



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Diciembre 2016**

# **INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

## **Segundo Semestre 2016**

Mario Marcel C.  
Presidente



Banco Central de Chile, Diciembre 2016

# Introducción

**La inflación anual del IPC siguió bajando, aunque más rápido que lo contemplado en septiembre. Se prevé que durante gran parte del 2017 se ubique en la parte baja del rango de tolerancia, para iniciar su retorno a la meta hacia fines de ese año.**

**Las condiciones financieras para las economías emergentes son menos favorables, aunque permanecen expansivas en perspectiva histórica. Ello, especialmente tras la elección en EE.UU. Los términos de intercambio se prevén mejores.**

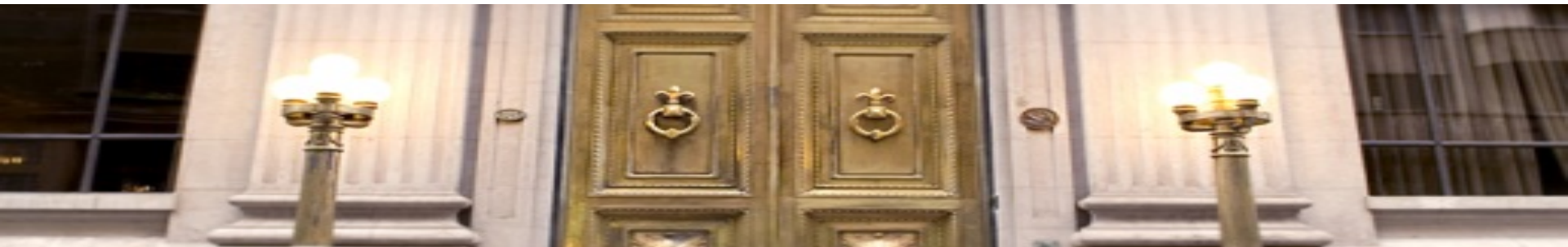
**La actividad y la demanda interna continúan con un desempeño acotado. Para el 2016, se estima que el crecimiento de la actividad se ubique en la parte baja del rango proyectado en septiembre y que retome tasas de expansión cercanas al potencial hacia fines del 2017.**

**En el mundo desarrollado, la actividad y la inflación siguen mostrando avances, mientras que en las principales economías emergentes han tendido a estabilizarse.**

**En un entorno donde, además, los riesgos han aumentado, el Consejo estima que, de concretarse las tendencias delineadas en el escenario base, será necesario incrementar el impulso monetario.**

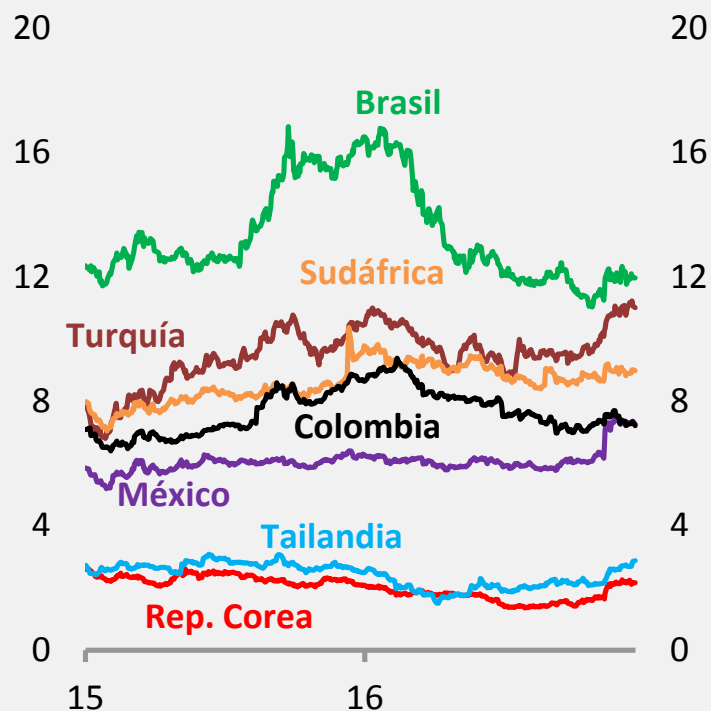
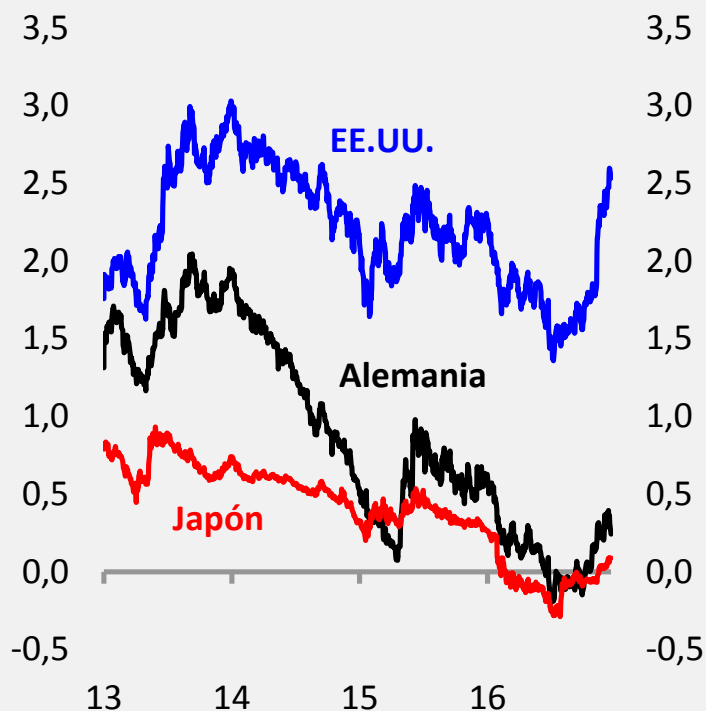


# Escenario internacional



Tras la elección en EE.UU. aumentó la probabilidad de una significativa expansión fiscal en ese país. Esto, entre otras cosas, incrementó las tasas de interés de largo plazo en el mundo.

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

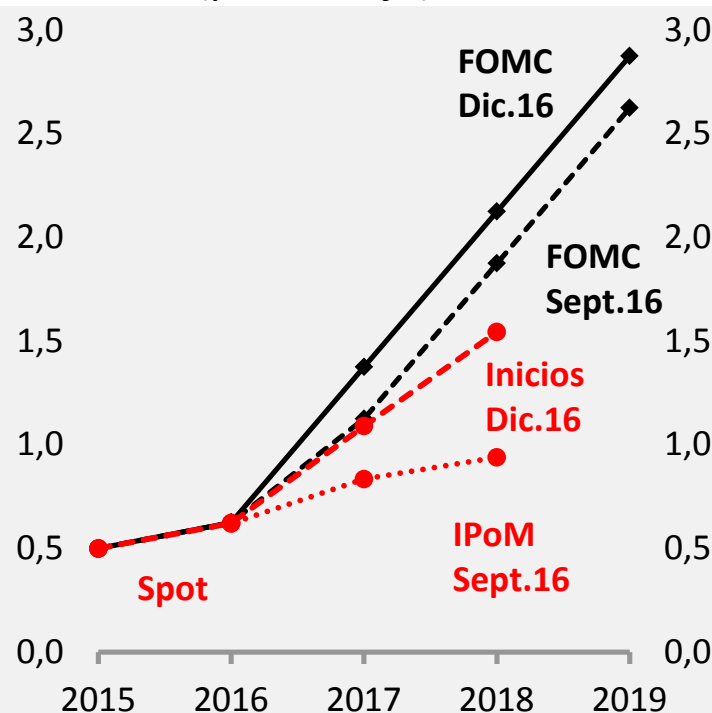


Fuente: Bloomberg.

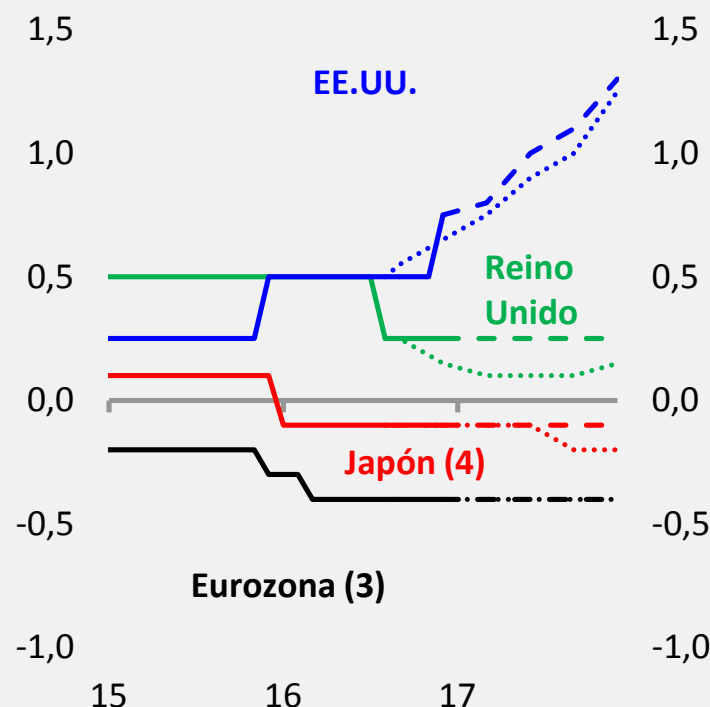


Se suma que la Fed alzó su tasa según lo esperado por el mercado, pero señaló una trayectoria algo más empinada de la misma. Se sigue considerando que su política monetaria se mantendrá expansiva. En este contexto, ha perdido urgencia la necesidad de nuevos estímulos monetarios en Europa y Japón.

