosincráticos en algunos casos. Así, para el período 2015-2017, el escenario base corrige las proyecciones de crecimiento para América Latina en 1,1pp a la baja y en 0,4pp para los socios comerciales (tabla V.3).

Las condiciones de financiamiento externo también serán menos favorables. Desde el cierre del IPoM de septiembre, se observa una importante salida de flujos de capitales desde las emergentes, caídas de las bolsas y depreciaciones de las monedas. Además, las primas por riesgo han subido en la mayoría de las economías emergentes y en el caso de Chile acumulan alzas del orden de 50pb.

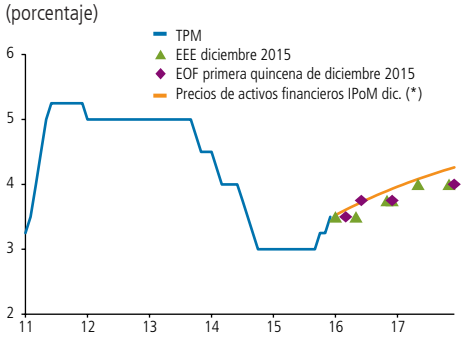
Respecto de septiembre, las principales razones detrás del mayor déficit en cuenta corriente previsto son la caída de los términos de intercambio y la menor demanda externa. El déficit pasará de 1,7 a 2,6% del PIB entre el 2015 y el 2016. Respecto de septiembre, además de los factores señalados, se agrega en el 2015 que las rentas de las empresas chilenas con inversiones en el exterior serán inferiores, especialmente derivadas de sus activos en América Latina. Medido a precios de tendencia[1]/ el déficit en cuenta corriente también será algo mayor a lo considerado en septiembre, alcanzando del orden de 2,5% del PIB en el 2015 y 2016. Este cálculo considera un ajuste en el precio de largo plazo del cobre a US$2,7 la libra (Recuadro V.1) y del petróleo a US$70 el barril.

ESCENARIOS DE RIESGO

El escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria (gráficos V.5, V.6 y V.7).

[1]/ Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles tomando en cuenta las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo hace con las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el petróleo (Recuadro V.2; IPoM septiembre 2012)

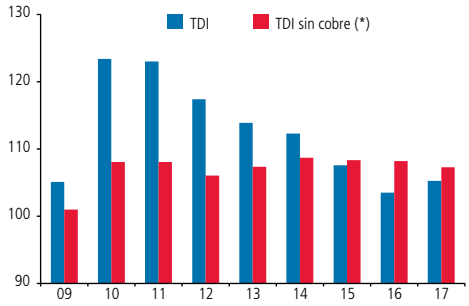
GRÁFICO V.3
TPM y expectativas
(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4
Términos de intercambio
(índice; 2008=100)



(*) Los TDI sin cobre se estiman utilizando los IVUX sin cobre.

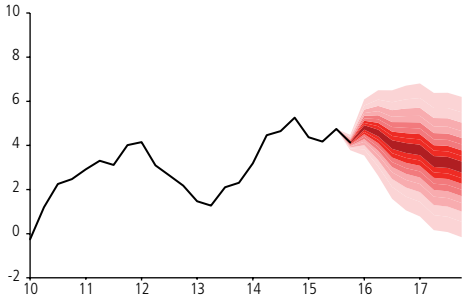
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.5
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

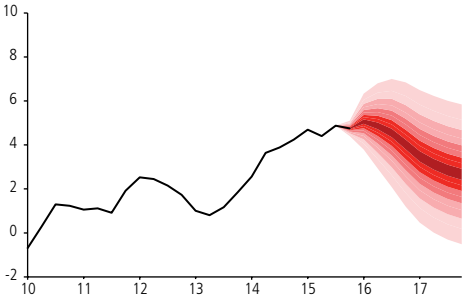
GRÁFICO V.6
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.7
Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

En lo externo, aunque es temprano para evaluar los efectos globales del recién iniciado proceso de normalización de la tasa de política monetaria de EE.UU., es evidente que seguirá siendo una importante fuente de riesgos. Especialmente, porque todavía hay diferencias entre lo que indican las expectativas de mercado y lo señalado por la Fed sobre la velocidad del proceso y el nivel al que llegaría la tasa. Se agrega la divergencia de la política monetaria entre los países desarrollados y sus posibles efectos en el valor global del dólar. En China, la probabilidad de un ajuste abrupto se ha reducido, pero persisten dudas sobre su contribución a la recuperación de la actividad global y al precio de las materias primas, especialmente ante el rebalanceo de su crecimiento hacia los sectores de servicios y de consumo. Por último, la compleja situación de Brasil y la necesidad de un mayor ajuste en algunas economías de América Latina continúan siendo un riesgo importante. Un empeoramiento de las perspectivas económicas en la región afectaría la demanda externa y, posiblemente, las condiciones de financiamiento que enfrente Chile. De materializarse alguno de estos riesgos, es posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, pero sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

En lo interno, la inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos sobre la formación de expectativas. Todo ello en un contexto de márgenes que siguen acotados y de holguras de capacidad reducidas. Por otra parte, la caída del precio del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile podrían aminorar estas presiones inflacionarias.

A mediano plazo, existen riesgos que podrían llevar a un desempeño de la actividad menor al previsto en el escenario base, ampliando las holguras de capacidad y reduciendo las presiones inflacionarias. Por un lado, aunque el mercado del trabajo se ha mantenido resiliente, no puede descartarse un ajuste significativo que reduzca el ritmo de crecimiento de los salarios, eleve el desempleo y afecte el gasto. También es posible que la confianza no repunte según lo contemplado, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado. En todo caso, tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que lo previsto, si se mantiene la resiliencia del mercado laboral, permitiendo que los indicadores de confianza repunten a un ritmo mayor. Esto último también podría producirse si la caída de los precios de los combustibles tiene un impacto mayor sobre el ingreso nacional.

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

La inflación sigue elevada y se ubicará por sobre 4% durante buena parte del 2016. El crecimiento de la actividad y la demanda interna continúa acotado. El escenario externo impone importantes riesgos para la evolución de la inflación y de la actividad. El Consejo subió la TPM hasta 3,5% y su trayectoria futura contempla ajustes pausados para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación. El Consejo 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.

RECUADRO V.1
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL COBRE

El precio del cobre se ha reducido significativamente durante los últimos años. Entre fines del 2011 y comienzos del 2012 se aproximó a US$4 la libra, momento a partir del cual comenzó a descender. En lo más reciente, dicho comportamiento se ha acentuado, aproximándose a US$2 la libra. Esto abre interrogantes respecto de su nivel en los próximos años y en el largo plazo. Este Recuadro revisa las causas de este ajuste y las perspectivas para su precio.

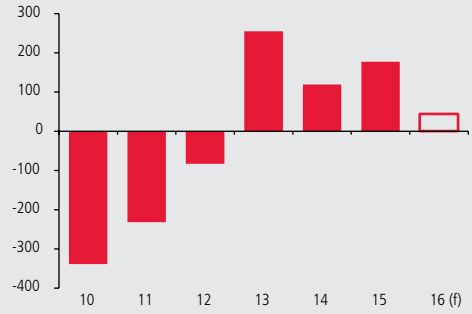
Detrás de la caída del precio hay tanto factores de oferta como de demanda. Destacan, el menor crecimiento de la demanda china y la entrada en producción de una serie de faenas asociadas al *boom* de inversión en minería de los últimos años. Se suma a lo anterior un dólar más apreciado a nivel global, que ha impactado los precios de las materias primas en general y ha contribuido al proceso de reducción de costos en que se ha embarcado la industria en el último tiempo. En lo más próximo, el escenario base de este IPoM supone que el precio del metal promediará US$2,25 la libra los próximos dos años. Aunque ello significa un aumento sobre sus niveles actuales, representa una reducción respecto de lo que se preveía en septiembre, donde se estimó un valor más cercano a US$2,5. Hacia el largo plazo se supone que dominarán los elementos que apuntan hacia un precio mayor al actual. En el escenario base, se considera como supuesto de trabajo un precio de largo plazo del cobre de US$2,7 la libra, algo menor al contemplado en septiembre.

Precio del cobre en el corto plazo

Como se mencionó, en lo más reciente el precio del cobre se ha reducido prácticamente a la mitad de los máximos que alcanzó en el 2011 y 2012. Varios factores se han conjugado en ello. Por un lado, la oferta mundial de cobre ha tenido un incremento significativo: 5,3% en el 2014. Esto se ha dado en un contexto en que han entrado y seguirán entrando en explotación varios proyectos que estuvieron en desarrollo durante los últimos años, en especial en Perú y Chile. De todos modos, la reducción del precio ha dado paso a que las compañías mineras hayan determinado recortes importantes en sus niveles de producción, del orden 5% de la oferta global hacia el 2016, de los cuales 1,5 puntos porcentuales corresponden a menores faenas en Chile.

Por otro lado, la demanda mundial por cobre dejó de crecer a las tasas que había exhibido durante varios años, en particular la proveniente de China. Esto debido tanto a la disminución de su ritmo de crecimiento, como al cambio de composición del mismo en desmedro de su sector industrial. La combinación de ambos factores ha hecho que el balance de oferta y demanda se haya vuelto superavitario con los consecuentes efectos en los precios (gráfico V.8).

GRÁFICO V.8
Balance de oferta y demanda de cobre mundial
(miles de toneladas métricas)



(f) Proyección.
Fuente: Comisión Chilena del Cobre.

Los cambios en el escenario económico mundial también se han reflejado en la apreciación del dólar que se ha observado desde el 2013 a la fecha y que también ha afectado a la gran mayoría de los precios de las materias primas (gráfico V.9). La caída del precio del petróleo y de otras fuentes de energía también han contribuido a reducir en algo los costos de la industria (gráfico V.10).

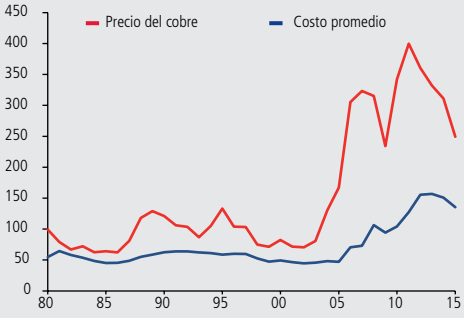
De todos modos, también debe tenerse en cuenta que frente a este tipo de ajustes en los precios, los costos tienden a bajar, entre otros factores, porque las empresas hacen más eficiente su producción y bajan los costos de mano de obra e insumos cuya

oferta estuvo muy restringida en el período de auge. Esto implica que se producen ajustes importantes en las empresas mineras por los cambios en su posición competitiva. Estos movimientos podrían tener efectos macro en Chile si las operaciones mineras locales pierden competitividad relativa y salen del ajuste con costos más altos que sus competidoras.

GRÁFICO V.9
Tipo de cambio real de Estados Unidos y precio del cobre
(índice julio 2011=100)

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO V.10
Precio y costos históricos
(centavos de dólar la libra)



Fuentes: Bloomberg y Wood Mackenzie.

Teniendo en cuenta estos antecedentes, en el escenario base de este IPoM el precio promedio del cobre para el período 2016-2017 se reduce a US$2,25 la libra. Estos valores son mayores a los que muestra al cierre estadístico del IPoM, pero inferiores a los que se proyectaban en septiembre. En esa ocasión, se consideró que el metal promediaría del orden de US$2,5 en el mismo bienio.

Precio del cobre en el largo plazo

Los factores que afectan el nivel de largo plazo del cobre son variados y difíciles de estimar. Por un lado, la oferta es limitada, tanto porque es un recurso natural no renovable como porque el costo de instalar una faena es muy elevado.

Por el lado de la demanda, es esperable que el crecimiento de la economía china sea menor al de décadas pasadas y se acentúe el cambio en su composición. Por lo demás, esta es la tendencia natural en una economía que transita hacia un estado de mayor desarrollo y con una población que envejece en promedio. Sin embargo, también debe considerarse que hay una porción no menor de la población mundial que aún está en etapas de desarrollo económico menores, con necesidades no totalmente cubiertas en términos de infraestructura, tecnología y otro tipo de bienes que, actualmente, requieren del cobre para su producción. En principio, estas economías serán las que más crecerán en los próximos años, lo que le dará impulso a la demanda por metales y a sus precios, entre ellos el del cobre.

A lo anterior se suma que, en la medida que el mundo desarrollado y emergente retomen sendas de crecimiento más parecidas, el dólar debería estar en niveles menos apreciados que los actuales, lo que ayudaría a elevar los precios.

En la dirección opuesta, no deben dejarse de lado los efectos que la innovación tecnológica pueda tener sobre el precio del cobre, tanto porque reduzca su demanda como porque disminuya sus costos. En ambos casos, es difícil estimar una tendencia, pero pareciera evidente que, si el precio o los costos se desvían mucho de sus promedios históricos, aumentan los incentivos para la innovación.

El escenario base de este IPoM corrige a la baja el supuesto de largo plazo para el precio del cobre, desde US$2,85 que se consideró en el IPoM de septiembre a US$2,7 en este IPoM. Este precio corresponde al nivel que se espera se ubique el valor del cobre dentro de diez años. Con todo, el menor precio de corto plazo sumado a la corrección del precio de largo plazo, también implica un promedio más bajo para los próximos diez años. Con los supuestos mencionados, dicho promedio llega a US$2,6 la libra. De todos modos, para efectos del ingreso nacional, es relevante la diferencia entre el precio y el costo marginal de producción. En el largo plazo es esperable que ambos sigan una trayectoria similar.

GLOSARIO

América Latina: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Brecha de actividad: Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2015). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2015-2017 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para el período 2015-2017.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2015). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2015-2017.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino, apróximadamente, del 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2014.

***Credit Default Swap* (CDS):** Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (CDS *spread*) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

***Emerging Market Bond Index (EMBI)*:** Es el principal indicador de riesgo país, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por el Gobierno o bancos y empresas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

Exportadores de productos básicos: Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Holguras de capacidad: Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de la brecha de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de las empresas.

IPCSAE: IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos, permaneciendo 72% de la canasta total.

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

PIB potencial: Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

PIB resto: Agrupa los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

PIB RRNN: PIB de recursos naturales, incluye los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

PIB tendencial: Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los *shocks* que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

Resto de Asia: Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán.

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2015: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, Suiza y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

TCR: Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

***Volatility Index* (VIX):** Calculado por el *Chicago Board of Trade*, es el índice más utilizado para medir la volatilidad general de los mercados a nivel internacional. Mide la volatilidad implícita que se está negociando en las opciones sobre el índice S&P 500.

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía.

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Albagli, E., L. Ceballos, S. Claro y D. Romero. 2015. Channels of US Monetary Policy Spillovers into International Bond Markets. Documento de Trabajo 771. Banco Central de Chile.

Banco Central de Chile. 2015a. Informe de Percepciones de Negocios. Noviembre.

Banco Central de Chile. 2015b. Informe de Estabilidad Financiera Segundo Semestre. Diciembre.

Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.

Barclays Capital. 2015. Global Economics Weekly. Varios números.

Bauer, M. y C. Neely. 2014. International Channels of the FED Unconventional Monetary Policy. Journal of International Money and Finance 44: 24-46.

Bernanke, B. 2006. Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy. Presentación en Economic Club of New York, 20 de marzo.

Bowman, D., J. Londono y H. Spariza. 2014. U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies International Finance Discussion Papers 1109. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Consensus Forecasts. 2015. A Digest of International Forecast. Varios números.

CRU. 2015. Copper Market Outlook. Varios números.

Deutsche Bank. 2015. Macro Forecast Weekly. Varios números.

Emerging Portfolio Fund Research. 2015. Global Fund Allocations. http://wwww.epfr.com/.

Fondo Monetario Internacional. 2015. World Economic Outlook. Octubre.

Food and Agriculture Organization. 2015. FAOSTAT. http://faostat.fao.org/.

Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache y B. Sack. 2011. The Financial Market Effects of the Federal Reserve Large-scale Asset Purchases. Journal of International Central Banking, March: 3-43.

Gilchrist, S., V. Yue, y E. Zakrajsek. 2015. US Monetary Policy and Foreign Bond Yields. Decimonovena Conferencia Anual Banco Central de Chile.

International Energy Agency. 2015. Oil Market Report. Varios números.

Institute of International Finance. 2015. EM Portfolio Flows Tracker. Varios números.

JP Morgan Chase. 2015. Global Data Watch. Varios números.

Naudon, A. y A. Yany. 2015. The Future of Central Banking in Small Open Economies: Dealing with the Global Financial Cycle. Mimeo Banco Central de Chile.

Neely, C. J. 2015. Unconventional Monetary Policy had Large International Effects. Journal of Banking & Finance, vol. 52(C): 101-111.

Alejandro Zurbuchen S.
REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2015

ISSN: 0716-2219
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.°17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2015

INFORME
DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Segundo Semestre 2015

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2015

CONTENIDO*/

PREFACIO 5

RESUMEN 7

I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS 11

II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES 17

III. USUARIOS DE CRÉDITO 23

IV. SISTEMA BANCARIO 35

V. REGULACIÓN FINANCIERA 41

VI. SISTEMA DE PAGOS 51

RECUADROS

- RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS Y PRIMA POR RIESGO SOBERANA 16
- INVERSIÓN DE NO RESIDENTES EN BONOS SOBERANOS LOCALES 21
- ÍNDICE DE CUOTA IMPAGA EN CRÉDITOS COMERCIALES 30
- SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS FAMILIAS 32
- REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE OFERENTES NO BANCARIOS DE CRÉDITOS DE CONSUMO 48

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 55

GLOSARIO 57

ABREVIACIONES 62

*/ El cierre estadístico del *Informe* fue el 30 de noviembre de 2015.

PREFACIO

Conforme a lo establecido en su Ley Orgánica Constitucional, al Banco Central de Chile le corresponde "velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos". Para realizar estas últimas labores, el Banco Central de Chile cuenta con diversas atribuciones legales, tales como otorgar créditos de urgencia y determinar la regulación en materias del sistema financiero y en operaciones de cambios internacionales.

La atención del Banco Central de Chile en lo referente a la estabilidad financiera está centrada principalmente en el adecuado funcionamiento del sistema y el acceso de la economía chilena a los mercados financieros internacionales. El seguimiento efectuado por el Banco Central de Chile a la estabilidad financiera es complementario al que realizan los supervisores especializados, siendo un elemento de análisis independiente respecto de las atribuciones y funciones que les corresponde ejercer a estos en relación con las entidades sujetas a su fiscalización.

El propósito del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) consiste en dar a conocer, en forma semestral, los sucesos macroeconómicos y financieros recientes que podrían incidir en la estabilidad financiera de la economía chilena, tales como la evolución del endeudamiento de los principales usuarios de crédito, el desempeño del mercado de capitales, y la capacidad del sistema financiero y de la posición financiera internacional de adaptarse adecuadamente a situaciones económicas adversas. Junto con lo anterior, en el IEF se presentan las políticas y medidas que propenden al normal funcionamiento del sistema de pagos internos y externos, con el objeto de promover el conocimiento y el debate público respecto de las actuaciones del Banco en el cumplimiento de dicha función.

El Consejo

RESUMEN

El escenario externo relevante para Chile se ha deteriorado a lo largo del segundo semestre del año. El crecimiento mundial y sus perspectivas se redujeron, en particular para las economías emergentes, las que además se han visto afectadas por los menores precios de las materias primas. En particular, China se desacelera y sus bolsas experimentan correcciones importantes que contagian a otros mercados accionarios. En América Latina las perspectivas de crecimiento para el 2016 se han revisado a la baja de manera transversal; en tanto que las presiones inflacionarias han reducido el espacio de acción de la política monetaria de estas economías. Brasil ha presentado un deterioro abrupto en lo más reciente que se ha materializado en una fuerte depreciación de su moneda. Esto último ha afectado la valoración de las inversiones de empresas locales chilenas en dicho país.

EE.UU. ha entrado en un proceso de normalización de su política monetaria sin mayores disrupciones financieras. Posterior al anuncio de la Fed, los mercados financieros internacionales reaccionaron moderadamente. El alza de la tasa de referencia constituye el comienzo de un proceso de normalización, que se espera sea gradual, y cuyas consecuencias se observarán en el tiempo. Dentro de éstas, se podría generar una descompresión de las primas por riesgo, incluyendo los premios por plazo de las tasas de interés externas, lo que se traduciría en fluctuaciones cambiarias y en un aumento de las tasas largas locales. De acuerdo con las correlaciones observadas en los últimos años, este traspaso sería relevante, aunque menos que proporcional al ajuste del referente externo.

Se acentúa la divergencia de las políticas monetarias entre los países desarrollados. La normalización de la política monetaria en EE.UU. contrasta con el estímulo monetario que mantiene la Eurozona, donde las tasas de interés de corto y mediano plazo se encuentran en mínimos históricos. Esta divergencia de políticas ha repercutido en una apreciación global del dólar lo que ha reforzado la baja de los precios de materias primas expresados en dicha moneda, así como también ha afectado a aquellas economías emergentes que han acumulado un elevado *stock* de deuda externa.

En el ámbito local, las tasas de interés de corto y largo plazo se mantienen en niveles bajos para patrones históricos. En este escenario se mantienen los altos volúmenes administrados en fondos mutuos de deuda, los cuales podrían revertirse ante un evento abrupto de alza de las tasas largas. A este escenario de riesgo se agrega la menor liquidez relativa de los instrumentos que son parte de estos portafolios.

La situación financiera de las empresas locales se mantiene con respecto al IEF anterior dando cuenta de la mayor fragilidad del sector. La razón de deuda sobre PIB, que se mantuvo en valores cercanos a 114% desde finales del 2014, aumentó a 121% en el tercer trimestre de este año. Si bien parte importante de este incremento se deriva del efecto valoración asociado a la depreciación del peso, el nivel alcanzado es alto desde una perspectiva histórica. Además, el aumento acumulado en los últimos siete años es alto dentro del grupo de países emergentes. Aunque, los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS no presentan cambios relevantes con respecto al IEF anterior, se mantiene un endeudamiento alto y rentabilidad baja para patrones históricos. Diversos indicadores dan cuenta de que la exposición de hoja de balance de las firmas al riesgo de tipo de cambio se ha mantenido en niveles bajos, sin embargo, la menor valoración de las inversiones externas ha deteriorado los indicadores de endeudamiento de las firmas expuestas a Brasil.

Las ventas de viviendas se mantienen dinámicas y los precios continúan creciendo, aun cuando estos últimos se moderan en lo más reciente. El adelantamiento de compras por motivos de la Reforma Tributaria explicaría parte importante del mayor dinamismo de la actividad del sector. La mayoría de las ventas corresponde a viviendas que se encuentran en fase de construcción o aún no se han construido. El crecimiento de los precios de vivienda se ha reflejado en la dinámica de los créditos hipotecarios, que presentan una tasa de expansión real cercana al 10% y que principalmente se explica por el aumento de la deuda promedio. Cabe destacar que, si bien diversos indicadores de financiamiento se mantienen estables (razón deuda a garantía de 81%, razón dividendo a ingreso de 23%) se observa un incremento en la participación de hogares que tienen más de una hipoteca, fracción que en el útimo lustro se incrementó de 20 a 25%.

Continúa aumentando la tasa de vacancia en el sector de oficinas, principalmente por menor absorción. El mayor ingreso de metros cuadrados disponibles ha generado un aumento de la tasa de vacancia de oficinas clase A y B, la que se sitúa por sobre el 10%. A la vez, se han reducido los precios de arriendo en ambas clases, tendencia que se mantendría en los próximos meses. Como se señaló en el IEF de diciembre del 2014, las Compañías de Seguro de Vida durante los últimos diez años han doblado la exposición de su cartera al sector inmobiliario, alcanzando a mediados del 2015 un 16% del total.

Los indicadores agregados del sector hogares (endeudamiento y carga financiera) presentan leves cambios en lo más reciente. A junio del 2015, la deuda de los hogares representó 62% del ingreso, 80pb superior que a fines del 2014, manteniendo su tendencia al alza. Por su parte la carga financiera se redujo 14pb cerrando en 14,7%. Sin embargo, la última Encuesta Financiera de Hogares mostró un incremento de la carga financiera de los hogares de ingreso medio-alto respecto a lo reportado en el 2011.

Los indicadores de no pago de los hogares se mantienen estables. Sin embargo, los créditos con las Cajas de Compensación y Asignación Familiar —que representan una fracción baja de la deuda de los hogares (3,4%)—

continúan aumentando su morosidad. Esta situación, en conjunto con problemas de gestión, llevó a una de estas firmas a incumplir sus compromisos financieros y sociales, gatillando la intervención por parte de su supervisor y el inicio de un proceso de reestructuración. Estos eventos motivaron un aumento en las primas de la deuda emitida por estas entidades, pero los efectos en el resto del sistema financiero han sido limitados.

La actividad crediticia de la banca mantiene un crecimiento acotado, excepto para la cartera hipotecaria. El crecimiento de los créditos a empresas y de consumo sigue bajo. El menor crecimiento de la cartera comercial es coherente con el ciclo de la economía, lo que coincide con la menor demanda que indica la Encuesta de Crédito Bancario en los últimos meses. En la cartera de consumo destaca el nulo crecimiento de la deuda de los tramos de menores montos, usualmente asociada a deudores de menores ingresos; en tanto que en la deuda hipotecaria, la mayor expansión proviene de los tramos de deuda superiores a UF5.000, explicado en parte por la dinámica de los precios de vivienda.

