INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Junio 2016

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Primer Semestre 2016

Banco Central de Chile, Junio 2016

Introducción

La economía ha evolucionado en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. La inflación, aunque descendió, sigue sobre 4% y las proyecciones del escenario base indican que retornará al rango de tolerancia en los próximos meses.

En el primer trimestre, la actividad creció por sobre lo proyectado, pero las perspectivas para el año anticipan que la economía continuará creciendo por debajo de su potencial.

El impulso externo no se prevé muy distinto al considerado en marzo. La economía mundial crecerá a tasas similares a las del 2015, pero las condiciones de financiamiento externo serán más estrechas y los precios de las materias primas permanecerán bajo sus niveles de largo plazo.

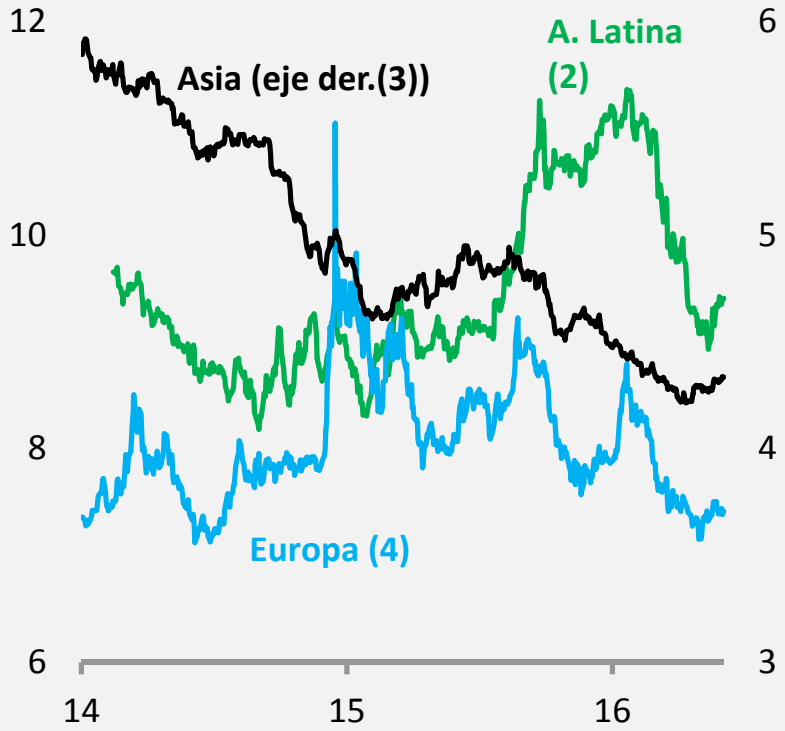
En este contexto, el Consejo ha mantenido la TPM en 3,5% y prevé que, dentro del horizonte de proyección, serán necesarias alzas adicionales.

Escenario internacional

Durante gran parte del último trimestre los mercados exhibieron una mayor calma y las condiciones financieras externas se volvieron más holgadas que las de principios de año. No obstante, en lo más reciente estas tendencias se han revertido en parte.

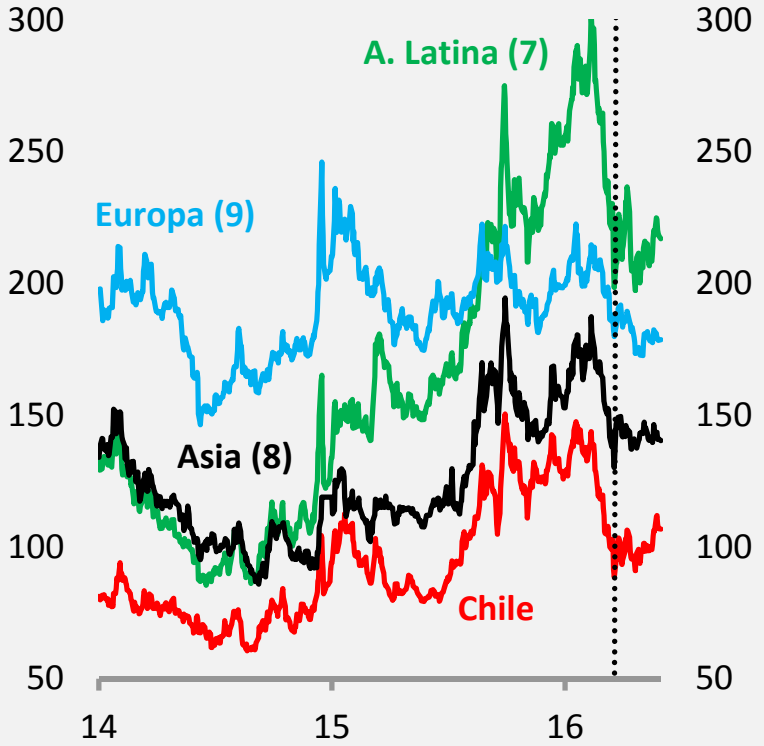
Tasas de interés a 10 años emergentes (1)

(porcentaje)



Premios por riesgo soberano en economías emergentes (5)(6)

(puntos base)

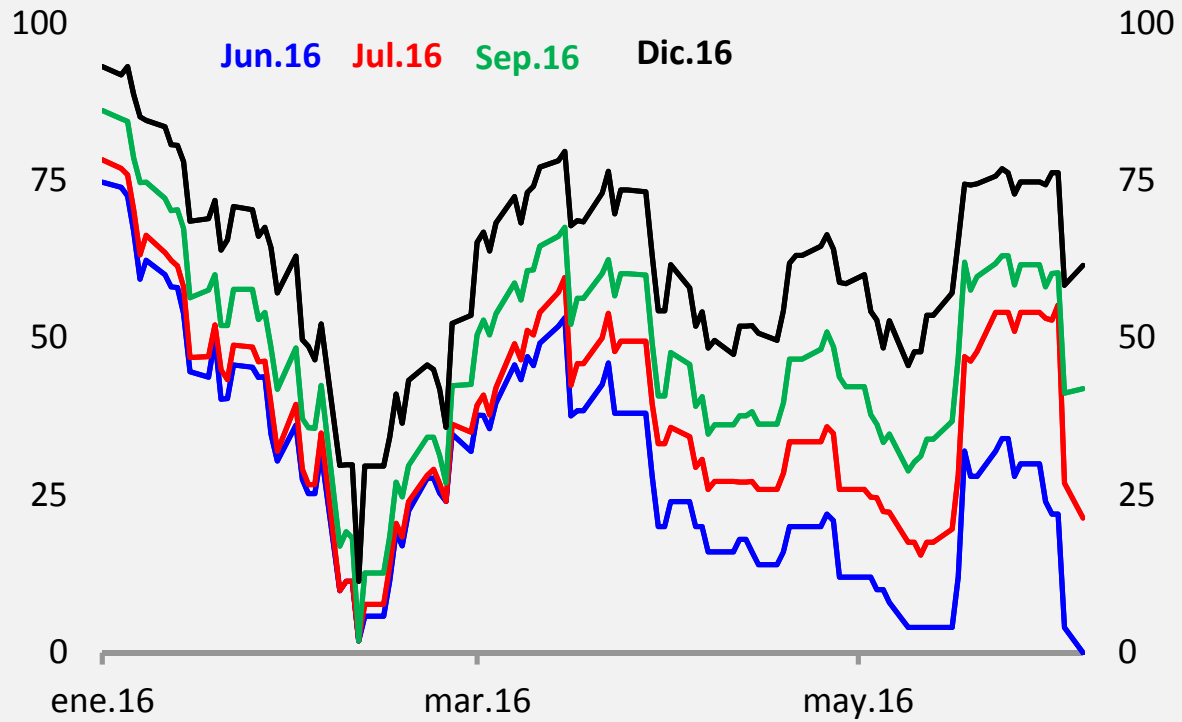


(1) Ponderado a PPC. (2) Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. (3) Incluye China, India, Indonesia, Filipinas, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Malasia. (4) Incluye Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia y Tailandia. (5) CDS a 5 años. Promedio simple. (6) Línea punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo. (7) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (8) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (9) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Los movimientos de los mercados financieros han estado determinados por los desarrollos en Estados Unidos y en China. Las noticias que alejan o acercan la posibilidad de un alza de la tasa *fed funds* a mediados de año han tenido impactos importantes en los mercados.

Probabilidad implícita de alza de tasa (*)

(probabilidad acumulada hasta la fecha)

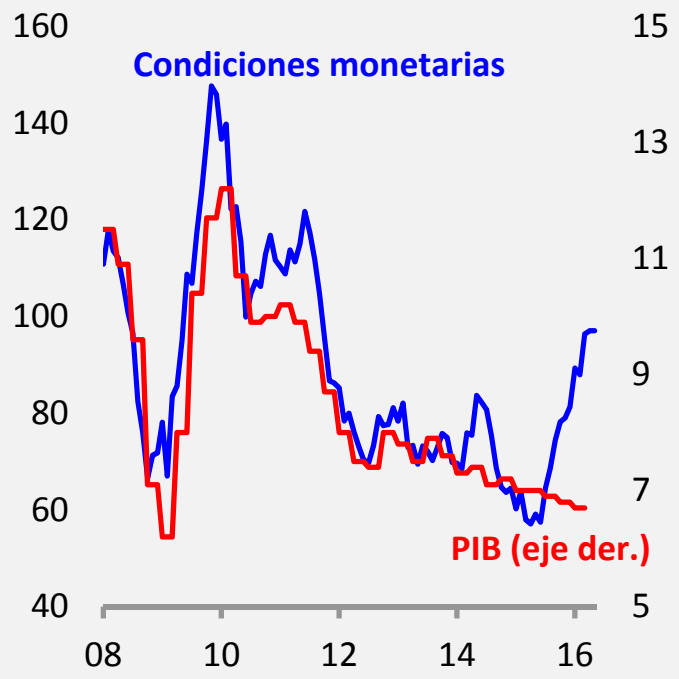


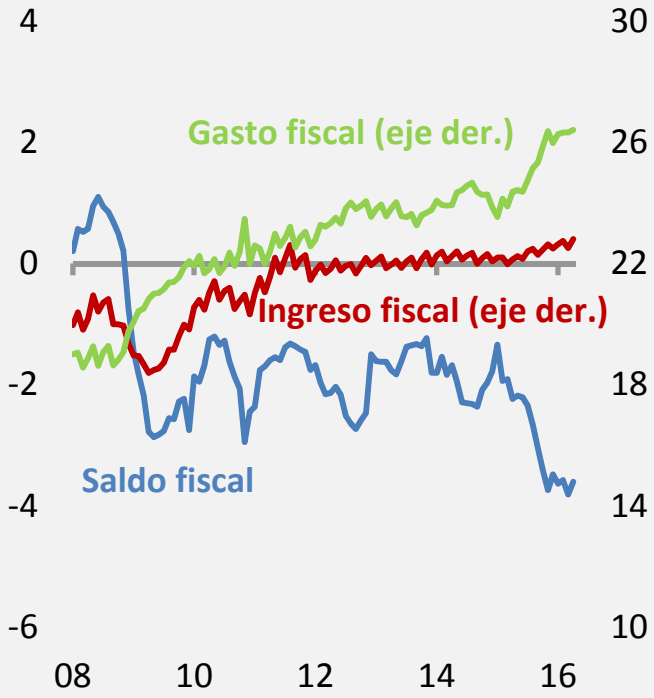
(*) Probabilidad implícita en los precios de mercado.
Fuente: Bloomberg.

En China, persisten los riesgos asociados al esfuerzo de sus autoridades por cumplir con sus objetivos de crecimiento. La postergación de ajustes necesarios incrementan el riesgo a futuro.

China: Políticas de impulso (1)(2)

(índice; porcentaje)



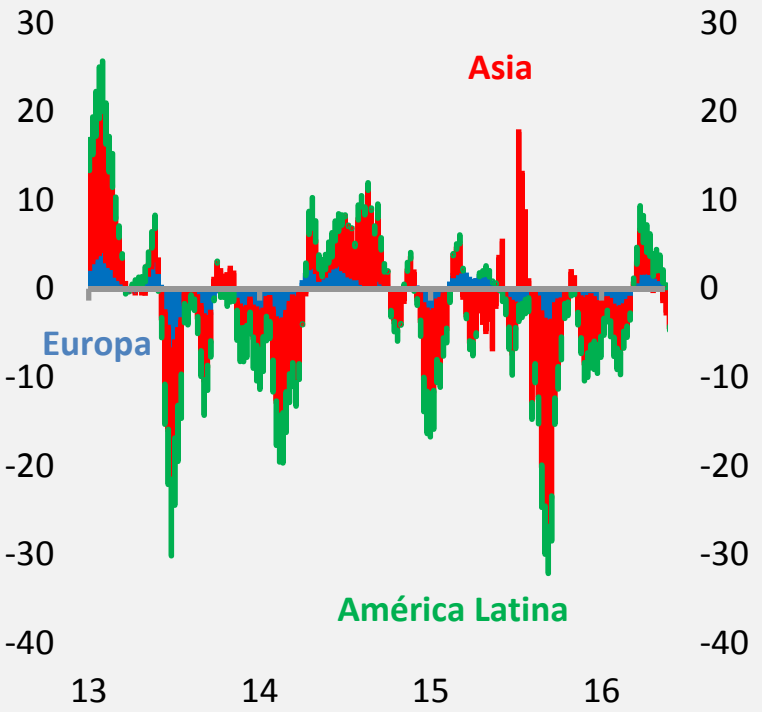


(1) Condiciones monetarias corresponde al Bloomberg intelligence monetary conditions index. (2) Cifras fiscales medidas como porcentaje del PIB. Fuente Bloomberg.