## Expectativas para la tasa de los fondos federales (1) (porcentaje)



## TPM y proyecciones en economías desarrolladas (2) (porcentaje)

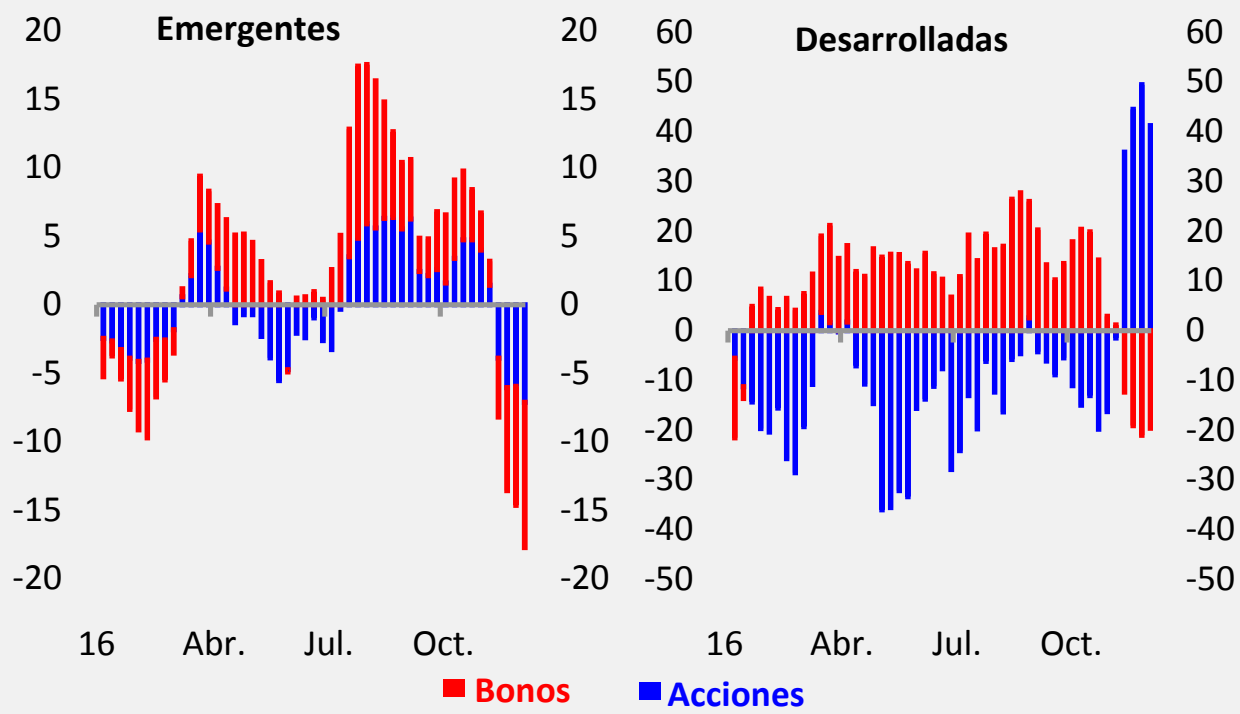


(1) Líneas rojas corresponden a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés y las negras a lo proyectado por el FOMC en sus respectivas reuniones. (2) Líneas punteadas corresponden a la proyección del mercado al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2016, mientras que las líneas segmentadas a la actual. Proyección corresponde al Bloomberg survey weighted average. (3) Corresponde a la tasa de depósitos y su proyección se estima a partir de la pendiente de la proyección de la TPM. (4) Corresponde a la Policy-Rate Balance y su proyección se estima a partir de la pendiente de la proyección de la Target Rate. Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.



Todo lo anterior generó un reacomodo de portafolios a nivel mundial. Los flujos de capitales salieron de las economías emergentes hacia activos de renta variable en las desarrolladas. El dólar estadounidense se apreció en términos globales.

**Flujos netos de capitales**  
(miles de millones de dólares, mes móvil)



**Dólar multilateral (\*)**  
(índice promedio 2000-2016=100)

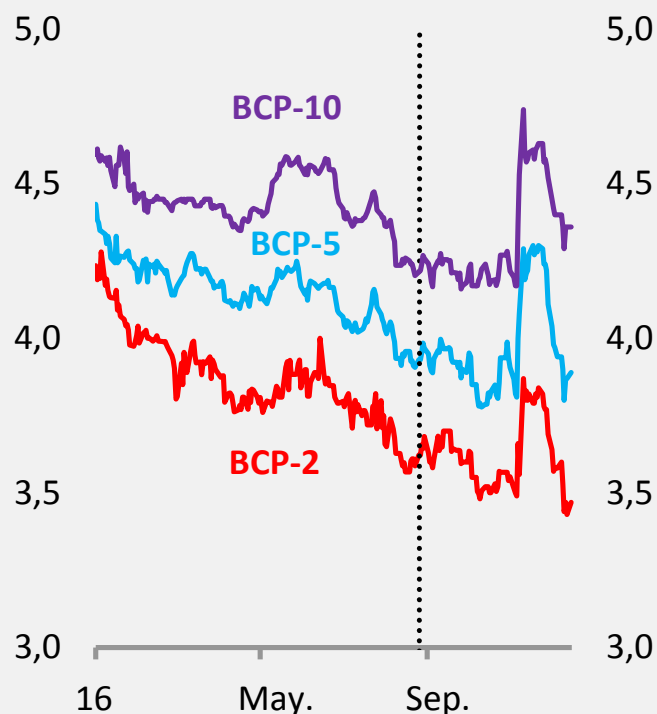


(\*) Aumento indica apreciación.  
Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

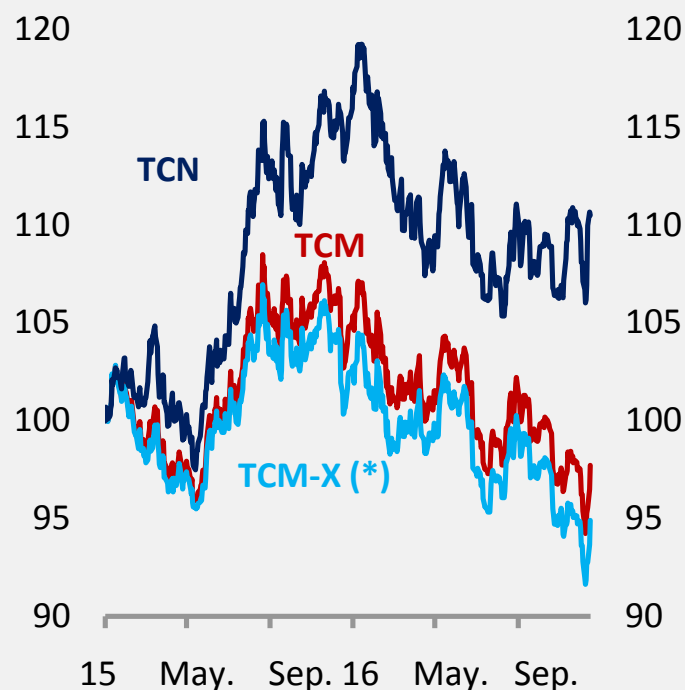


Así, en las economías emergentes, incluido Chile, se replicó el incremento de las tasas largas y sus monedas se depreciaron, aunque con distinta intensidad entre países. En Chile, estas tendencias se revirtieron parcialmente en lo más reciente.

## Tasas de interés de los documentos del BCCh (1) (porcentaje)



## Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (índice 5 de enero 2015=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2016. (2) Excluye el dólar estadounidense.

Fuente: Banco Central de Chile.



**Las cifras de actividad e inflación conocidas hasta el momento no dan cuenta de mayores cambios en las trayectorias previas. En los desarrollados, sigue la tendencia hacia una mejora gradual. Resalta el fortalecimiento relativo de EE.UU. En las emergentes, China no presenta cambios, mientras en América Latina hay heterogeneidad.**

## **Proyecciones de PIB e inflación mundial para el 2017 (1)** (variación anual, porcentaje)

### **Proyección de crecimiento**

|                   | 16  | Feb. | Mar. | Abr. | May. | Jun. | Jul. | Ago. | Sept. | Oct. | Nov. | Dic. |
|-------------------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| Mundo a PPC       | 3,5 | 3,5  | 3,4  | 3,5  | 3,5  | 3,5  | 3,3  | 3,3  | 3,4   | 3,4  | 3,4  | 3,4  |
| Desarrolladas (2) | 2,0 | 1,9  | 1,9  | 1,9  | 1,8  | 1,9  | 1,6  | 1,6  | 1,7   | 1,6  | 1,7  | 1,8  |
| Emergentes        | 4,4 | 4,4  | 4,3  | 4,4  | 4,4  | 4,4  | 4,4  | 4,4  | 4,4   | 4,4  | 4,4  | 4,4  |

### **Proyección de inflación**

|                   | 16  | Feb. | Mar. | Abr. | May. | Jun. | Jul. | Ago. | Sept. | Oct. | Nov. | Dic. |
|-------------------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| Mundo a PPC       | 3,1 | 3,1  | 3,0  | 3,1  | 3,0  | 3,0  | 3,1  | 3,1  | 3,0   | 3,0  | 3,0  | 3,1  |
| Desarrolladas (2) | 1,9 | 1,9  | 1,8  | 1,8  | 1,8  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 1,7   | 1,7  | 1,7  | 1,8  |
| Emergentes        | 4,0 | 4,1  | 4,1  | 4,2  | 4,1  | 4,1  | 4,2  | 4,2  | 4,2   | 4,1  | 4,1  | 4,3  |

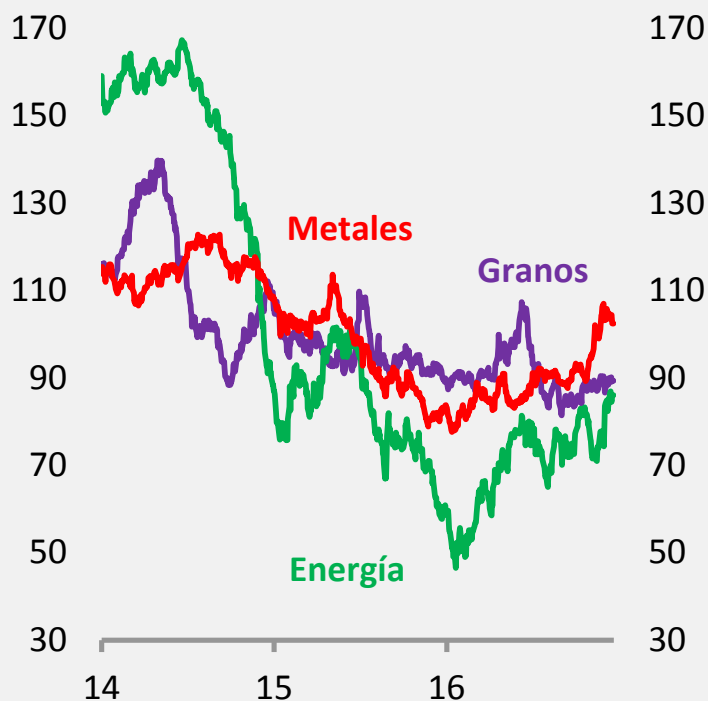
(1) Excluye Venezuela. Utiliza ponderadores WEO para el 2015. (2) Considera los países desarrollados según la clasificación del FMI incluidos en la proyección de Consensus Forecasts. Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.