Los indicadores financieros de la banca dan cuenta de una menor fortaleza del sector. Al tercer trimestre del 2015 la rentabilidad (ROE) disminuyó a 15%, explicado en gran parte por la reducción en el margen de intereses. Esto se debe a cambios en la composición de la cartera desde segmentos de mayores retornos (consumo y comercial) hacia hipotecario. Por su parte el índice de adecuación de capital (IAC) continúa disminuyendo, sitúandose algo por debajo de 13% en agosto del 2015, consolidando una caída de un punto porcentual en los últimos cuatro años. Esta dinámica ocurre en un contexto internacional donde los bancos han tendido a incrementar sus niveles de capitalización para fortalecer su capacidad de respuesta ante eventos de estrés financieros, en línea con las nuevas regulaciones internacionales de capital (Basilea III).

Los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo. El escenario en cuestión tiene características similares al evaluado en el IEF anterior, pero la menor fortaleza financiera de la banca impacta el resultado final. Esto refuerza la necesidad de que los bancos mantengan niveles adecuados de provisiones y capital.

I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

El escenario externo relevante para Chile se ha deteriorado a lo largo del segundo semestre del año: el crecimiento mundial y sus perspectivas se han reducido, los precios de las materias primas han vuelto a descender y se ha acentuado la divergencia de las políticas monetarias entre los países desarrollados, fortaleciendo aún más el dólar e incrementando las primas por riesgo en el mundo emergente. Se agregan episodios de volatilidad significativa en los mercados financieros globales.

EVOLUCIÓN DEL ESCENARIO BASE

Mientras EE.UU. entró en un proceso de normalización de su política monetaria, la Eurozona extendió el plazo de implementación de su programa de estímulo monetario.

En la reunión de diciembre, la Fed aumentó el rango de la tasa de política a 0,25-0,5%, en una decisión unánime y esperada por el mercado. De acuerdo a la opinión de los miembros del comité de la Fed, el proceso de normalización sería más gradual que lo manifestado en la reunión de septiembre, aunque se mantiene la expectativa acerca de la tasa de largo plazo (gráfico I.1). La decisión se sustenta en las mejoras del mercado laboral y perspectivas de crecimiento. Hacia delante, los riesgos estarían balanceados y la inflación convergería al objetivo de 2%, en tanto el precio del petróleo y de importaciones, se normalizarían.

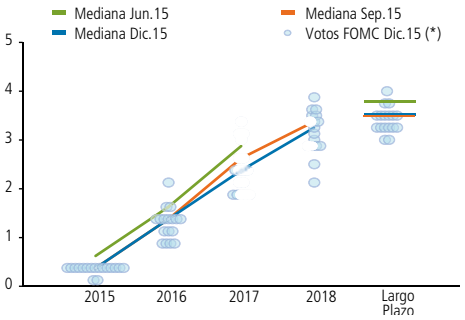
Dado lo anticipado de la decisión, y a pesar de que es la primera alza desde el 2007, la reacción inmediata de los mercados fue moderada. La bolsa de EE.UU. subió el día del anuncio mientras las tasas largas se corrigieron algo a la baja (gráfico I.2). Las primas por riesgo de economías emergentes se mantuvieron en su mayoría estables, exceptuando algunas, como por ejemplo, Brasil y Argentina cuyas variaciones se explican por eventos idiosincráticos.

Por su parte, el BCE recortó la tasa de depósitos de -0,2 a -0,3% y anunció que mantendrá el programa de compras mensuales de 60 millones de euros, aunque extendió el plazo a marzo 2017 (gráfico I.3).

Persiste el deterioro de la actividad económica en varios países de la región, particularmente en Brasil.

Las proyecciones de mercado para el crecimiento de las economías emergentes para el 2015 y 2016, especialmente de América Latina, se han corregido sostenidamente a la baja (gráfico I.4). Las perspectivas para Brasil se han

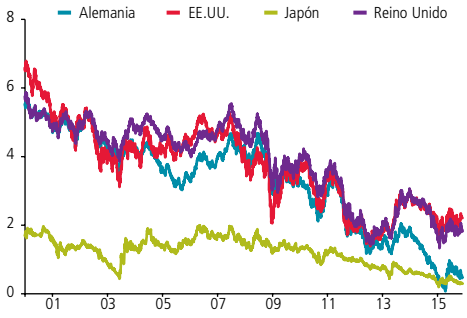
GRÁFICO I.1
Expectativa de la tasa de referencia de EE.UU. al final de cada año
(porcentaje)



(*) Los círculos indican el valor (redondeado al 1/8 punto porcentual más cercano) de la opinión individual de los participantes de la reunión de la Fed de diciembre 2015, acerca de cuál sería el punto medio del rango apropiado para la tasa de referencia de EE.UU., o bien la tasa meta apropiada, al final de cada año y a largo plazo.

Fuente: *Federal Reserve System*.

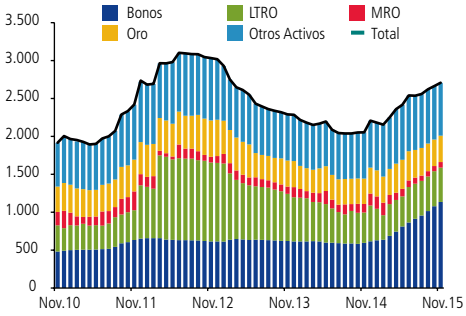
GRÁFICO I.2
Tasas largas de bonos de gobierno (*)
(porcentaje)



(*) Actualizado al 17 de diciembre del 2015.

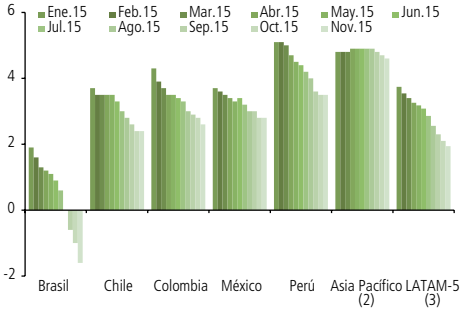
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.3
Balance del Banco Central Europeo
(miles de millones de euros)



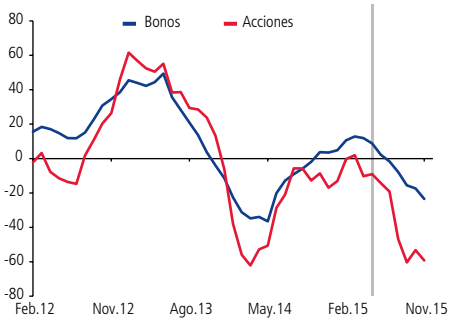
Fuente: CEIC.

GRÁFICO I.4
Revisión de expectativas de crecimiento para 2016 (1)
(porcentaje)



(1) Expectativas de crecimiento del PIB 2016 desde enero hasta noviembre del 2015.
(2) Asia Pacífico corresponde a un promedio entre Australia, China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur, Sri Lanka, Tailandia, Taiwán y Vietnam.
(3) LATAM-5 corresponde a un promedio entre Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
Fuente: *Consensus Forecast.*

GRÁFICO I.5
Flujos de portafolio a economías emergentes (1) (2)
(miles de millones de dólares, suma móvil 12 meses)



(1) Muestra de flujos de portafolio de fondos de inversión hacia Europa emergente, Asia emergente y América Latina. Dato de noviembre 2015 contempla flujos desde el 1 hasta el 25 del mes.
(2) Línea vertical indica cierre estadístico del IEF anterior.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de *Emerging Portfolio Fund Research.*

deteriorado y persisten varios desequilibrios macroeconómicos relevantes y cierta incertidumbre respecto a la ejecución del plan fiscal. Aunque la depreciación de la moneda brasileña ha aliviado el déficit de cuenta corriente, también ha impactado la inflación. Ello ha motivado alzas de la tasa de política monetaria, así como la implementación de un nuevo programa de contratos de venta de dólares a una fecha determinada, pero pagaderos en reales. La baja en el precio del petróleo, así como el alto vínculo comercial de esta economía con China (20% de las exportaciones), contribuyen al deterioro en las perspectivas. El sector bancario se mantiene solvente, aunque la rentabilidad bajó de la mano de mayores exigencias de provisiones debido al deterioro de la cartera de colocaciones. La situación particular de un banco cuyo controlador se ha vinculado a los escándalos de corrupción agrega algo de volatilidad al mercado financiero doméstico.

Las economías de Colombia y Perú continúan desacelerándose, a la vez que las presiones inflacionarias han llevado a políticas monetarias menos laxas. Ello, en un contexto de continuo deterioro de sus términos de intercambio y elevados déficits de cuenta corriente y fiscal.

El crecimiento de China ha disminuido y sus mercados financieros han tenido episodios de turbulencias que han impactado los mercados internacionales.

El crecimiento chino se ubica bajo 7%, con un debilitamiento del sector industrial y un mayor crecimiento del sector de servicios. Sin embargo, los temores de una desaceleración mayor se han moderado. El reciente plan quinquenal anunciado por sus autoridades apunta a mantener un crecimiento anual del PIB de al menos 6,5% entre el 2016 y 2020.

El crecimiento del crédito no bancario se ha moderado, a lo que habrían contribuido diversas medidas tomadas por las autoridades. De todas maneras, los altos vínculos con el sector bancario siguen presentes y el crédito al sector privado se mantiene alto, en torno a 200% del PIB.

Durante el tercer trimestre del año se observaron turbulencias en sus mercados financieros: la bolsa se desplomó y el yuan fue devaluado sorpresivamente. Además, el precio de las viviendas tuvo una baja importante. Estos eventos gatillaron una alta volatilidad en los mercados internacionales, reduciendo el apetito por riesgo y afectando principalmente a las economías emergentes, que anotaron fuertes caídas de sus bolsas, importantes salidas de capitales, depreciaciones de sus monedas y alza de los premios por riesgo.

SITUACIÓN EXTERNA DE CHILE

Desde mediados del 2015 los flujos de capitales hacia economías emergentes, incluido Chile, se redujeron (gráfico I.5).

En Chile, la entrada bruta de capitales bajó desde 11 a 8,9% del PIB entre el primer y tercer trimestre del 2015, explicada principalmente por la disminución de los flujos de portafolio, tanto de renta fija como variable. De hecho, los flujos

de renta variable caen desde 0,6 a -0,1% del PIB, durante el mismo período (gráfico I.6). Los préstamos externos continuaron mostrando flujos negativos, dando cuenta de altos montos de amortizaciones de deuda por parte de empresas y bancos. Esto se vio compensado, en parte, por menores salidas brutas de capitales por parte de los inversionistas institucionales, quienes han disminuido su tenencia de activos en el exterior.

En Chile, la liquidez externa se mantiene estable, lo mismo que la cobertura de necesidades de financiamiento externo de corto plazo. La posición deudora neta de inversión internacional se deterioró levemente.

Al tercer trimestre, la deuda externa total se mantuvo en torno a 61% del PIB. A su vez, la participación de la deuda de corto plazo se redujo a 10,9% del total (12% en el primer trimestre del 2015) y la deuda externa de corto plazo residual disminuyó a 14,8% del PIB, retornando a un nivel similar al de fines del 2014. La cobertura de estos compromisos de corto plazo con reservas internacionales y fondos soberanos se mantuvo estable (gráfico I.7). La PIIN se deterioró debido a que las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones fueron afectadas negativamente por la caída de las bolsas internacionales (gráfico I.8).

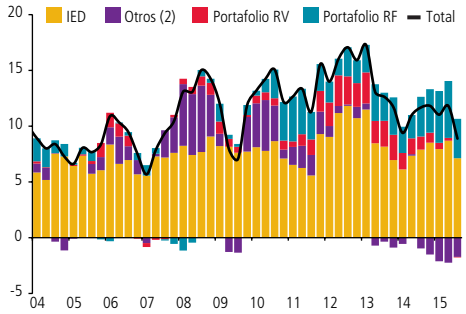
PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Los anuncios de política monetaria de los grandes bloques económicos podrían elevar la volatilidad en mercados financieros internacionales.

Desde mayo del 2013, momento en que se comenzó a discutir el fin de los estímulos cuantitativos en EE.UU., el dólar se ha apreciado en torno a 20% a nivel global. Ello ha tenido efectos diversos, entre los cuales se cuenta una baja del precio en dólares de las materias primas, desarrollo al que también contribuyen factores de oferta y demanda en los distintos mercados. Esto ha tenido impacto en las economías emergentes, restándole dinamismo y afectando los equilibrios de gasto privado y público. Hacia adelante, la normalización de la política monetaria de EE.UU. hace esperable que el dólar continúe apreciándose de manera global, acentuando los canales antes mencionados. En particular, en un escenario donde la Eurozona y otras economías desarrolladas mantienen políticas monetarias expansivas. Por otra parte, el fortalecimiento del dólar podría acentuar el riesgo cambiario de algunas economías emergentes que han acumulado un elevado stock de deuda denominada en dólares. La evidencia disponible para Chile muestra que este riesgo se mantiene relativamente estable (Capítulo III).

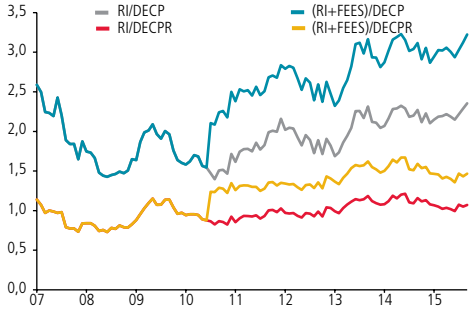
El recién iniciado proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. podría resultar en una descompresión de los premios por riesgo, incluido los premios por plazo de las tasas largas del Tesoro de EE.UU., que aún se encuentran en niveles bajos para patrones históricos. Esta descompresión

GRÁFICO I.6
Entradas brutas de capital hacia Chile (1)
(porcentaje del PIB)



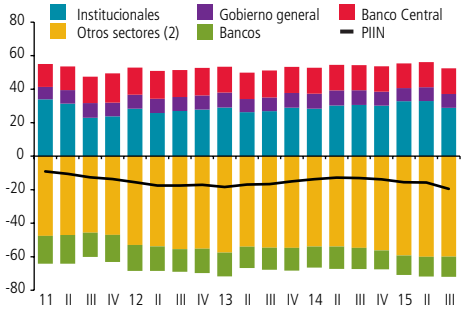
(1) Flujo acumulado anual. No incluye derivados.
(2) Incluye créditos comerciales, préstamos, monedas y depósitos, y otros pasivos.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.7
Cobertura de compromisos de corto plazo (*)
(razón)



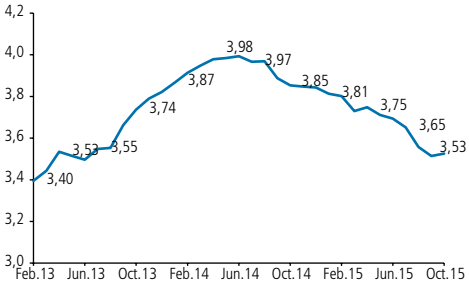
(*) RI: reservas internacionales; DECP: deuda externa de corto plazo; DECPR: deuda externa de corto plazo residual; FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.8
Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN)
(porcentaje del PIB (1))



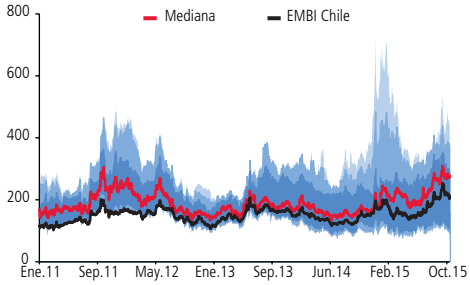
(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base sep.15 = 100).
(2) Empresas no financieras y hogares.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.9
Reservas de China en moneda extranjera
(billones de dólares)



Fuente: State Administration of Foreign Exchange, China.

GRÁFICO I.10
Evolución *spread* soberano para economías seleccionadas (1) (2) (3) (4)
(puntos base)



(1) Incluye Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.
(2) Areas corresponden a los valores de EMBI máximo, percentil 90, percentil 75, mediana, percentil 25, percentil 10 y valor mínimo.
(3) EMBI India registra valores desde el 31 de octubre de 2012.
(4) *Peak* observado el 16 diciembre 2014 corresponde a depreciación del rublo.
Fuente: Bloomberg.

llevaría a un aumento generalizado de los rendimientos de activos riesgosos a nivel global. En Chile esto podría reflejarse en un aumento de las tasas de interés de bonos de largo plazo, entre otros (Capítulo II). Adicionalmente, no es descartable observar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros globales derivados de la discrepancia entre las expectativas de mercado y la Fed respecto de la velocidad de alzas y nivel al que llegaría la tasa de política monetaria.

La evolución de la estructura de los mercados financieros podría exacerbar algunos de los riesgos del escenario internacional.

Existe alguna preocupación en círculos internacionales respecto a la capacidad de los mercados globales de renta fija corporativa y soberana de absorber volúmenes relevantes de liquidaciones de activos asociadas, por ejemplo, a aumentos en las primas por riesgo discutidos anteriormente. Esta preocupación surge de cambios observados en la estructura de los mercados financieros que se caracteriza por un uso creciente de plataformas para transacciones automatizadas y una mayor participación de inversionistas con portafolios indexados en desmedro de los *broker dealers*[1]/.

Parte de esta preocupación surge de la sensibilidad que los mercados financieros externos han mostrado recientemente a *shocks* de diversa naturaleza. De hecho, en mayo del 2013 y octubre del 2014 se observaron fuertes correcciones de la tasa del bono del Tesoro de EE.UU., que de repetirse, hacerse más frecuentes o aumentar su duración, podrían generar tensiones en los mercados de renta fija y eventualmente contagiar a otros mercados.

El deterioro de las economías emergentes y sus mercados financieros podría repercutir en la economía local.

Adicionalmente a los canales reales que Chile tiene con ciertas economías de la región, existe uno financiero, derivado de la valoración de las inversiones en el exterior. El escenario descrito para Brasil implica un mayor riesgo para empresas locales que tienen inversiones en dicho país. En efecto, la depreciación del real con respecto al peso chileno o al dólar ha implicado una reducción del patrimonio de un grupo de firmas expuestas a este mercado, incrementando sus indicadores de endeudamiento (Capítulo III).

Por otra parte, un mayor deterioro de la situación macroeconómica de la región, especialmente de Brasil, podría generar ajustes en la asignación de portafolios de los inversionistas internacionales. Dicho escenario implicaría correcciones abruptas de precios de activos, sumando algo de volatilidad a los mercados financieros.

[1]/ Recuadro I.1 del IEF 2015.1.

En el caso de China, los vínculos financieros directos son bajos, pero lo ocurrido con la Bolsa de Shanghai en agosto de este año es una alerta en cuanto al alcance que puedan tener en los mercados globales, las disrupciones de los mercados financieros de China. Este elemento merece especial atención debido al proceso de liberalización financiera que está llevando a cabo dicho país. Así, la eventual mayor apertura de capitales podría agregar volatilidad en su mercado cambiario, y poner presión adicional por venta de reservas internacionales, las que vienen reduciéndose sistemáticamente desde hace más de un año (gráfico I.9). Finalmente, si bien los temores de una desaceleración mayor en China se han atenuado, su recomposición en favor del consumo y de los sectores terciarios —más relacionados con servicios y menos demandantes de materias primas— impacta el precio de estas últimas, en particular del cobre.

Chile se encuentra en una situación algo menos favorable que en IEF anteriores. Sin embargo, de concretarse alguno de los escenarios de riesgo, el impacto sería más acotado que en otras economías de la región.

En cuanto al costo de financiamiento externo de Chile (EMBI), en lo más reciente se ha mantenido por debajo de la mediana de una muestra de economías emergentes, a pesar de la descompresión de *spreads* observada especialmente desde mediados de este año (gráfico I.10).

No obstante, es esperable un aumento de este indicador ante la materialización de alguno de los riesgos señalados previamente. Una cuantificación de estos riesgos para Chile y otras economías de la región (Colombia, México y Perú) muestra que los impactos de *shocks* a variables globales como la volatilidad implícita del mercado bursátil de EE.UU. (VIX) o apreciación del dólar con respecto a una canasta de monedas (*Broad*) son relativamente homogéneos entre estas economías. Sin embargo, el incremento de la prima por riesgo de Brasil tiene un efecto heterogéneo en el costo financiero externo de estos países, donde se destaca la menor sensibilidad relativa de Chile (Recuadro I.1).

RECUADRO I.1
RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS Y PRIMA POR RIESGO SOBERANA

Este Recuadro presenta una cuantificación del impacto sobre la prima por riesgo soberano de un conjunto de países latinoamericanos, medida por EMBI, ante cambios inesperados (*shocks*) en variables financieras externas[1]/. Estas variables buscan aproximar los riesgos descritos en el Capítulo I, a saber: cambios abruptos en volatilidad global, deterioro de economías emergentes, entre otros.

Los resultados muestran que un *shock* a variables globales (VIX y *Broad*) tiene un impacto homogéneo entre países; en tanto un alza transitoria en la prima por riesgo de Brasil incrementa de forma relevante el EMBI de los países de la región incluidos en la muestra, aunque se observa cierta heterogeneidad del efecto.

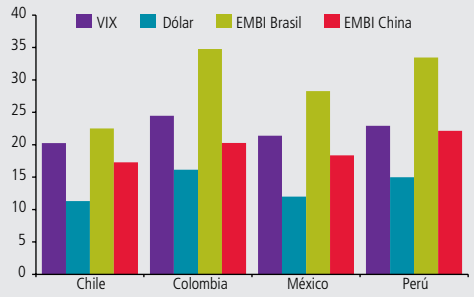
Metodología y resultados

Se estiman modelos de vectores autoregresivos (VAR) para Chile, Colombia, México y Perú considerando las siguientes variables[2]/: EMBI del país, EMBI Brasil, EMBI China, VIX, diferencial de tasas de bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 y un año plazo, y el índice *Broad*, construido a partir de una canasta de monedas relativas al dólar de EE.UU.

Según las estimaciones, un *shock* a la medida de aversión al riesgo global (VIX) tiene un impacto significativo en todas las economías analizadas, siendo uno de los factores externos más relevantes. El *Broad*, que captura la mayor apreciación del dólar, tiene un impacto más acotado (gráfico I.11)[3]/.

El impacto de un deterioro en la situación de las economías emergentes se captura a través de los EMBI de China y Brasil. El primero presenta un impacto similar al VIX para la mayoría de los países, mientras un *shock* en el EMBI Brasil tiene un impacto relativamente más importante para el resto de los países de la muestra.

GRÁFICO I.11
Estimación del impacto en la prima por riesgo soberano de una selección de *shocks* financieros externos (1) (2)
(porcentaje acumulado a tres meses)



(1) Función de impulso respuesta generalizada (Pesaran y Shin, 1998).
(2) Tamaño del *shock* equivalente a una desviación estándar de la serie correspondiente.
Fuente: Medel y Moreno (2015).

Reflexiones para Chile

Como se destaca en el Capítulo I, los riesgos más inminentes tienen relación con un alza abrupta en la volatilidad en mercados financieros y un deterioro de la situación económica de las economías emergentes. En el primer caso, las estimaciones sugieren que un alza del VIX de 15 puntos porcentuales, equivalente al evento de agosto del 2015 asociado a la caída de la bolsa de Shanghai, podría incrementar el EMBI Chile en cerca 80pb al cabo de un trimestre.

Un alza inesperada de la prima por riesgo de China, por ejemplo de 60 pb, equivalente a lo observado en mayo del 2013 (*taper tantrum*), podría aumentar el EMBI Chile en 45pb en un trimestre. No obstante, este efecto se incrementa si además se considera el canal del precio del cobre (Medel y Moreno, 2015).

[1]/ El análisis no considera variables estructurales debido a que, generalmente, presentan variaciones en una frecuencia menor.
[2]/ Cabe destacar que las estimaciones se realizan separadamente para cada país y por ende la comparación de la respuesta entre países no es directa. El VAR es de orden uno, contiene datos mensuales desde mayo de 1999 a septiembre del 2015 y las variables EMBI, VIX y *Broad* están en logaritmos.
[3]/ El impacto de cambios inesperados en el diferencial de tasas de interés de los bonos del Tesoro de EE.UU. no resultó significativo excepto para Chile, en donde tendría un impacto negativo. La relación negativa entre estas variables es un fenómeno reciente, y que se observa asimismo con el componente de premio por plazo del bono del Tesoro de EE.UU. Ver Recuadro I.1 de IEF 2014.I.

II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

El mercado de capitales se mantiene con un bajo costo de financiamiento de corto y largo plazo, aunque se observa un menor dinamismo de las colocaciones de bonos, en parte por las menores necesidades de reestructuración de deuda.

MERCADO MONETARIO Y DE RENTA FIJA

Las condiciones de financiamiento en el mercado monetario en pesos se mantienen holgadas.

Si bien las tasas del mercado monetario han aumentado en los últimos meses, siguen bajas en una perspectiva histórica (anexo estadístico). Ello es coherente con la propia comunicación del BCCh, respecto de una menor expansividad de la Tasa de Política Monetaria (TPM) y la trayectoria esperada por los agentes del mercado. En lo más reciente, se aprecia un alza de los *spreads prime-swap* consistente con un comportamiento estacional (gráfico II.1). En relación con el IEF previo, se destaca una caída considerable de la dispersión de las tasas de depósitos bancarios, tras los incrementos registrados en semestres anteriores.

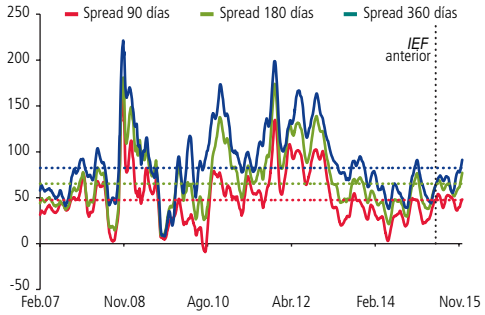
Las tasas de interés de largo plazo continúan en niveles reducidos desde una perspectiva histórica. Sin embargo, no se descartan aumentos en el corto plazo.