Estas noticias también han determinado el reacomodo de portafolio y movimientos en las paridades.

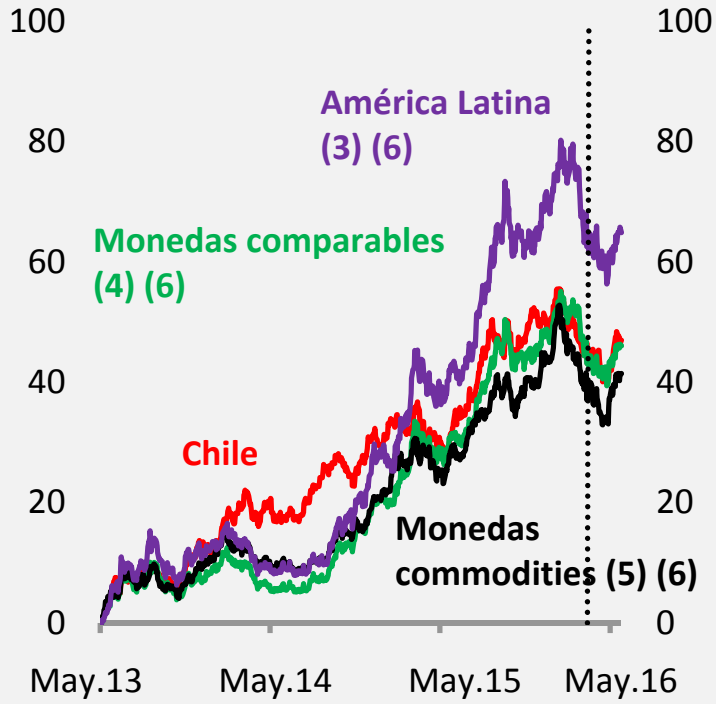
Flujos netos de capitales (1)

(miles de millones de dólares, mes móvil)



Tipo de cambio nominal (2)

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

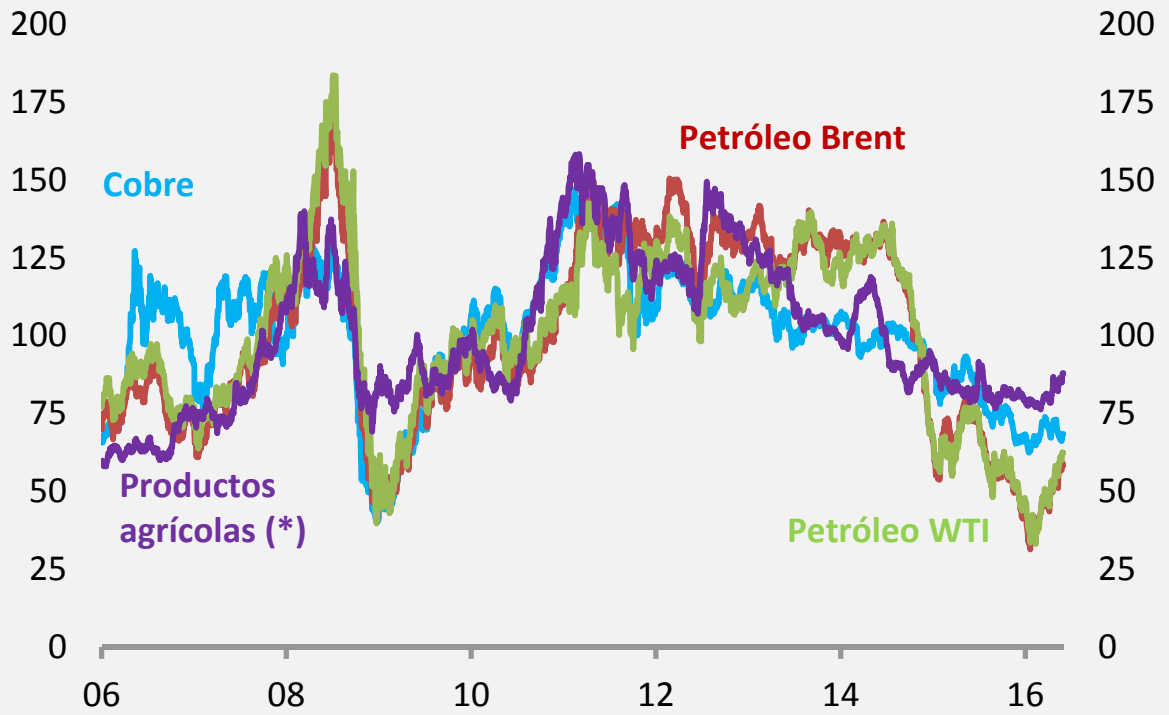


(1) América Latina incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Asia a Rep. Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia; Europa a Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia y Turquía. (2) Línea vertical punteda corresponde al IPoM de marzo 2016. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (5) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (6) Ponderadores WEO abril 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

El precio de la mayoría de las materias primas aumentó respecto de marzo, con excepción del cobre. Destaca el incremento del precio del petróleo

Precios de materias primas

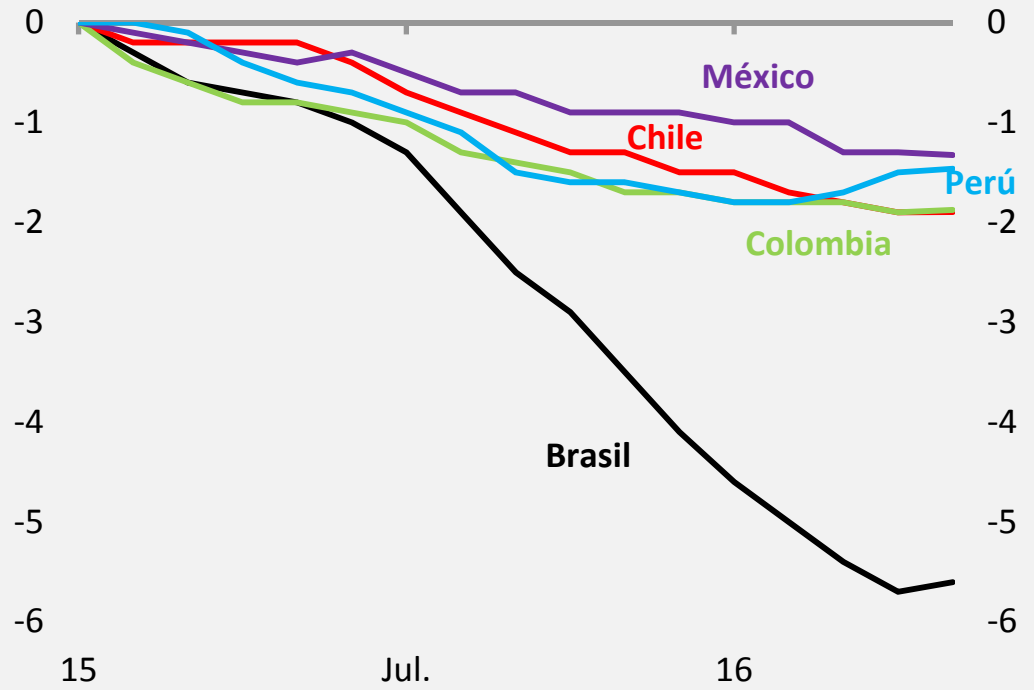
(índice, promedio 2006-2016=100)



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg.

En América Latina, aunque se detuvo la tendencia al deterioro observado hasta el IPoM de marzo, este año la región atravesará nuevamente por una recesión. Además, siguen prevaleciendo desequilibrios macroeconómicos.

Cambio en las proyecciones de crecimiento de América Latina para el 2016
(puntos porcentuales)



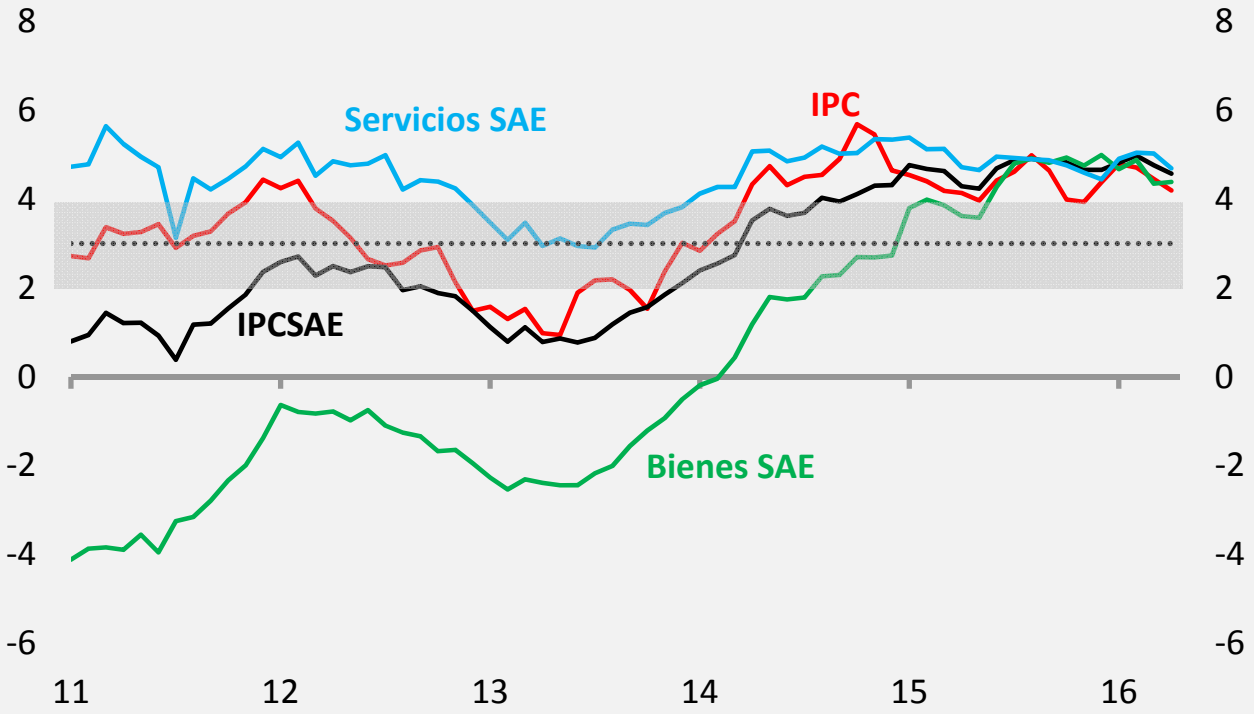
Fuente: Consensus Forecasts.

Escenario interno

La inflación ha evolucionado en línea con lo esperado. La de bienes disminuyó, coherente con una depreciación acumulada del peso menor que la observada entre mediados del 2013 y el tercer trimestre del 2015. La de servicios ha tenido un descenso menor, por la indexación a la inflación pasada y holguras de capacidad acotadas.

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

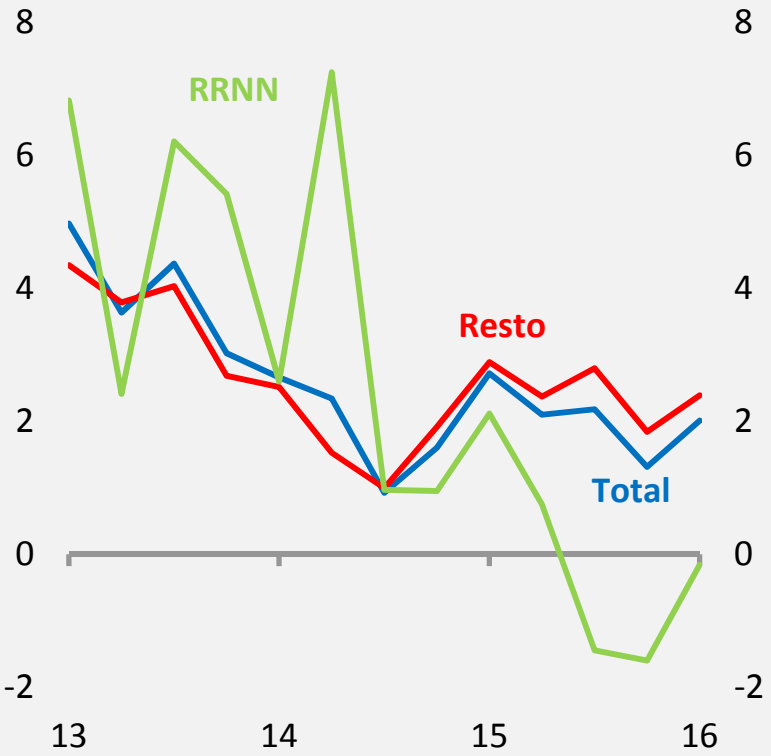


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

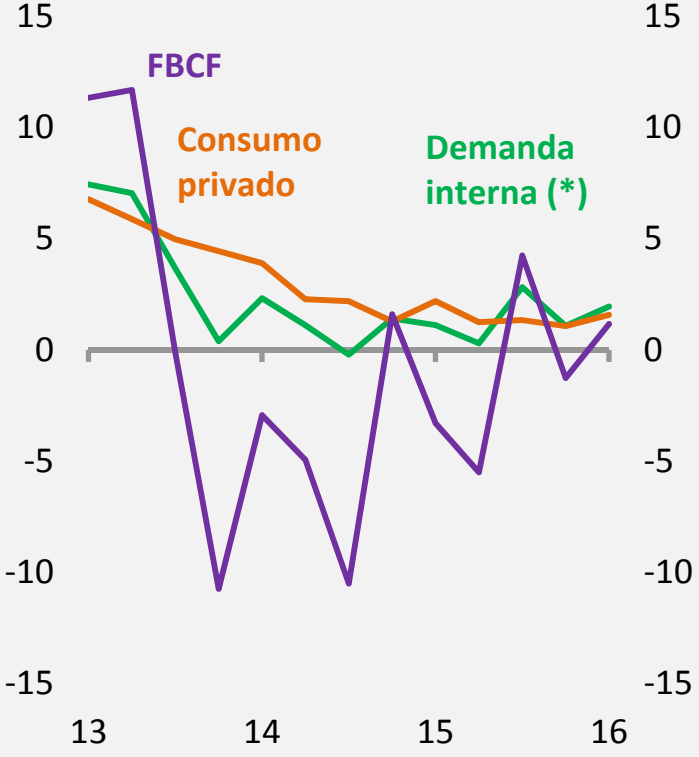
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Los datos del primer trimestre dieron cuenta de un crecimiento del PIB y de la demanda superior a lo previsto en marzo. En ello incidió el mejor desempeño de la agricultura y, en menor medida, de la minería.