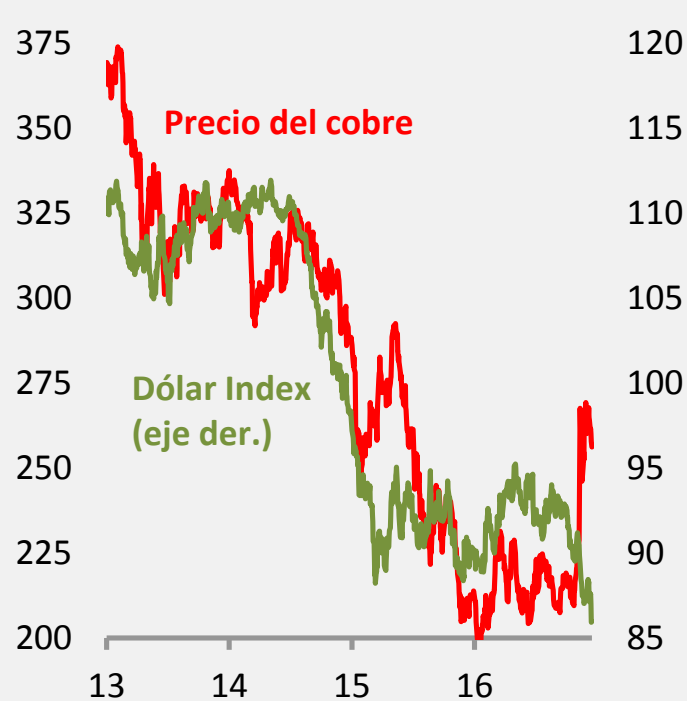


**El precio de los metales y el petróleo aumentó. El del cobre, se alzó con mayor notoriedad en las últimas semanas. Con todo, la apreciación del dólar y el alza de las tasas de interés largas hacen dudar que se mantendrá en los niveles actuales.**

**Precio de materias primas (1)**  
(índice 2014-2016=100)



**Precio del cobre y dólar multilateral**  
(centavos de dólar por libra; índice 2013-2016=100)

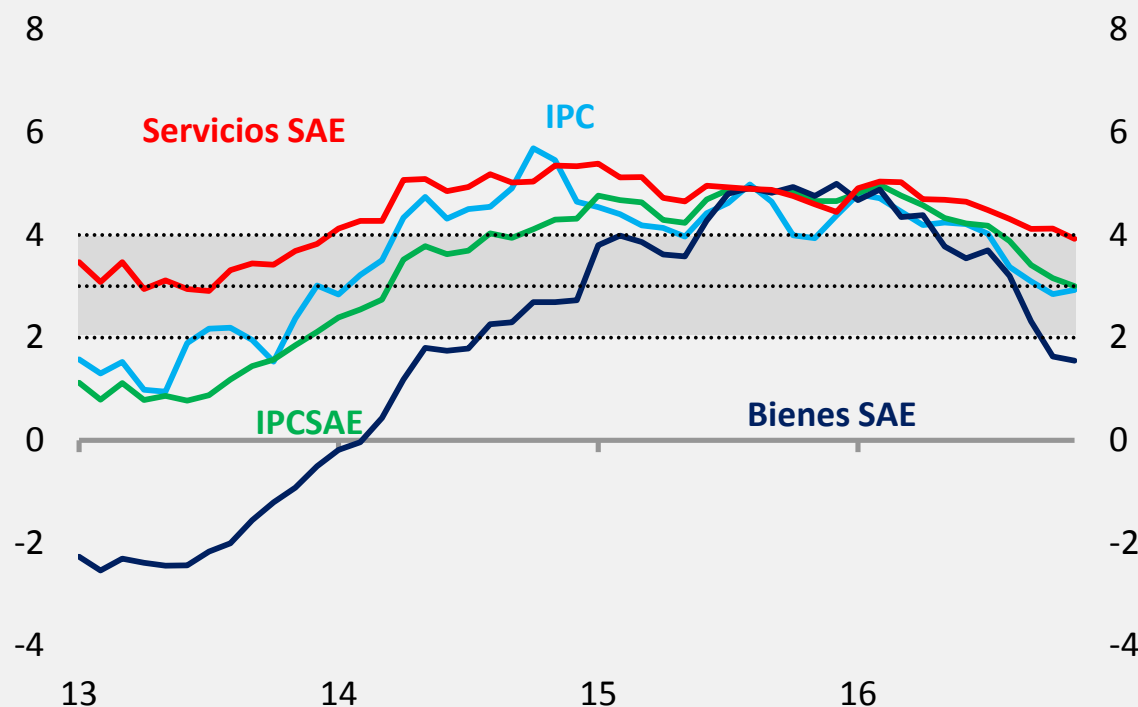


# Escenario interno



**La inflación del IPC llegó a 2,9%, descendiendo más rápido que lo esperado. La inflación de bienes del IPCSAE ha tenido un rápido descenso, mientras que la inflación de servicios del IPCSAE ha bajado más lentamente, considerando la moderada ampliación de las holguras de capacidad y su alto grado de indexación.**

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



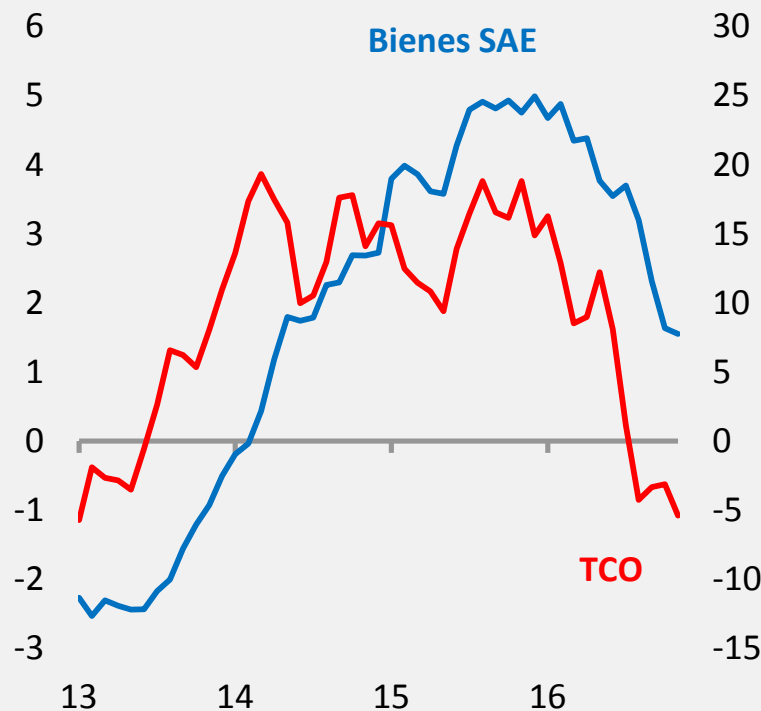
(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

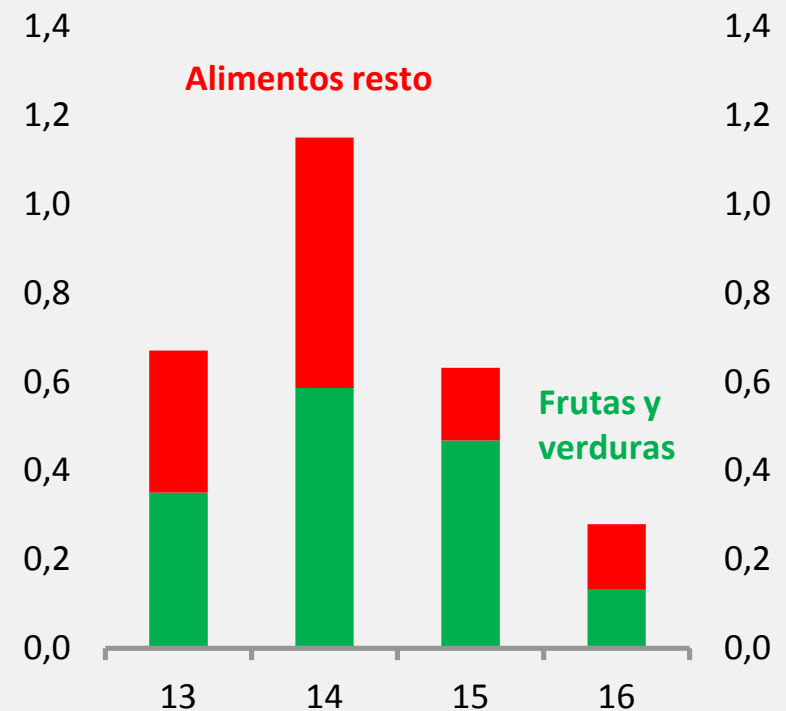


**El mayor descenso de la inflación se relaciona principalmente con los precios de los bienes más asociados al tipo de cambio y el de las frutas y verduras frescas. Estos últimos, sorprendieron por su comportamiento atípico respecto de patrones históricos.**

**Tipo de cambio y bienes SAE**  
(variación anual, porcentaje)

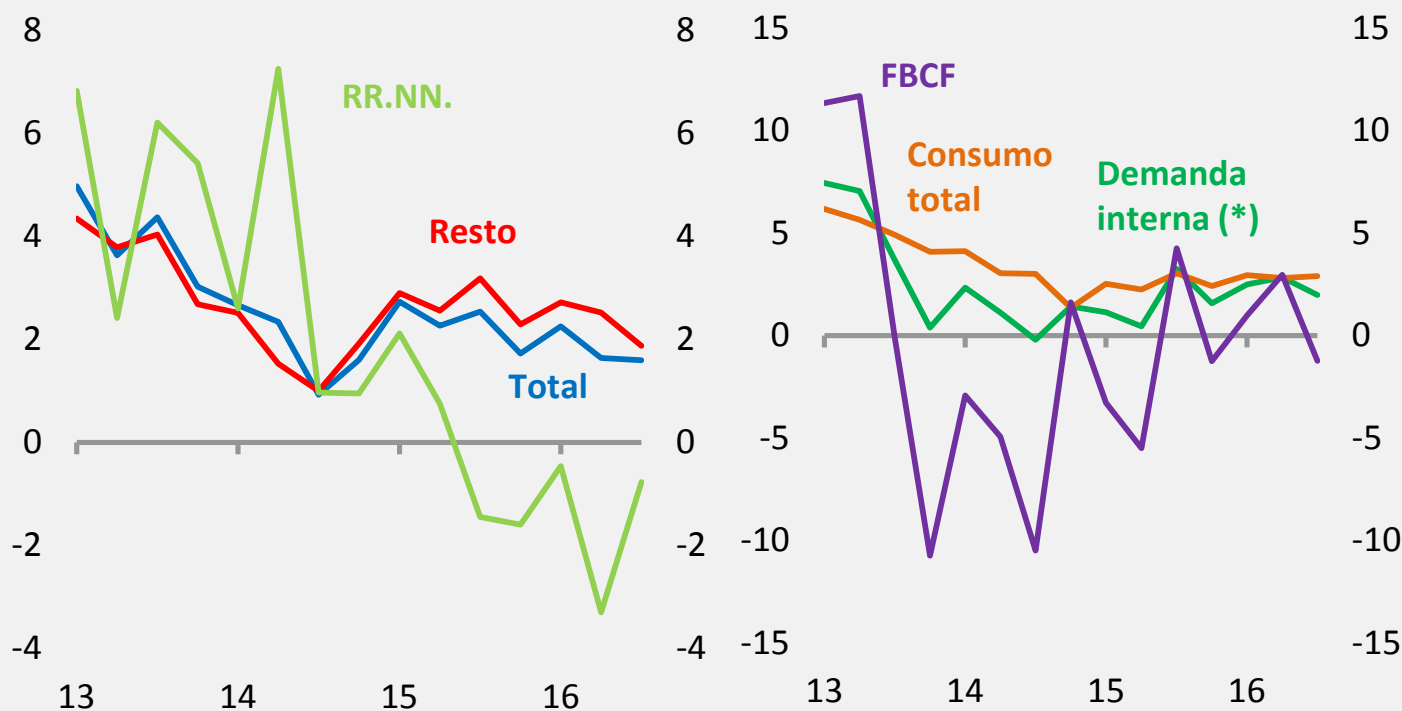


**Alimentos: Incidencia acumulada entre julio y noviembre**  
(puntos porcentuales)



**Las cifras de actividad del tercer trimestre continuaron con un dinamismo acotado. El PIB resto creció liderado por algunos sectores de servicios y el comercio. En tanto, los sectores de RR.NN. siguieron afectados por el débil desempeño de la minería. La demanda siguió impulsada por el consumo, mientras la inversión persiste débil.**