Las tasas de interés de los bonos soberanos siguen cercanas a la parte baja de su distribución histórica, pero con alzas leves en lo más reciente, en línea con lo observado en referentes internacionales (gráfico II.2). Con todo, se mantiene el riesgo de un alza de la tasa de interés interna de largo plazo, vinculado al recién iniciado proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. (Capítulo I). Ello, en la medida que este proceso pudiese llevar a un aumento de las tasas largas externas.

El accionar de la Fed, además, podría afectar la trayectoria de tasas largas externas vía su componente de premio por plazo, el que se situaría en sus mínimos históricos según estimaciones recientes. Así, un escenario de menor apetito por riesgo por parte de los inversionistas, incrementaría este premio y por tanto las tasas largas de EE.UU..

Los coeficientes de traspaso de tasas largas externas a domésticas, tanto para el nivel como para el premio por plazo, muestran una trayectoria decreciente en los últimos años (gráfico II.3). Esto es consistente con una menor participación de inversionistas no residentes en el mercado de deuda soberana local (recuadro

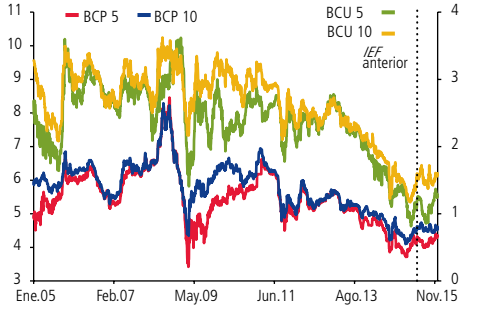
GRÁFICO II.1
Mercado monetario en pesos (1)(2)
(promedio móvil mensual, puntos base)



(1) Medido por el *spread prime-swap* promedio cámara.
(2) Las líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de cada serie para el período 2005-2015.

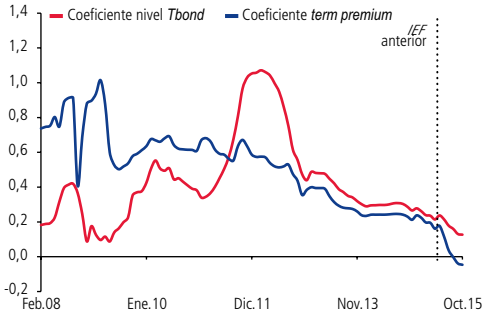
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
Tasas de interés de los bonos soberanos de largo plazo
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

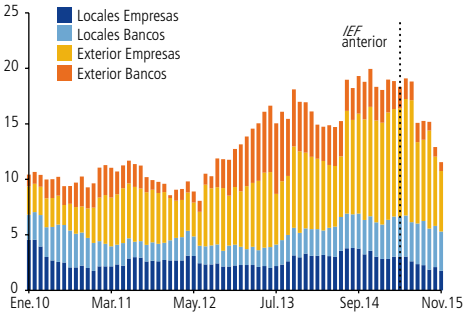
GRÁFICO II.3
Coeficientes de traspaso de tasas externas (*)
(porcentaje)



(*) Línea azul muestra el coeficiente de traspaso estimado del nivel del *Tbond*. Línea roja muestra el coeficiente de traspaso del *term premium* según la estimación de Adrian et al. (2014).

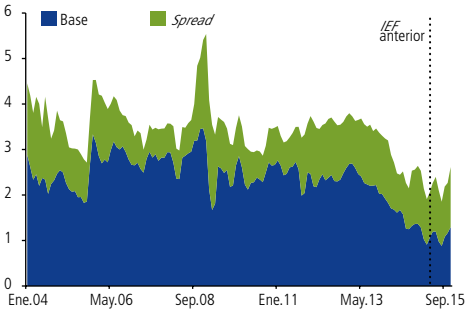
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.4
Colocaciones de bonos de empresas
(miles de millones de dólares acumulados en 12 meses)



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

GRÁFICO II.5
Costo de financiamiento de empresas y destino de fondos (*)
(porcentaje)



(*) Considera bonos en UF de empresas privadas con clasificación de riesgo AA y duración alrededor de 5 años.

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

II.1). Sin embargo, en períodos de turbulencia financiera internacional, este traspaso ha sido mayor, y por tanto la materialización de este escenario amerita un monitoreo de las tasas soberanas locales.

Las colocaciones de bonos muestran el menor dinamismo de los últimos tres años.

Desde el IEF previo, las colocaciones corporativas de bonos locales disminuyeron, lo que sugiere que la demanda para reestructuración de deuda podría haber finalizado. Mientras, las colocaciones de bonos bancarios caen en el exterior y se mantienen en el mercado local, coherente con un menor costo relativo del financiamiento en el mercado interno. En el agregado, las colocaciones de bonos caen casi un 40% en doce meses (gráfico II.4).

En tanto, el costo de fondeo promedio de los emisores privados clasificados en categoría de riesgo AA se ha mantenido en niveles similares al del IEF anterior, tanto por una base como una prima por riesgo estable (gráfico II.5).

La excepción es el costo de los bonos emitidos por las cajas de compensación, que han aumentado notoriamente sus *spreads* a partir del segundo semestre de este año (gráfico II.6). Ciertas dificultades financieras vinculadas a La Araucana, actualmente en Reorganización Empresarial[1]/, se han replicado en el costo de financiamiento de otros emisores de este mismo segmento. Los vínculos directos de estos emisores con bancos son menores (Capítulo IV).

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Los fondos mutuos y de pensiones siguen con una activa presencia en el mercado local de deuda, mientras que las compañías de seguros de vida continúan aumentando las inversiones en renta fija internacional e inmobiliarias domésticas.

Desde fines de agosto de este año, el volumen administrado por los fondos mutuos disminuye en UF 41 millones. Esto fue más evidente en los fondos mutuos de deuda (tipo 3), que tras acumular máximos históricos hasta mediados del 2014, tuvieron salidas por más de UF 58 millones, monto equivalente a cerca al 16% de su patrimonio. Aunque, una parte de esos rescates se destinaron hacia fondos de menor riesgo relativo (tipo 1), existe una salida neta a nivel del sistema durante este período (gráfico II.7).

Estas salidas de patrimonio se relacionan con las rentabilidades negativas de los últimos meses. Ello, principalmente por la reversión marginal de las tasas de interés de corto y mediano plazo, y según agentes de la industria, también por la mayor incertidumbre que generó tener bonos de cajas de compensación en los portafolios, a pesar de su baja importancia relativa (menos del 1%).

[1]/ Mecanismo presente en la Ley de Insolvencia y Reemprendimiento, con el objetivo de reestructurar y negociar los pasivos con los acreedores.

Un riesgo de este desarrollo se asocia con la menor liquidez relativa, tal como lo sugieren métricas de "duración de liquidez" (valores más altos indican menor liquidez), que hoy posee gran parte del portafolio de renta fija, fundamentalmente debido a un portafolio de mayor tamaño en relación con el volumen del mercado (gráfico II.8).

Además, la cartera de inversión de los fondos mutuos tipo 3 tiene una alta exposición a emisores bancarios —en torno al 70%—, por lo que abruptas liquidaciones de instrumentos podrían tener un impacto relevante en el precio de estos activos.

Por otro lado, los fondos de pensiones se han caracterizado por repatriaciones de divisas durante los dos últimos trimestres. En ese lapso, acumulan más de US$5.200 millones entre instrumentos soberanos y depósitos bancarios locales, cumpliendo un rol amortiguador en el financiamiento de corto y mediano plazo para los distintos agentes del sistema (gráfico II.9). Esto, en general, en un contexto internacional más volátil, de menor retorno relativo y, en parte, influido por movimientos de afiliados hacia fondos menos riesgosos.

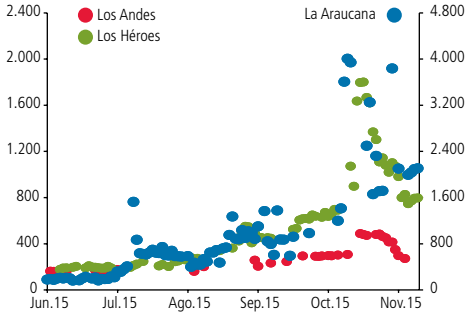
Por su lado, el flujo de inversión de las compañías de seguros de vida (CSV) sigue sesgado hacia instrumentos con subyacente inmobiliario y renta fija privada internacional con calidad crediticia promedio BBB, inversiones que presentan mayor riesgo relativo (gráfico II.10). Esta dinámica fue advertida en el IEF del segundo semestre del 2014. Es importante señalar que, dada la normativa vigente, esta mayor toma de riesgo no está vinculada a mayores requerimientos de capital. Factores relacionados con mayores tasas de vacancia en el mercado inmobiliario nacional (Capítulo III) y un eventual escenario adverso para los bonos corporativos de economías emergentes, son variables que podrían poner presión al rendimiento del portafolio agregado.

MERCADO BURSÁTIL Y CAMBIARIO

El dólar continúa fortaleciéndose a nivel global, en tanto la bolsa local mantiene una tendencia similar a la de otras economías emergentes.

Al cierre estadístico de este IEF, el peso chileno se ubicó en niveles en torno a $711 por dólar, acumulando una depreciación en el año de 17%, en línea con lo observado en otros países comparables (tabla II.1). Esto, debido al mayor fortalecimiento global del dólar (*Broad*) y en menor medida al deterioro del precio de las materias primas. En este contexto, resalta una mayor volatilidad de la paridad peso/dólar, alcanzando valores cercanos a 10% en términos anuales y ubicándose en la mediana de una muestra amplia de países (anexo estadístico).

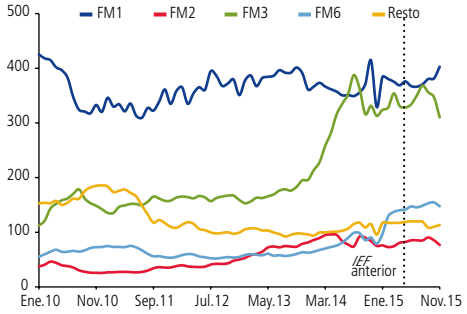
GRÁFICO II.6
Spread cajas de compensación (*)
(puntos bases)



(*) *Spread* de bonos corporativos en pesos respecto del bono soberano nominal de plazo equivalente. Considera bonos con madurez entre 2 y 20 años.

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

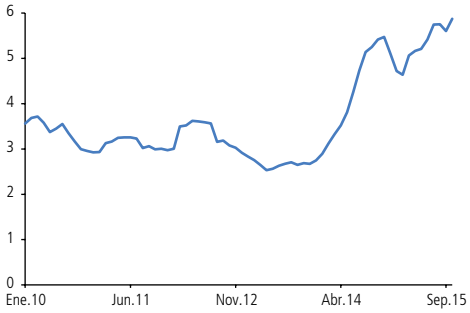
GRÁFICO II.7
Patrimonio de fondos mutuos (*)
(millones de UF)



(*) Tipo de fondo: FM1: Deuda con duración menor o igual a 90 días; FM2: Deuda con duración menor o igual a 365 días; FM3: Deuda de mediano y largo plazo; FM6: Libre Inversión; Resto: Incluye los fondos tipo 4, 5, 7 y 8.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

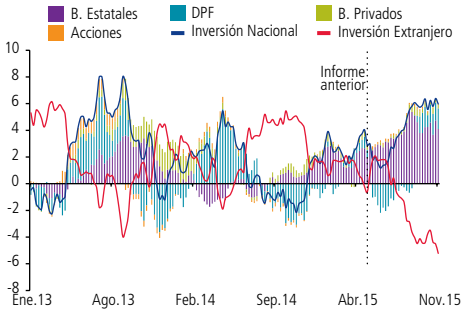
GRÁFICO II.8
Liquidity duration bonos en FM3 (*)
(días)



(*) *Liquidity duration* se define como la media móvil del ratio entre el valor de los activos de renta fija del portafolio y el volumen transado promedio diario en mercados secundarios para esos mismos activos.

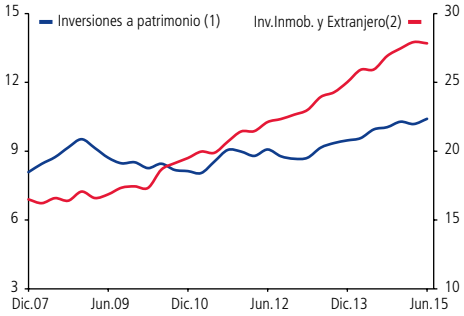
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.9
Flujos de portafolio de los fondos de pensiones
(miles de millones de dólares acumulados en 6 meses)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Valores y Seguros.

GRÁFICO II.10
Portafolio de inversiones de las compañías de seguros)
(porcentaje)



(1) Incluye los activos del portafolio de inversiones, excepto aquellos que respaldan productos con ahorro. Otras métricas de apalancamiento que sustituyan "inversiones" por "reservas técnicas" o "activos totales" muestran similar tendencia.
(2) Considera inversión en bienes raíces, contratos de *leasing* y el total de inversiones en el exterior.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Valores y Seguros.

TABLA II.1
Comparación de paridades cambiarias
(porcentaje, moneda local respecto del dólar de EE.UU.)

Período	Chile	Exp. Materias Primas (1)	Países de la Región (2)	Índice dólar
2012	-7,6	-4,3	-3,0	-0,6
2013	9,8	8,4	8,8	0,3
2014	15,4	11,5	13,8	12,7
2015 (3)	17,2	15,9	25,9	6,9
1T	3,1	7,4	9,3	9,0
2T	3,5	1,4	1,4	-2,7
3T	9,0	6,8	12,8	0,0
4T	2,1	-0,4	0,4	4,1

(1) Austalia, Canadá, Noruega y Nueva Zelandia.
(2) Brasil, Colombia, México y Perú.
(3) Datos hasta el 30 de noviembre de 2015.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

El mercado bursátil chileno tuvo una caída de 5% medido en moneda local, entre enero y noviembre de este año, en línea con otras economías emergentes, en particular, aquellas exportadoras de materias primas (tabla II.2). Además, destaca una mayor volatilidad, la que se ubica en valores cercanos a 11% anual, levemente por debajo de la mediana de un grupo amplio de países emergentes (anexo estadístico).

TABLA II.2
Comparación de rentabilidades en mercados accionarios
(porcentaje, rentabilidad en moneda local)

Período	Chile	Latam (1)	Exp. Materias Primas (2)	Desarrollados (3)	Emergentes (4)
2012	3,4	5,9	9,7	12,2	27,8
2013	-14,9	-16,1	11,4	14,4	-1,0
2014	4,2	2,3	8,1	5,3	10,4
2015 (5)	-5,1	-1,2	-3,8	2,4	-2,0
1T	1,7	3,1	3,4	8,4	2,2
2T	-1,1	2,6	-3,3	-4,7	0,6
3T	-3,8	-12,2	-7,5	-9,1	-6,4
4T	-0,8	4,4	3,4	7,9	1,4

(1) Argentina, Brasil, Colombia y Perú.
(2) Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelandia.
(3) Alemania, Australia, Canadá, EE.UU., Francia, Noruega, Nueva Zelandia y Reino Unido.
(4) Croacia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rep. Checa, Sudáfrica y Turquía.
(5) Datos hasta el 30 de noviembre de 2015.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de *Bloomberg*.

RECUADRO II.1
INVERSIÓN DE NO RESIDENTES EN BONOS SOBERANOS LOCALES

El perfil y comportamiento de la base de inversionistas es relevante para análisis relacionados a *sudden stops* o *roll-over risk*. En general, existe evidencia empírica que una mayor exposición o financiamiento de bonos soberanos a través de inversionistas no residentes (NR) se manifiestan en un menor nivel de tasas, y mayor sensibilidad a condiciones financieras globales[1]/.

Este recuadro documenta la medición de este indicador para Chile, encontrándose valores bajos en comparación con otras economías de la región. Esto podría mitigar volatilidades asociadas a eventos de subidas abruptas de tasas externas.

Metodología

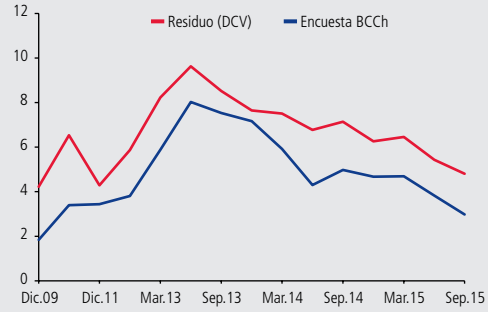
Existen dos enfoques para estimar la exposición de inversionistas NR en bonos soberanos. El primero considera toda la deuda bruta emitida por Gobiernos Centrales (sin considerar al Banco Central), deuda emitida tanto en mercados locales y externos, incluyendo préstamos y emisión de bonos (Arslanalp y Tsuda, 2014). El segundo enfoque, utilizado en este Recuadro, considera solo los bonos soberanos emitidos en el mercado local, tanto por la Tesorería, como por el Banco Central.

Resultados

Una primera estimación para el segundo enfoque se obtiene de los registros del Depósito Central de Valores (DCV) de los bonos soberanos locales. En esta fuente, es posible identificar la base de inversionistas locales, aunque no es posible hacerlo para los externos. Sin embargo, los bancos custodios locales por lo general registran estas posiciones en las cuentas denominadas "Mandantes", por lo que a través de estas se puede estimar una cota superior para la posición que mantienen este tipo de inversionistas. Así, se puede identificar que los inversionistas locales, que incluyen Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos, Compañías de Seguros y Bancos, entre otros, explican más del 95% de las posiciones en bonos soberanos locales a fines de septiembre del 2015, por lo que el límite superior que se podría atribuir a NR es inferior al 5% (gráfico II.11).

Alternativamente, se puede utilizar la encuesta que realiza el Banco Central de Chile a los principales bancos custodios de la plaza sobre los saldos que mantienen los inversionistas externos en distintos instrumentos financieros locales, incluyendo bonos soberanos. Con esta información, se encuentra que a septiembre de 2015, la posición de NR es cercana al 3% del stock disponible en bonos soberanos locales.

GRÁFICO II.11
Participación de inversionistas no residentes en bonos soberanos locales en Chile
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y DCV.

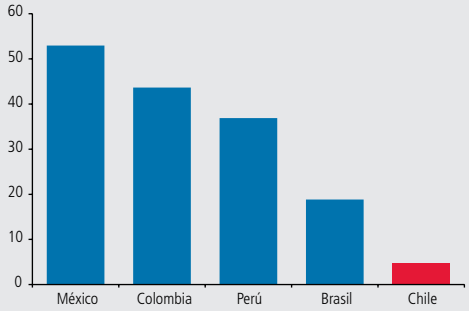
Se destaca la coherencia en tendencia y sincronía entre las series con distintas fuentes de información, series que alcanzan un máximo en junio del 2013, coherente con el lanzamiento en meses previos de los *Global Depository Notes* (GDN) vehículo que facilita la inversión en bonos soberanos locales por parte de inversionistas NR[2]/, y una posterior caída que se mantiene hasta hoy, en línea con la salida de flujos de renta fija.

En un contexto internacional, la participación observada de inversionistas NR en Chile es significativamente inferior a la que se observa en otros países de la región (gráfico II.12).

[1]/ Ver por ejemplo Peiris (2010), Andristzky (2012), Jaramillo y Weber (2013), Ebeke y Lu (2014), Ebeke y Kyobe (2015) y más recientemente el GFSR (2015a).

[2]/ Ver IEF del primer y segundo semestre 2013 para más detalles.

GRÁFICO II.12
Tenencia de bonos soberanos domésticos por Inversionistas No Residentes en la región (*)
(porcentaje)



(*) Datos a septiembre del 2015, excepto México y Colombia actualizados a junio del 2015.

Fuentes: Bancos centrales respectivos y FMI.

Reflexiones finales

Según la evidencia empírica internacional, la menor participación relativa de inversionistas NR podría tener efectos positivos en términos de una menor transmisión de los *shocks* externos a las tasas de largo plazo locales. En efecto, dos eventos de alzas de tasas de interés internacionales recientes, como la sucedida en mayo del 2013, el denominado *tapering talk*[3]/ y el más reciente relacionado con el alza de la tasa del bono soberano alemán (febrero del 2015), dan cuenta de una baja reacción de la tasa soberana local en Chile comparado con lo observado en otras economías de la región, en donde los niveles de traspaso fueron significativamente mayores.

[3]/ Ver IEF del segundo semestre 2013 para más detalles.

III. USUARIOS DE CRÉDITO

EMPRESAS

Al tercer trimestre del 2015, el endeudamiento de las empresas aumentó a 121% del PIB (gráfico III.1).

Después de dos trimestres con una estabilización, la deuda como porcentaje del PIB aumentó el tercer trimestre fundamentalmente por deuda extranjera y un aumento en el margen de la deuda bancaria local. Dentro de la deuda externa destaca el aumento en bonos externos, explicado en su mayoría por una colocación puntual. El efecto valoración por la depreciación del peso continúa siendo relevante, explicando cerca de la mitad del crecimiento anual de deuda externa en septiembre (tabla III.1).

TABLA III.1
Fuentes de financiamiento (1)
(variación real anual, porcentaje)

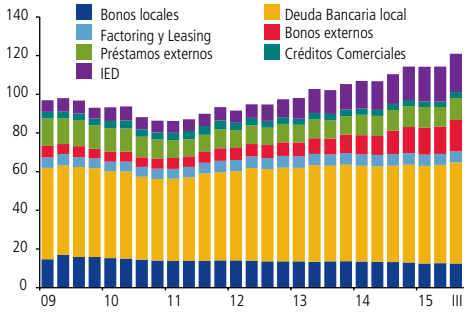
Indicador	2010	2011	2012	2013	2014	2015			Partici-pación	Contribución al crecimiento
	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	III		
Deuda local	**3,6**	**12,3**	**7,4**	**6,7**	**1,5**	**2,6**	**3,8**	**4,6**	**58,2**	**2,9**
Préstamos bancarios y otros	4,8	14,1	9,6	7,1	2,7	4,4	5,3	6,5	47,9	3,3
Colocaciones comerciales (2)	3,6	13,8	9,9	7,7	2,7	4,9	6,1	7,5	43,2	3,4
Factoring y leasing (3)	15,3	16,6	7,5	2,7	1,9	1,1	-1,5	-1,7	4,7	-0,1
Instrumentos de oferta pública locales (4)	-0,2	6,0	-0,6	5,1	-3,1	-4,9	-2,6	-3,7	10,3	-0,4
Deuda externa (5)	**6,9**	**17,7**	**9,2**	**27,5**	**27,2**	**23,3**	**22,2**	**25,0**	**41,8**	**9,4**
Préstamos (6)	-10,7	6,4	0,4	5,2	14,1	3,9	-0,4	7,7	9,3	0,7
Créditos comerciales	20,3	28,3	-19,1	-0,7	-3,6	-4,7	-6,2	2,4	2,6	0,1
Bonos	24,0	27,8	12,2	42,1	43,3	45,0	49,5	36,9	13,4	4,1
Préstamos asociados a IED	22,5	20,3	37,1	50,0	33,0	28,8	26,1	32,3	16,4	4,5
Total	**4,5**	**13,8**	**7,9**	**12,9**	**10,2**	**10,0**	**10,4**	**12,2**	**100**	**12,2**

(1) Basado en información de registros administrativos a nivel de empresa con la excepción de factoring y leasing, bonos securitizados y efectos de comercio.
(2) Incluye créditos comerciales de empresas y personas, COMEX y contingentes.
(3) *Factoring* incluye instituciones bancarias y no bancarias.
(4) Bonos corporativos, bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio.
(5) Convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del último mes del trimestre.
(6) Incluye a organismos multilaterales.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

La mayor contribución a la relación deuda sobre PIB proviene de empresas que tienen deuda externa (gráfico III.2). En estas, la deuda bancaria local representa una fuente de financiamiento menor; lo contrario ocurre en empresas sin deuda externa. Además, como se destacó en el IEF anterior, el financiamiento bancario es relevante para las empresas que no reportan a la SVS. De hecho, en los últimos seis años las empresas que no reportan a la SVS y que tampoco tienen deuda externa han explicado gran parte del crecimiento de las colocaciones comerciales, incluso en períodos de menor expansión (gráfico III.3)[1]/. Los emisores de deuda externa

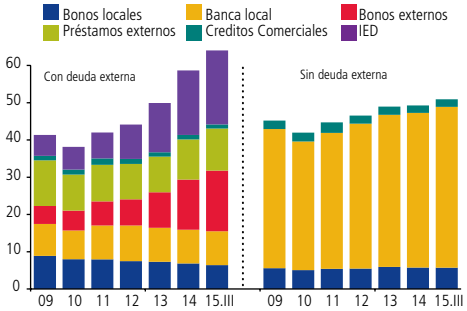
[1]/ Detalles sobre la evolución y caracterización de la deuda de empresas no bancarias en Chile, en Fernández et al (2015a).

GRÁFICO III.1
Deuda total de empresas no bancarias (1) (2)
(porcentaje del PIB)



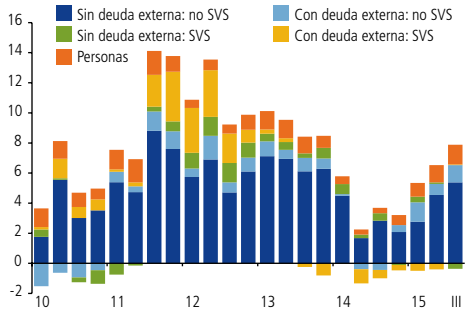
(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* y *leasing*, bonos securitizados y efectos de comercio.
(2) Mayor detalle sobre series ver anexo estadístico.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

GRÁFICO III.2
Deuda total de empresas con y sin deuda externa (1) (2) (3)
(porcentaje del PIB)



(1) Se define como empresas con deuda externa aquellas que entre 2009 y 2015 presentaron, al menos una vez, préstamos externos, bonos externos o IED.
(2) No se incluyen *factoring* y *leasing*, bonos securitizados y efectos de comercio.
(3) Mayor detalle sobre series en anexo estadísitico.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF y SVS.