PIB por sectores
(variación anual, porcentaje)



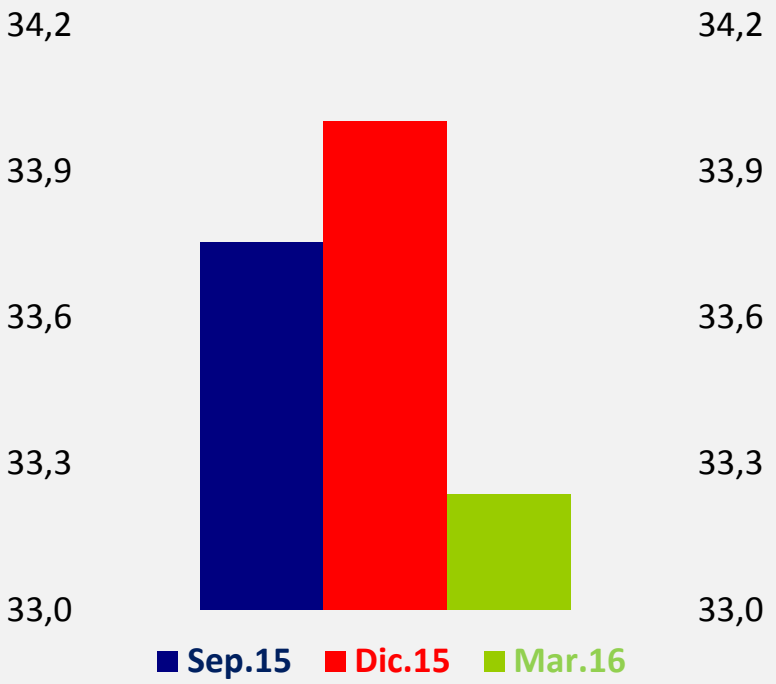
Demanda interna
(variación anual, porcentaje)



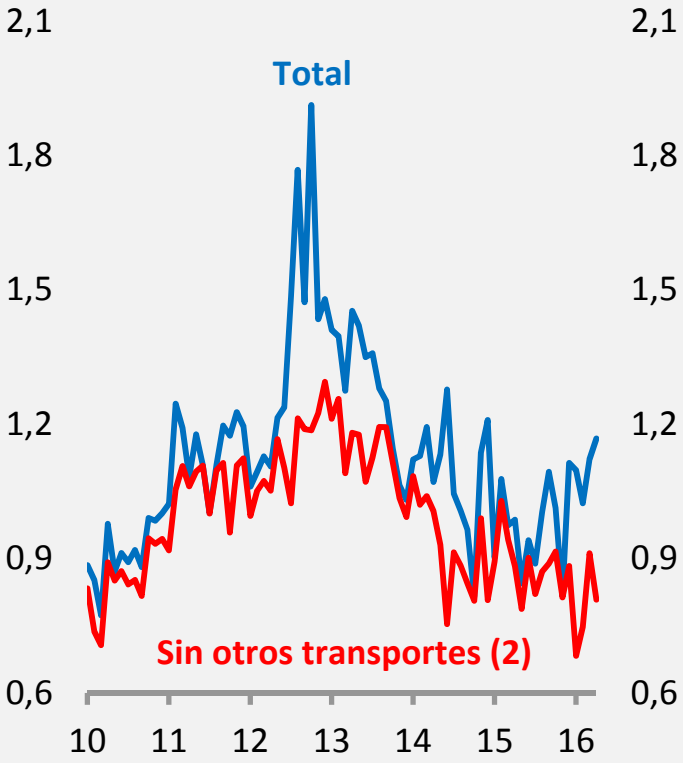
(*) Sin variación de existencias.
Fuente: Banco Central de Chile.

De todos modos, la inversión se mantiene débil, especialmente la minera. Además, diversos indicadores como el catastro de la CBC y los niveles de importaciones de bienes de capital apuntan a una caída adicional de la inversión para el resto del año.

Inversión en construcción y obras
(miles de millones de dólares, acumulado entre el 2015-2019)



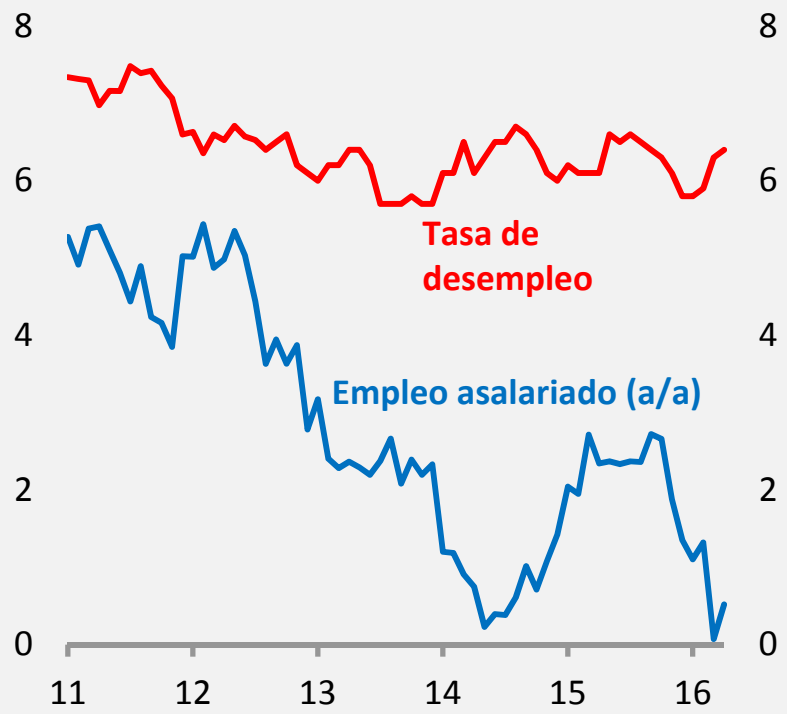
Importaciones nominales de bienes de capital (1)
(miles de millones de dólares)



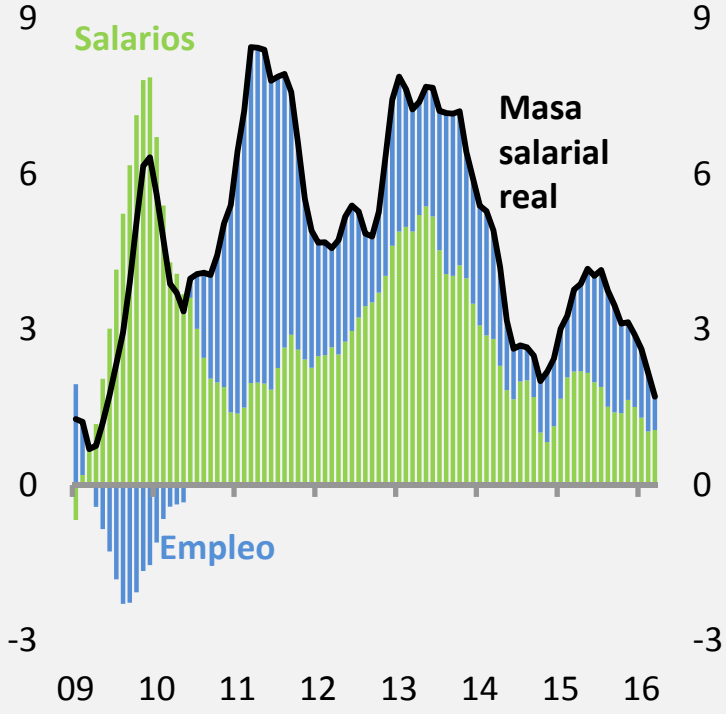
(1) Series desestacionalizadas. (2) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).
Fuentes: Banco Central de Chile y Catastro de proyectos de inversión de la CBC.

Por el lado del consumo, indicadores parciales muestran un bajo dinamismo hacia adelante. Entre ellos, el menor crecimiento de la masa salarial ante la reducción de la expansión anual del empleo asalariado y de los salarios reales.

Mercado laboral
(porcentaje)



Incidencia en el crecimiento anual de la masa salarial real (*)
(puntos porcentuales)

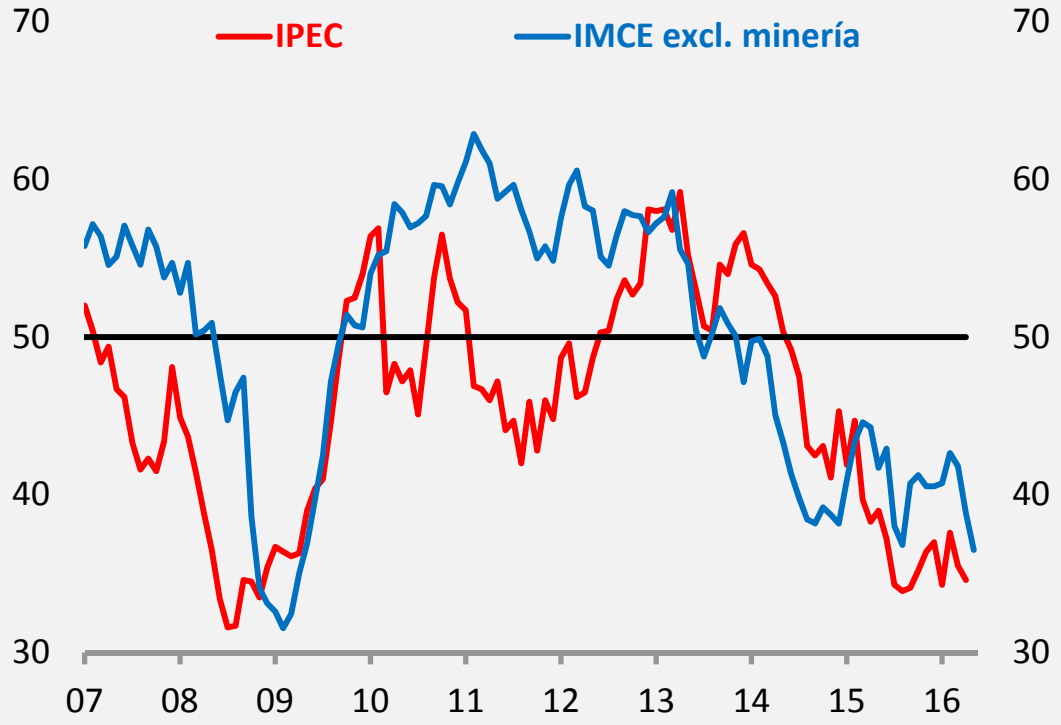


(*) Promedio móvil trimestral.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Se agrega, tanto en el caso de consumo como la inversión, que las expectativas de consumidores y empresas siguen en terreno pesimista.

Expectativas de los consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (*)

(índice)



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

Perspectivas

En el escenario base, los socios comerciales tendrán un crecimiento cercano al del 2015, las condiciones financieras, si bien más estrechas que en los últimos años, seguirán siendo favorables y los términos de intercambio se estabilizarán el 2017.