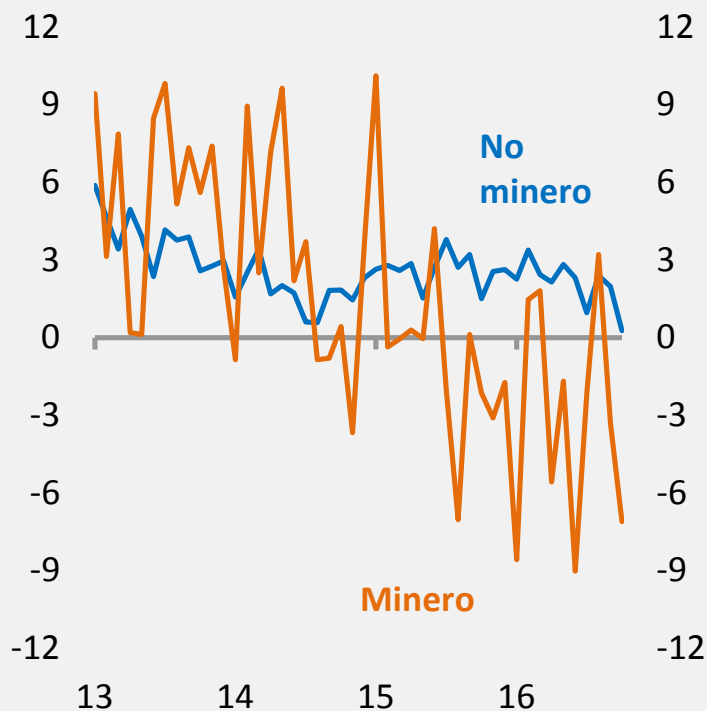
**PIB y demanda interna**  
(variación real anual, porcentaje)



# El Imacec de octubre sorprendió a la baja, pero indicadores de demanda siguen en línea con lo previsto.

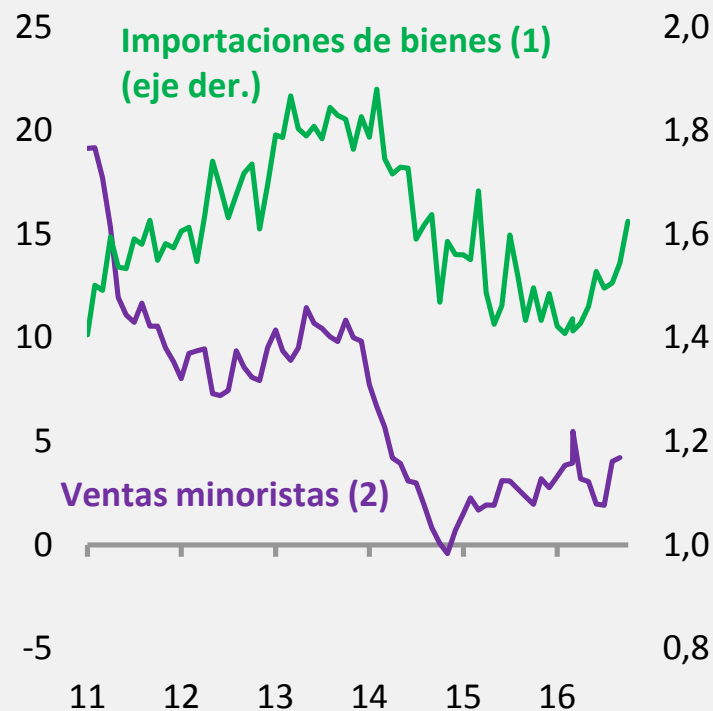
## Imacec

(variación anual, porcentaje)



## Indicadores de consumo

(porcentaje; miles de millones de dólares)

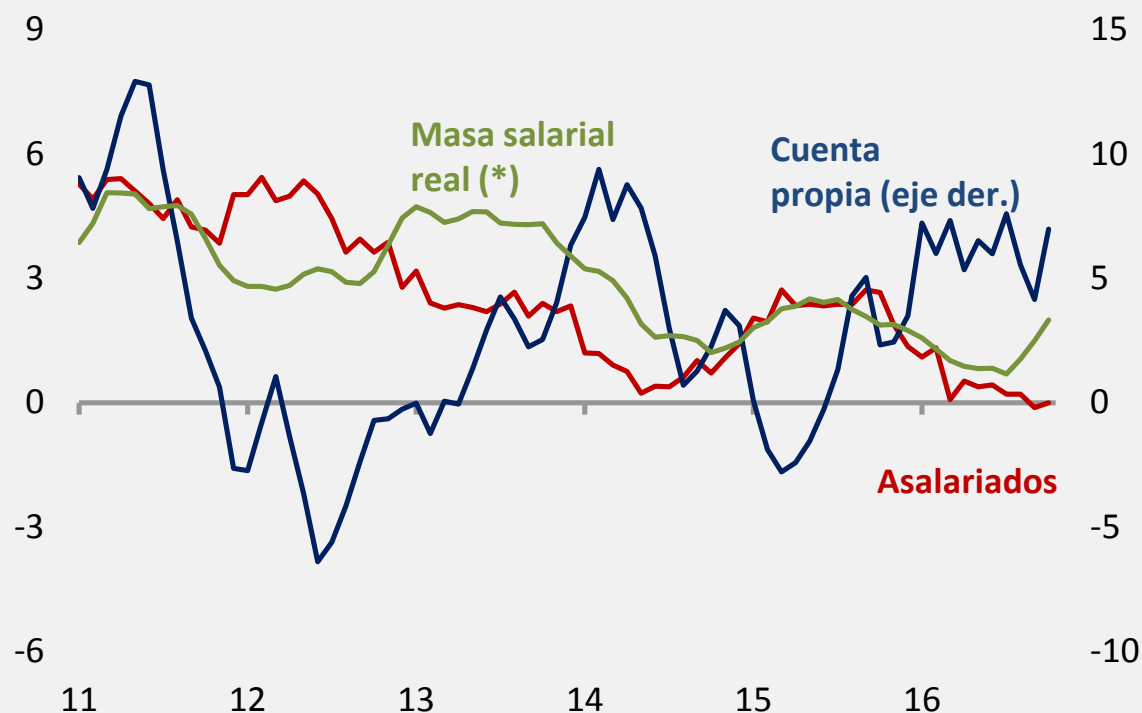


(1) Series nominales desestacionalizadas. (2) Corresponde al IVCm real considerando la variación anual del promedio móvil trimestral. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En los determinantes del consumo, el mercado laboral se ha caracterizado por un empleo asalariado que se ha estancado y uno por cuenta propia que sigue creciendo a tasas elevadas. La masa salarial aumentó, de la mano de los salarios reales, incididos principalmente por la menor inflación.

### Mercado laboral (variación anual, porcentaje)



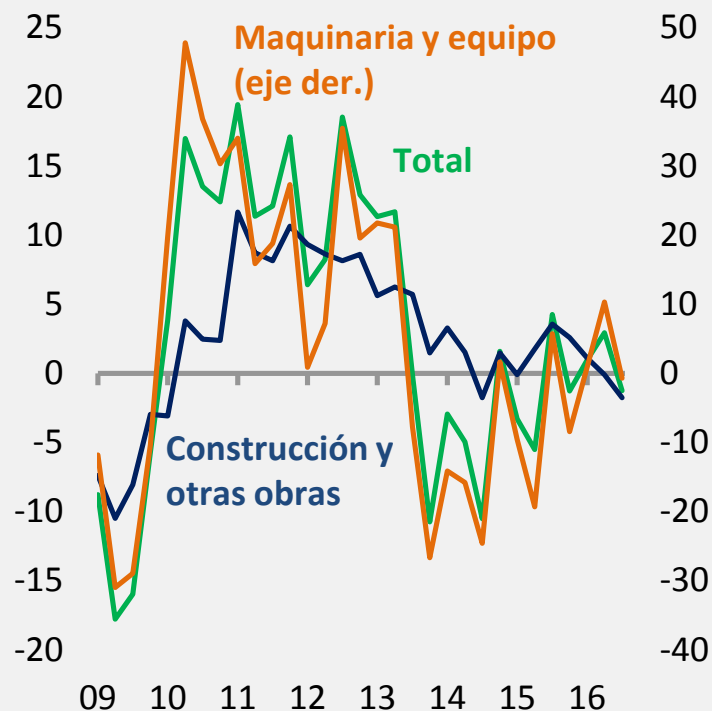
(\*) Promedio móvil trimestral.

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

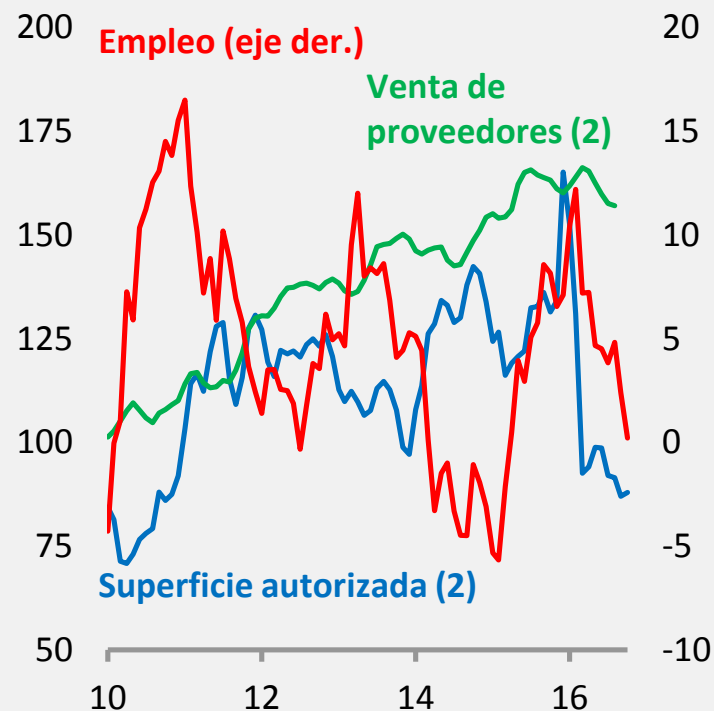


**La inversión sigue débil, afectada principalmente por el deterioro de construcción y otras obras. Ello, principalmente, por una nueva contracción de la edificación habitacional y, en menor medida, de las obras de ingeniería.**

**Formación bruta de capital fijo**  
(variación real anual, porcentaje)



**Indicadores de construcción y edificación (1)**  
(índice 2009=100; variación anual, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Promedio móvil trimestral.