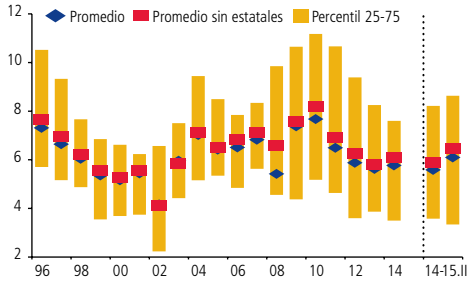
GRÁFICO III.3
Contribución al crecimiento de la deuda bancaria local (1) (2) (3)
(porcentaje)



(1) Incluye créditos contingentes.
(2) Definición de empresas SVS incluye a filiales directas.
(3) Se define como empresas con deuda externa aquellas que entre 2009 y 2015 presentaron, al menos una vez, préstamos externos, bonos externos o IED.

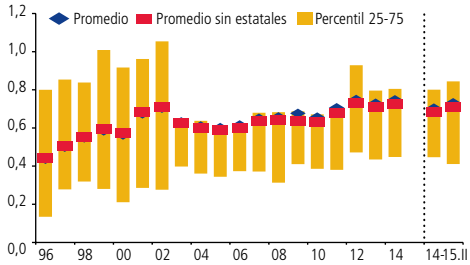
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF y SVS.

GRÁFICO III.4
Rentabilidad del sector corporativo (1) (2)
(porcentaje)



(1) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales.
(2) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales hasta el año 2014. A la derecha, se muestra una comparación a junio 2014 y 2015.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

GRÁFICO III.5
Endeudamiento del sector corporativo (1) (2)
(veces)



(1) Razón deuda a patrimonio.
(2) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales hasta el año 2014. A la derecha, se muestra una comparación a junio 2014 y 2015.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

contribuyeron de manera importante al crecimiento de la deuda bancaria local el 2011 y 2012, sin embargo en los últimos años han incrementado sus fuentes de financiamiento externas, en desmedro de las internas. Ello sería coherente con el uso de la emisión para el refinanciamiento de pasivos (Capítulo II).

Los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS no presentan cambios relevantes con respecto al IEF anterior, esto es un endeudamiento alto y rentabilidad baja para patrones históricos.

A junio del 2015, la rentabilidad mejoró levemente respecto de igual fecha del 2014 (gráfico III.4)[2]/. En términos de endeudamiento, tanto la información a junio último como la del cierre del 2014 dan cuenta de una situación más ajustada respecto del promedio 2003–2010 (gráfico III.5). Ello no se ha reflejado en mayores gastos financieros: medidos sobre deuda financiera que se han mantenido estables en 6% durante los últimos cinco años. Así, la menor cobertura de intereses del último trienio responde principalmente al desempeño operacional y no al costo de financiamiento de este grupo de empresas (gráfico III.6). Estas tendencias se mantienen al considerar datos preliminares del tercer trimestre (anexo estadístico).

Diversos indicadores dan cuenta de que la exposición financiera de las firmas al riesgo de tipo de cambio se ha mantenido.

Desde diciembre del 2014, la deuda en moneda extranjera se ubica en 55% de la deuda total. La participación de la deuda local en moneda extranjera en el total se ha mantenido en 10% desde el 2011 a la fecha (anexo estadístico).

El descalce cambiario de las empresas SVS que reportan sus estados financieros en pesos presenta una posición más cubierta frente a una depreciación (anexo estadístico). En el extremo de la distribución, las empresas con un descalce mayor a 10% —empresas cuyos balances podrían verse afectados por una depreciación del peso—, se mantienen estables como proporción de los activos del sector (gráfico III.7). El seguimiento de una muestra de emisiones recientes de firmas con contabilidad en pesos da cuenta del uso de derivados cambiarios para mitigar el riesgo de tipo de cambio. En particular, los contratos de *cross-currency-swaps* asociados muestran madureces similares al vencimiento del bono, lo que da cuenta de un menor riesgo de *rollover*, y por otra parte presentan heterogeneidad respecto del monto cubierto, lo que sugiere algún grado de exposición cambiaria.

En un contexto más amplio, las variaciones del tipo de cambio y las condiciones macroeconómicas pueden afectar a algunas empresas con inversiones en el exterior. Ello se debería reflejar en una disminución patrimonial, especialmente cuando exista una diferencia entre la moneda operativa propia del negocio y la moneda funcional de la empresa. En este sentido la fuerte depreciación del real ha afectado a las firmas que tienen inversiones en Brasil. Así, los ajustes en el patrimonio han elevado el nivel de endeudamiento de empresas expuestas (gráfico III.8).

[2]/ La comparación de estas cifras con los datos al cierre del año debe hacerse con cautela, pues algunas entidades reportan sus estados financieros a la SVS solo en diciembre. Estas representan en su conjunto menos de 10% de los activos totales y se concentran principalmente en los sectores "Servicios y Otros" y "Transporte y Telecomunicaciones".

Durante los últimos trimestres el Índice de Cuota Impaga (ICI) no ha seguido deteriorándose pero se mantiene en niveles por sobre el promedio de los últimos 5 años (gráfico III.9).

Los sectores Productivos, Pesca y Construcción disminuyen su ICI, aunque se mantiene en niveles elevados para estándares históricos. Sectores con alta participación en la deuda, como Comercio, Transportes y Agricultura, lo aumentan (gráfico III.10). Dentro del sector productivo, las cuotas con más de un año de atraso han aumentado su participación en los últimos 18 meses, deteriorando la composición del ICI (gráfico III.11). Ello, pues las firmas con un mayor atraso tienen menor probabilidad de regularizar su situación en el corto plazo (Recuadro III.1).

En resumen, la situación financiera de las empresas locales se mantiene con respecto al IEF anterior dando cuenta de la mayor fragilidad que ha presentado este sector. El endeudamiento agregado sobre PIB se mantuvo estable en valores cercanos a 114% desde finales del 2014, pero alcanzó 121% en el tercer trimestre de este año, en gran parte explicado un efecto valoración que se genera por la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, el nivel alcanzado es históricamente alto y por sobre los valores observados para países emergentes (GFSR, 2015b). Por su parte, los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS no presentan cambios relevantes al tercer trimestre del 2015. El descalce cambiario y la tenencia de deuda en moneda extranjera dan cuenta de que la exposición de balance de las firmas al riesgo de tipo de cambio se ha mantenido en niveles bajos para patrones históricos. Sin embargo, la menor valoración de las inversiones externas ha deteriorado los indicadores de endeudamiento de las firmas expuestas a Brasil. Por último, indicadores de no pago de las firmas se reducen en el margen aún cuando se mantienen en niveles elevados para patrones históricos y exhiben una mayor proporción de cuotas con más de un año de atraso.

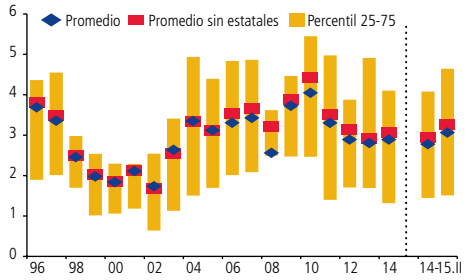
SECTOR INMOBILIARIO

Las ventas de viviendas nuevas en Santiago presentan crecimientos récord durante el 2015, siendo en gran parte viviendas en construcción (gráfico III.12)

Como se señaló en el IEF anterior, el mayor dinamismo de las ventas —sobre las 14 mil unidades en el tercer trimestre del 2015— se debe en gran parte al adelantamiento de compras ante la entrada en vigencia del pago de IVA, aunque no es posible descartar otros factores como cambios demográficos y el rol de inversionistas minoristas. Respecto del grado de avance de las viviendas, solo 5% está disponible para entrega inmediata, fracción históricamente baja. Más aún cerca del 70% de las vendidas en el tercer trimestre se encuentra en obra gruesa o no han comenzado a construirse. Esto último, sumado a una moderación en los costos de edificación, implican que la actividad del sector continuará robusta durante al menos el primer semestre del 2016.

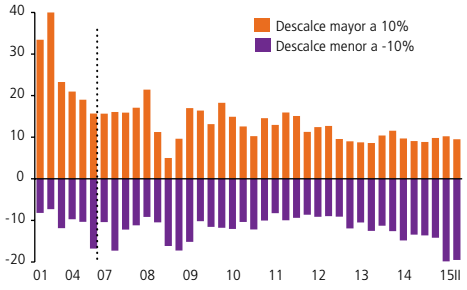
Los precios de las viviendas continuaron creciendo al tercer trimestre del 2015, sin embargo las tasas de expansión se moderan en el margen (gráfico III.13).

GRÁFICO III.6
Cobertura de intereses del sector corporativo (1) (2)
(veces)



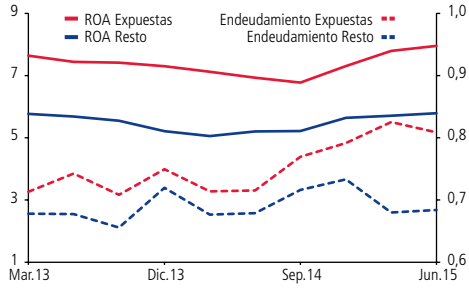
(1) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre gastos financieros anuales.
(2) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales hasta el año 2014. A la derecha, se muestra una comparación a junio 2014 y 2015.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

GRÁFICO III.7
Descalce de empresas del sector corporativo (1) (2) (3)
(porcentaje de los activos totales)



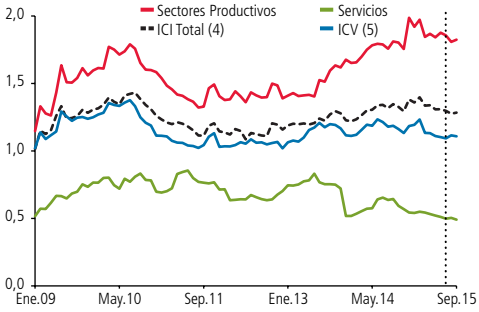
(1) Considera una muestra que reporta sus balances individuales en pesos. El descalce corresponde a pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales.
(2) No considera empresas estatales, mineras ni financieras.
(3) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales hasta el año 2006. A la derecha, datos trimestrales.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

GRÁFICO III.8
Rentabilidad y endeudamiento de empresas expuestas en Brasil (*)
(porcentaje, veces)



(*) Corresponde a una muestra de empresas definida en base a la proporción de ingresos y activos provenientes de Brasil.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

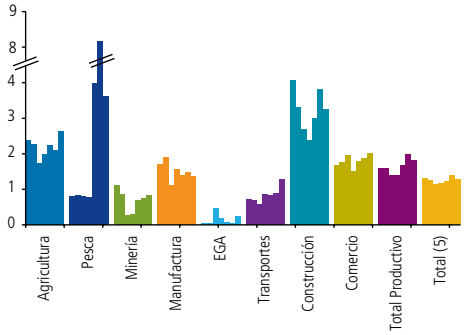
GRÁFICO III.9
Índice de cuota impaga (1) (2) (3)
(porcentaje de las colocaciones)



(1) Colocaciones no consideran créditos contingentes.
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF anterior.
(3) La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al año 2014. Los resultados están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información.
(4) Incluye créditos sin clasificación sectorial y a personas.
(5) Índice de cartera vencida considera créditos contingentes en las colocaciones y no COMEX.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SBIF y el INE.

GRÁFICO III.10
Índice de cuota impaga (1) (2) (3) (4)
(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. Última barra corresponde a septiembre 2015.
(3) No considera colocaciones contingentes.
(4) La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al año 2014. Los resultados están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información.
(5) Incluye servicios, créditos sin clasificación sectorial y a personas.

Fuente: Elaboración propia en base a información de INE y SBIF.

El indicador de precios de viviendas nuevas para Santiago (CChC) aumentó 7,6% anual al tercer trimestre, con una variación nula respecto del trimestre anterior. Participantes de mercado consideran que parte del crecimiento de este índice, que incluye promesas de compra, podría estar afectado por el adelantamiento de compra sin IVA. Por su parte, al segundo trimestre, el índice que calcula el Banco Central (IPV) sobre la base de transacciones efectivas de propiedades nuevas y usadas, creció 3,7 y 5,5% anual a nivel país y de la Región Metropolitana, respectivamente. Por zonas, destaca la menor expansión de los precios en el norte, donde los indicadores para casas y departamentos se han mantenido en niveles similares desde fines del 2012, coincidiendo con el menor impulso económico de dicha zona. Con todo, la dinámica del IPV agregado es coherente con la evolución de las variables económicas que lo afectan, en particular destacan entre estas las menores tasas de interés de los créditos hipotecarios.

La relación entre el valor de la vivienda y el ingreso anual del comprador tuvo un incremento significativo durante la última década en todas las zonas del país. No obstante, los datos disponibles muestran una variación menor en el 2014 con respecto a años anteriores (tabla III.2).

TABLA III.2
Razón entre el precio de la vivienda e ingreso
(veces)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Norte	2,0	2,1	2,1	2,2	2,4	2,5	2,3	2,6	2,9	3,3	3,5
Centro	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,5	2,3	2,4	2,8	2,8
RM	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,1	3,4	3,8	3,8	3,9
Sur	2,1	2,2	2,3	2,3	2,1	2,3	2,6	2,5	2,7	2,7	2,9
Total	**2,5**	**2,5**	**2,6**	**2,6**	**2,6**	**2,7**	**2,8**	**2,8**	**3,1**	**3,3**	**3,4**

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

El financiamiento a través de crédito hipotecario continúa siendo relevante para el sector: corresponden a 70% de las transacciones de más de mil UF. Al segundo trimestre, la razón entre el crédito hipotecario y el valor de la propiedad (LTV) se mantuvo en promedio en 81%, con una alta concentración de operaciones con LTV de 90% (gráfico III.14). Los créditos con LTV de 100% siguen representando un porcentaje inferior a 3%. Al cuarto trimestre del 2014, la razón entre dividendo estimado e ingreso del comprador (DTI) se mantuvo en promedio en 23%, con una mediana de 20%. Menos del 10% de las transacciones exhiben un DTI mayor a 40%. A fines del 2014, las transacciones con un alto nivel de apalancamiento (LTV sobre 90%) y un alto servicio de deuda (DTI sobre 30%) se mantenían acotadas: menos de 4% del total; mejor que el 7 y 5% del 2012 y el 2013, respectivamente.

Aunque las condiciones de financiamiento (LTV y DTI) se han mantenido en el margen, la participación de deudores con más de una hipoteca bancaria siguió aumentando, representando 25% del stock a mediados del 2015 (20% en el 2010). Esta situación amerita un mayor seguimiento debido a que, indicadores de mercado, sugieren un menor atractivo en la estrategia "comprar para arrendar" cuya rentabilidad bruta para la RM se encuentra bajo 6%, cifra inferior al promedio de 7,5% observado entre el 2007 y 2012.

La menor absorción continúa aumentando la tasa de vacancia de oficinas

Durante el 2015 el ingreso de metros cuadrados disponibles en el mercado de oficinas presenta algún grado de moderación respecto del 2014 —particularmente en oficinas clase A/A+—. No obstante, el menor nivel de absorción ha incrementado la tasa de vacancia, alzando 8,5% para las oficinas clase A/A+ y 12% para las clase B (gráfico III.15). Esto también ha afectado los precios de arriendo, que para la clase A caen 8% mientras que para la clase B se mantienen. Con ello la proyección de ingreso de nuevos proyectos, se reduce a cerca de 130 mil metros cuadrados para el 2016 en las oficinas clase A/A+. De mantenerse la dinámica de absorción vista en el 2015, la tasa de vacancia podría alcanzar cerca de 12%.

En resumen, la actividad en el sector inmobiliario residencial se ha mantenido dinámica, explicada en gran parte por el adelantamiento de compras. Dado la mayor proporción de viviendas vendidas en fase de construcción o por construirse, se esperaría que la actividad del sector continúe dinámica al menos hasta la primera mitad del 2016. Cabe señalar, que la escrituración de las promesas asociadas a estas ventas podría verse afectada por un deterioro de las condiciones de pago de los compradores. Por su parte, los precios continúan subiendo aun cuando algunas zonas presentan una estabilización en el margen.

En el sector oficinas, destaca el aumento de la tasa de vacancia y algún grado de moderación de la producción y proyectos de oficinas premium. Con todo, tal como lo señalado en el IEF anterior, los ciclos de tasas de vacancia son relativamente persistentes, lo cual debería ser incorporado en las evaluaciones de riesgo de los agentes expuestos al sector.

HOGARES

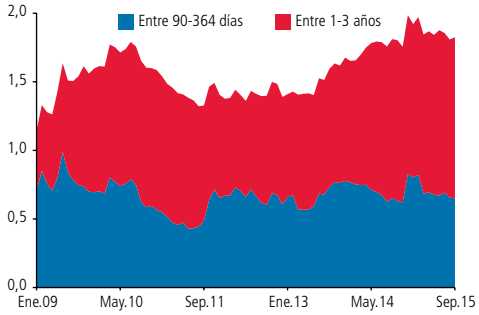
La razón entre deuda e ingreso (RDI) de los hogares continúa aumentando, mientras que la carga financiera sobre ingreso (RCI) permanece estable (gráfico III.16).

Al segundo trimestre del 2015, el RDI aumentó hasta 61,6%, 0,8 puntos porcentuales por sobre el dato del cierre del IEF anterior (cuarto trimestre del 2014), explicado principalmente por el aumento de la deuda hipotecaria bancaria. En contraste, en el mismo lapso, el RCI se redujo marginalmente, hasta 14,7%, debido a la menor contribución al crecimiento por parte de la deuda de consumo, la que usualmente presenta tasas de interés más altas[3]/.

Los datos de la Encuesta Financiera de Hogares 2014 son coherentes con la evolución agregada del endeudamiento y de la carga financiera, cuando esta última se mide de forma equivalente. En términos de distribución, destaca el mayor endeudamiento de los hogares de ingresos medios-altos y la mayor carga financiera de los hogares de menores ingresos. Finalmente, estimaciones del riesgo del sector sugieren que éste no se ha incrementado respecto del 2011 (Recuadro III.2).

[3]/ En este IEF se presentan cifras revisadas y actualizadas del RCI que siguen la tendencia de las mostradas en informes anteriores pero con un nivel levemente más alto.

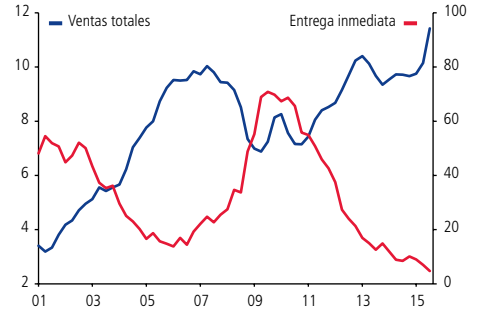
GRÁFICO III.11
Índice de cuota impaga por tramos de atraso (1) (2) (3)
(porcentaje de las colocaciones)



(1) Solo considera sectores productivos.
(2) No considera colocaciones contingentes.
(3) La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al año 2014. Los resultados están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SBIF y el INE.

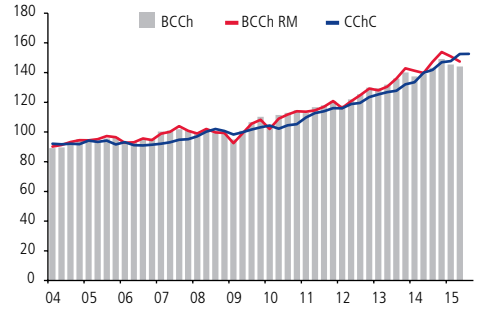
GRÁFICO III.12
Venta de viviendas nuevas en Santiago (*)
(miles de unidades, promedio móvil anual; porcentaje)



(*) Incluye promesas brutas de ventas

Fuente: GFK Adimark

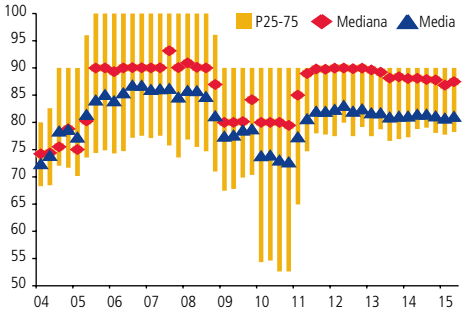
GRÁFICO III.13
Precios reales de viviendas (*)
(índice base 2008=100)



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

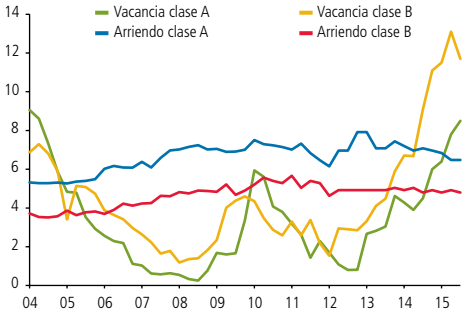
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII, CChC.

GRÁFICO III.14
Razón entre crédito y valor de la vivienda
(porcentaje)



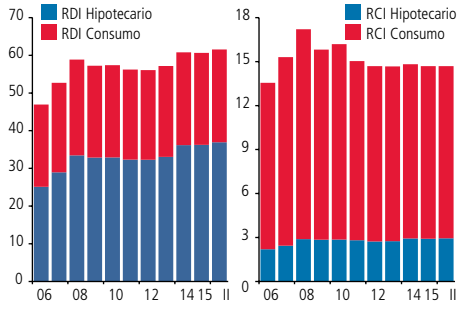
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

GRÁFICO III.15
Tasa de vacancia y precios de arriendo anuales
(porcentaje, UF por m^2)



Fuente: CBRE

GRÁFICO III.16
Endeudamiento de los hogares (1)(2)
(porcentaje del ingreso disponible)



(1) Último dato considera estimaciones para tasas de interés de línea de crédito y tarjetas de crédito.
(2) Las dos últimas barras de cada gráfico corresponden a datos trimestrales, las anteriores a datos anuales.

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

En el 2015, el crecimiento anual de la deuda total de los hogares se ha estabilizado en torno al 7%, principalmente por el dinamismo de la deuda hipotecaria y la desaceleración de la de consumo.

La deuda de consumo se ha desacelerado sostenidamente desde fines del 2013, fenómeno que se repitió en el 2014 y se ha estabilizado este año, creciendo 3,4% anual al segundo trimestre. Destaca el bajo crecimiento de la deuda con el sector bancario en los últimos tres trimestres (tabla III.3) [4]/. Más aún, por monto de deuda, aquellas inferiores a UF200 muestran un crecimiento nulo. En tanto en oferentes no bancarios se observa alguna recuperación de la deuda, donde destacan las cooperativas de ahorro y crédito, que crecen 0,3% real anual, luego de presentar caídas desde el 2011. Sin embargo, el stock de deuda en cooperativas continúa por debajo de los valores del 2008.

La deuda hipotecaria de los hogares continúa con un crecimiento mayor que la de consumo, principalmente por un aumento de la deuda promedio en este segmento (anexo estadístico). Dentro de este crecimiento sostenido, destaca la tasa de crecimiento de los tramos mayores de deudas, coherente con la evolución de los precios de las viviendas (gráfico III.17). Un análisis con información granular muestra que el crecimiento intensivo en nuevos deudores se ha dado principalmente en deudas sobre UF5.000 en desmedro de aquellos que presentan deuda bajo UF1.000.

TABLA III.3
Deuda de los hogares
(variación real anual, porcentaje)

	2010	2011	2012	2013	2014				2015		Contribución al crecimiento (2)	Participación (2)
	IV	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I	II (1)		
Hipotecaria	**7,0**	**7,1**	**7,6**	**8,9**	**9,2**	**9,2**	**9,6**	**9,9**	**9,5**	**9,9**	**5,8**	**59,6**
Bancaria	9,1	8,2	8,3	9,1	9,4	9,4	10,1	10,5	10,3	10,8	5,6	53,9
No bancaria (3)	-5,8	-0,7	2,0	7,4	7,8	7,2	5,6	4,8	2,6	2,5	0,2	5,7
Consumo	**7,2**	**6,9**	**6,8**	**7,4**	**6,8**	**4,8**	**4,0**	**2,5**	**3,1**	**3,4 (6)**	**1,4**	**40,4**
Bancaria	8,8	13,3	8,9	8,2	7,0	4,4	4,5	2,6	2,9	2,8 (6)	0,7	24,2
No bancaria	4,9	-7,6	-2,6	2,4	3,1	2,2	3,2	1,3	2,6	3,9 (6)	0,4	9,8
Casas Comerciales	6,1	-15,0	-6,2	4,1	6,2	6,9	6,8	2,2	2,9	4,7 (6)	0,2	5,0
CCAF (4)	3,8	5,2	3,5	4,1	3,8	0,6	1,8	2,5	3,9	4,5	0,2	3,4
Cooperativas	3,2	-5,3	-3,3	-5,6	-6,5	-7,5	-4,1	-4,3	-1,1	0,3	0,0	1,5
Otras (5)	5,8	18,0	18,8	13,7	12,8	10,5	3,2	3,9	4,7	5,0	0,3	6,3
Total	**7,1**	**7,0**	**7,3**	**8,3**	**8,2**	**7,3**	**7,2**	**6,7**	**6,8**	**7,2 (6)**	**7,2**	**100,0**

(1) Estimaciones preliminares para consumo bancario y casas comerciales.
(2) Puntos porcentuales.
(3) Incluye deuda hipotecaria securitizada.
(4) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.
(5) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria, gobierno central y compañías de seguros.
(6) Con el objetivo de tener series coherentes con los valores de Marzo se utilizan los valores reportados por Scotiabank en los Estados Financieros de junio para estimar las colocaciones de Cencosud, en Casas comerciales, y la cartera de consumo de Banco Paris, en deuda Bancaria. Sin incluir la cartera de consumo de Banco Paris el crecimiento de la deuda de consumo bancaria llega a 1,7%.