Supuestos del escenario base internacional

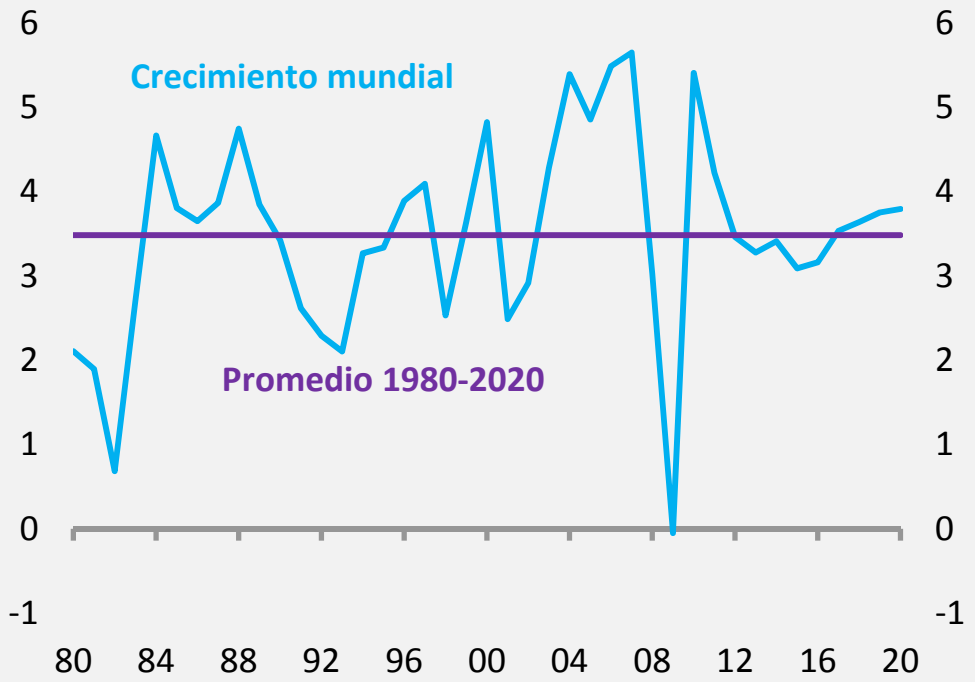
	2014	2015 (e)		2016 (f)		2017 (f)	
		IPoM Mar.16	IPoM Jun.16	IPoM Mar.16	IPoM Jun.16	IPoM Mar.16	IPoM Jun.16
				(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	-1,8	-4,5	-4,5	-4,2	-3,9	0,7	0,1
PIB socios comerciales	3,4	2,9	3,0	2,9	2,8	3,1	3,2
PIB mundial PPC	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	3,3	3,4
PIB mundial a TC de mercado	2,7	2,4	2,4	2,4	2,3	2,7	2,7
Estados Unidos	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,4	2,3
China	7,3	6,9	6,9	6,4	6,5	6,1	6,2
Eurozona	0,9	1,5	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6
América Latina (excl. Chile)	1,1	-0,7	-0,5	-0,9	-1,0	1,3	1,5
Precios externos (en US$)	-0,9	-9,7	-9,8	-5,8	-3,8	1,0	0,6
				(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	311	249	249	220	215	230	225
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	93	49	49	40	45	45	51
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	99	52	52	41	45	46	52
Precio paridad de la gasolina (US$/m3)	731	467	467	398	401	420	420
Libor US$ (nominal, 90 días)	0,2	0,3	0,3	0,7	0,9	1,5	1,6

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

Con todo, el impulso externo que recibirá la economía, si bien menor que lo anticipado algunos años atrás, no es particularmente bajo. De hecho, el crecimiento mundial esperado para los próximos años no es muy distinto de su promedio histórico.

Crecimiento mundial

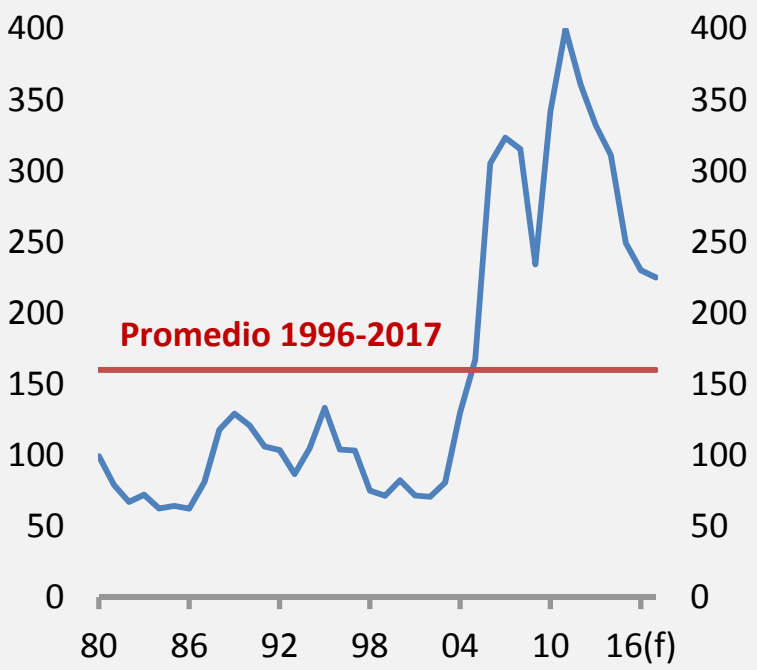
(variación anual)



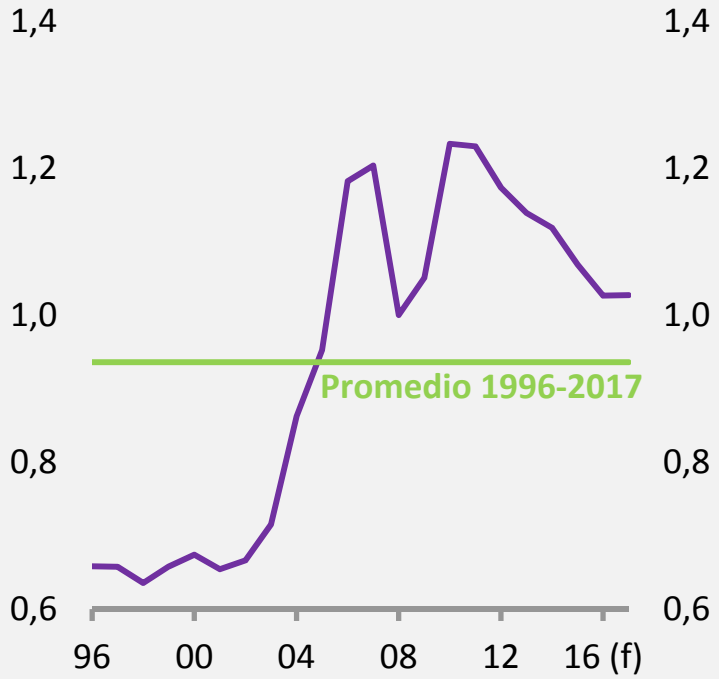
Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO abril 2016).

Lo mismo sucede con los términos de intercambio y el precio del cobre, que si bien son más bajos que algunos años atrás, son altos desde una perspectiva de más largo plazo.

Precio del cobre (*)
(centavos de dólares la libra)



Términos de intercambio (*)
(índice 2008=100)



(*) Cifras para el 2016 y 2017 corresponden a la proyección incluida en el IPoM de junio 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile y Cochilco.

El escenario base de este IPoM contempla un crecimiento del PIB entre 1,25 y 2,0% para este año y entre 2 y 3% para el 2017.

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

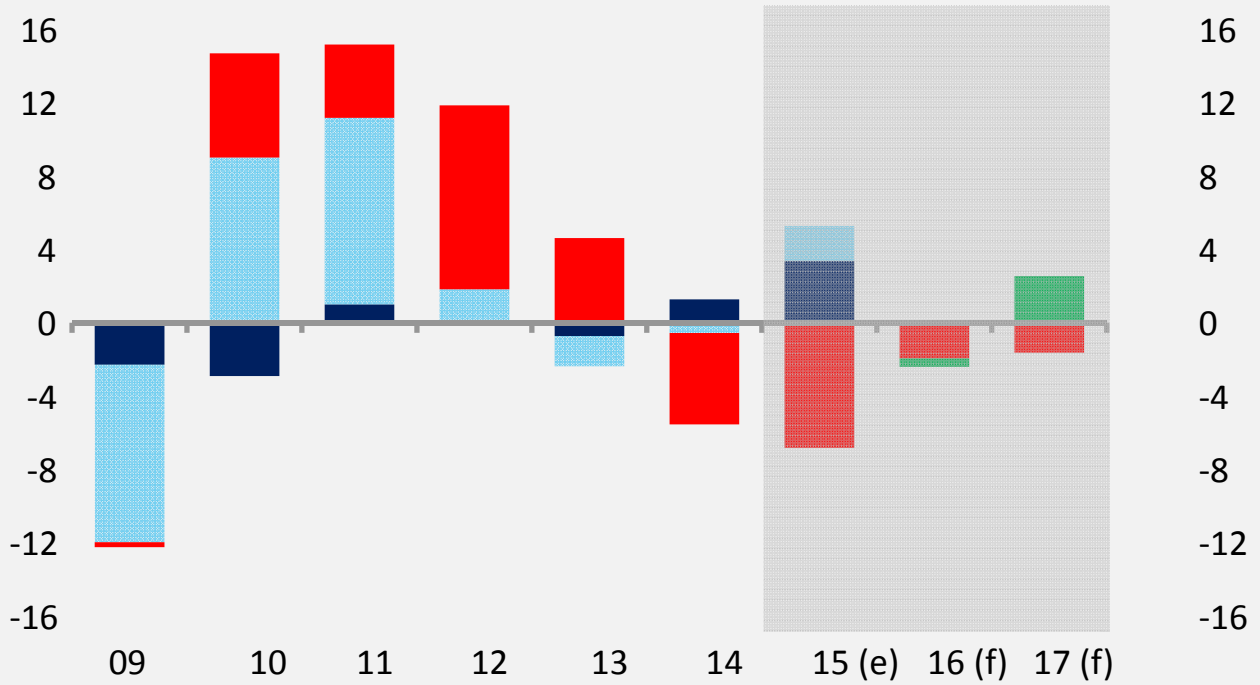
	2014	2015	2016 (f) IPoM Mar.16	2016 (f) IPoM Jun.16	2017 (f) IPoM Mar.16	2017 (f) IPoM Jun.16
PIB	1,9	2,1	1,25-2,25	1,25-2,0	2,0-3,0	2,0-3,0
Demanda interna	-0,3	1,8	1,5	1,0	2,6	2,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,1	1,3	1,5	1,1	2,3	2,1
Formación bruta de capital fijo	-4,2	-1,5	0,5	-2,4	1,0	0,9
Consumo total	2,8	2,2	1,8	2,1	2,7	2,4
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	-1,9	0,6	1,3	2,4	2,1
Importaciones de bienes y servicios	-5,7	-2,8	-0,6	-1,6	2,1	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-2,1	-2,5	-2,2	-2,0	-2,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,9	20,4	19,9	19,5	20,2	19,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,0	22,7	22,6	22,0	22,1	21,6

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

El escenario base considera un menor dinamismo de la inversión para el resto del año, pero para el 2017 anticipa que la no minera retomará una expansión coherente con la recuperación del ritmo de crecimiento de la economía.

Incidencias reales anuales en la FBCF (*)

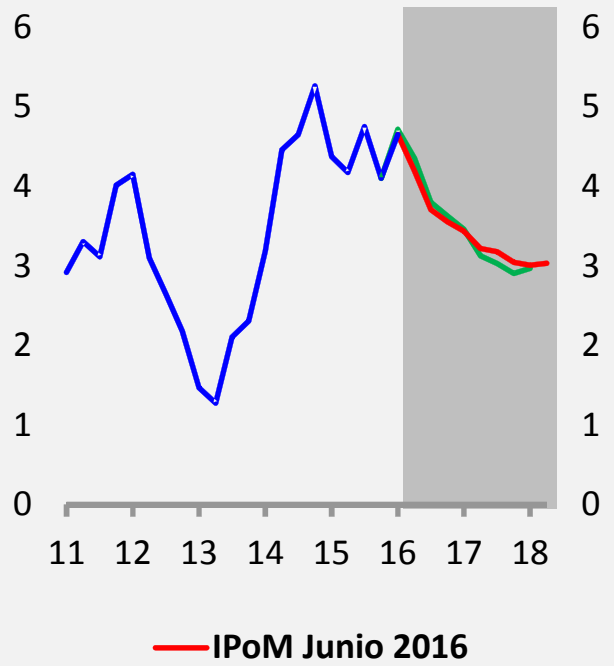
(puntos porcentuales)



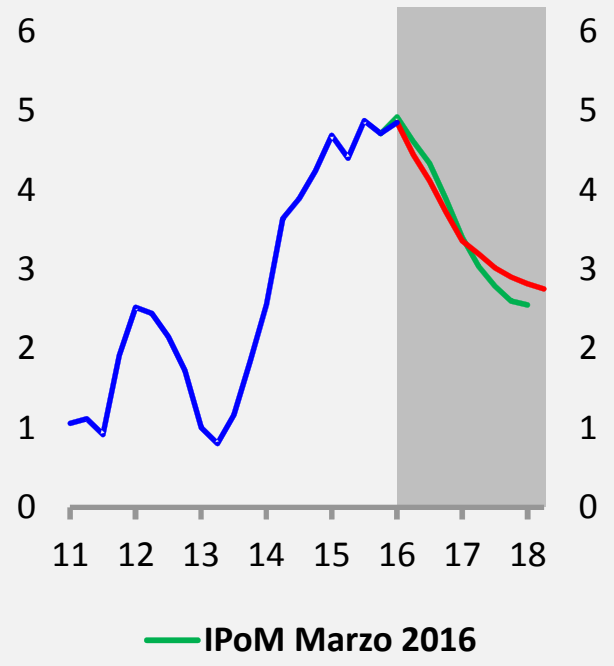
(*) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS. La inversión habitacional considera información de la Cámara Chilena de la Construcción y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. (e) Estimación. (f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario más probable, la inflación anual del IPC entrará en el rango de tolerancia en el tercer trimestre de este año y descenderá a valores en torno a 3% en la primera mitad del 2017.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)