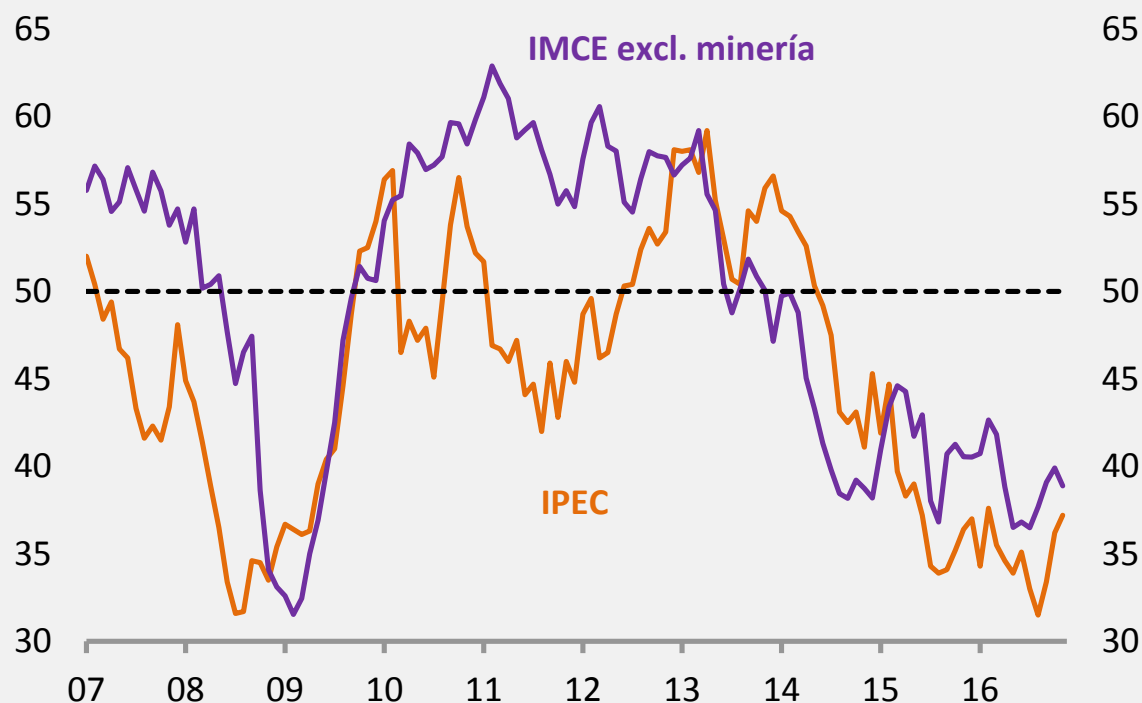
Fuentes: Banco Central de Chile, CChC e Instituto Nacional de Estadísticas.





**La confianza de los consumidores y empresarios, más allá de los vaivenes, permanece en niveles claramente pesimistas.**

### **Expectativas de empresas y consumidores (\*)** (índice)

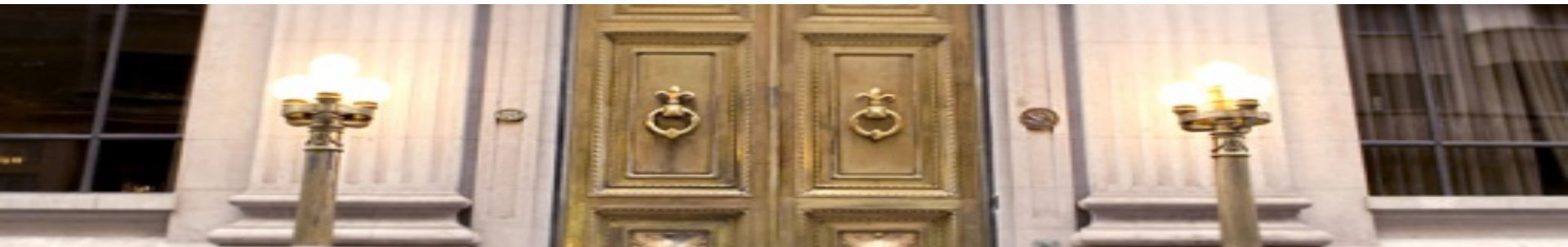


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

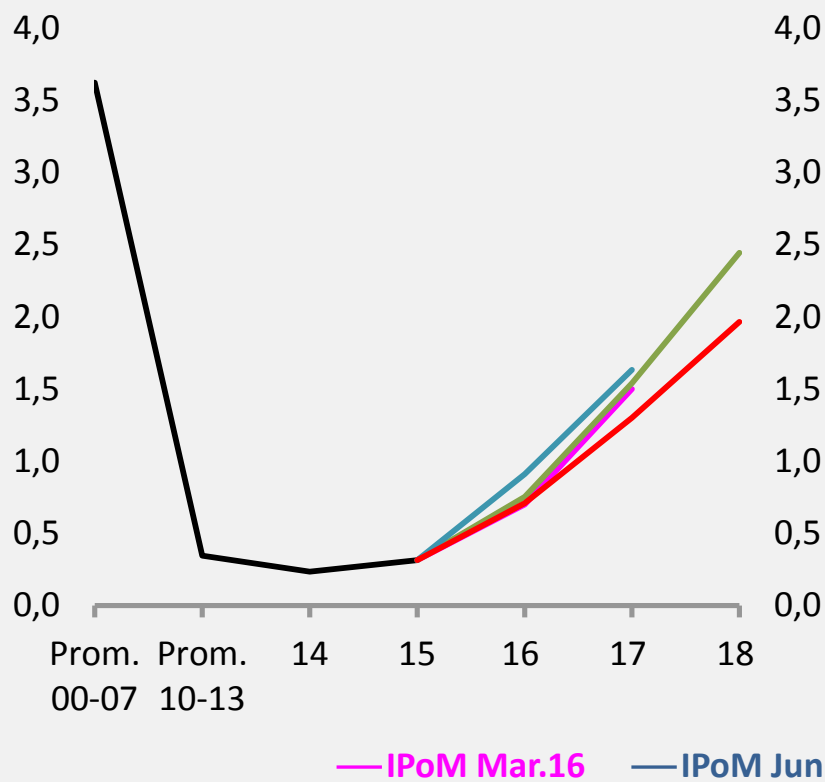


# Perspectivas

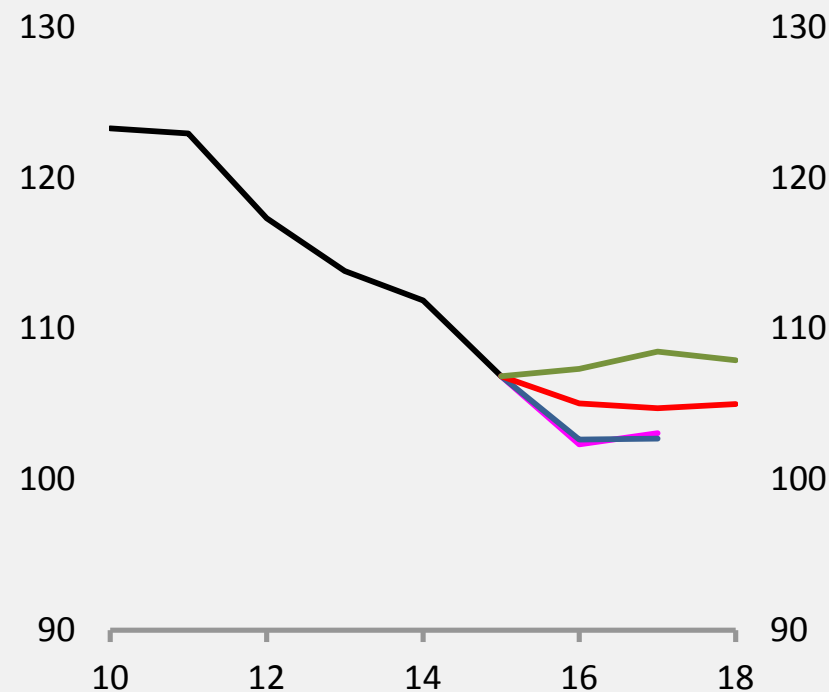


**En el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena será similar a lo considerado en septiembre. Por un lado, las condiciones financieras serán menos favorables, no obstante los términos de intercambio serán mejores.**

**Libor US\$ nominal a 90 días**  
(porcentaje)



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



Fuente: Banco Central de Chile.



**Por otro lado, las proyecciones de crecimiento mundial no cambian mayormente y se siguen considerando tasas de variación anual crecientes.**

### **Escenario internacional** (variación anual, porcentaje)

|                              | 2015 | 2016 (f)        |                | 2017 (f)        |                | 2018 (f)        |                |
|------------------------------|------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|                              |      | IPoM<br>Sept.16 | IPoM<br>Dic.16 | IPoM<br>Sept.16 | IPoM<br>Dic.16 | IPoM<br>Sept.16 | IPoM<br>Dic.16 |
| PIB socios comerciales       | 3,2  | 2,8             | 2,9            | 3,2             | 3,2            | 3,4             | 3,4            |
| PIB mundial PPC              | 3,2  | 3,0             | 3,1            | 3,3             | 3,3            | 3,5             | 3,5            |
| PIB mundial a TC de mercado  | 2,6  | 2,2             | 2,3            | 2,6             | 2,6            | 2,8             | 2,8            |
| Estados Unidos               | 2,6  | 1,5             | 1,6            | 2,2             | 2,3            | 2,3             | 2,3            |
| China                        | 6,9  | 6,5             | 6,7            | 6,2             | 6,2            | 6,0             | 6,0            |
| Eurozona                     | 2,0  | 1,5             | 1,6            | 1,4             | 1,5            | 1,6             | 1,6            |
| América Latina (excl. Chile) | -0,4 | -0,9            | -1,2           | 1,7             | 1,4            | 2,0             | 2,3            |
| Precios externos (en US\$)   | -9,8 | -2,2            | -2,5           | 1,6             | 1,1            | 1,7             | 1,7            |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



**El PIB del 2016 se estima en 1,5% anual, por una expansión del cuarto trimestre menor que lo previsto. Ello, sumado a un ambiente de mayor incertidumbre y niveles de confianza que siguen pesimistas, reduce el rango de crecimiento esperado para el 2017.**