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

[4]/ En el segundo trimestre del 2015, las colocaciones bancarias además se vieron afectadas por la venta de la cartera de consumo de Banco Paris a una filial de Scotiabank, con lo que el crecimiento medido por balances individuales llegaría a 1,7%. El valor de 2,8% se obtiene de mantener esta cartera dentro de los créditos bancarios.

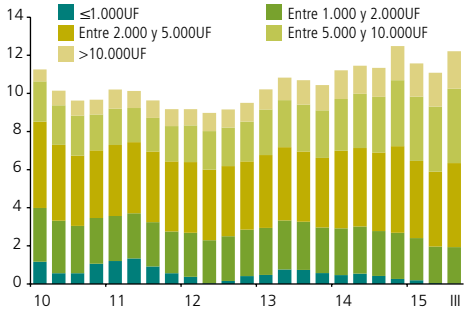
Al tercer trimestre del 2015, los indicadores de no pago —índice de cartera vencida (ICV) y mora de 90 días o más— disminuyen para los deudores hipotecarios, mientras que en la cartera de consumo se mantienen (gráfico III.18).

Lo anterior va en línea con datos administrativos que muestran una reducción en la fracción de personas en situación de incumplimiento (90 a 180 días de morosidad) y un alza, aunque menor, en la razón monto de cuotas en incumplimiento sobre deuda total (ICI). Información granular da cuenta de cierta heterogeneidad entre deudores desde el 2011 a la fecha. En efecto, el ICI de consumo del grupo de deudores que tienen únicamente este tipo de deuda se ha incrementado más que aquellos que conjuntamente tienen deuda hipotecaria; en tanto el grupo de deudores que mantiene compromisos con más de 3 instituciones financieras muestra un mayor deterioro en este indicador respecto del resto.

El indicador de no pago para las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF) continuó deteriorándose, llegando a 7,4% a junio del 2015 (anexo estadístico), mientras que en las casas comerciales se observa relativamente estable[5]/.

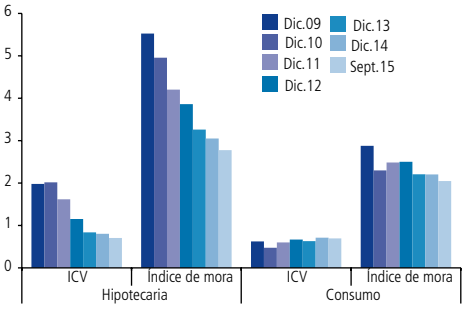
En síntesis, el endeudamiento de los hogares continúa con una tendencia al alza, explicado principalmente por el dinamismo de la cartera hipotecaria. Los indicadores de no pago se mantienen en niveles acotados en el agregado, aunque existe heterogeneidad entre grupos de deudores de la cartera de consumo. El comportamiento de los indicadores de no pago de consumo se relaciona con la resiliencia del mercado laboral, por lo que un deterioro de este podría materializarse en un aumento en el no-pago.

GRÁFICO III.17
Contribución al crecimiento de colocaciones hipotecarias
(variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO III.18
Indicadores de no pago bancarios
(porcentaje)



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

[5]/ Al cierre estadístico de este IEF, el dato de cuotas impagas de la SBIF no se encontraba disponible. Estimaciones internas señalan que al segundo trimestre del 2015, el indicador se mantendría estable respecto del cierre 2014.

RECUADRO III.1
ÍNDICE DE CUOTA IMPAGA EN CRÉDITOS COMERCIALES

El uso del crédito bancario por parte de las empresas es transversal tanto por tamaño de las firmas como por sectores económicos, aun cuando hay una menor intensidad en firmas que tienen otras fuentes de financiamiento como son aquellas que reportan a la SVS o tienen deuda externa. Así, el Índice de Cuota Impaga (ICI), introducido a partir del IEF del primer semestre del 2014 entrega información sobre el comportamiento de pago, complementando y ampliando la medición de riesgo dada por el tradicional Índice de Cartera Vencida (ICV) reportado por bancos. Este Recuadro describe la construcción del ICI, su composición sectorial y por estado de atraso[1]/. Para esto último se documenta la tasa de regularización de las firmas.

Construcción del indicador

La base de registros administrativos proviene del Sistema de Deudores de la SBIF y para cada firma contiene información agregada de créditos comerciales —incluyendo de comercio exterior—. Además, las cuotas de créditos están separadas por tramos de atraso.

Se define como cuotas impagas a la suma de las cuotas atrasadas entre 90 días y 3 años, mientras que el ICI corresponde a la razón entre esta suma y el total de deuda al día y con atraso de hasta tres años. Así, es posible calcular el ICI para una empresa particular, un grupo de ellas, un sector económico y el total de firmas. En este último caso el ICI se asemeja tanto en nivel como en evolución al ICV (gráfico III.9), aun cuando hay diferencias en su construcción. En el caso del ICV, la cartera vencida se calcula para cada banco excluyendo créditos castigados[2]/, mientras que las colocaciones provienen de información contable la que, adicional a los créditos comerciales, incluye *leasing*, *factoring* y créditos contingentes.

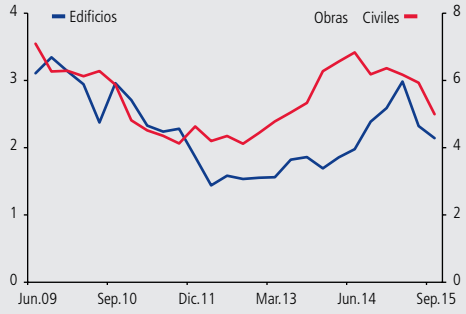
[1]/ Ver Fernández et al. (2015b).

[2]/ La normativa de la SBIF (Compendio de Normas Contables, capítulo B-2) indica que las operaciones sin garantías reales que alcancen un plazo de mora de 24 meses y los créditos comerciales con garantías reales que alcancen un plazo de mora de 36 meses, deben ser castigados contablemente, lo que implica eliminar el crédito completo. La información administrativa solo permite observar los atrasos agregados a nivel de empresas y no por crédito. Tampoco se tiene información granular de los castigos por lo que la aproximación que se aplica es eliminar las cuotas que presentan un atraso mayor de 3 años.

Caracterización sectorial

A través de un directorio de firmas[3]/, se asigna una actividad económica la que permite generar un ICI para cada sector económico[4]/. Dos grandes agrupaciones son sector Servicios y sectores Productivos, donde se observa que el primero presenta un ICI relativamente bajo con una evolución estable en el tiempo (gráfico III.9); en tanto el grupo sectores Productivos presenta un indicador más alto y una evolución acorde con la dinámica de la actividad. La mayor apertura de este último grupo permite identificar la mayor vulnerabilidad relativa de algunos sectores específicos tales como Pesca y Construcción, como ha sido reportado en IEF anteriores. Cabe señalar que la dinámica dentro de un sector específico puede ser también heterogénea. Por ejemplo, los subsectores de Construcción: Obras Civiles y Edificios (gráfico III.19). El primero, presentó un deterioro de su comportamiento de pago más pronunciado durante el 2012-2013 adelantándose al deterioro en el subsector de Edificios que se manifestó hacia finales del 2014.

GRÁFICO III.19
Índice de Cuota Impaga sector Construcción
(porcentaje de las colocaciones) (1) (2)



(1) Colocaciones no consideran créditos contingentes.
(2) La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al año 2014. Los resultados están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información.

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

[3]/ Este directorio es congruente con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) y se revisa periódicamente por lo que las firmas podrían ser reclasificadas.

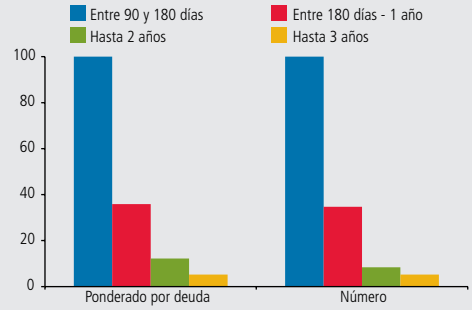
[4]/ Adicionalmente existen empresas y deuda comercial asociada a personas naturales a las cuales no se les puede asignar una clasificación sectorial.

Caracterización por estado de atraso

Como se indica en el Capítulo III, se ha observado un deterioro en la composición del ICI hacia una mayor participación de cuotas con más de un año de atraso (gráfico III.11). El seguimiento de firmas por nivel de profundidad en sus atrasos, medido como el atraso máximo de sus cuotas, permite determinar cuán probable es que se regularice dicha situación en el futuro[5]/. En efecto, el análisis de regularización seis meses adelante indica que las empresas cuyo mayor atraso, se ubica entre 180 días y un año tienen una menor probabilidad de regularizar su situación respecto de aquellas cuyo máximo atraso está entre 90 y 180 días. Del mismo modo, empresas con atrasos superiores a un año exhiben probabilidades de regularización aún más bajas. Similar situación se observa al considerar el número de empresas ponderado por su deuda (gráfico III.20).

Finalmente, cabe señalar que parte de estos atrasos debiesen estar provisionados y, eventualmente, castigados según la normativa vigente.

GRÁFICO III.20
Índice de regularización en seis meses: Sectores Productivos (1) (2) (3) (4)
(índice base 100= empresas con atraso entre 90 y 180 días)



(1) Colocaciones no consideran créditos contingentes.
(2) El atraso de una firma se mide por la cuota impaga más antigua.
(3) La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al año 2014. Los resultados están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información.
(4) Información corresponde al promedio de regularización en seis meses observado entre octubre del 2014 y marzo del 2015.

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

[5]/ Una empresa se considera regularizada cuando no presenta cuotas en atraso mayor a 90 días, en un horizonte dado.

RECUADRO III.2
SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS FAMILIAS

El Banco Central de Chile publicó recientemente los principales resultados de la Encuesta Financiera de Hogares (EFH) 2014, que se levantó entre julio del 2014 y febrero del 2015[1]/. Esta encuesta permite obtener una visión de la situación financiera de los hogares debido a que considera todas las deudas (bancarias y no-bancarias) y fuentes de ingreso[2]/. En particular, este Recuadro se focaliza en la evolución del endeudamiento y la deuda en riesgo de los hogares.

Endeudamiento

Dos indicadores típicamente usados para evaluar la salud financiera de individuos y hogares son la Razón Deuda a Ingreso (RDI) y la Razón Carga Financiera a Ingreso (RCI). Estos indicadores son usualmente reportados en el IEF para la economía como un todo donde se suman los stocks de todos los tipos de deuda (o los pagos de intereses y amortizaciones en el caso del RCI) y se divide por el ingreso disponible de los hogares. Si bien estos indicadores agregados están fácilmente disponibles con frecuencia trimestral, ellos no entregan información sobre la distribución de estas razones entre los distintos hogares, por lo cual no identifican si existen grupos cuyos niveles de endeudamiento o carga financiera revistan mayor preocupación. La EFH permite avanzar en este frente al poder calcular el RDI y RCI para cada hogar. Cabe destacar que aunque los ratios de RDI y RCI que se obtienen de la EFH difieren de aquellos reportados en el IEF—debido fundamentalmente a la captura de datos de la encuesta—las tendencias son similares, mostrando ambos un aumento en el endeudamiento y una leve caída en la carga financiera (tabla III.IV, panel superior).

TABLA III.4
Razón Deuda a Ingreso (RDI) y Razón Carga Financiera a Ingreso (RCI)
(porcentaje)

	RDI		RCI	
	Agregados (Promedios)			
Estrato	2011	2014	2011	2014
EFH	40,1%	43,5%	10,1%	9,6%
IEF - Datos Administrativos	56,2%	60,8%	15,0%	14,8%
	Mediana			
Estrato (1)	2011	2014	2011	2014
1	12,2%	10,3%	19,5%	23,0%
2	21,0%	15,4%	19,2%	18,7%
3	29,1%	29,8%	14,4%	18.7%(2)

(1) El estrato 1 agrupa a hogares de menores ingresos (deciles 1 al 5), el 2 a hogares de ingreso medio (deciles 6 al 8) y el 3 a hogares de ingresos altos (deciles 9 y 10).
(2) El cambio entre el 2011 y 2014 es estadísticamente significativo al 10%.

Fuente: Banco Central de Chile.

El análisis a nivel de hogar puede sintetizarse a través de la mediana de cada ratio dentro de los distintos grupos de hogares separados por estratos de ingreso (tabla III.IV, panel inferior). Comparando a través de estratos, el estrato 1 muestra una mayor carga financiera. Este hecho, mencionado en IEF anteriores puede explicarse por los plazos de la deuda. En efecto, el endeudamiento de este grupo de hogares tiende a concentrarse en plazos más cortos y niveles de tasas más altos que los otros estratos de ingreso[3]/. Así, para un nivel de endeudamiento dado, un plazo más corto requiere un mayor pago de amortizaciones y por lo tanto una carga financiera más alta durante la duración de la deuda.

En términos de dinámica, se observa que la mediana del RDI muestra bajas acotadas y no significativas del punto de vista estadístico, tanto para todos los hogares en su conjunto como para los distintos estratos. En el RCI, en tanto, predominan las alzas, donde se destaca el estrato 3 que presenta un aumento estadísticamente significativo.

[1]/ La presentación y un documento con los principales resultados de esta encuesta pueden encontrarse en www.bcentral.cl.
[2]/ Adicionalmente, dado que parte de los hogares encuestados forman un panel, es decir, son re-encuestados en el tiempo, la EFH permite estudiar el comportamiento financiero de los hogares.

[3]/ Por ejemplo, el crédito hipotecario, de plazos largos y tasas bajas, es menos prevalente en este segmento.

El análisis de los datos de la EFH sugiere que la razón detrás del aumento del RCI en un contexto de RDI estables es la disminución en los plazos reportados para la deuda de consumo, asociado en parte a un aumento en el uso de tarjetas de crédito bancarias en el estrato de ingresos más altos.

Es posible que parte de este endeudamiento a corto plazo tenga un carácter transaccional que no refleje necesariamente un mayor endeudamiento si no que el uso de una opción de compra que permita mantener saldos de efectivo[4]/. Por el contrario, la mayor deuda corta podría reflejar necesidades estructurales de financiamiento que un hogar no puede financiar a plazos más largos y que renueva permanentemente a través de los medios a su disposición.

Si bien la encuesta no permite distinguir entre ambas situaciones de manera inmediata, otros segmentos de la misma pueden proveer elementos de juicio. En particular, solo 5,5% de los hogares con deuda del estrato 3 reportó en la encuesta que su nivel de deuda es "excesivo". Esta evidencia, sumado al aumento en la deuda con tarjetas de crédito en este segmento apoyaría la visión de que parte de esta mayor carga a plazos cortos tiene un origen transaccional. En el estrato 1, en tanto, el porcentaje de hogares que declara que su nivel de endeudamiento es "excesivo" alcanza 10,9% de los hogares con deuda. Esta evidencia, sumada a una probabilidad de no pago que más que duplica a la del estrato 3, indica que el incremento de deuda a corto plazo en este segmento se traduce en un mayor riesgo de no pago. Aunque, esta situación no ha cambiado desde el 2011, se mantiene como un elemento que debe ser observado ante un eventual deterioro en el mercado laboral.

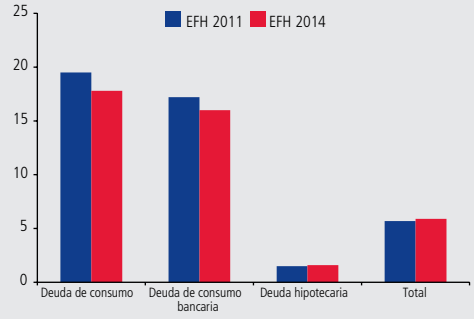
Riesgo de no pago

La EFH contiene información que permite cuantificar el riesgo de no pago de los hogares. En particular, consideraremos la fracción de la deuda en riesgo, que se define como la razón entre la deuda ajustada por probabilidad de pago sobre el total de la deuda de cada hogar. Este cálculo requiere estimar la probabilidad de no pago de cada tipo de deuda para cada integrante del hogar para lo cual se utiliza un modelo probit, en línea con trabajos previos[5]/.

La aplicación de este procedimiento para las encuestas del 2011 y 2014 muestra que la deuda en riesgo de consumo presenta una baja de 19,5 a 17,8%, situación que es transversal entre distintos niveles de ingreso y puede ser explicado en gran parte por una reducción en la tasa de desempleo, de 7,0% a finales del 2011 a 6,2% en el último trimestre del 2014. Similar fenómeno se observa para la deuda de consumo bancaria. Por su parte la deuda en riesgo hipotecaria se mantiene en niveles relativamente bajos sin presentar mayores cambios entre encuestas. Con todo, en el agregado la deuda en riesgo total presenta un leve incremento de 5,7 a 5,9% (gráfico III.21).

GRÁFICO III.21

Deuda en riesgo como proporción del total de deuda de cada tipo
(porcentaje)



Fuente: EFH.

[4]/ Un ejemplo de esto es el caso de un hogar que compra en cuotas sin interés y al mismo tiempo ahorra.
[5]/ Ver Alfaro y Gallardo (2012), Martínez et. al (2013) y Madeira (2014).

IV. SISTEMA BANCARIO

La actividad crediticia mantiene un crecimiento acotado, excepto para la cartera hipotecaria. Los indicadores agregados de riesgo de crédito permanecen estables, aunque se aprecian vulnerabilidades puntuales en la cartera comercial. Si bien el impacto del escenario de estrés es similar al del IEF anterior, el resultado final empeora dada la caída en la rentabilidad inicial y capitalización del sistema.

EVOLUCIÓN RECIENTE

El crecimiento de los créditos a empresas y de consumo sigue bajo, mientras que el de los hipotecarios continúa en torno a 10% real anual.

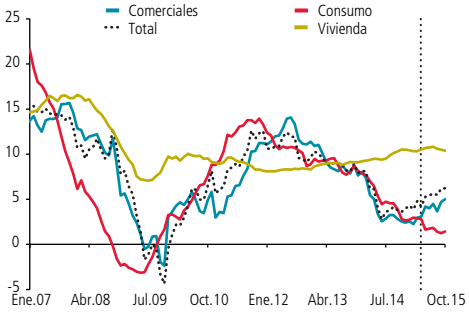
Las colocaciones comerciales tuvieron algún repunte en los últimos meses (5% en octubre), explicado en 60% por la mayor valoración dada la depreciación cambiaria (gráfico IV.1). El bajo crecimiento del crédito comercial es coherente con el estado cíclico de la economía. Además, se da con tasas de interés que siguen bajas o han vuelto a caer, como las de operaciones con líneas de crédito que caen más de 2 puntos porcentuales (pp) en el último año. También coincide con la menor demanda que indica la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) en los últimos trimestres.

Por sectores, continúa el dinamismo del crédito de Servicios, principalmente ligados a negocios financieros, a diferencia de la caída persistente en la Construcción y la debilidad reciente en Comercio. El rubro Inmobiliario también da cuenta de una desaceleración en el otorgamiento de fondos, que según la ECB se debería a una mayor restricción de la oferta (gráfico IV.2).

El crecimiento real anual de los créditos de consumo llegó a 1,4%[1]/ a octubre, panorama que ha sido más acentuado para la banca mediana (-0,7% en igual período). Sobresale el continuo descenso de los préstamos en cuotas, más allá de cierta alza en el margen, y en lo más reciente el de los rotativos, principalmente de las tarjetas de crédito.

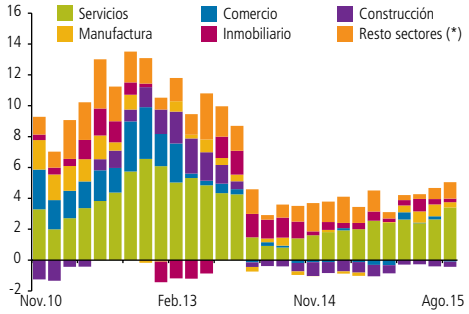
En tanto, las colocaciones hipotecarias, que si bien reducen levemente su expansión en los últimos 3 meses, se mantienen por sobre el 10% real anual. Dicho crecimiento se explica en su mayoría por la actividad de los bancos

GRÁFICO IV.1
Crecimiento de las colocaciones (*)
(porcentaje, variación real anual)



(*) Línea punteada indica el cierre del IEF anterior.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.2
Colocaciones comerciales por sector económico
(contribución al crecimiento real anual, porcentaje)

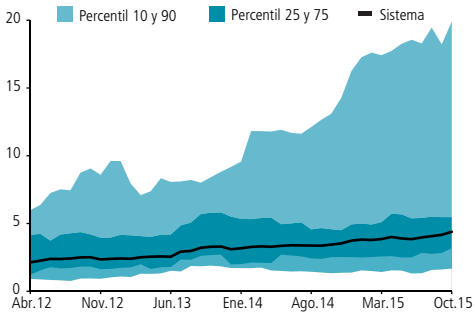


(*) Considera EGA; Transporte, Almacenamiento y Comunicación; Silvoagropecuario, Ganadería, Pesca y Minería.

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

[1]/ Cabe destacar que parte del menor crecimiento del sistema se debe a la compra de cartera del Banco Paris por parte de la filial de apoyo al giro de Scotiabank.

GRÁFICO IV.3
Distribución de la cartera subestándar (*)
(porcentaje de las colocaciones comerciales)



(*) Excluye a bancos de tesorería y de comercio exterior.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

grandes, que en su totalidad se expanden por sobre ese nivel. Esto ocurre en un contexto de alto dinamismo de la demanda, con tasas de interés que se mantienen bajas (en promedio 3,6% real anual). Por otra parte, las compras de vivienda sufrirían un adelantamiento debido a la Reforma Tributaria (Capítulo III), lo que sugiere que se mantendrán estos niveles de actividad crediticia en los próximos meses. Finalmente, según los resultados de la ECB, el otorgamiento de créditos presentaría alguna limitación por el cambio en el entorno regulatorio.

Los indicadores de riesgo de crédito se mantienen estables en el agregado, aunque hay elementos que ponen una nota de cautela en el segmento comercial.

Por un lado, continúa la expansión de la participación de la cartera subestándar en las colocaciones comerciales evaluadas individualmente, superando, en algunos bancos, el 20% del stock total (gráfico IV.3). Por otro, si bien en los últimos meses el indicador SIB de la cartera vencida —que mide la proporción de bancos que aumentan su ICV y cuya alza históricamente antecede incrementos del impago del sistema— se sitúa en cero, no se puede desestimar un deterioro en los próximos meses pues una mayor proporción de bancos ha aumentado su cartera vencida desde 2010 (gráfico IV.4)[2]/.

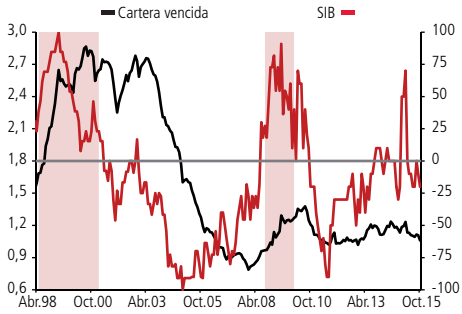
Al interior de la cartera comercial, el riesgo es mayor en aquellos bancos medianos y pequeños que tienen una alta presencia en segmentos cuya vulnerabilidad ha aumentado en lo más reciente...

El análisis de una muestra compuesta por los mayores deudores comerciales vigentes y morosos del sistema[3]/, en conjunto con la revisión de operaciones transfronterizas de los bancos, revela varias fragilidades en el segmento comercial para algunos bancos de menor tamaño.

Primero, por la exposición de algunos bancos medianos a empresas residentes en Brasil y a firmas locales con presencia en ese país. Así, mientras al tercer cuarto del 2015 la exposición del sistema a Brasil era algo mayor a 3% de las colocaciones comerciales —14% del patrimonio efectivo (PE)—, en ciertos bancos medianos superaba el 25% del PE.

Segundo, la sensibilidad a fluctuaciones del tipo de cambio es mayor en algunos bancos pequeños, por su exposición a empresas importadoras. En la muestra seleccionada, la morosidad con estas alcanza algo más de 6% del PE en algunos bancos, y se concentra en firmas de mayor tamaño, principalmente del Comercio y Manufactura.

GRÁFICO IV.4
Índice de cartera vencida comercial y SIB (*)
(porcentaje)



(*) El área sombreada representa los periodos de crisis financieras.
Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

[2]/ Para más detalles del indicador SIB ver Martínez y Oda (2015).
[3]/ Datos administrativos de la SBIF, que representan cerca del 80% de la deuda comercial y 70% de la mora del sistema.

…especialmente aquellos expuestos al sector financiero de oferentes de crédito no bancarios.

El sector de servicios financieros representa el 12% de las colocaciones comerciales de los mayores deudores del sistema. En su composición, resalta el 25% otorgado a empresas que ofrecen créditos de consumo —y que representan 24% del total de estos préstamos—, como las cajas de compensación de asignación familiar (CCAF), casas comerciales y cooperativas de ahorro y crédito.