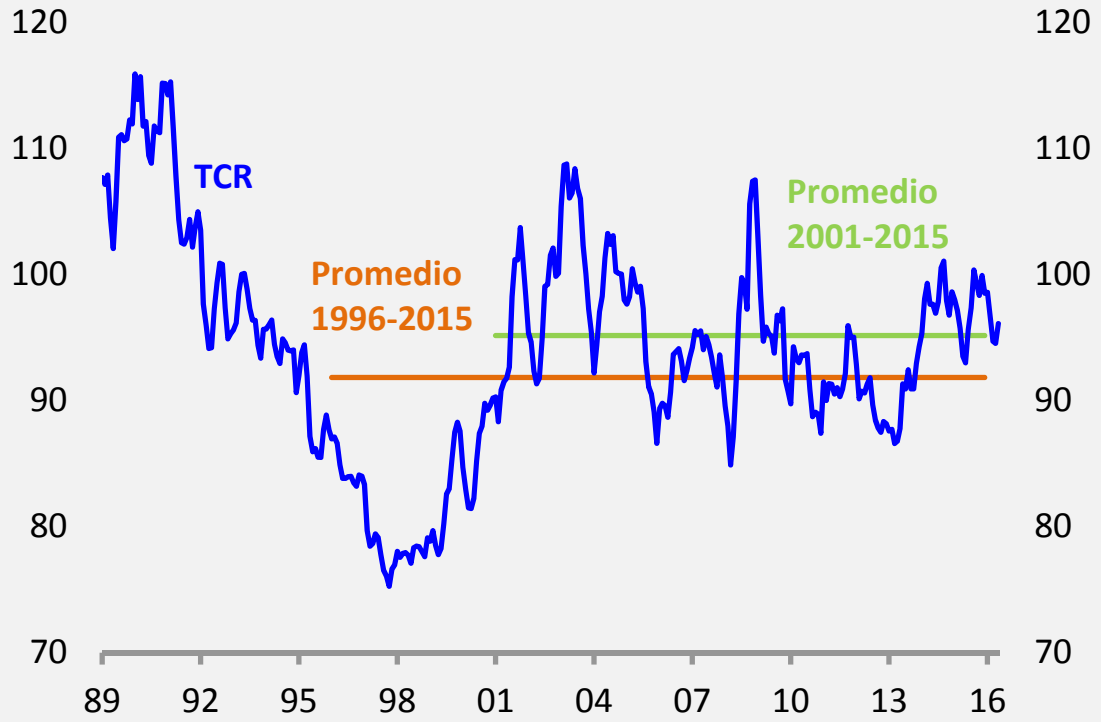


(*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2016, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Esto considera, como supuesto de trabajo, entre otros factores, que el tipo de cambio real fluctuará en torno a sus valores actuales durante el horizonte de proyección.

Tipo de cambio real

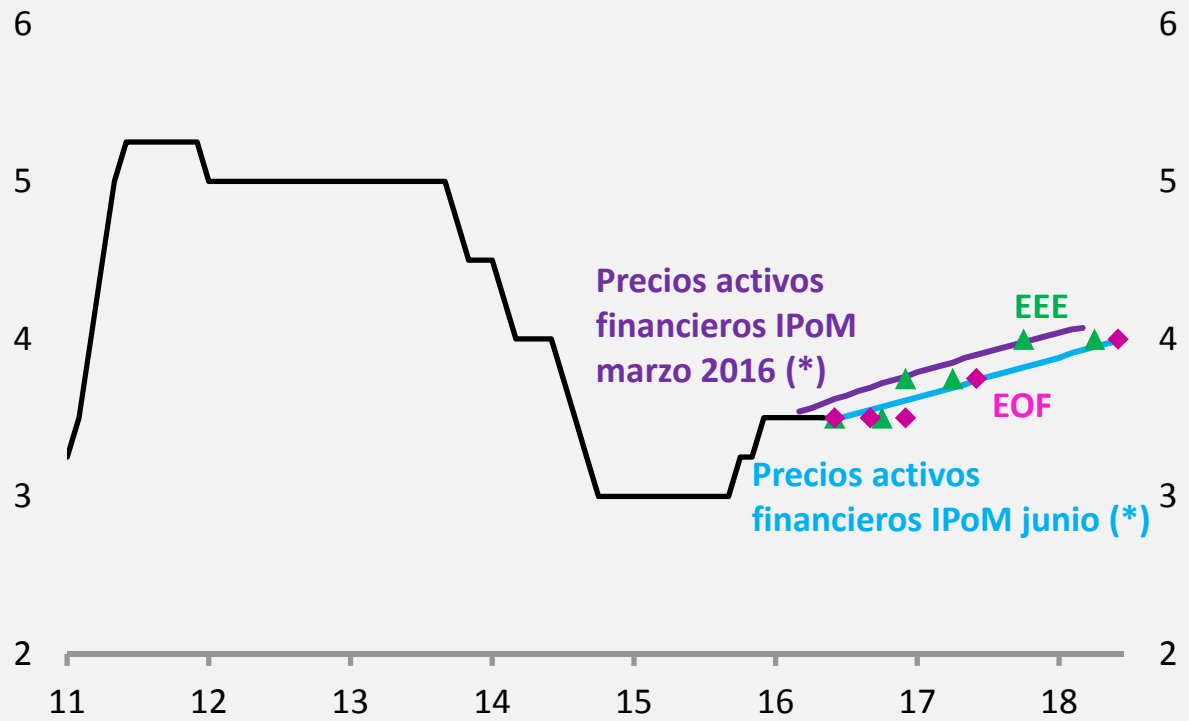
(índice, 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario base considera como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros disponibles al cierre estadístico de este IPoM.

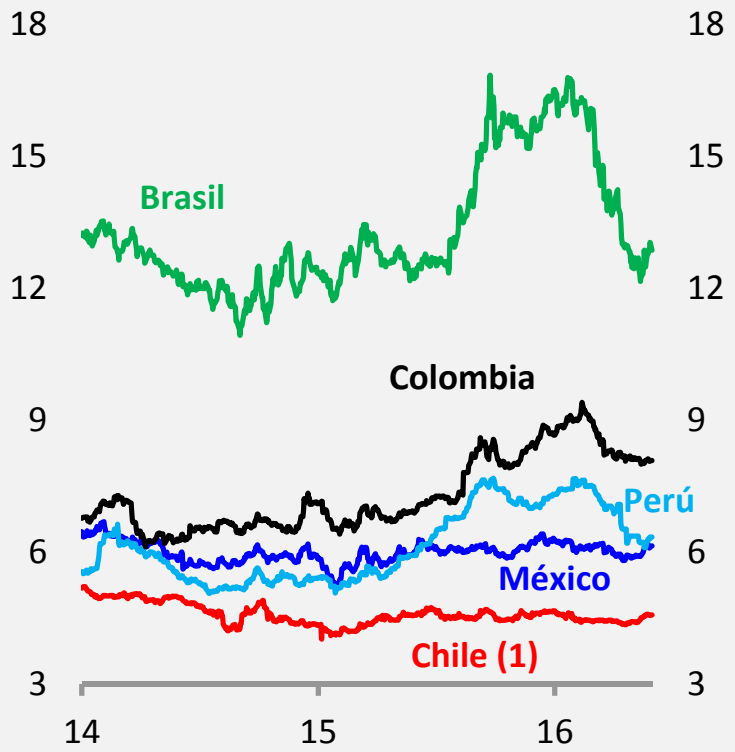
TPM y expectativas
(porcentaje)



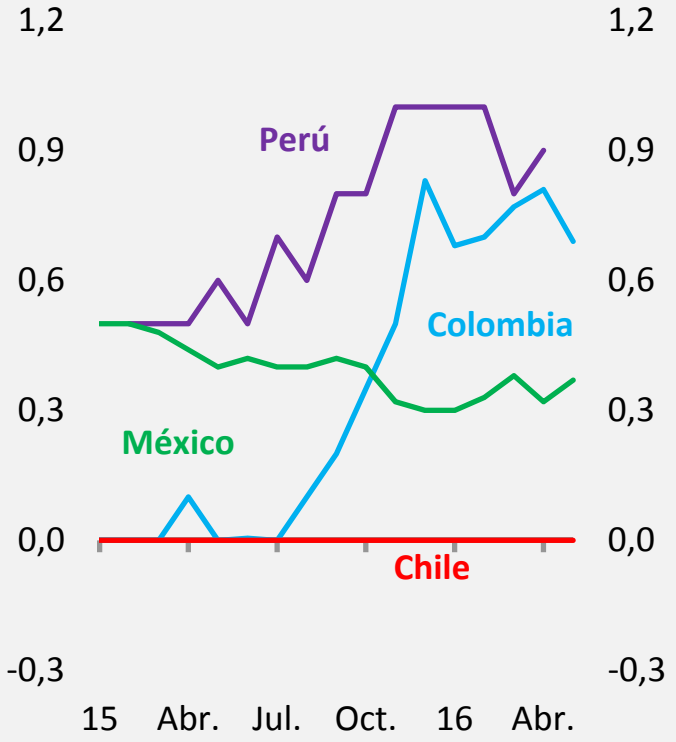
(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.

En todo caso, la política monetaria ha mantenido un grado de expansividad relevante, ayudando a la economía a transitar por los cambios en el escenario macroeconómico y manteniendo las expectativas de inflación a dos años ancladas a la meta.

Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo
(porcentaje)



Desvío de la inflación a 2 años respecto de la meta (2)
(puntos porcentuales)



(1) Considera bonos del Banco Central y de la Tesorería. (2) Corresponde a la diferencia entre la meta de inflación y la inflación esperada en el 2017 para Perú, a diciembre de 2017 para México, y a dos años para Chile y Colombia. Fuentes: Banco Central de Chile, Bancos Centrales de los respectivos países y Bloomberg.

El Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

Internacional

- Repetición de episodios de volatilidad asociados principalmente al diferencial de tasa Fed con el mercado y a China.
- América Latina: desafíos macroeconómicos y situación política compleja en varios países.
- Precio del petróleo.
- Consolidación del crecimiento económico en Europa y EE.UU. que podría contribuir a una mayor expansión de la actividad mundial.

Internos

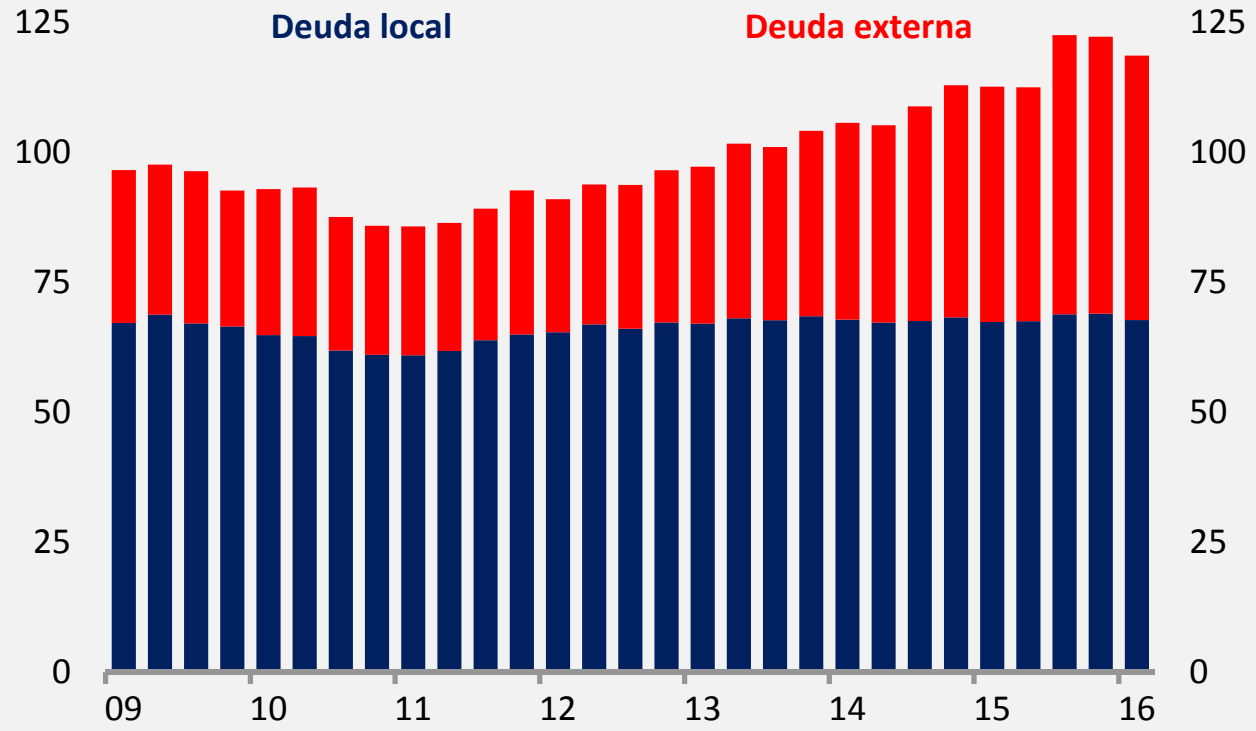
- Elevado nivel de inflación por varios trimestres.
- La dinámica de la inflación seguirá muy ligada a la evolución del tipo de cambio y por tanto a los riesgos externos.
- Menor crecimiento de la actividad: mayor deterioro del mercado laboral y/o un menor impulso externo al considerado en el escenario base.
- Recuperación más rápida de la economía: menores ajustes en el mercado laboral y/o un escenario externo que mantenga una relativa calma.

Informe de Estabilidad Financiera

En cuanto a la situación financiera de las empresas, diversos indicadores confirman el cuadro de menor fortaleza descrito en IEF anteriores. Al primer trimestre de 2016, la relación deuda a PIB se mantiene en torno a 120%, nivel relativamente alto en relación con otras economías emergentes.