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

|                                                     | 2015 | 2016 (f)        |                | 2017 (f)        |                |
|-----------------------------------------------------|------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|                                                     |      | IPoM<br>Sept.16 | IPoM<br>Dic.16 | IPoM<br>Sept.16 | IPoM<br>Dic.16 |
| PIB                                                 | 2,3  | 1,5-2,0         | 1,5            | 1,75-2,75       | 1,5-2,5        |
| Demanda interna                                     | 2,0  | 1,0             | 1,1            | 2,4             | 2,6            |
| Demanda interna (sin var. de existencias)           | 1,6  | 1,5             | 2,0            | 2,1             | 2,0            |
| Formación bruta de capital fijo                     | -1,5 | -1,5            | -0,6           | 0,7             | 0,7            |
| Consumo total                                       | 2,5  | 2,4             | 2,8            | 2,5             | 2,4            |
| Exportaciones de bienes y servicios                 | -1,9 | 1,2             | 0,1            | 2,2             | 2,0            |
| Importaciones de bienes y servicios                 | -2,8 | -1,6            | -1,4           | 2,9             | 4,1            |
| Cuenta corriente (% del PIB)                        | -2,1 | -1,6            | -1,7           | -1,8            | -1,9           |
| Ahorro nacional bruto (% del PIB)                   | 20,3 | 19,7            | 19,3           | 19,6            | 19,2           |
| Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB) | 22,7 | 22,1            | 22,2           | 21,8            | 21,7           |

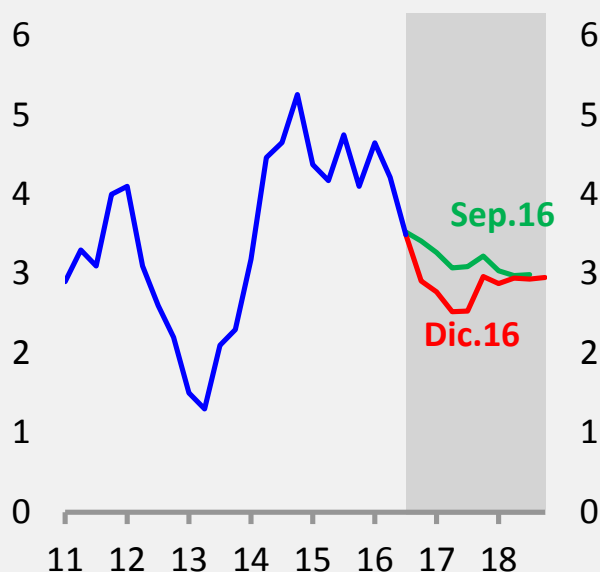
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile .

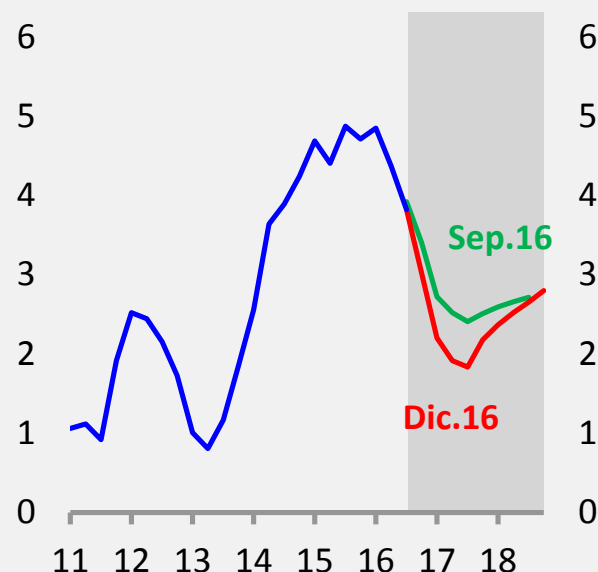


**La inflación anual continuará descendiendo, ubicándose por debajo de 3% durante gran parte del 2017, y en torno a ese valor el resto del horizonte de proyección. En ello incidirá una importante reducción del IPCSAE, que será en parte compensado por los ítems más volátiles. Esto en un contexto donde se espera que existan holguras de capacidad durante todo el horizonte de proyección.**

**Inflación IPC (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



**Inflación IPCSAE (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



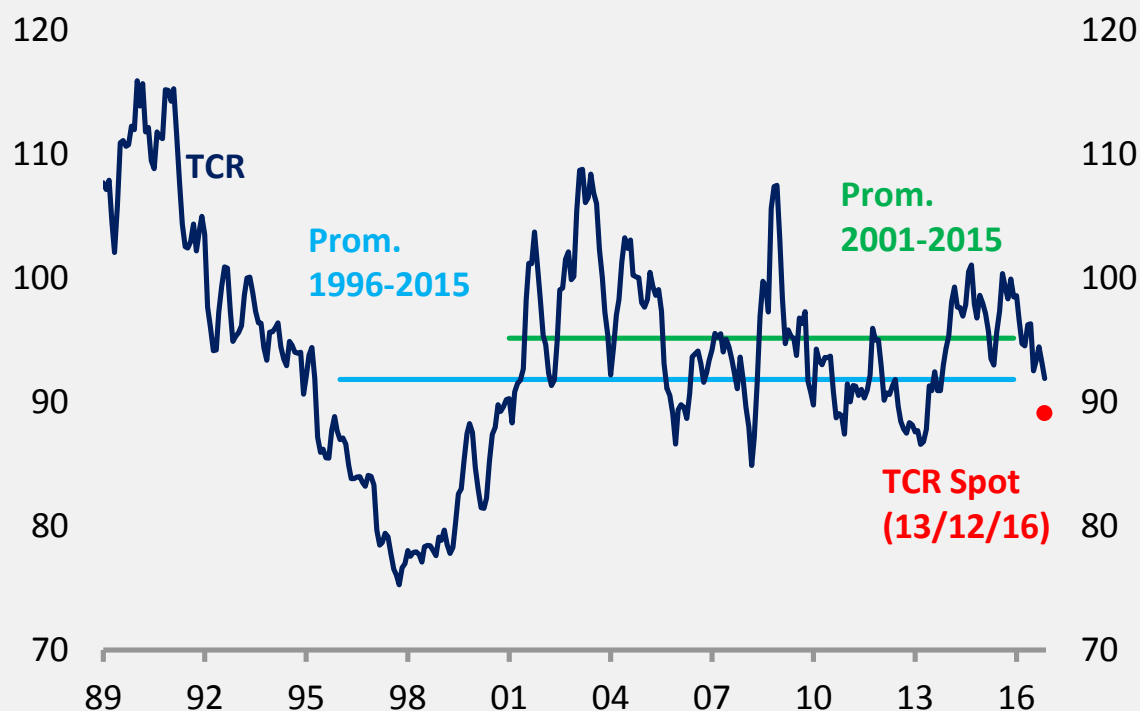
(\*) El área gris corresponde a la proyección a partir del cuarto trimestre del 2016.

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



**Al cierre estadístico, el TCR se encontraba en el rango coherente con sus fundamentos de corto plazo, pero era inferior a sus promedios de los últimos 15 o 20 años. En el escenario base, como supuesto de trabajo, el TCR se depreciará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección.**

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



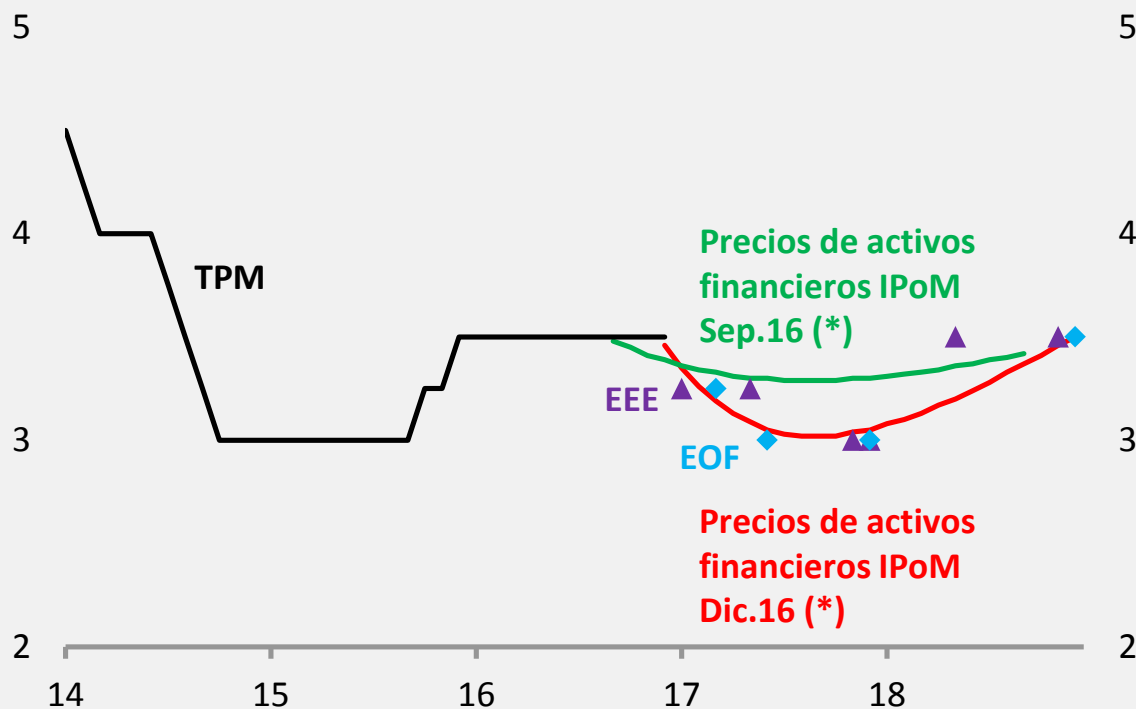
(\*) Dato de noviembre 2016 corresponde a estimación preliminar.

Fuente: Banco Central de Chile.



En este panorama, como supuesto de trabajo, la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que incorporan las distintas medidas de expectativas.

### TPM y expectativas (porcentaje)



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





**Si bien el abanico de riesgos se ha ampliado, el Consejo sigue estimando que el balance de estos para la inflación y la actividad está equilibrado.**

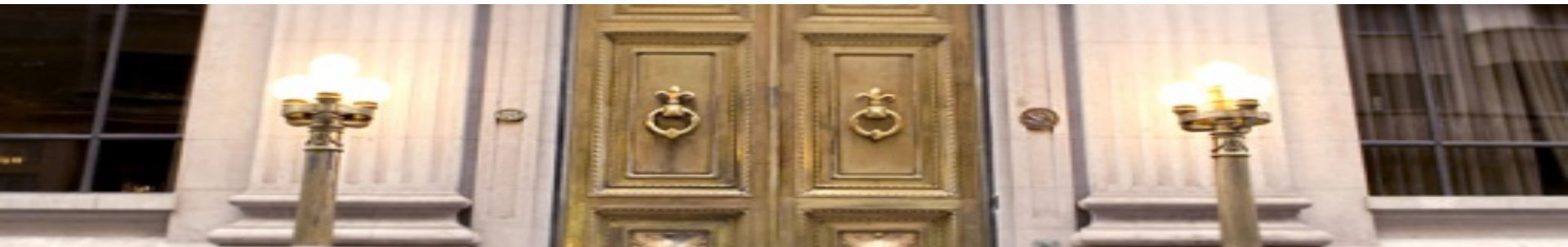
### **Internacional**

- Eventual paquete fiscal en EE.UU. y sus efectos.
- Fed más agresiva derivada de mayor inflación.
- Efectos en comercio y actividad mundial de medidas más proteccionistas.
- En Europa: *Brexit*, elecciones, salud de parte de la banca.
- Mayor deterioro de las condiciones financieras para emergentes.
- China, especialmente su sistema financiero.
- Ajustes pendientes en América Latina.