En los últimos dos años, las CCAF, en general, muestran alzas en la morosidad —por el reconocimiento del mayor riesgo de crédito de sus carteras— y sustantivas caídas en la rentabilidad. En lo más reciente, La Araucana presentó problemas en el pago de sus compromisos financieros y sociales, situación que derivó en su intervención por parte del supervisor.

El primer canal de vulnerabilidad se genera vía los créditos comerciales directos con la banca. A junio, estos eran 0,5% de los activos y 5,5% del patrimonio efectivo de los bancos acreedores. Se aprecia una mayor exposición relativa en algunos bancos de menor tamaño, cuya exposición con las CCAF alcanza un máximo de 12% del patrimonio efectivo (gráfico IV.5).

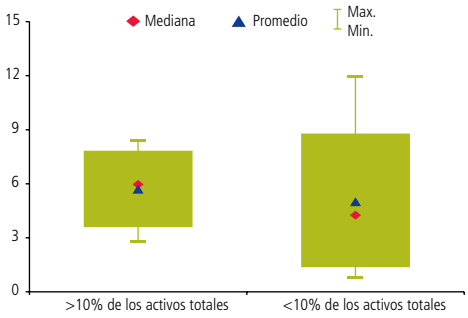
El segundo canal, indirecto, se produce a través de los Fondos Mutuos (FFMM) de renta fija que son los principales tenedores del stock de portafolio de bonos emitidos por las CCAF (cerca de 56%) y que son a su vez, importantes acreedores de la banca. En este caso, un aumento del riesgo en los instrumentos de las CCAF podría generar retiros que impliquen una liquidación de depósitos bancarios. Estimaciones muestran que un evento extremo de salida de los depósitos a plazo desde los FFMM, tendría un impacto diferenciado entre bancos, llegando a 0,9% de los pasivos para la banca grande y 3,1% para la mediana[4]/.

En este contexto, ha bajado la rentabilidad y la capitalización de la banca.

En el tercer trimestre la rentabilidad disminuyó a 15% de ROE y 1,13% de ROA (gráfico IV.6), en gran parte por el declive del margen de intereses. Ello, tanto por una caída de las tasas cobradas como por una menor incidencia de los segmentos de más altos retornos (consumo y comercial)[5]/.

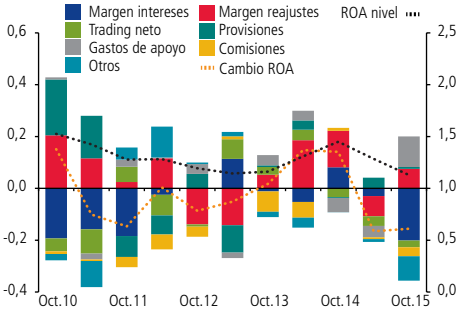
El índice de adecuación de capital (IAC) del sistema ha disminuido progresivamente en los últimos cuatro años, pasando desde 14 a menos de 13% en septiembre del 2015 por un menor crecimiento en el patrimonio efectivo para los bancos medianos y pequeños[6]/ y un alza de los activos ponderados por riesgo para los bancos grandes, que en lo más reciente se ha acentuado

GRÁFICO IV.5
Acreencias de la banca con CCAF (*)
(porcentaje del patrimonio efectivo; junio de 2015)



(*) Barra corresponde a los percentiles 10 y 90.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SVS y propios emisores.

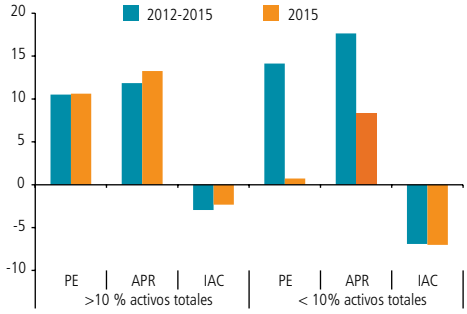
GRÁFICO IV.6
Cambios en los principales componentes del ROA del sistema (*)
(suma móvil últimos doce meses, porcentaje semestral)



(*) En base a estados financieros consolidados.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

[4]/ Para detalles, ver metodología y resultados en Recuadro IV.1 "Estabilidad del Financiamiento de la Banca", IEF primer semestre 2015.
[5]/ La participación de la cartera hipotecaria ha pasado de 23 a 26,5% en los últimos 2 años.
[6]/ Se observó una marcada caída en junio pasado por una situación puntual.

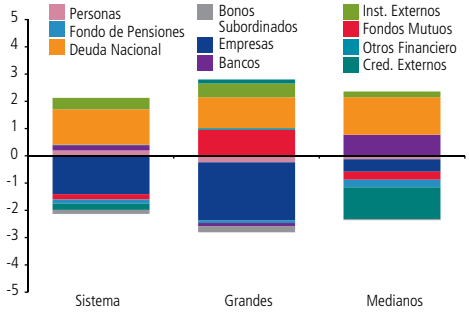
GRÁFICO IV.7
Variación de los componentes del IAC (*)
(variación anualizada, porcentaje)



(*) APR y PE se consideran en variaciones anuales, mientras que en el IAC se toma la variación en el período.

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

GRÁFICO IV.8
Variación de la composición de los pasivos de la banca
(puntos porcentuales) (1) (2)



(1) Diferencia entre septiembre del 2015 y diciembre del 2014.

(2) Excluye otros depositos, otras obligaciones financieras, derivados, impuestos, provisiones y otros pasivos.

Fuente: Banco Central de Chile, SBIF, SVS y DCV.

por efectos cambiarios (gráfico IV.7). Esto ocurre en un contexto internacional donde la banca ha tendido a aumentar sus niveles de capitalización respecto de aquellos que exhibía antes de la crisis financiera internacional, ya sea por nuevas regulaciones o como una forma voluntaria de aumentar su resiliencia. Si bien Chile, con niveles de capitalización de alrededor de 14,3% en el año 2009 se encontraba por sobre la mediana de economías pertenecientes a la OCDE, hoy en día se sitúa en la parta baja de la distribución. En vista de estos desarrollos y considerando que la reforma a la Ley General de Bancos anunciada este año por el Ministerio de Hacienda incluirá una revisión de los requerimientos de solvencia, haciéndolos converger gradualmente hacia nuevos estándares de capital de Basilea III, es relevante que la banca refuerce sus niveles de capital, por ejemplo ajustando políticas de reinversión de utilidades.

El financiamiento a través de la emisión de instrumentos de deuda local y prestamos interbancarios ha aumentado, mientras que la captación de recursos vía el mercado externo se modera parcialmente.

Para la banca de menor tamaño, la participación de instrumentos en el exterior se mantiene, pero aumenta en instituciones grandes —principalmente por emisión de *commercial papers*— donde su fracción de instrumentos de deuda externa se incrementó en 0,8% de los pasivos totales entre fines del 2014 y septiembre del 2015.

El menor costo de fondeo relativo con el exterior ha aumentado las emisiones en el mercado local (Capitulo II). Para la banca mediana, el uso de este recurso alcanzó a 1,1% de sus pasivos totales a septiembre del 2015. Destaca también de este grupo de bancos, un mayor uso de depósitos bancarios, sustituyendo el de fondos mutuos y pensiones. De este modo, se mantiene el riesgo reportado en el IEF anterior (gráfico IV.8).

FACTORES DE RIESGO

Se mantiene la posibilidad que la banca enfrente períodos de volatilidad en sus fuentes de financiamiento externas y locales.

En el ámbito externo, es probable que la banca enfrente un mayor costo de financiamiento por el proceso de alza de tasas en EE.UU. Ello cobra especial relevancia para las instituciones de mayor tamaño, dado su creciente exposición a los *commercial papers*.

La menor rentabilidad de los fondos mutuos en los últimos meses podría gatillar liquidaciones abruptas de depósitos a plazo. Su impacto es mayor para la banca de menor tamaño, pues esta fuente sigue siendo significativa en su base de financiamiento.

No se puede descartar un deterioro de la calidad de la cartera comercial, afectando a bancos mayormente expuestos a sectores vulnerables.

En un contexto de baja actividad crediticia, los indicadores de mora de la cartera comercial permanecen estables para el promedio del sistema. Sin embargo, algunos segmentos de la cartera muestran deterioro y existen instituciones que mantienen una alta proporción de sus colocaciones comerciales en empresas ligadas a los servicios financieros —en particular CCAF—, y que están expuestas a riesgo cambiario y a firmas con inversiones en Brasil. El impacto de este riesgo difiere entre instituciones, por lo que es importante que los bancos expuestos mantegan niveles adecuados de provisiones que les permitan enfrentar un posible deterioro de la calidad de su cartera.

Cambios en el marco regulatorio y en la estructura de la industria bancaria representan desafíos para la banca.

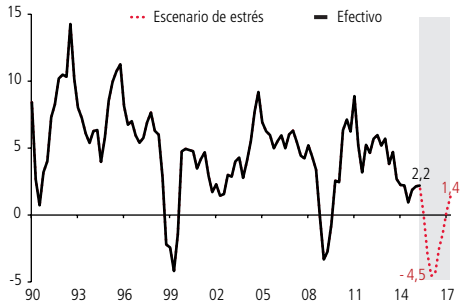
Resaltan entre los cambios estructurales: i) fusiones y/o traspasos de carteras; ii) bancarización de empresas de *retail;* iii) entradas y salidas de entidades y iv) cambios de controladores. En cuanto al marco regulatorio, se modificó la normativa de provisiones hipotecarias, tendiente a homogeneizar los criterios de evaluación de riesgo y constitución de provisiones asociadas a este tipo de producto. Asimismo, el Ejectuvio ha anunciado una reforma a la Ley General de Bancos, que, entre otros, impondrá nuevos estándares de suficiencia de capital En síntesis, en la actualidad la banca cuenta con menores niveles de rentabilidad y de solvencia patrimonial. Debido a ello, los factores de riesgo presentados adquieren una mayor relevancia y pone desafíos en la gestión adecuada de riesgos.

TABLA IV.1
Principales cambios en la industria bancaria (*)

Cambios	Fecha	Comentarios
Nuevos actores		
Entrada de BTG Pactual	Enero de 2015	Mantiene una participación de 0,1% de los activos del sistema
Entrada de China Construction Bank	Abril de 2015	SBIF otorgó autorización de instalación
Control de ILC en Banco Internacional	2015	Gremio de la CCHC
Fusiones, absorciones, ventas y salidas		
CAR	Diciembre de 2013	Empresa del retail ingresa a Banco Ripley
CAT	Mayo de 2015	Empresa del retail ingresa a Scotiabank
Itaú Corpbanca	Mayo de 2016	Alcanzaría participación de 12% mercado local y de 16% global
Deutsche	2015	Anunció su salida prevista para 2016
Penta	Julio-Agosto de 2015	Vendió cartera comercial a Banco de Chile (aprox. MMUS$800)
BCI	Octubre de 2015	Se incorporó el City National Bank of Florida (CNB) de EE.UU.
Marco regulatorio		
Ley General de Bancos	2015-2016	En etapa de discusión
Estándares de liquidez	2015-2016	Reportes a partir de diciembre 2015 y marzo 2016
Provisiones de la cartera de vivienda	2016	Rige a partir de enero de 2016

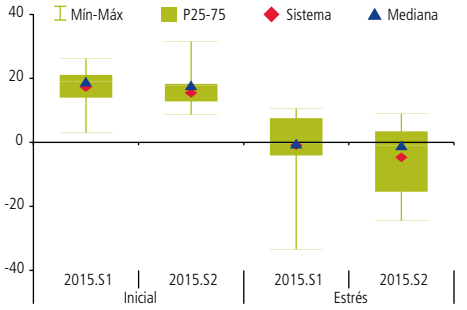
(*) Cifras actualizadas a septiembre del 2015.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.9
Crecimiento real anual del PIB (*)
(datos trimestrales, porcentaje)



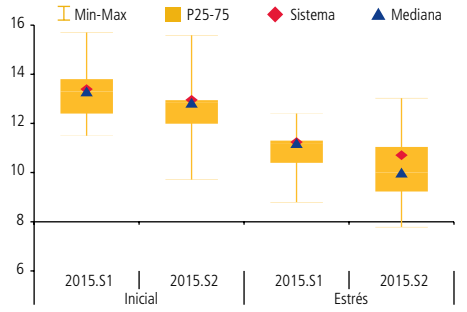
(*) El área sombreada señala la ventana del ejercicio.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.10
Impacto de distintos escenarios sobre la rentabilidad del capital (1) (2) (3)
(utilidad sobre capital básico)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.
(2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería, comercio exterior y consumo que han salido del sistema.
(3) Los mínimos corresponden al percentil 1.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.11
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, comercio exterior y consumo que han salido del sistema.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

TABLA IV.2
Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad
(porcentaje del capital básico)

Cambios	2015.I	2015.II
ROE Inicial	**17,3**	**15,5**
Riesgo de Mercado	**-1,5**	**-1,8**
Valoración	-1,1	-1,0
Repricing	-0,7	-1,1
Moneda	**0,3**	**0,3**
Riesgo de Crédito	-21,4	-22,0
Consumo	-9,2	-9,6
Comercial	-10,4	-10,3
Vivienda	-1,8	-2,2
Margen	**4,8**	**3,7**
ROE Final	-0,9	-4,7

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

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS[7]/

Los ejercicios de tensión muestran que el sistema bancario continúa con una posición financiera suficiente como para enfrentar la materialización de un escenario de estrés severo. Los resultados son más bajos respecto al IEF anterior, debido principalmente a un menor nivel de capitalización y rentabilidad inicial, afectada por menores márgenes operativos, consistentes con la evolución del ciclo económico.

Los ejercicios de tensión emplean información macro-financiera y datos contables del sistema bancario a junio del 2015. Para el cálculo del riesgo de crédito se estima un modelo que relaciona el gasto en provisiones de las colocaciones, las que reflejan el costo por el riesgo de crédito de las carteras de los bancos, principalmente con actividad económica. En tanto, el cálculo del riesgo de mercado considera dos tipos de exposición: moneda y tasas de interés (separados en valoración y reprecio). Se evalúa el impacto de estos riesgos en un escenario de estrés.

Este escenario de estrés considera una caída del PIB en el corto plazo y un menor nivel de crecimiento en el mediano plazo. En este, la actividad llegaría a -4,5% anual durante el trimestre más crítico y luego convergería a un crecimiento de 1,4% a finales del 2017. Ello intenta replicar episodios relevantes de fragilidad financiera pasados (gráfico IV.9)[8]/.

Respecto de la situación inicial del ejercicio del IEF previo, que utilizó información a diciembre del 2014, se observan una menor rentabilidad y un nivel de capitalización levemente inferior. La rentabilidad del capital (ROE) del sistema bancario es 1,8pp inferior (15,5 versus 17,3%) y el IAC 0,5pp menor (12,8 versus 13,3%)

Los ejercicios muestran que en el escenario de estrés el ROE del sistema se vuelve negativo alcanzando -4,7pp del capital básico, inferior a los -0,9pp del ejercicio del IEF anterior (tabla IV.2). A nivel de instituciones, bancos que en conjunto representan un 51% (50% en el ejercicio anterior) del capital básico del sistema exhibirían rentabilidades negativas en el escenario de estrés (gráfico IV.10). En tanto, aquellos que mantienen un IAC sobre 11% representan un 43% (57% en el anterior) del capital básico del sistema y 0,8% (0,3% en el anterior) llegarían a un IAC inferior al 8% (gráfico IV.11)[9]/. Así, se observa una situación menos favorable que en IEF del primer semestre, especialmente en los niveles de capitalización.

Las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras sistémicas en un momento del tiempo. Por su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos de determinados escenarios de tensión. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección. Sin perjuicio de esto, en el actual contexto de riesgos externos y expectativas de crecimiento internas, es importante que los bancos velen por mantener un nivel adecuado de cobertura de provisiones y de capital.

[7]/ El análisis se basa en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre del 2013. Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.
[8]/ Además, las tasas de interés en UF proyectadas a junio del 2016 para colocaciones entre 1 y 3 años y para créditos hipotecarios a más de 20 años son 5,1 y 5,8%, respectivamente.
[9]/ Considera reinversión de utilidades y capitalizaciones realizadas.

V. REGULACIÓN FINANCIERA

Este Capítulo revisa los temas más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel local e internacional durante el segundo semestre.

REGULACIÓN NACIONAL

Apertura de cuentas corrientes bancarias adicionales en LBTR para Sociedades Administradoras de Sistemas de Compensación y Liquidación.

El 15 de julio de 2015, el Banco Central modificó los Capítulos III.H.4 y III.H.4.1 del Compendio de Normas Financieras (CNF) sobre el Sistema LBTR con el fin de complementar las condiciones generales aplicables a las cuentas corrientes bancarias abiertas en el Banco Central de Chile por las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros regidas por la Ley N° 20.345. La modificación normativa tiene como propósito que este tipo de sociedades puedan acceder a la apertura de cuentas corrientes bancarias adicionales, de carácter accesorio, destinadas a la finalidad específica de mantener en el sistema LBTR fondos enterados por concepto de garantías que caucionen la liquidación de efectivo.

La apertura de este tipo de cuenta es opcional, debiendo contemplarse expresamente dicha modalidad en las normas de funcionamiento pertinentes a él o los sistemas que administre la sociedad administradora, pudiendo solicitar la apertura indicada en forma simultánea o con posterioridad a la de la cuenta corriente principal que esta mantenga en el Banco.

SBIF emite normativa de liquidez para el sistema bancario

Luego de un período de consulta pública, la SBIF publicó en julio su nueva normativa sobre administración del riesgo de liquidez para la industria bancaria. Esta normativa implementa las disposiciones impartidas por el Banco Central en el nuevo Capítulo III.B.2.1 de su CNF, el que fue emitido en enero de este año (ver IEF anterior).

La nueva normativa de la SBIF perfecciona las normas vigentes en lo relativo a aspectos de gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, en concordancia con las mejores prácticas internacionales. La nueva normativa apunta, en concordancia con los objetivos del Banco en esta

materia, a fortalecer las políticas de gestión del riesgo de liquidez en la banca, aumentar la calidad y cantidad de información disponible para el mercado y el supervisor, incorporar las medidas cuantitativas de Basilea III sin establecer límites normativos para éstas, y perfeccionar los actuales requerimientos normativos sobre descalces de plazo.

Si bien la nueva normativa entró en vigencia a partir del 1 de agosto de 2015, el correspondiente reporte y control de las nuevas mediciones se implementará gradualmente. En particular, la nueva medición de descalces de plazo comienza el 1 de diciembre de 2015, mientras que las mediciones de los indicadores de Basilea III y aquellos correspondientes al seguimiento de pasivos lo harán a partir del 1 de marzo de 2016.

Norma sobre operaciones de bancos con personas expuestas políticamente

La SBIF publicó un cambio normativo que obliga a las empresas bancarias a contar con políticas específicas cuando realicen operaciones o celebren contratos con personas expuestas políticamente (PEPs). Así, el Capítulo 1-16 de la Recopilación Actualizada de Normas (RAN) de la SBIF establece que estas políticas deberán ser descritas en el sitio web de los bancos para conocimiento del público, y deberán considerar aspectos tales como el nivel jerárquico requerido para autorizar créditos que superen cierto monto y la información que debe justificar la aprobación de los mismos. También se establece el rol que debe desempeñar el Directorio de un banco cuando se realicen operaciones con PEPs y la información periódica que se recibirá acerca de las mismas. Se entiende que son PEPs, entre otras, aquellas personas que desempeñen o hayan desempeñado funciones públicas destacadas, a lo menos hasta un año de finalizado el ejercicio de las mismas; así como sus cónyuges y parientes hasta el segundo grado de consanguinidad.

Fortalecimiento de gobierno corporativo de las sociedades anónimas abiertas

La SVS publicó en junio una nueva norma (NCG N°385) para mejorar la información que reportan las sociedades anónimas abiertas en materia de gobierno corporativo, y otra para incorporar la difusión de prácticas relacionadas con responsabilidad social y desarrollo sostenible (NCG N°386). La adopción de estas normas no es obligatoria, si bien la SVS busca que se generen incentivos para que los inversionistas tomen sus decisiones de inversión privilegiando aquellas sociedades en que sus intereses estén mejor resguardados.

La NCG N°385 busca, entre otras cosas, fomentar la difusión de información a los accionistas y público en general sobre las políticas, prácticas y efectividad de las mismas, en materia de responsabilidad social y desarrollo sostenible; mejorar la calidad y confiabilidad de la información contenida en la autoevaluación de los directorios mediante la evaluación de un tercero ajeno a la sociedad; y explicitar el tratamiento de los conflictos de interés y los procedimientos de actualización del Código de Conducta del Directorio.

A su vez, la NCG N° 386 contempla incorporar en la memoria anual de la sociedad información sobre diversidad en el directorio (género, nacionalidad, edad y antigüedad), diversidad en la gerencia general y demás gerencias que reportan a dicha gerencia o al directorio, diversidad en la organización, y brecha salarial por género.

SVS aprueba Normas de Funcionamiento y autoriza inicio de actividades de ComDer

ComDer Contraparte Central inició sus operaciones el jueves 30 de julio, luego de que con fecha 8 de junio de 2015, a través de la Resolución N° 191, la SVS, previo informe favorable del Banco Central de Chile, aprobara sus Normas de Funcionamiento y de que con fecha 23 de julio, a través de la Resolución Exenta N° 226, autorizara el inicio de sus actividades. Esta entidad compensa contratos interbancarios de forwards de moneda hasta plazos de 1 año y cuenta con la participación de 14 entidades del mercado.

La utilización de entidades de Contraparte Central para productos estandarizados de los mercados de derivados OTC es una de las principales recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por su sigla en inglés) tras la crisis del 2008, debido a la significativa contribución de estas entidades en la administración de los riesgos legales, de crédito, de liquidez y operativos.

REGULACIÓN INTERNACIONAL

Monedas virtuales

En Estados Unidos, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) tomó las primeras medidas en el ámbito de las monedas virtuales, al acusar a una firma que intermediaba contratos de opciones de *bitcoin*, de haber violado durante el 2014 la ley de intercambio de *commodities* (*Commodity Exchange Act*) y normas de la CFTC. En consecuencia, ordenó el cese de actividades de la compañía y sancionó tanto a la compañía como a su presidente por realizar actividades relacionadas con opciones con commodities, sin antes haberse registrado en la CFTC como establece la ley. Con esto, la CFTC dejó de manifiesto que interpreta que las monedas virtuales son *commodities*, y como tales están cubiertas bajo ese marco legal.

Guías para facilitar la resolución de entidades financieras

El FSB publicó dos documentos de guía para facilitar la resolución de entidades financieras. Sus contenidos complementan en el objetivo a los "Atributos centrales de los regímenes efectivos de resolución para instituciones financieras" (KA, por su sigla en inglés) en su implementación, principalmente en lo referido a aspectos transfronterizos[2]/.

[2]/ En el IEF del segundo semestre del 2014 se explica de manera resumida el documento "Atributos centrales de los regímenes efectivos de resolución para instituciones financieras".

El primer documento, "Principios para la efectividad transfronteriza de las acciones de resolución", aborda mecanismos mediante los cuales los marcos de resolución (leyes, regulaciones y contratos) deben propender al reconocimiento de las acciones de resolución tomadas por autoridades en jurisdicciones extranjeras, y con efecto en instituciones financieras locales, principalmente bancos. Los principios establecen una preferencia por el reconocimiento legal de la resolución en el exterior, y señalan las condiciones para que eso ocurra. Así, el reconocimiento contractual debería servir para complementar el reconocimiento legal. Al respecto, se refiere explícitamente a las "suspensiones" (*stays*) y "*bail-in*" como acciones de resolución que se verían beneficiadas de estar sólidamente estructuradas en los contratos.

El segundo documento es la "Guía para cooperar y compartir información con autoridades de jurisdicciones que cuentan con presencia sistémica de una G-SIFI[3]/ y que no están representados en Grupos de Administración de Crisis (CMG, por su sigla en inglés)". Uno de los KA establece que las autoridades de países en los que existe presencia de una G-SIFI específica (tanto de la matriz como de subsidiarias) deben mantener un CMG. Un CMG reúne a esas autoridades con el objetivo de mejorar la preparación y facilitar la administración de la eventual resolución de la G-SIFI presente en dichas jurisdicciones, a través de una colaboración activa. El documento recién publicado da cuenta de ciertas jurisdicciones con presencia (sistémica) de una G-SIFI, pero que no están representadas en el CMG, lo que podría complicar el proceso de resolución. Así se señalan los procesos para determinar el carácter sistémico de la subsidiaria de G-SIFI; acuerdos de cooperación entre las autoridades de la jurisdicción donde la subsidiaria está ubicada y la de la matriz de la G-SIFI; además del tipo de información y las condiciones en que debería ser compartido.

Capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC por su sigla en inglés)

Tras un año de consulta, el FSB publicó los principios y plazos para un nuevo estándar internacional de requerimientos a G-SIB[4]/. Este establece que los bancos globalmente sistémicos deberán tener una capacidad suficiente de absorción de pérdidas y recapitalización en resolución, de modo que la eventual resolución de dichas instituciones genere el menor impacto en la estabilidad financiera y se haga de una manera que respete la prioridad de cada acreedor.

Los instrumentos que constituyan el TLAC deben ser subordinados a las acreencias consideradas como operacionales[5]/. Así, los instrumentos elegibles para constituir dicho TLAC serán instrumentos de capital o deuda de largo plazo que absorban pérdidas o se recapitalicen en resolución. El capital regulatorio (capital básico, adicional y nivel 2) forman parte de TLAC. No obstante, los buffer de capital de Basilea III compuestos por CET1 (conservación, contracíclico y por cargo G-SIB) no sirven para constituir TLAC. Las deudas que formen parte del TLAC y que no sean parte del capital regulatorio deben tener menor prioridad que las deudas *senior* de cada banco.