Deuda total de empresas (*)

(porcentaje del PIB)

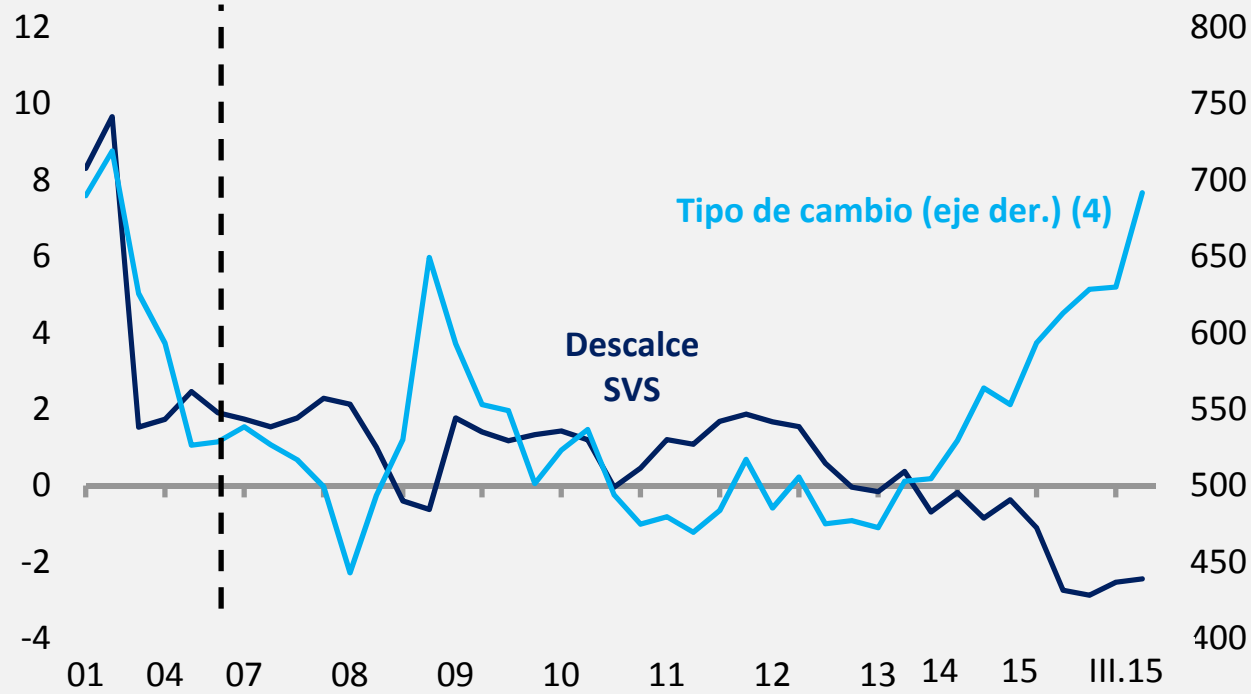


(*) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* y *leasing*, bonos securitizados y efectos de comercio. Estimación preliminar para marzo del 2016.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

El descalce cambiario de las firmas que reportan a la SVS se mantiene estable tanto en el promedio como en los extremos de la distribución. Con todo, algunas firmas con alta exposición en el exterior presentan efectos cambiarios tanto en resultados como a nivel patrimonial.

Descalce cambiario (1) (2) (3)

(porcentaje de los activos totales)

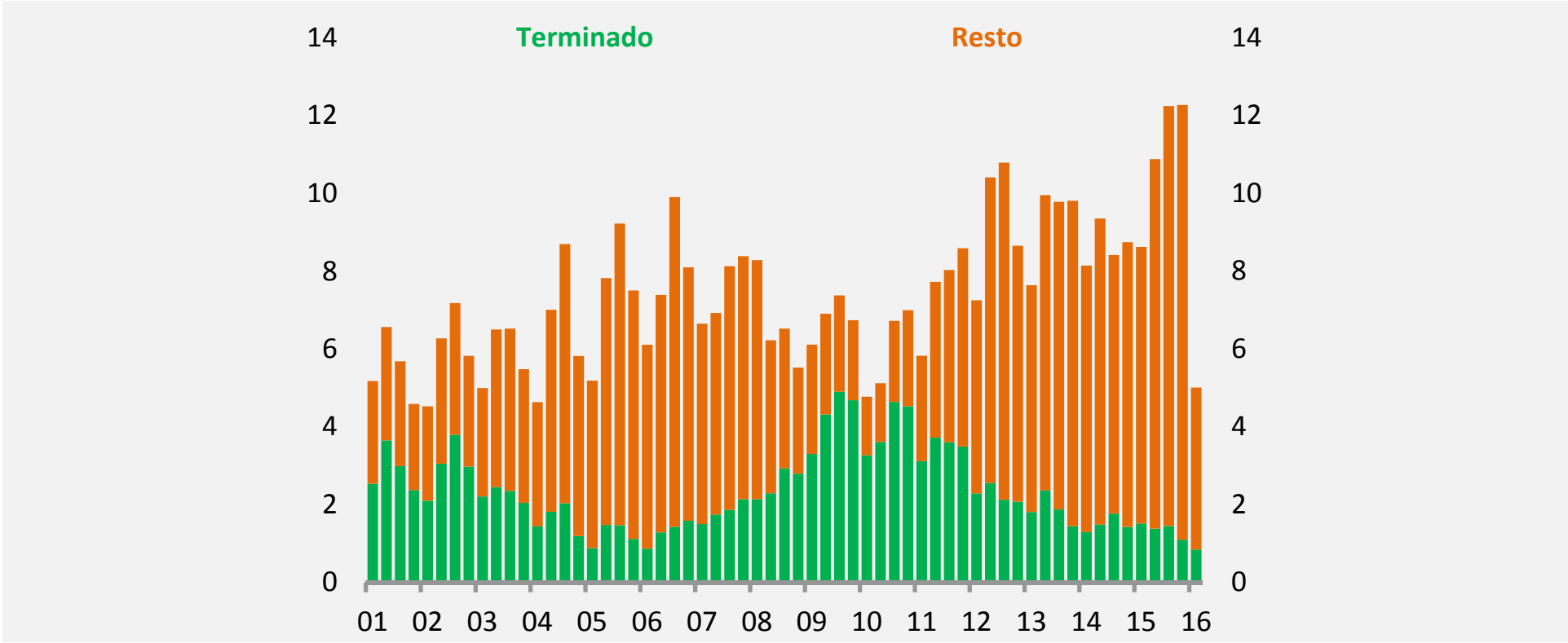


(1) Descalce se calcula como pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, sobre activos totales. (2) Datos anuales hasta el año 2006, de ahí en adelante, datos trimestrales. (3) No considera empresas Estatales, Mineras y Financieras. Se excluyen empresas con contabilidad en dólares. (4) Tipo de cambio promedio del último mes del trimestre (o año) en el eje secundario.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

El sector inmobiliario está pasando por un proceso de ajuste, después de presentar un alto dinamismo. La venta de viviendas nuevas en Santiago presentó una fuerte contracción en el primer trimestre del 2016.

Venta de viviendas nuevas en Santiago

(miles de unidades)

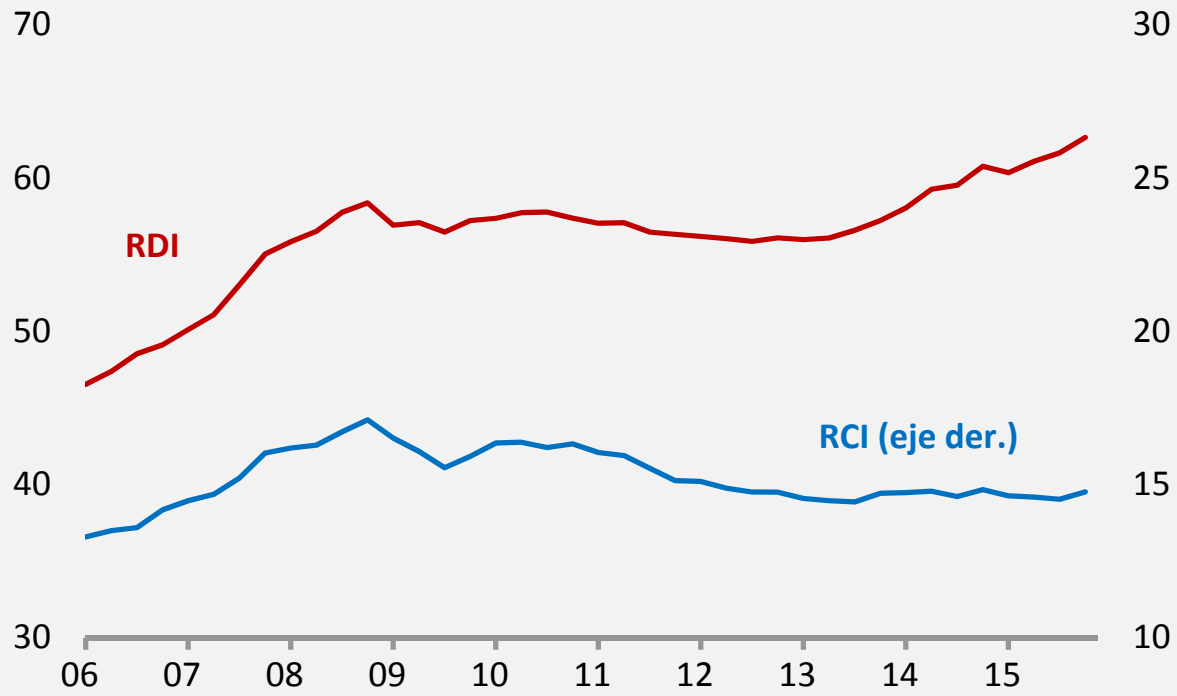


Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Por el lado de los hogares, su endeudamiento agregado —razón deuda a ingreso, RDI— continúa aumentando, en un contexto de menor dinamismo de la actividad y del empleo. Por su parte, la carga financiera agregada se mantiene en 15% del ingreso disponible del sector.

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

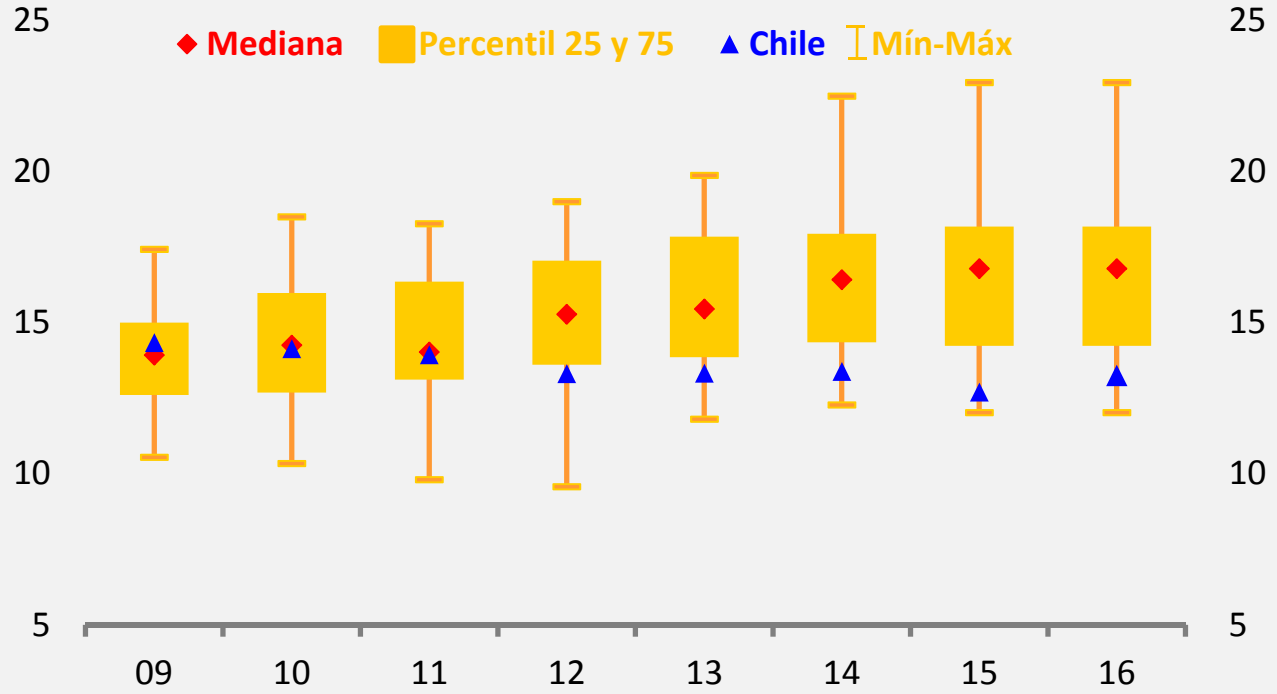
(porcentaje del ingreso disponible)



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

En cuanto a la banca, los niveles de capitalización se mantienen bajos tanto para patrones históricos como en relación con los países de la OCDE.