### **Internos**

- La convergencia de la inflación a 3% podría tomar más tiempo.
- Holguras de capacidad que se amplíen más de lo anticipado.
- Evolución del tipo de cambio y sus efectos en la inflación de corto plazo.
- Demanda más favorable.
- Impacto de un mayor deterioro de las condiciones financieras externas.
- Mantención del precio del cobre por sobre lo previsto.
- Mejoras de las confianzas.

# **Informe de Estabilidad Financiera**



# Conclusiones IEF

**El alza de las tasas de interés externas junto con el impacto transitorio sobre sus símiles locales, afectó la valoración de algunos activos en especial de renta fija.**

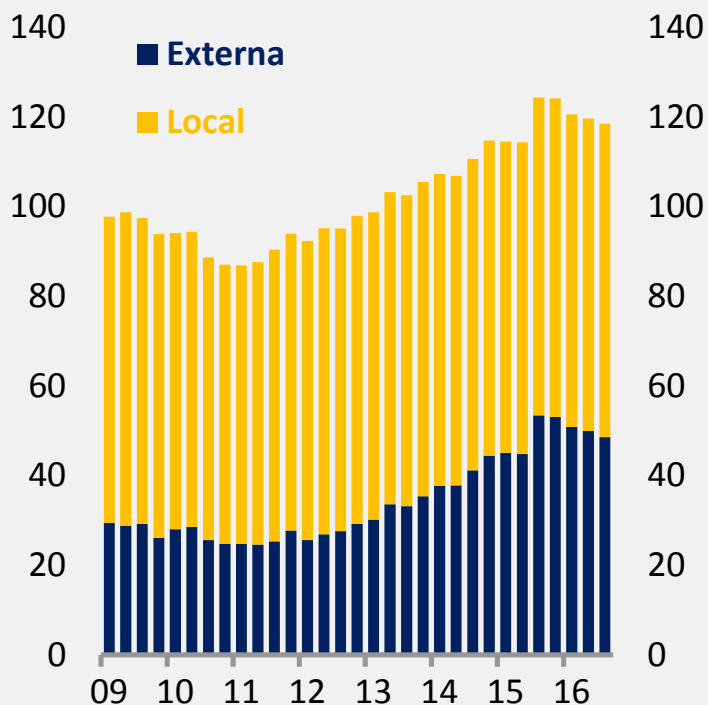
**De todos modos, la situación financiera de empresas y hogares no varió sustantivamente desde el IEF de junio. El mercado inmobiliario, en tanto, sigue dando señales de desaceleración.**

**El sistema bancario disminuyó su rentabilidad en los últimos meses, aunque exhibe mejoras en materia de capitalización. Aun así, la brecha de capital de la banca local se mantiene en relación con un grupo importante de países.**

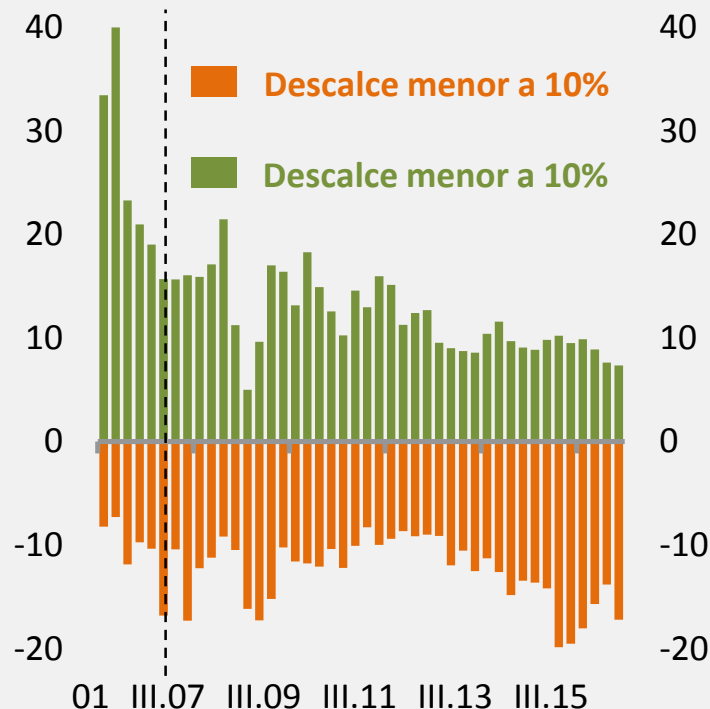
**Si bien no hay grandes cambios desde el IEF de junio, la fortaleza financiera de los agentes locales se ha deteriorado en los últimos años, en línea con el deterioro de la actividad económica.**

**Las empresas locales disminuyeron su deuda en los últimos meses, aunque esta persiste alta en perspectiva histórica. Los descálces cambiarios no han sufrido mayores variaciones, pese a la volatilidad del tipo de cambio.**

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



**Descalce de empresas del sector corporativo (2) (3) (4)**  
(porcentaje del PIB)

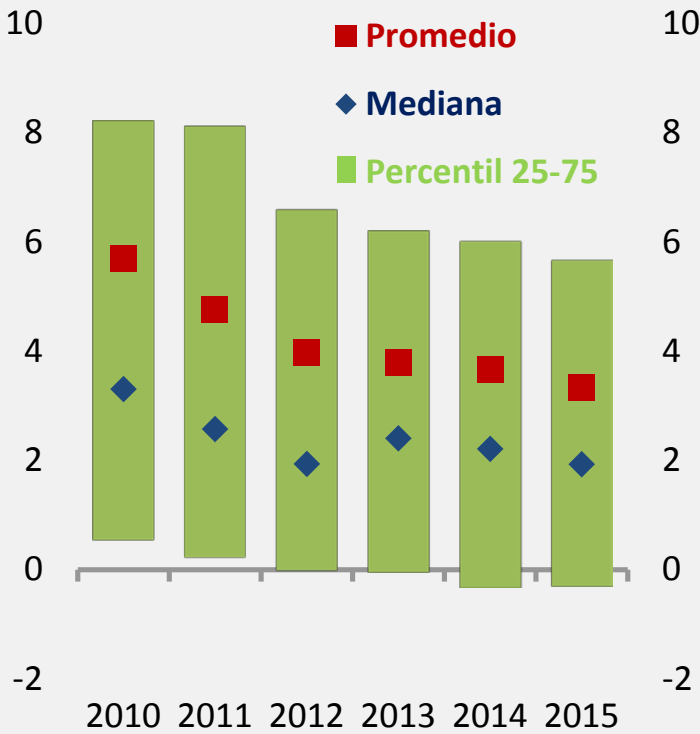


(1) Basado en información administrativa a nivel de empresas. Incluye entidades financieras no-bancarias. (2) Considera una muestra que reporta sus balances en pesos. El descálce corresponde a pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales. (3) No considera empresas estatales, mineras y financieras. (4) Datos anuales hasta el año 2006, en adelante, datos trimestrales. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

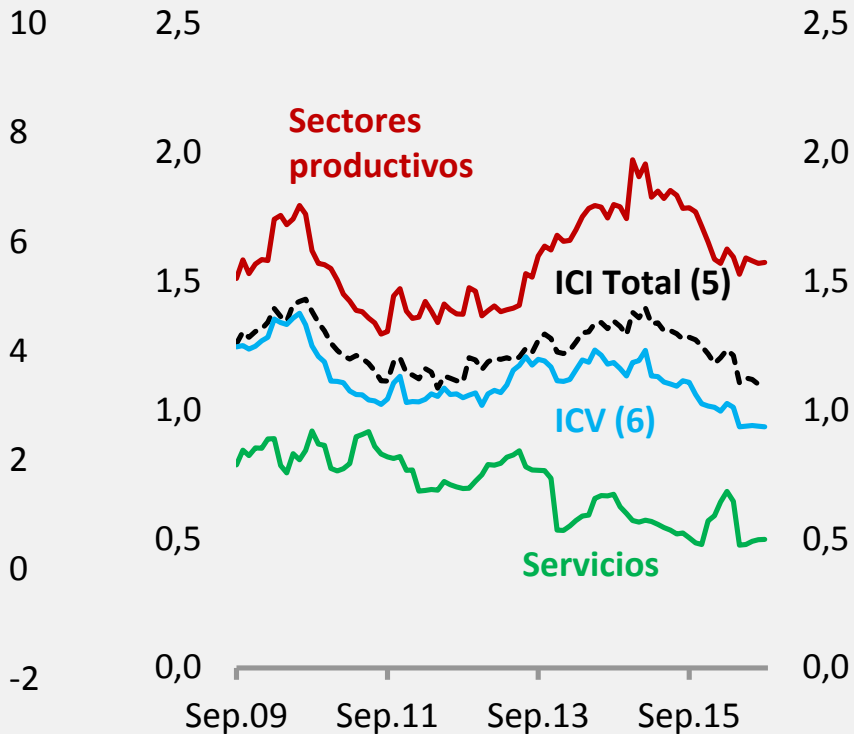


La rentabilidad de las firmas nacionales se mantiene acotada. La morosidad con la banca también es reducida.

Rentabilidad de las empresas a nivel país (1) (2)  
(porcentaje)



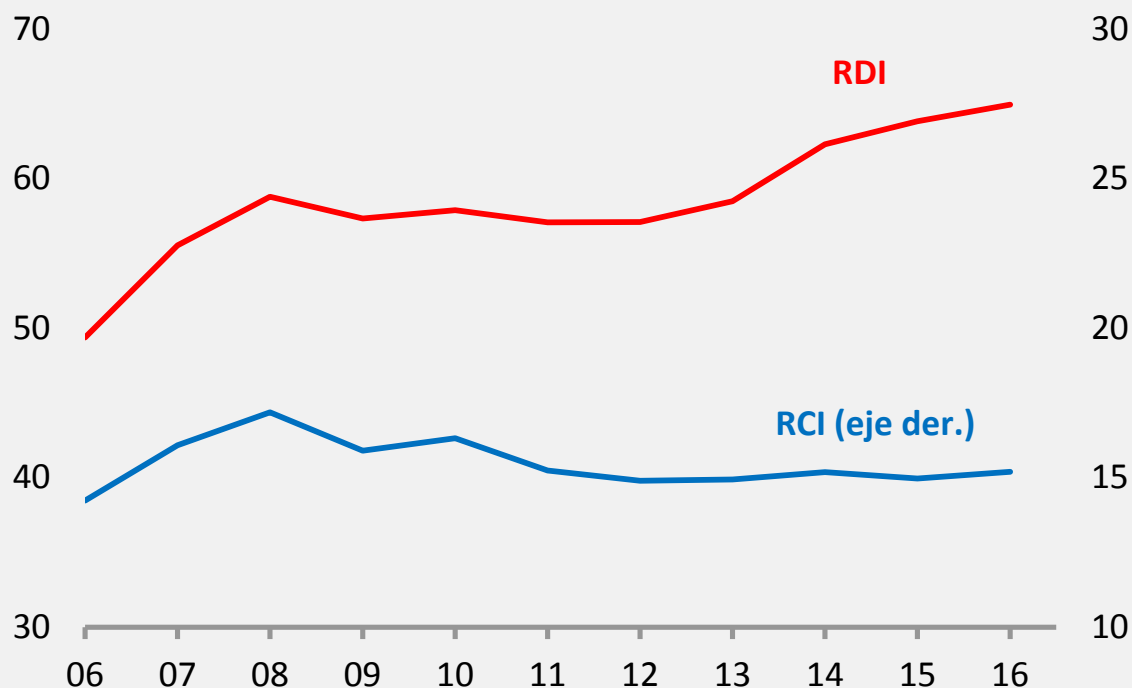
Índice de cuota impaga comercial (3) (4)  
(porcentaje de las colocaciones)



(1) Utilidad del ejercicio sobre activos totales (sin considerar valores intangibles, nominales, transitorios y de orden). Valores ponderados por activos totales. No considera Servicios Financieros ni Minería. (2) La información y metodología utilizadas para confeccionar la tabla se encuentran actualmente en revisión. Los resultados finales están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información. (3) Colocaciones no consideran créditos contingentes. (4) La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al 2015. Los resultados están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información. (5) Incluye créditos sin clasificación sectorial y a personas. (6) Índice de cartera vencida considera créditos contingentes en las colocaciones y no COMEX. Fuente: Banco Central de Chile en base a información del INE, SII y SBIF.