[3]/ Institución Financiera Sistémicamente Importante Global.
[4]/ Bancos Sistémicamente Importantes Globales.
[5]/ Existen diferentes formas de constituir TLAC, según el acreedor de los instrumentos que lo conforman. Así, existirán TLAC internos y externos, los que dependerán de la estrategia de resolución para G-SIB y sus subsidiarias.

En principio, los requerimientos del FSB serán para las matrices de las G-SIB. Estos requerimientos deberían ser aplicados a las subsidiarias de las G-SIB, en casos en que se utilicen sistemas de resolución de entrada múltiple[6]/. El TLAC debería ser como mínimo 16% de los activos ponderados por riesgo (y 6% de los activos totales[7]/) de cada entidad de resolución a enero del 2019, y 18% (y 6,75% de los activos totales) a enero del 2022[8]/. Además, las autoridades correspondientes podrían determinar un TLAC mayor que el establecido por el FSB a las G-SIB, dependiendo de las características de cada institución (planes de recuperación y resolución, impacto sistémico, modelo de negocio, perfil de riesgo y estructura organizacional).

Solvencia II

La Directiva de Solvencia II crea un sistema de regulación y supervisión basado en principios para la industria de seguros en la Unión Europea. En este marco regulatorio común se instauran requerimientos de adecuación de capital basados en riesgo, y se obliga a establecer y documentar un modelo de gestión integral de riesgos. Su objetivo principal es mejorar el control y la calibración de los principales riesgos de la industria. Además, promueve mayor transparencia, mejores estándares de información, y refuerza los mecanismos de protección de los tomadores y beneficiarios de seguros.

Esta Directiva fue aprobada el 2009, y enmendada el 2014. Durante los últimos años la Comisión Europea ha avanzado en su implementación, realizando diversos estudios de impacto y emitiendo regulación secundaria para su aplicación. Solvencia II entrará en pleno vigor el 1 de enero de 2016, y los primeros reportes prudenciales se esperan para mediados de abril de 2016.

Otros documentos relevantes

La tabla V.3 muestra los principales documentos publicados sobre temas regulatorios a nivel internacional.

[6]/ Modelo en el cual las herramientas de resolución son aplicadas a diferentes partes de un grupo por dos o más autoridades. Por el contrario, en los sistemas de entrada única la resolución se aplica a la matriz de un grupo y por solo una autoridad nacional de resolución.

[7]/ Activos usados para el indicador de leverage de Basilea III.

[8]/ El requerimiento para G-SIB con origen en países emergentes comienza en 2025, aunque se puede acelerar en caso de que el monto agregado de la deuda corporativa financiera y no financiera en el país emergente que alberga la matriz del G-SIB supere el 55% de su PIB

TABLA V.1
Principales normas promulgadas durante el segundo semestre del 2015

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
08-06-2015	SVS	NCG N°385, QUE DEROGA LA NCG N°341; Y NCG N°386 QUE MODIFICA LA NGC N°30.	Fortalecimiento de estándares de Gobierno Corporativo de las S.A. Abiertas. El objetivo es generar mayores y mejores incentivos para que leste tipo de sociedades, y cualquier otra entidad que quiera someterse voluntariamente a las disposiciones de la nueva normativa, eleven sus estándares en materia de gobierno corporativo, responsabilidad social y desarrollo sostenible.
22-06-2015	SBIF	CIRCULAR N°3584, QUE MODIFICA EL CAPÍTULO B-1 DEL COMPENDIO DE NORMAS CONTABLES	Precisar algunas instrucciones específicas en relación a la implatación de las nuevas instrucciones relativas al cálculo de las provisiones por riesgo de crédito
25-06-2015	SVS	CIRCULAR N°2180	Impartir nuevas instrucciones a las compañías de seguros de vida y corredores de seguros sobre la comercialización de Seguros con Ahorro, con el fin de asegurar la transparencia y fomentar una decisión de compra informada por parte de los asegurados.
22-07-2015	BCENTRAL	CIRCULAR N° 3013-758	Complementar las condiciones generales aplicables a las cuentas corrientes bancarias abiertas en el Banco Central de Chile por las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros regidas por la Ley 20.345.
23-07-2015	SVS	RESOLUCIÓN EXENTA N°226	Autoriza iniciación de actividades de ComDer, Contraparte Central S.A.
31-07-2015	SBIF	CIRCULAR N°3585 BANCOS Y CARTA CIRCULAR N°7/2015 MANUAL SISTEMA DE INFORMACIÓN	Nueva normativa de liquidez para el sistema bancario cuyo objetivo es ajustar las normas referidas a la gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, en concordancia con las mejores prácticas internacionales y con las disposiciones impartidas en el Capítulo III.B.2.1 del Compendio de Normas Financieras del BCCh.
19-08-2015	SBIF	COMPENDIO DE NORMAS CONTABLES PARA COOPERATIVAS DE AHORRO Y CRÉDITO	Establecer los criterios que deberán seguir estas entidades, y que les permitirá adecuar sus estados financieros a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
25-08-2015	SVS	NCG N°390 QUE DEROGA NCG N°312	Permitir la realización de aportes o rescates en instrumentos, bienes y contratos, cuyo tipo genérico esté contemplado como objeto de inversión en el reglamento interno del fondo respectivo, siempre que se cumpla con al menos uno de los requisitos señalados en la normativa.
07-09-2015	SBIF	NUEVO CAPÍTULO 1-16 RAN: OPERACIONES CON PERSONAS EXPUESTAS POLÍTICAMENTE	Establecer procedimientos especiales para las empresas bancarias cuando realicen operaciones o contratos con personas expuestas políticamente (PEP) así como regular el rol del Directorio en esta materia.
20-10-2015	SBIF	CIRCULAR BANCOS N°3591, QUE MODIFICA CAPÍTULO 6-1: DOCUMENTOS PAGADEROS POR CAMARA DE COMPENSACIÓN	Estandarizar el formato de los cheques y otros documentos (vales vista, depósitos a plazo y similares) que se presentan a cobro en el sistema financiero, definiendo estándares de seguridad comunes para todos los bancos y facilitando su lectura y procesamiento por medios electrónicos.

TABLA V.2
Principales normas puestas en consulta pública durante el segundo semestre de 2015

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
20-08-201	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMA QUE MODIFICA LOS REQUISITOS PARA EL OTORGAMIENTO DE MUTUOS HIPOTECARIOS ENDOSABLES	Modificar los actuales límites para los montos de créditos que otorgan las aseguradoras a personas jurídicas a través de mutuos hipotecarios endosables, la que tiene por objeto aumentar las alternativas de inversión de las compañías y fomentar la competitividad del mercado financiero.
27-08-2015	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMA SOBRE ACREDITACIÓN DE CONOCIMIENTOS PARA INTERMEDIARIOS, ADMINISTRADORES DE RECURSOS DE TERCEROS Y AGENTES COMERCIALIZADORES DE CUOTAS	Establecer los conocimientos y condiciones que darán mayores garantías, que quienes realizan funciones para los intermediarios de valores, en adelante los intermediarios, administradoras generales de fondos, agentes comercializadores de fondos y personas o entidades inscritas en el Registro de Administradores de Cartera, cuentan con la idoneidad y conocimientos mínimos necesarios para desempeñar adecuadamente sus funciones.
28-08-2015	SPENSIONES	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NUEVA NORMATIIVA PARA VALORIZAR LAS INVERSIONES DE FONDOS DE PENSIONES Y DE CESANTÍA	Reemplazar al actual sistema de ajustes de precios de instrumentos de renta fija e intermediación financiera nacional utilizado por este organismo.Los cambios que se busca introducir mejoran el sistema actual, particularmente en lo referido a instrumentos más ilíquidos, ya que incorporan ajustes diarios de spreads.
10-09-2015	SBIF	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA ANEXOS CAPÍTULO B-1 DEL COMPENDIO DE NORMAS CONTABLES PARA BANCOS	Definir los requisitos que deben cumplir las entidades que desean usar modelos internos, así como las características de tales metodologías y la forma en que la SBIF evaluará su definición y posterior uso.
14-09-2015	SBIF	NORMATIVA SOBRE SOLVENCIA DE ACCIONISTAS CONTROLADORES DE UNA ENTIDAD BANCARIA	Verificar el cumplimiento del requisito de solvencia por parte de los accionistas controladores de los bancos, es decir, contar permanentemente con un patrimonio neto consolidado igual, en la proporción que les corresponda, al capital básico del banco.
16-09-2015	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA NCG N°152 SOBRE ACTIVOS REPRESENTATIVOS DE RESERVAS TÉCNICAS Y PATRIMONIO DE RIESGO	Modificar los actuales requisitos para la inversión de las compañías de seguros en créditos sindicados, potenciando esta alternativa de inversión para las aseguradoras.
13-10-2015	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA Y COMPLEMENTA LA NCG N°309, QUE ESTABLECE PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ENTIDADES ASEGURADORAS Y REASEGURADORAS	Incorporar los conceptos de Apetito de Riesgo, Autoevaluación de Riesgo y Solvencia (ORSA, por sus siglas en inglés) y requerir la autoevaluación periódica respecto de las mejores prácticas en gobiernos corporativos.

TABLA V.3
Listado de documentos relevantes

Documento	Título	Organismo	Solvencia / Liquidez	Infraestructura / Transparencia	SIFIs	Resolución	Adm. Riesgo / Governance	Supervisión	Otros
1	Corporate governance principles for banks	BIS					*		
2	TLAC Holdings - consultative document	BIS	*		*	*			
3	Guidelines for identifying and dealing with weak banks	BIS				*		*	
4	Interest rate risk in the banking book - consultative document	BIS	*						
5	Review of the Credit Valuation Adjustment (CVA) risk framework - consultative document	BIS	*						
6	Net Stable Funding Ratio disclosure standards	BIS	*	*					
7	Digital currencies	BIS							*
8	Developments in credit risk management across sectors: current practices and recommendations	BIS	*				*	*	
9	Implementation monitoring of PFMI: Assessment and review of application of Responsibilities for authorities	BIS-IOSCO		*				*	
10	Guidelines on stress tests of deposit guarantee schemes	EBA							*
11	EBA report on macroprudential policy measures	EBA							*
12	PRA/FCA Review into the failure of HBOS	PRA-FCA				*	*	*	
13	The Bank of England's approach to stress testing the UK banking system	BoE							*
14	Corporate Funding Structures and Incentives	FSB					*		*
15	Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Principles and Term Sheet	FSB	*		*	*			
16	Principles for Cross-border Effectiveness of Resolution Actions	FSB			*	*			
17	Removing Remaining Obstacles to Resolvability	FSB			*	*			
18	Implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms	FSB							*
19	Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions	FSB							*
20	Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance	FSB							*
21	Consultative document on Developing Effective Resolution Strategies and Plans for Systemically Important Insurers	FSB				*			*

Fuente: Sitios Web de cada institución.

RECUADRO V.1
REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE OFERENTES NO BANCARIOS DE CRÉDITOS DE CONSUMO

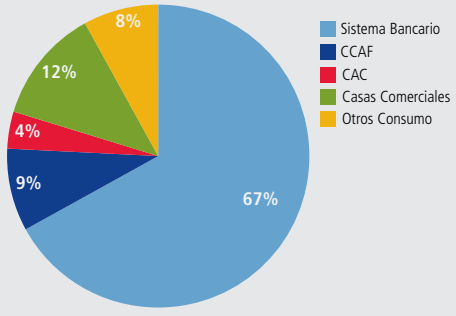
Los oferentes no bancarios de créditos de consumo otorgan financiamiento a personas que pueden no tener acceso a la banca. Es importante que esta actividad sea realizada por entidades solventes y con apropiados gobiernos corporativos.

Recientemente, una Caja de Compensación y Asignación Familiar (CCAF) fue intervenida por la Superintendencia de Seguridad Social (SuSeSo) y se encuentra bajo un proceso judicial de reorganización empresarial. Este caso se suma a eventos que han afectado a otros oferentes no bancarios de créditos de consumo, relacionados con problemas de gestión de riesgo de crédito, motivando el presente recuadro.

Caracterización de los oferentes no bancarios de créditos

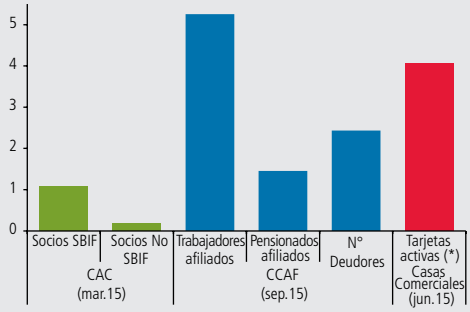
Las entidades de crédito no bancario de consumo incluyen a las emisoras de tarjetas de crédito de las casas comerciales y supermercados (CC), las CCAF y las Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC). En conjunto representan un 33% del mercado de créditos de consumo (grafico V.1), y una base significativa de personas accede al crédito o servicios financieros a través de estas entidades (gráfico V.2)

GRÁFICO V.1
Colocaciones de créditos de consumo por oferente de crédito
(porcentaje de la cartera de consumo, diciembre 2014)



Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de SuSeSo, SBIF y Cuentas Nacionales

GRÁFICO V.2
Número de personas asociadas a oferentes no bancarios
(millones)



Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de SuSeSo, SBIF y DECOOP.

Los emisores no bancarios de tarjetas de crédito generalmente se estructuran como una filial financiera de una empresa de ventas minoristas (tiendas de departamentos, supermercados u otros). Aunque en su origen solo otorgaban créditos de consumo, han incorporado nuevos productos y servicios, como financiamiento de viajes y seguros, y avances en efectivo. En lo más reciente han expandido la red en la que pueden utilizarse sus tarjetas debido a alianzas con marcas internacionales de tarjetas de crédito. Estas entidades, en tanto emitan tarjetas que puedan ser usadas en comercios no relacionados, son reguladas por el Banco y fiscalizadas por la SBIF.

Las CCAF son corporaciones de derecho privado sin fines de lucro. Surgen en 1953 como administradores de prestaciones del sistema de seguridad social (asignaciones familiares, subsidios de cesantía y subsidios por incapacidad laboral), pero hoy funcionan principalmente como intermediarios financieros no bancarios, siendo su principal activo y fuente de generación de ingresos su cartera de créditos sociales. También han incorporado a su oferta diversos servicios financieros como créditos hipotecarios, seguros, cuentas de ahorro para la vivienda, y servicios de recaudación y pago. Estas entidades son supervisadas y fiscalizadas por la SuSeSo y la Contraloría General de la República.

Las CAC son asociaciones basadas en el principio de la ayuda mutua, donde los socios tienen iguales derechos y obligaciones, y cada uno tiene derecho a un voto, con independencia de la participación que tenga en el capital. Su ingreso y retiro es voluntario. Las CAC brindan servicios de intermediación financiera, y pueden recibir depósitos de sus socios y del público general, pero sólo pueden entregar créditos a sus socios. La Ley de Cooperativas establece que si el patrimonio de una CAC supera las UF400.000, sus operaciones económicas serán fiscalizadas por la SBIF y en caso contrario por el Departamento de Cooperativas del Ministerio de Economía (DECOOP)[1]/. Otros aspectos de su funcionamiento, incluyendo su gobierno corporativo, quedan sometidos a las normas establecidas por el DECOOP, independiente de su patrimonio. Por lo tanto, aquellas con patrimonio por sobre UF400.000 tienen un régimen de supervisión dual. De acuerdo con la legislación vigente, el BCCh establece el marco de regulación prudencial aplicable a todas estas entidades.

Estos tres tipos de entidades cuentan con financiamiento bancario, y algunas también son emisores de bonos securitizados o corporativos en el mercado de valores, por lo que en esa dimensión son supervisados por la SVS. En el caso de los emisores de tarjetas de crédito, parte del financiamiento proviene directamente de su matriz.

Crédito y gestión de riesgo

Los créditos otorgados por estas entidades presentaron un fuerte crecimiento previo a la crisis del 2009 (IEF 2010 primer semestre) en contraste con la dinámica de los créditos bancarios. Posterior a eso, se observó un menor crecimiento del crédito otorgado por este tipo de instituciones (IEF 2012 segundo semestre). Esto, a la vez que comenzaron a evidenciarse dificultades en la gestión de riesgos de sus créditos. Por ejemplo, la cartera vencida de las CAC sobre colocaciones aumentó desde 1 a 2% entre el 2011 y 2013[2]/. Por su parte, las CCAF incrementaron su morosidad desde 5 a 7,5% entre el último trimestre del 2012 y el segundo trimestre del 2015. En tanto las CC presentan una morosidad relativamente estable en torno a 4%.

Marcos de regulación y supervisión

Pese a que existen elementos comunes de riesgo —relacionados a la gestión del crédito, tales como transformación de madurez, liquidez, y apalancamiento— estos agentes se encuentran sujetos a distintos procesos de supervisión sectorial (SBIF, Decoop, SuSeSo), con sus respectivos marcos legales. Así, la supervisión de las CC se relaciona con resguardar el pago a los comercios que aceptan las tarjetas como medios de pago, la de las CCAF busca garantizar una apropiada gestión de subsidios estatales y finalmente aquella relacionada a las CAC, de manera similar a los bancos, tiene relación con la protección de los depositantes.

Riesgos para la estabilidad financiera y respuesta regulatoria

Dado su pequeño tamaño relativo y limitadas interconexiones con el resto del sistema financiero, la fragilidad financiera de algún oferente no bancario de créditos de consumo no implica un riesgo relevante para otros participantes del sistema financiero. Sin embargo, problemas en estos agentes pueden afectar la confianza en el sistema financiero y en las instituciones y regulaciones encargadas de su vigilancia, generando algún grado de contagio.

Algunos avances recientes en la regulación y supervisión de estas entidades atenúan este riesgo: i) el Banco Central de Chile armonizó el esquema regulatorio para emisores no bancarios de tarjetas de crédito —cuyas tarjetas puedan ser usadas en comercios no relacionados— siendo ahora todos fiscalizados directamente por la SBIF; ii) la SuSeSo ha incorporado un número importante de regulaciones y estándares prudenciales; y iii) nuevas CAC han ingresado al perímetro de supervisión de la SBIF. Así, en los últimos años se han dictado normas que cubren aspectos de solvencia, gobierno corporativo, riesgo de liquidez, riesgo operacional, estándares de información, conducta de mercado y protección a los consumidores.

No obstante lo anterior, existe aún espacio para mejoras, en particular para las CCAF y CAC, las cuales han presentado un deterioro relevante de sus carteras en los últimos años. En este sentido, se debe avanzar en una mayor convergencia de los modelos de supervisión aplicados a estas entidades, con el fin de fortalecer su gobierno corporativo y gestión de riesgo de crédito, entre otros aspectos, reduciendo de esta forma la probabilidad de nuevos eventos de inestabilidad.

[1]/ Recientemente, la División de Asociatividad y Economía Social del Ministerio de Economía unificó al antiguo Departamento de Cooperativas con la Unidad de Asociaciones Gremiales, Consumidores y Martilleros.
[2]/ Estos indicadores se expanden desde 4,3 – 8,6% en el mismo período al excluir a la mayor CAC del sistema.

VI. SISTEMAS DE PAGOS

En este capítulo se presentan las principales estadísticas relacionadas con los sistemas de pagos, y los desarrollos relacionados con las infraestructuras financieras a nivel local e internacional[1]/.

SISTEMAS DE PAGO DE ALTO VALOR

En Chile, los sistemas de pago de alto valor (SPAV) están conformados por el sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) y el sistema de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (Combanc). El primero es administrado por el Banco Central y la liquidación de las transacciones se realiza inmediatamente y en base bruta en las cuentas de cada banco, mientras que en Combanc se realiza una única compensación diaria de los saldos netos de cada banco al cierre de su ciclo de negocios, los que después se liquidan a través del sistema LBTR.

En promedio, la liquidación a través de los SPAV mantiene su tendencia al alza.

En el tercer trimestre del 2015, el valor promedio diario liquidado de los SPAV fue de $16 billones (+9% anual). El 72% corresponde a operaciones liquidadas en el Sistema LBTR (tabla VI.1), lo que se vincula principalmente al aumento de pagos interbancarios (gráfico VI.1).

Persiste un aumento en el monto promedio liquidado de transacciones provenientes del mercado de valores OTC en el LBTR.

Durante el tercer trimestre del 2015, se liquidó en el LBTR un promedio diario de $5,4 billones de pagos interbancarios (+9% anual). El aumento se explicó, principalmente, por la expansión de pagos en el mercado de valores OTC, en modalidad entrega contra pago coordinada por el servicio switch ofrecido por Combanc[2]/, y por pagos interbancarios propios, que aumentaron 12 y 9% anual, respectivamente (tabla VI.1).

Esto se mantiene en línea con la tendencia de una mayor proporción en el monto de las transacciones del mercado de valores OTC liquidadas a través de LBTR. Esto, en línea con las recomendaciones internacionales en la materia, por cuanto en el sistema LBTR son liquidadas de inmediato una vez que se recibe la orden de transferencia (gráfico VI.2).

[1]/ Más información en el anexo estadístico y en la página web del Banco Central, sección Sistemas de Pagos.
[2]/ Bajo esta modalidad, el traspaso de instrumentos en el DCV coincide con el pago del efectivo, el que puede realizarse en el LBTR o en Combanc.

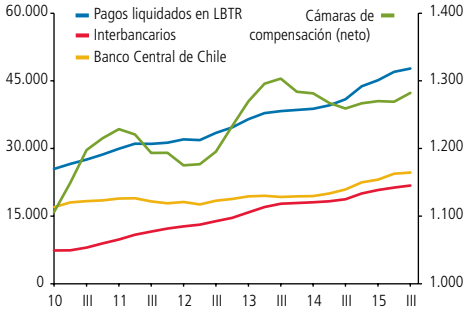
TABLA VI.1
Montos liquidados y procesados a través de sistemas de pagos de alto valor (*)
(miles de millones de pesos)

	Tercer Trimestre	
	2014	2015
Pagos liquidados en LBTR	**10.821**	**11.542**
Interbancarios	4.963	5.400
Propio	1.687	1.840
Por cuenta de clientes	1.890	2.010
Emisor / Receptor no bancario	1.428	1.501
CCLV	462	503
ComDer	-	6
Mercado de Valores OTC DvP	1.386	1.549
Cámaras de compensación (neto)	309	322
Cheques	59	59
Cajeros Automáticos	17	17
Combanc	233	246
Banco Central de Chile	5.549	5.821
Pagos procesados en Combanc	**3.895**	**4.503**
Propio	961	1.280
Por cuenta de clientes	1.909	2.028
Mercado de Valores OTC DvP	1.025	1.195
Total Liquidado SPAV	**14.716**	**16.045**

(*) Promedios diarios para cada trimestre.

Fuentes: Banco Central de Chile, Combanc, CCLV y ComDer.

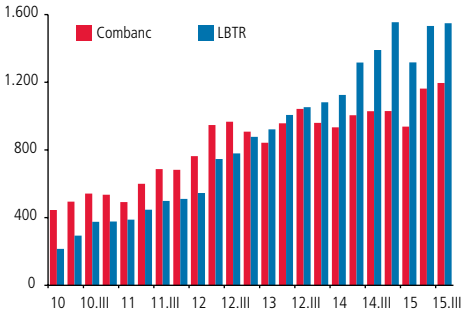
GRÁFICO VI.1
Montos liquidados y procesados a través de sistemas de pagos de alto valor (*)
(miles de millones de pesos)



(*) Promedios diarios totales anualizados para cada trimestre.

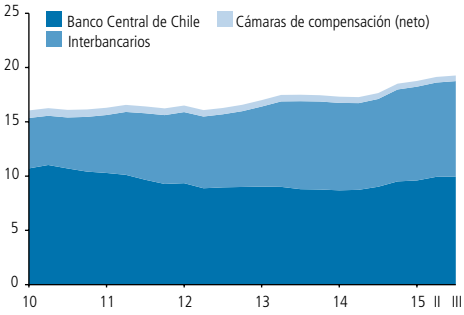
Fuente: Banco Central de Chile

GRÁFICO VI.2
Sistemas de liquidación de las transacciones provenientes del mercado de valores OTC (*)
(miles de millones de pesos)



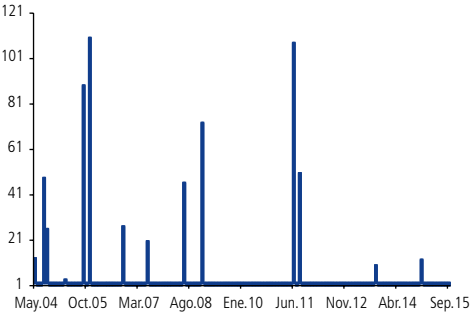
(*) Promedios trimestrales.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO VI.3
Montos liquidados y procesados a través de sistemas de pagos de alto valor
(veces PIB, montos anualizados)



Fuentes: Banco Central de Chile, Combanc y SVS.

GRÁFICO VI.4
Interrupción de disponibilidad del sistema LBTR (*)
(minutos por mes)



(*) Mensual.
Fuente: Banco Central de Chile.

Por otra parte, el volumen de pagos liquidado a través del sistema LBTR equivale actualmente a poco más de 19 veces el PIB. En otras palabras, aproximadamente cada 13 días hábiles el LBTR liquida un monto equivalente al PIB anual. Este volumen ha venido aumentando en los últimos años (en 2010 era 16 veces) y destaca un cambio en la composición debido a un crecimiento importante en la liquidación interbancaria (gráfico VI.3). A nivel internacional, este valor oscila bastante entre países. A modo de referencia, en India es 6 veces, en Brasil 48, mientras que Estados Unidos llega a 50 y en Japón a 62 (BIS 2015). (gráfico VI.3)

La disponibilidad del sistema LBTR ha sido 100% durante el año 2015.