Comparación internacional de índices de adecuación de capital (1)(2)(3)
(porcentaje)

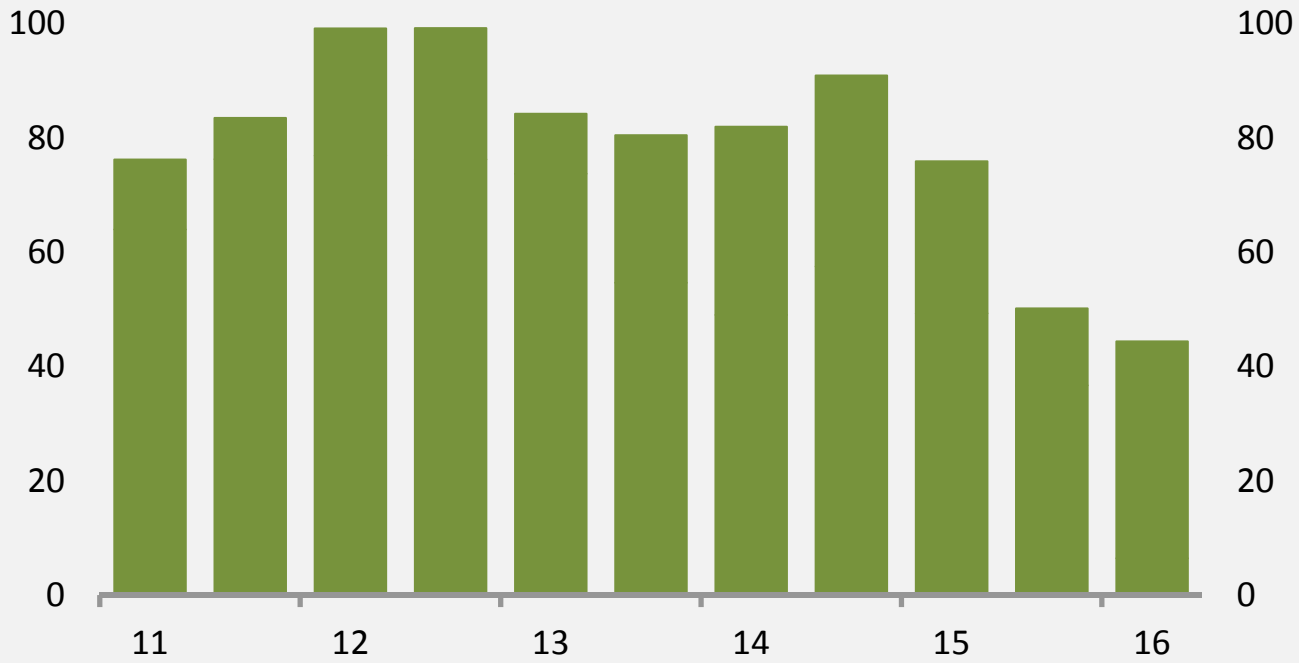


(1) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo. Dato de 2016 considera aumentos de capital efectivos en 2016 para Chile, *ceteris paribus*, además del efecto de la disminución del CCF (20pb). (2) Rep. Corea e Islandia con último dato disponible para 2014. (3) El máximo corresponde al percentil 90.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SBIF y FMI.

Aunque los niveles de capital actuales son suficientes para absorber la materialización de un escenario de tensión severo, las holguras se han reducido. La fracción de bancos que mantienen IAC sobre 10% bajo el escenario de tensión han disminuido, representando menos de la mitad de los activos del sistema.

Bancos con IAC igual o superior al 10% bajo escenario de estrés (*)

(porcentaje de activos del sistema)



(*) Cifras semestrales. Resultados de los ejercicios de tensión presentados en los Informes de Estabilidad Financiera.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de la SBIF.

Conclusiones IEF

Diversos indicadores confirman el cuadro descrito en IEF anteriores respecto de una menor fortaleza de las empresas.

El sector inmobiliario está pasando por un proceso de ajuste, después de presentar un alto dinamismo. Un riesgo para el sector es el eventual aumento de desistimientos de promesas ante un deterioro del panorama cíclico.

El endeudamiento agregado (RDI) de los hogares continúa aumentando, en un contexto de menor dinamismo de la actividad y del empleo. Cabe señalar que un mayor deterioro en el mercado laboral podría dificultar la capacidad de pago de los hogares, por tanto desarrollos en este frente deberán monitorearse con atención en los próximos trimestres.

Tal como se señaló en el IEF previo, los niveles de capitalización de la banca local se han reducido en los últimos años. Ello contrasta con la tendencia internacional, donde se ha verificado un aumento de la capitalización de los bancos en distintas jurisdicciones. Del mismo modo, se han reducido las holguras del sistema para absorber la materialización de un escenario de tensión severo.

Comentarios finales

El escenario macroeconómico no presenta mayores cambios respecto de marzo.

La inflación retornará a niveles por debajo de 4% en los próximos meses y la actividad continuará mostrando un crecimiento acotado.

El escenario externo sigue presentando riesgos y es probable que ocurran nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros.

La economía se encuentra bien balanceada desde el punto de vista macro. Las cuentas externas están en orden, la posición fiscal es sólida, las expectativas de inflación permanecen bien ancladas.

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.

Resumen visita Antofagasta (IPN)

La baja del precio del cobre y sus efectos en la producción e inversión minera han tenido impactos significativos en la segunda región.

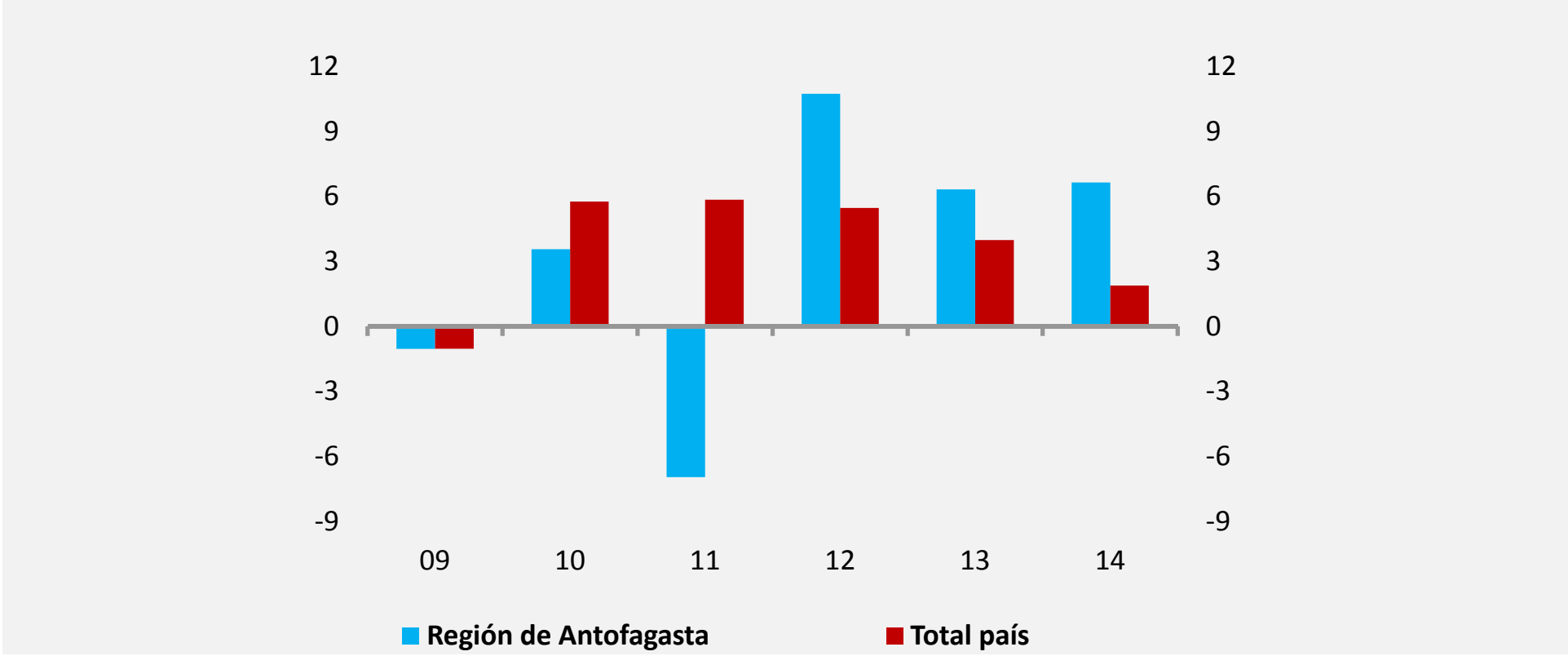
La gran mayoría de los entrevistados en el IPN que se relacionan directa o indirectamente con la minería dan cuenta de ajustes importantes en sus costos y de una caída relevante de su demanda.

También se informa de un número importante de despidos en la segunda parte del 2015. En los últimos meses, se aprecia una menor cantidad de despidos.

Las perspectivas son bastante heterogéneas. La mayoría estima que se retomarán tasas de expansión mayores hacia el 2018.

En general, los últimos años hasta el 2014, el crecimiento del PIB regional superó el nacional, en línea con los elevados precios del cobre en ese período.

Crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)

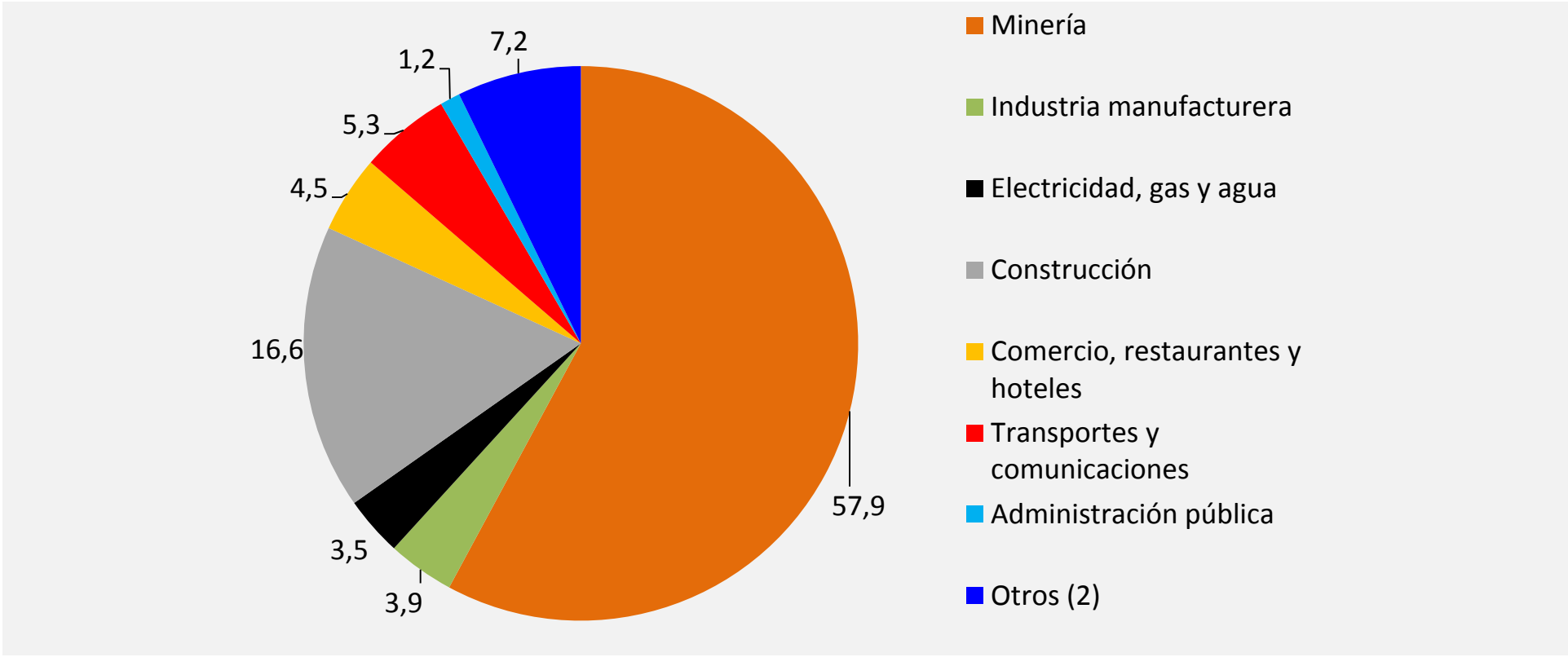


Fuente: Banco Central de Chile.

Ello, debido a que el sector minero lidera la composición del PIB regional.

Composición del PIB por actividad económica (1)

(porcentaje)



(1) Considera el dato del PIB del 2014. (2) Incluye pesca, agropecuario-silvícola, servicios personales, servicios financieros y empresariales y propiedad de vivienda.
Fuente: Banco Central de Chile.

En los últimos trimestres, la actividad en la región se ha resentido, en coherencia con el descenso del precio del cobre que, además, alcanzó niveles mínimos en la primera parte del año.

INACER

ÍCONO-INDICADOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA REGIONAL

Trimestre Enero-Marzo de 2016. Variación igual trimestre año anterior

Sectores Económicos	Arica y Parinacota	Tarapacá	Antofagasta	Atacama	Coquimbo	Valparaíso	O'Higgins	Maule	Biobío	La Araucanía	Los Ríos	Los Lagos	Aysén	Magallanes
Total INACER	↘	↘	↘	↗	→	↗	↗	↗	↗	↗	↘	→	↗	↗
Silvoagropecuario	↗	-	-	↗	→	↘	↘	↗	→	↗	↘	↗	↗	↘
Pesca	↘	↘	↘	↘	↗	↗	↘	↗	↗	↗	↘	↘	↗	↗
Minería	↗	→	↘	→	↘	↘	↗	→	↘	↗	-	-	↘	↘
Industria Manufacturera	↘	↘	↘	↘	→	↗	↘	↗	→	↗	↘	↘	↘	↗
Electricidad, Gas y Agua	↗	↗	↗	↗	↗	↘	↗	↗	↗	↗	↘	↗	↗	↗
Construcción	↗	↘	↗	↗	↘	↗	↘	↗	↘	↗	↘	↘	↗	↗
Comercio, Restaurantes y Hoteles	→	↘	↘	↘	↘	↘	↘	→	↗	↗	→	→	↗	↘
Transporte y Comunicaciones	↗	↗	↘	↘	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗
Servicios Financieros y Empresariales	↗	↘	↘	↘	→	→	↗	↗	→	↗	↗	↘	↗	↘
Propiedad de la Vivienda	↗	↗	↗	→	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗
Servicios Soc. Pers. y Comunales	↗	→	↗	↗	→	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗

↗ Crecimiento. ↘ Decrecimiento.