**La deuda de los hogares continúa aumentando, no obstante las menores tasas de interés hasta septiembre ayudaron a mantener estable la carga financiera. La morosidad de los hogares, aunque con algunas salvedades, tampoco varió mucho desde junio.**

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



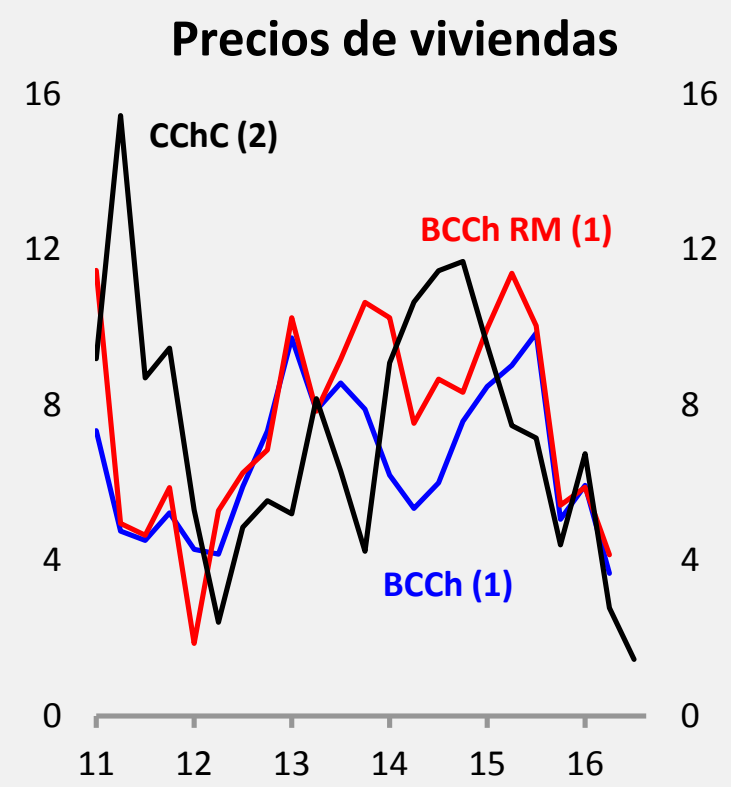
(\*) Para 2016, incluye información hasta el tercer trimestre.

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



En cuanto al sector inmobiliario, los precios de las viviendas y el crédito hipotecario moderaron su crecimiento. La tasa de desistimiento no ha aumentado, pero el mayor pie exigido para acceder al financiamiento hipotecario podría afectar este indicador.

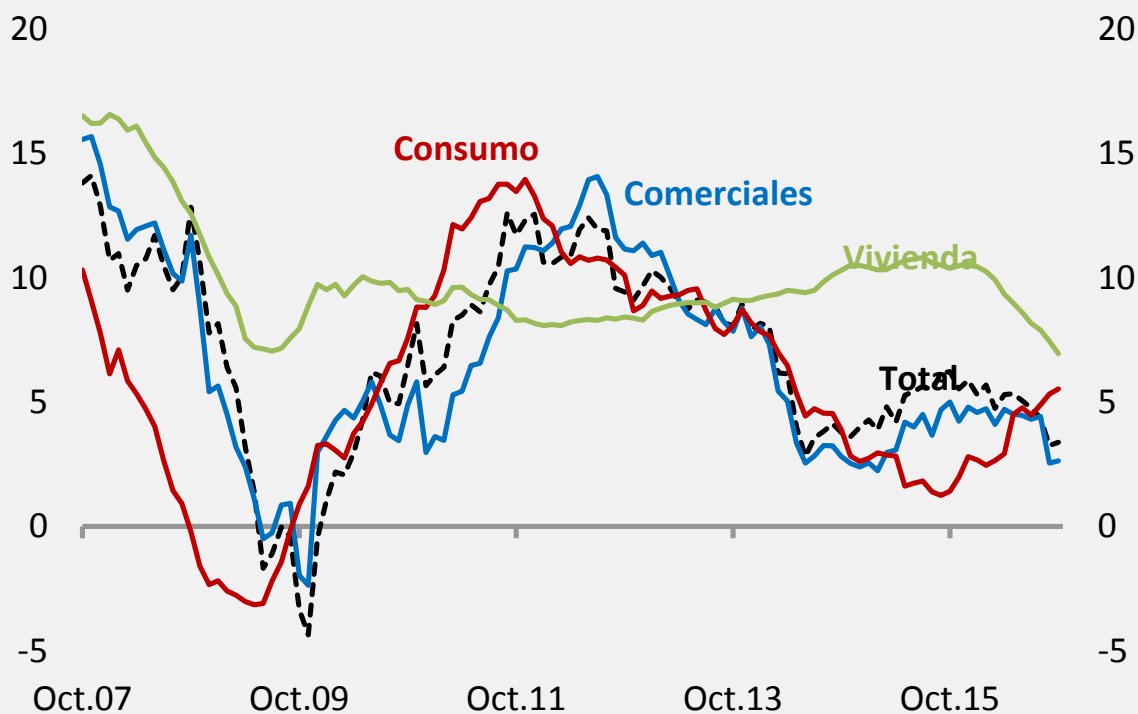
**Mercado inmobiliario**  
(variación anual, porcentaje)



(1) IPV método estratificado. (2) Modelo hedónico viviendas nuevas de Santiago.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII y CChC.

En cuanto a las colocaciones, el dinamismo de los créditos a empresas continuó en línea con el ciclo, mientras que las colocaciones hipotecarias se desaceleraron y las de consumo presentaron alguna recuperación.

### Crecimiento real anual de las colocaciones (\*) (porcentaje, variación real anual)



(\*) Basado en estados financieros individuales. La actividad de las carteras de consumo y comercial se vieron influenciadas por una operación puntual que vincula a Cencosud y Scotiabank.

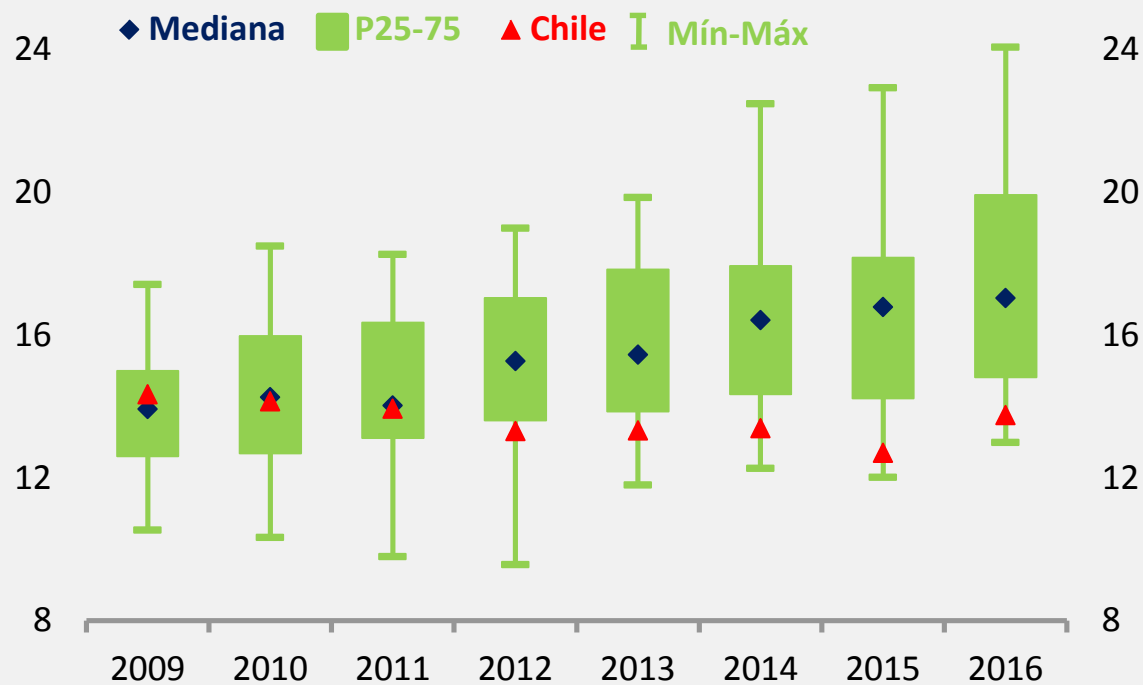
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.





Las capitalizaciones realizadas en el primer semestre de este año elevaron los indicadores de adecuación de capital (IAC) del sistema bancario. Con todo, el IAC aún permanece bajo en el contexto internacional. Por su parte, la rentabilidad de la banca cayó por un menor aporte del margen de intereses.

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



(1) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo. Considera los países miembros de la OCDE. Rep. Corea con último dato disponible para 2014. Islandia, Suiza y Reino Unido con información para 2015. (2) El máximo corresponde al percentil 90.

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

# Comentarios finales

**La inflación ha descendido más rápido que lo previsto, pero se ubicará en 3% a fines del horizonte de proyección.**

**La actividad sigue creciendo de forma acotada y se estima que el crecimiento del 2016 se ubique en el límite inferior del rango proyectado en septiembre. Se prevé que la economía retomará tasas de expansión cercanas al potencial hacia fines del 2017.**

**En el plano externo, tras la elección en EE.UU. las condiciones financieras se volvieron menos favorables, pero permanecen expansivas desde una perspectiva histórica.**

**En este escenario, los riesgos internos y externos se han incrementado y son relevantes.**

**Como siempre, 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.**



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Diciembre 2016**

# **INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

## **Segundo Semestre 2016**

**Mario Marcel C.**  
Presidente



Banco Central de Chile, Diciembre 2016