Desde inicios de su operación el sistema LBTR ha mantenido indicadores máximos de disponibilidad, presentando pocos eventos de interrupción de servicio, los que han sido esporádicos y no han afectado su desempeño ni la seguridad con la cual se realizan los pagos interbancarios. Desde fines del 2011, solo se observan dos meses con interrupciones de disponibilidad, con un tiempo de interrupción en torno a 10 minutos cada una, lo que refuerza la seguridad y fiabilidad de las operaciones del sistema (gráfico VI.4)[3]/.

SISTEMAS DE PAGO DE BAJO VALOR

En los medios de pago de bajo valor, se aprecia que el uso de los cheques continúa disminuyendo, a la vez que el uso de medios electrónicos, especialmente transferencias por internet y tarjetas de crédito bancarias, continúa aumentando (tabla VI.2 y gráfico VI.5).

La Encuesta Financiera de Hogares 2014 (EFH) proporciona mayores antecedentes sobre el uso y tenencia de estos medios de pago. Por ejemplo, algunas de sus conclusiones son que el medio de pago con mayor tenencia, excluyendo el efectivo, son las tarjetas de débito o cuenta vista (72%), seguidas por las tarjetas de crédito no bancarias, cuenta corriente y tarjetas de crédito bancarias (61, 32 y 28%, respectivamente). La tenencia de estos instrumentos es creciente con el ingreso y, en general, con el nivel de educación[4]/.

[3]/ El indicador de disponibilidad en el gráfico corresponde al total de minutos durante el mes en los que el sistema se interrumpió. A modo de ejemplo, en diciembre de 2014 el LBTR tuvo un total de aproximadamente 11.149 minutos de tiempo con disponibilidad, de un total de 11.160 minutos de tiempo normativo, por lo que la liquidación en el LBTR durante ese mes estuvo interrumpida sólo por 11 minutos. El tiempo normativo es la suma de minutos en los que la regulación estipula que el LBTR debe estar operativo (todos los días hábiles entre 9:00 y 17:30 horas, con excepción de las vísperas de algunos feriados, días en los que cierra a las 16:30 horas).

[4]/ Las tenencias de cuenta vista y tarjeta de crédito no bancaria aumentan con el nivel de educación de la persona de referencia, hasta registrar un máximo en el segmento CFT/ITP, después del cual la tenencia de cuenta vista decrece. Por otro lado, la tenencia de cuenta corriente y tarjeta de crédito bancaria son crecientes en nivel de educación.

INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

Inician su operación nuevas infraestructuras para los mercados de derivados.

El 3 de agosto comenzó a operar CCLV Derivados, ofreciendo servicios de compensación a través de su contraparte central para contratos de futuros transados en bolsa sobre IPSA, dólar observado, Unidad de Fomento (UF), Índice de Cámara Promedio y bonos del Banco Central de Chile (BCU) y Tesorería General de la República en Unidades de Fomento, con tasa de emisión 5% anual y plazos al vencimiento de 4 años 6 meses y 9 años. A pesar que las normas de funcionamiento de esta contraparte fueron aprobadas en diciembre del 2013 por la SVS, posterior al informe previo favorable del Banco Central, el reglamento de la plataforma bursátil no fue aprobado hasta este año, razón por la cual la entrada en funcionamiento de esta contraparte central no ocurrió hasta la fecha indicada. Esta entidad ha registrado hasta el momento un bajo nivel de operaciones, lo cual era de esperarse dado que ofrece servicios de procesamiento para derivados bursátiles, mercado inexistente en Chile y que necesitará tiempo para desarrollarse. Asimismo, el 30 de julio inició sus operaciones ComDer Contraparte Central S.A, la cual ofrece servicios de compensación y liquidación para *Non Deliverable Forwards* peso-dólar y peso-UF [5]/ (tabla VI.1). Esta entidad es la primera que abre una cuenta adicional en el Banco Central de Chile para efectos de mantener las garantías en efectivo que caucionan la liquidación de sus obligaciones, aumentando los niveles de seguridad con los cuales se realiza la liquidación de las transacciones en los mercados de derivados OTC (Capítulo V). Esta contraparte actualmente procesa alrededor de 50% del mercado de derivados bancarios OTC en los productos en los cuales ofrece sus servicios.

La entrada en funcionamiento de estas infraestructuras es un paso relevante hacia una mayor convergencia con estándares internacionales, que sugieren la migración de derivados transados bilateralmente hacia sistemas de compensación y liquidación centralizada.

Sistema de pagos transfronterizo en renminbi

En octubre inició su funcionamiento el "Sistema de Pagos Transfronterizo Internacional" (CIPS, por su sigla en inglés), el que permite la realización de pagos desde o hacia China utilizando como moneda el renminbi (RMB). El CIPS realiza la liquidación de los pagos de manera bruta y en tiempo real, utiliza un estándar internacional para sus mensajes, tiene un horario de funcionamiento extendido, y cumple con los *Principles for Financial Market Infrastructures* (*PFMI*). Todos estos elementos debieran contribuir a facilitar el uso del RMB en transacciones internacionales.

El CIPS es un elemento relevante del plan de internacionalización del RMB, y que se suma a otras medidas como los Bancos Compensatorios ("clearing Banks") de RMB que se han designado en diversos países, entre ellos Chile [6]/.

[5]/ Para la tabla VI.1, los montos liquidados de ComDer en LBTR se calculan en base al margen de variación recaudado de manera diaria por dicha infraestructura. El margen de variación de cada Participante se genera como resultado de las variaciones de precios y tasas de interés de las órdenes de compensación. ComDer realiza la recaudación diaria en efectivo de este margen para los Participantes Directos cuyas posiciones hayan perdido valor y distribuye las ganancias a los Participantes Directos cuyas posiciones hayan aumentado su valor.

[6]/ El Banco Central chino designó al China Construction Bank como Banco Compensatorio en RMB en Chile. Se espera que empiece a prestar este servicio una vez que finalice con los trámites para la obtención de su licencia bancaria en el país.

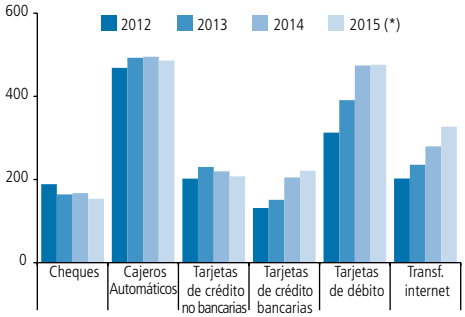
TABLA VI.2
Principales medios de pago de bajo valor
(miles de millones de pesos)

	2012	2013	2014	2015 (*)
Cheques	323.980	279.699	291.322	280.881
Cajeros Automáticos	22.174	24.523	25.674	25.952
Tarjetas de crédito no bancarias	5.083	5.890	5.778	5.589
Tarjetas de crédito bancarias	7.338	8.758	11.381	12.334
Tarjetas de débito	6.056	7.550	9.131	9.063
Transferencias internet	526	667	717	769

(*) Última información disponible, anualizada.

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

GRÁFICO VI.5
Medios de pago minoristas
(millones de operaciones)



(*) Última información disponible, anualizada.

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

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adrian, T., R. K. Crump y E. Moench. 2013. "Pricing the Term Structure with Linear Regressions". Journal of Financial Economics 110, no. 1, Octubre: 110-38

Andritzky, J. R. 2012. "Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?", IMF Working Paper 12/158, June.

Alfaro, R. y N. Gallardo. 2012. "The Determinants of Household Debt Default". Revista de Analisis Economico - Economic Analysis Review 27(1): 55–70.

Arslanalp S. y T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt", IMF Working Paper 14/39, March.

Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.

Ebeke C. y Y. Lu. 2014. "Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings in the Post-Lehman Period—a Fortune or Misfortune?", IMF Working Paper 14/29, June

Ebeke C. y A. Kyobe. 2015. "Global Financial Spillovers to Emerging Market Sovereign Bond Markets", IMF Working Paper 15/141, June

Fernández, J., P. Roje y F. Vásquez. 2015a. "Caracterización de la deuda de empresas no bancarias en Chile". Mimeo, Banco Central de Chile.

Fernández J., P. Roje y F. Vasquez. 2015b, "Indicador de no pago de empresas basado en datos administrativos", Mimeo, Banco Central de Chile.

FSB. 2014a. "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions". Octubre.

FSB. 2014b. "Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability". Noviembre.

FSB. 2015a. "Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) principles and Term Sheet". Noviembre.

FSB. 2015b. "Principles for Cross-border Effectiveness of Resolution Actions". Noviembre.

FSB. 2015c. "Guidance on Cooperation and Information Sharing with Host Authorities of Jurisdictions where a G-SIFI has a Systemic Presence that are Not Represented on its CMG". Noviembre.

GFSR. 2015a. "Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks". Abril.

GFSR. 2015b. "Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges, Risks Rotating to Emerging Markets". Octubre.

Jaramillo L. y A. Weber. 2012. "Bond Yields in Emerging Economies: It Matters What State You Are In", IMF Working Paper 12/198, Agosto.

Madeira, C. 2014. "El Impacto del Endeudamiento y Riesgo de Desempleo en la Morosidad de las Familias Chilenas". Economía Chilena 17(1): 88–102.

Martínez, F., R. Cifuentes, C. Madeira y R. Poblete-Cazenave. 2013. "Measurement of Household Financial Risk with the Survey of Household Finances". Documento de Trabajo N°682, Banco Central de Chile.

Martinez J.F. y D. Oda. 2015. "Índice de sincronía bancaria y ciclos financieros". Mimeo. Banco Central de Chile.

Medel, C.A. y C. Moreno. 2015. "Un análisis del impacto de riesgos financieros externos en el premio por riesgo soberano de economías latinoamericanas". Mimeo, Banco Central de Chile.

Peiris, S. 2010. "Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets", IMF Working Paper 10/88, April

Pesaran, H.H. y Y. Shin. 1998. "Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models," Economics Letter, vol. 58(1), páginas 17-29, Enero.

GLOSARIO

Absorción de oficinas: Cambio en los metros cuadrados ocupados entre un período y el siguiente.

Activos ponderados por riesgo: Corresponde a los activos bancarios, ponderados en función de cinco categorías de riesgo consignadas en el artículo 67 de la Ley General de Bancos. La relación entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo, es un índice de suficiencia de capital (conocido como índice de Basilea), internacionalmente aceptado como medida de solvencia de las empresas bancarias.

Apalancamiento: Medida del nivel de endeudamiento en relación al patrimonio y se utiliza como una herramienta complementaria a los requisitos de suficiencia de capital.

Bail-in: Herramienta de resolución bancaria que permite sea castigar parcial o totalmente la deuda no asegurada, o convertirla en capital, de manera de mejorar la solvencia de la institución

Basilea III: Es un conjunto de nuevos requerimientos de capital y liquidez para la industria bancaria, desarrollado por el BIS, y que busca fortalecer sustancialmente el marco de capital de Basilea II. Entre sus objetivos están: elevar la calidad, consistencia y transparencia de la base de capital, fortalecer la cobertura de riesgos, introducir restricciones de apalancamiento, promover un marco de capital contracíclico e introducir un estándar de liquidez global. Estos requerimientos serán implementados de manera gradual hasta el 2019.

Bid-Ask Spread: diferencia entre el precio máximo de compra (precio *Ask*) y precio mínimo de venta (precio *Bid*) de un activo.

Bonos High Yield: bonos de alta rentabilidad que presentan un riesgo elevado de que los intereses y principal no sean satisfechos por los emisores.

Bonos senior: Bonos ordinarios de largo plazo emitidos por los bancos.

Bonos subordinados: Bonos de largo plazo emitidos por los bancos a un plazo promedio no inferior a 5 años, sin cláusulas de prepago. Dado el carácter de subordinado al pago de los acreedores valistas en caso de concurso de

Broker dealers: Persona jurídica autorizada para la intermediación en la compra y venta de papeles financieros en representación de sus clientes.

Bund Alemán: bonos soberanos emitidos por el gobierno de Alemania.

Capital básico: Capital pagado más reservas de los bancos y las utilidades del ejercicio, netas de la provisión asociada al reparto de dividendos.

Capital suplementario: Corresponde a la parte del patrimonio efectivo de los bancos que excede el capital básico. Incluye bonos subordinados, hasta 50% del capital básico, y provisiones adicionales constituidas hasta 1,25% de los activos ponderados por riesgo.

Cartera subestándar: Empresas evaluadas individualmente con un empeoramiento significativo de su capacidad de pago y baja holgura para cumplir con sus obligaciones financieras en el corto plazo. Forman parte de esta cartera, deudores que presentan morosidades superiores a 30 días.

Cartera morosa: Colocaciones con una morosidad de más de 30 días desde la fecha de vencimiento. Se considera la totalidad del crédito.

Cartera vencida: Colocaciones bancarias o fracción de estas con una morosidad de hasta 90 días desde la fecha de vencimiento. En los créditos con cuotas se considera solo la cuota vencida, pero puede traspasarse la totalidad del crédito en la medida en que se hagan efectivas las cláusulas de aceleración.

Certificados de depósito: Es un certificado emitido por un banco en que reconoce haber recibido un depósito por determinado plazo a determinada tasa de interés. En esencia es un tipo de depósito a plazo fijo negociable (documentado por el certificado).

Cobertura de provisiones: Medida del nivel de provisiones constituidas por los bancos en relación con la cartera de colocaciones vencidas.

Cobertura de intereses: Medida de capacidad de pago, definida como utilidad antes de gastos financieros e impuestos sobre gastos financieros.

Créditos sindicados: Financiamiento que otorga un grupo de bancos o instituciones financieras, bajo un mismo contrato de crédito, con el fin de diversificar riesgos cuando el crédito concedido es de gran cuantía.

Cross Currency Swap: contrato derivado en que dos partes acuerdan intercambiar periódicamente, pagos de intereses y principal entre dos monedas distintas, sobre un monto referencial y por un período de tiempo determinado.

Descalce cambiario: Diferencia entre pasivos y activos en moneda extranjera, menos posición neta en derivados (diferencia entre compra y venta de contratos derivados de moneda). Otro indicador es la diferencia entre la deuda externa y la posición neta en derivados, escalado por exportaciones menos importaciones.

Deuda externa de corto plazo residual: Corresponde a la deuda externa cuyo vencimiento es menor a 12 meses en la fecha indicada.

Deuda financiera: Deuda que paga intereses, medida como deuda bancaria, más obligaciones con el público (bonos y efectos de comercio).

Deuda externa total: Incluye deuda con bancos, bonos y otros préstamos en el exterior, así como préstamos asociados a inversión extranjera directa.

Deuda externa de corto plazo residual: Corresponde a la deuda externa cuyo vencimiento es menor a 12 meses en la fecha indicada. Esto contempla tanto la deuda contratada originalmente a menos de un año, así como la de largo plazo a la cual le queda menos de un año por vencer.

EMBI: El premio soberano del EMBI (Emerging Market Bond Index) es la medida más habitual de riesgo de una economía emergente. Mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de un país emitida en dólares en los mercados internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU. (ver spread soberano).

Endeudamiento: Razón de endeudamiento financiero, medida como Deuda financiera/(Patrimonio más interés minoritario).

Entidad de Contraparte Central (CPP): Intermediario que actúa como comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador en un mercado

Entradas brutas de capitales: Compras netas de activos domésticos por parte de no residentes.

Entrega Contra Pago: La Entrega Contra Pago o DVP (Delivery versus Payment) es un mecanismo que permite la liquidación de una operación de compra venta realizada en el mercado de valores, como en el mercado Over the Counter (OTC). El proceso DvP garantiza que la entrega de los valores ocurra sí y sólo sí ocurre el pago, mediante un vínculo entre un sistema de transferencia de valores y un sistema de pagos.

Exposición al riesgo de mercado (ERM): Exposición al riesgo de tasas de interés del libro de negociación y a riesgos de monedas para todo el balance.

Forward: Contrato entre dos contrapartes, mediante el cual se adquiere un compromiso para intercambiar una cierta cantidad de un activo en una fecha futura, a un precio que se determina por anticipado.

IAC: Índice de Adecuación de Capital. Es una medida de solidez patrimonial de la banca y se mide a través del cociente entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo de crédito.

ICI: Índice de Cuota Impaga. Medida de riesgo de crédito calculada como la razón entre cuotas con un atraso superior a 90 días sobre el total de deuda. Para el caso de los créditos comerciales de empresas se consideran las cuotas con atrasos hasta 3 años. Para los créditos comerciales a personas se consideran atrasos de hasta 1 año.

ICV: Índice de Cartera Vencida, medida de riesgo de crédito que se calcula como la razón entre la cartera vencida y las colocaciones.

Índice de Cámara Promedio: Es un instrumento que busca representar el costo de fondos resultante de financiar una posición a la tasa overnight (a un día), utilizando para ello la Tasa Cámara Interbancaria Promedio informada por el Banco Central de Chile.

Infraestructura Financiera: Las Infraestructuras del Mercado Financiero se encuentran conformadas por los sistemas de pago, entidades de contraparte central, sistemas de compensación de valores, centrales depositarias de valores y repositorios de transacciones.

Índice de sincronía bancaria: El Índice de sincronía bancaria (SIB) mide la proporción de bancos que aumentan el indicador objetivo menos la proporción de los que la reducen con un nivel de tolerancia h dado (e.g. h = percentil(55%)).

Ingresos operacionales: Corresponde a los resultados de la banca que incluye: margen de intereses y reajustes, comisiones, operaciones de cambios, operaciones financieras, recuperación de colocaciones castigadas y otros ingresos operacionales.

Inversionistas institucionales: Organizaciones que operan grandes volúmenes de activos: bancos, sociedades financieras, compañías de seguro, AFP, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley.

Liquidity Duration: Se define como el ratio entre el valor de los activos de renta fija del portafolio y el volumen transado promedio diario en mercados secundarios para esos mismos activos. Valores más altos indican menor liquidez.

Margen de intereses: Diferencia entre intereses ganados y pagados de los bancos, medidos en relación a los activos totales.

Margen de intermediación: Diferencia entre intereses y reajustes ganados y pagados de los bancos, medidos en relación a los activos totales.

Margen de reajustes: Diferencia entre reajustes ganados y pagados, medidos en relación a los activos totales.

Mora de 90 días o más: Monto total del crédito con una morosidad igual o superior a 90 días, aun cuando solo algunas cuotas estén en esa condición.

MOVE: Índice de volatilidad implícita de bonos del tesoro americano a 1 mes, ponderados de sus opciones, a 2, 5, 10 y 30 años.

Non Deliverable Forwards (NDF): Operaciones de derivados cambiarios a futuro over-the-counter por compensación, que se llevan a cabo fuera del mercado local.

***Over-the-counter* (OTC):** Corresponde a una expresión utilizada para describir transacciones de productos financieros efectuadas directamente entre contrapartes, fuera de bolsas de valores organizadas.

Patrimonio efectivo: Suma del capital básico y el suplementario. Este último incluye principalmente bonos subordinados y provisiones adicionales.

PIIN: Posición de inversión internacional neta. Diferencia entre el stock de activos y pasivos externos de la economía.

Primary dealers: firmas que compran bonos soberanos directamente desde el gobierno, con la intención de revenderlo a otros y de este modo actúan como market maker de los bonos soberanos.

Producción de oficinas: Superficie útil de oficinas correspondiente a nuevos edificios que obtuvieron recepción municipal definitiva durante el período.

Provisiones contracíclicas: Provisiones que se constituyen si el escenario macroeconómico es favorable y se liberan cuando se deteriora, favoreciendo una evolución más estable de las provisiones a lo largo de un ciclo.

RCI: Razón de carga financiera a ingreso disponible. Mide el desembolso que deben realizar los hogares para enfrentar sus obligaciones crediticias, tanto de consumo como hipotecarias, como porcentaje de su ingreso disponible.

RDI: Razón de deuda a ingreso disponible. Mide la deuda de los hogares con distintas entidades financieras y no financieras como porcentaje de su ingreso disponible.

Repricing: Es un componente del riesgo de tasa de interés y corresponde a la exposición a pérdidas originadas por la renovación de activos y pasivos de distinto plazo frente a diferentes condiciones financieras.

Repo: operación con pacto de recompra, es decir, una entidad financiera vende un activo con un pacto de recompra por un precio determinado dentro de un tiempo determinado.

Revolving: Los créditos bajo esta modalidad, generalmente asociados a líneas y tarjetas de créditos, pueden realizar un pago menor al total facturado en el período "pago mínimo". El saldo genera una nueva deuda (revolving) a la que se le aplica la tasa de interés vigente para el período y se adiciona al saldo de deuda.

Riesgo de crédito: Es la posibilidad que un deudor bancario o contraparte no cumpla sus obligaciones contractuales, ya sea, de intereses o capital.

Riesgo de liquidez: Es el riesgo de que una contraparte (o participante en el sistema de pagos) no pueda cumplir con sus obligaciones al momento de su vencimiento, aunque podría hacerlo en el futuro. Por lo tanto, el riesgo de liquidez no necesariamente implica que la contraparte sea insolvente.

Riesgo de mercado: Es la pérdida potencial en el valor de las posiciones netas de una entidad financiera, por los movimientos adversos en los precios de mercado.

Riesgo de moneda: Exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en el valor de las monedas extranjeras, en que están expresados los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance.

Riesgo de tasas de interés: Exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en las tasas de interés y que afectan el valor de los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance.

ROA: Rentabilidad de los activos, medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y los activos totales.

ROE: Rentabilidad del patrimonio, medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y el patrimonio más interés minoritario.

Seguro de depósitos: Fondos bancarios –comunes a un sistema financiero particular– que sirven de respaldo a los depósitos de los agentes minoristas.

Spread prime-swap: Diferencia entre la tasa prime y la tasa swap promedio cámara, y se utiliza como referente en el análisis de las condiciones de liquidez de la banca.

***Spread* soberanos:** Diferencial entre la tasa de interés de un bono del tesoro estadounidense y la tasa de interés instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de un país en moneda local o extranjera.

Swap promedio cámara: Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras, entre una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, y una tasa variable. Esta última es el promedio de la tasa de interés de cámara interbancaria, la que a su vez se deriva del índice cámara promedio.

***Switch* de Combanc:** Servicio entregado por Combanc que permite la interconexión entre los Bancos, el Depósito Central de Valores (DCV) y los Sistemas de Pago facilitando la sincronización secuencial entre la entrega de valores que realiza el DCV y el pago efectuado en la Cámara o el sistema LBTR del Banco Central.

Tasa máxima convencional: Es el límite superior que puede alcanzar la tasa de interés y corresponde al 50% más que el Interés Corriente. Es fijada por la SBIF y su trasgresión está sancionada por la ley N°18.010.

Term Premium: Es el exceso de retorno que un inversionista requiere por invertir en un instrumento de largo plazo en vez de hacerlo en una serie de instrumentos con menor madurez.

Tier 1: Corresponde al capital básico más reservas declaradas o utilidades retenidas. Puede incluir acciones preferenciales no-acumulativas y noredimibles.

Tipo de cambio real: Representa una medida del valor real de una moneda respecto al valor real de otra.

VIX: Índice de volatilidad del mercado de opciones de S&P 500 a un mes

VXY: Índice de volatilidad de monedas en base a valores de opciones de forward de tipo de cambio ponderados por turnover.

ABREVIACIONES

Achef: Asociación Chilena de Empresas de Factoring.
AFP: Administradoras de Fondos de Pensiones.
BCE: Banco Central Europeo.
BCS: Bolsa de Comercio de Santiago.
BCU: Bonos del Banco Central expresados en UF.
BIS: Bank for International Settlements.
BOE: Bank of England.
CDS: Credit Default Swap.
CGFS: Committee on the Global Financial System.
CNF: Compendio de Normas Financieras.
DECPR: Deuda Externa de Corto Plazo Residual.
DCV: Depósito Central de Valores.
DPF: Depósito a plazo fijo.
ECB: Encuesta de Crédito Bancario.
EMBI: Emerging Markets Bond Index.
ETF: Exchange Traded Fund
Fed: Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica.
FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social.
FFR: Fed Funds Rate.
FOMC: Federal Open Market Committee.
FP: Fondos de Pensiones.
FRP: Fondo de Reserva de Pensiones.
FSB: Financial Stability Board.
FSI: Financial Soundness Indicators.
ICI: Índice de Cuota Impaga.
ICV: Índice de Cartera Vencida.
IED: Inversión Extranjera Doméstica.
IEF: Informe de Estabilidad Financiera.
IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones.
GDN: Global Depositary Notes.
LGB: Ley General de Bancos.
LTRO: Long-term Refinancing Operation.
MSCI: Morgan Stanley Capital International.
MRO: Main Refinancing Operations.
NCG: Norma de Carácter General de la Superintendencia de Valores y Seguros.

OFR: Office of Financial Research.

OTC: Over the counter.

PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta.

RF: Renta Fija.

RI: Reservas Internacionales.

RV: Renta Variable.

SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

SII: Servicio de Impuestos Internos.

SMP: Survey of Market Participants.

SP: Superintendencia de Pensiones.

SPD: Survey of Primary Dealers.

SUSESO: Superintendencia de Seguridad Social.

SVS: Superintendencia de Valores y Seguros.

TLAC: Total Loss Absorbing Capacity.

TMC: Tasa Máxima Convencional.

VAR: Vector Autoregresivo.

VIX: Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago).

WTI: Western Texas Intermediate.

Alejandro Zurbuchen S.
REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2015

ISSN: 0716-2219
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.°17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Segundo Semestre 2015