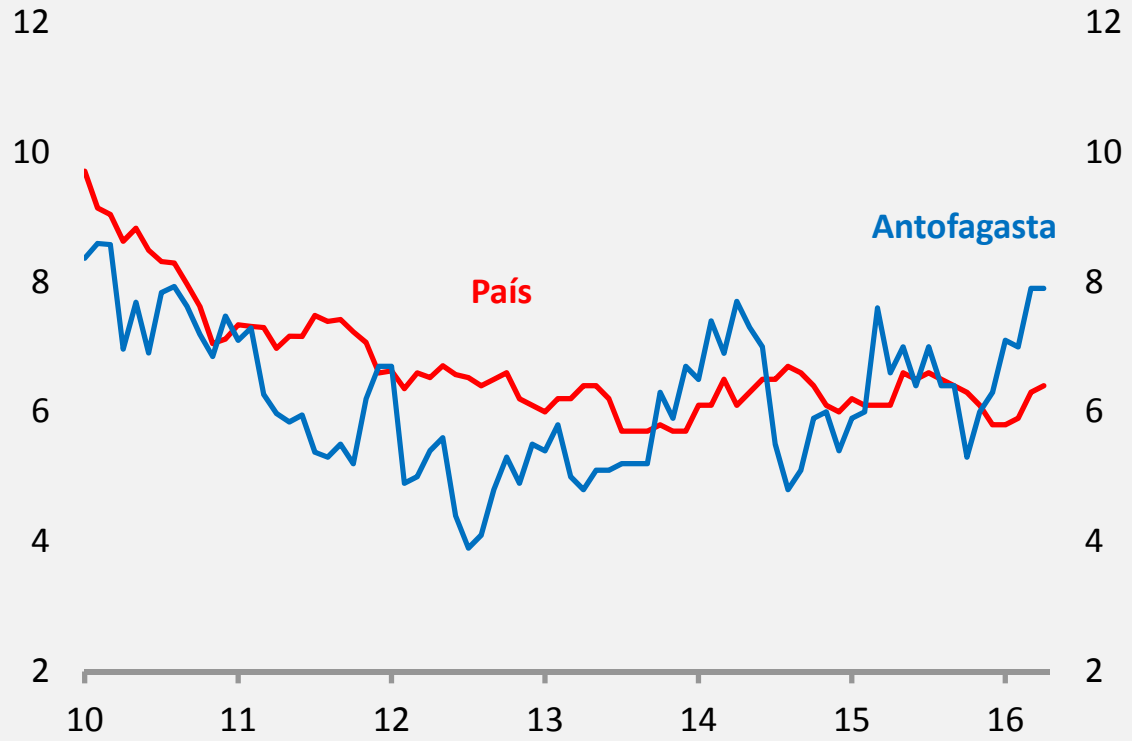
→ Nulo (aproximado 0%). – Actividad no medida en la región.

Para mayor información www.ine.cl

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Así, desde fines del 2015, la tasa de desempleo ha aumentado de manera significativa, por sobre lo registrado en los últimos años.

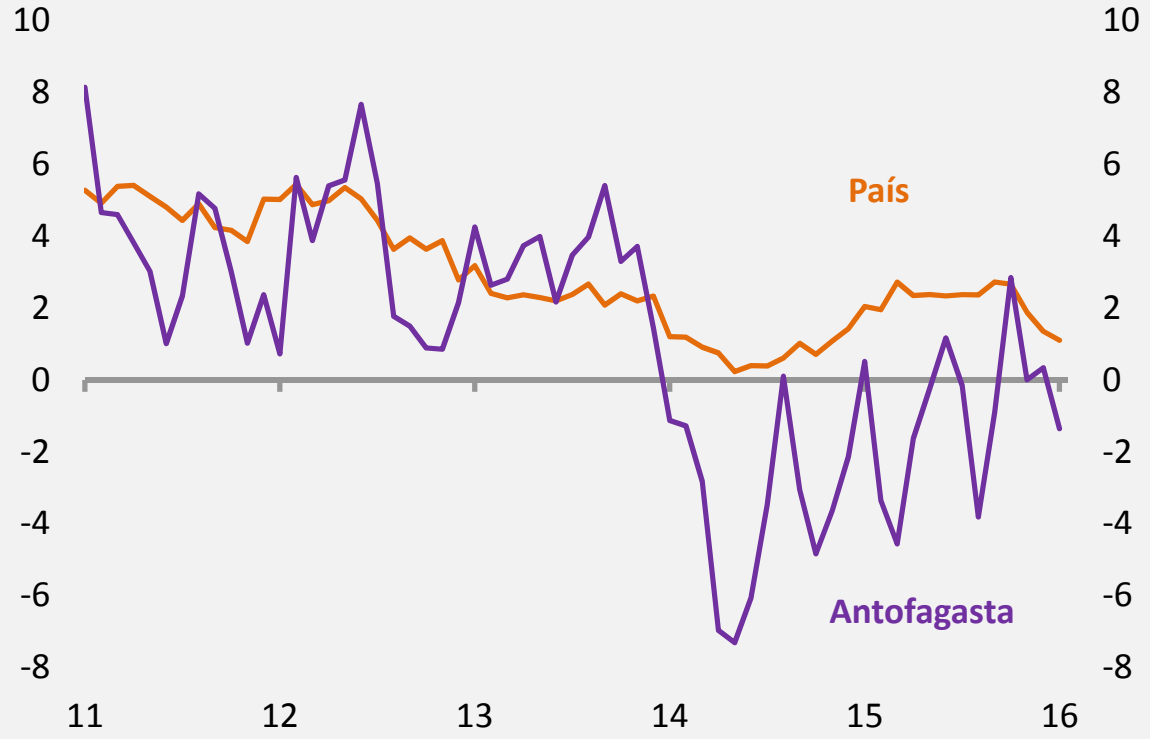
Tasa de desempleo
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Esto, de la mano de la debilidad del empleo salariado en el ciclo económico reciente.

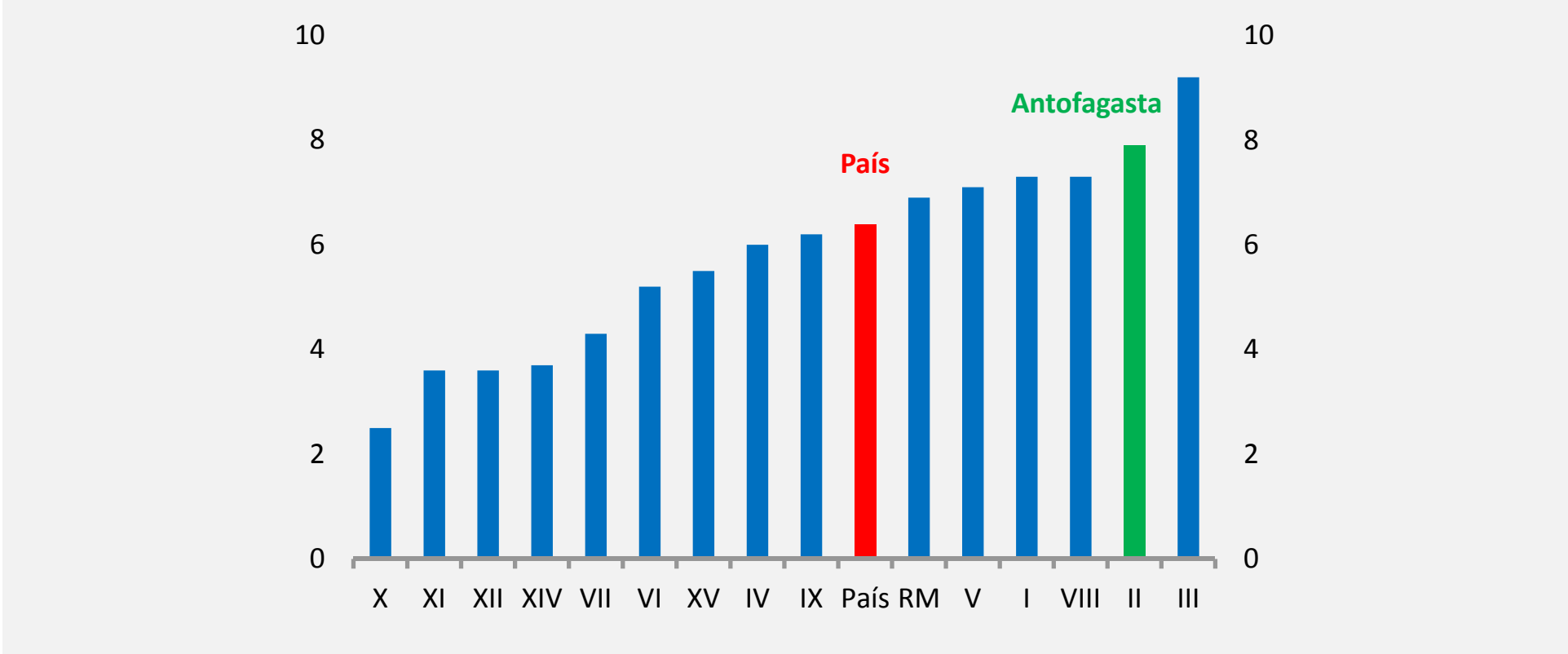
Empleo asalariado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

De hecho, a abril, la tasa de desempleo es la segunda más alta a nivel nacional, en un contexto donde destaca el alto desempleo en la zona norte.

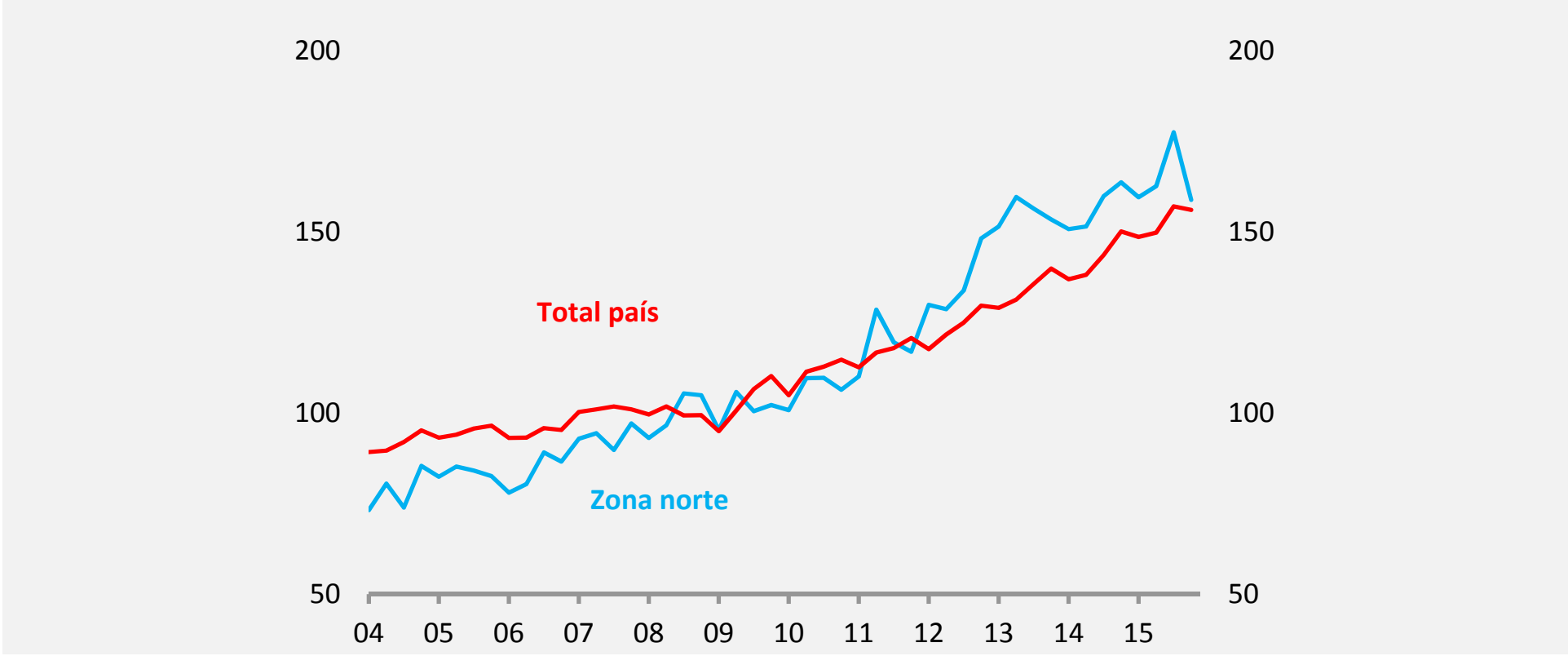
Tasa de desempleo a abril del 2016
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En este escenario, los precios de las viviendas en la zona norte han disminuido de manera más marcada que a nivel nacional.

Precios de viviendas
(índice, base promedio 2008=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Junio 2016

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Primer Semestre 2016

Banco Central de Chile, Junio 2016