



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2018

Mario Marcel

Presidente



# Principales mensajes

- La evolución del escenario macroeconómico ha reducido los riesgos para la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política.
- Las expectativas y proyecciones de inflación de corto plazo han aumentado, principalmente por el mayor precio del petróleo. A dos años plazo, se mantienen en 3%.
- No obstante, la trayectoria de aumento pausado de la inflación subyacente sigue sin muchos cambios respecto de marzo, pues si bien la economía ha afianzado su recuperación, aún resta camino para cerrar las holguras presentes.
- El mayor dinamismo de la inversión mejora las perspectivas de crecimiento para el 2018, el que se ubicaría entre 3,25 y 4%. El crecimiento en la segunda mitad del año será menor al observado en el primer cuatrimestre. Las perspectivas de crecimiento para el período 2019-2020 no se han modificado.
- En lo externo, el impulso que recibirá la economía nacional será algo menor, por un ajuste más rápido de las condiciones financieras y términos de intercambio menos favorables.
- En este contexto, el Consejo ha mantenido la TPM en 2,5%, y reafirma que esta solo comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%.



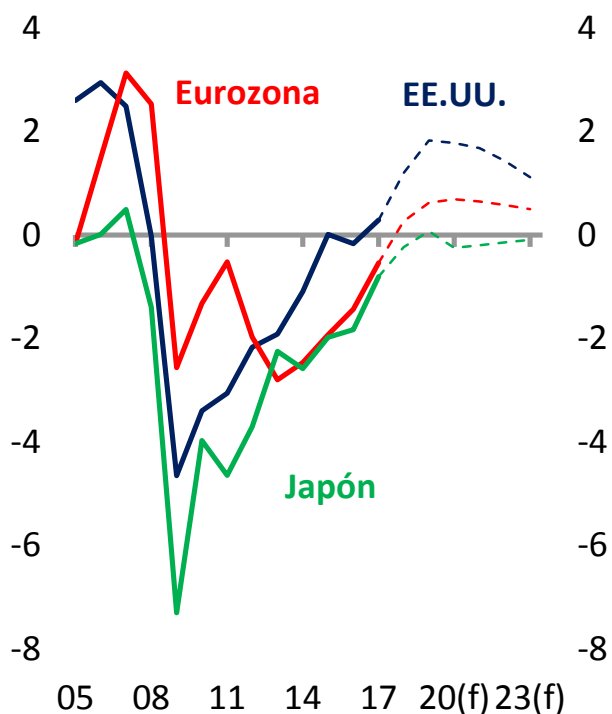
# Evolución reciente de la economía: Escenario internacional



En el escenario externo, los datos de actividad e inflación han consolidado las diferencias entre la posición cíclica de Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas.

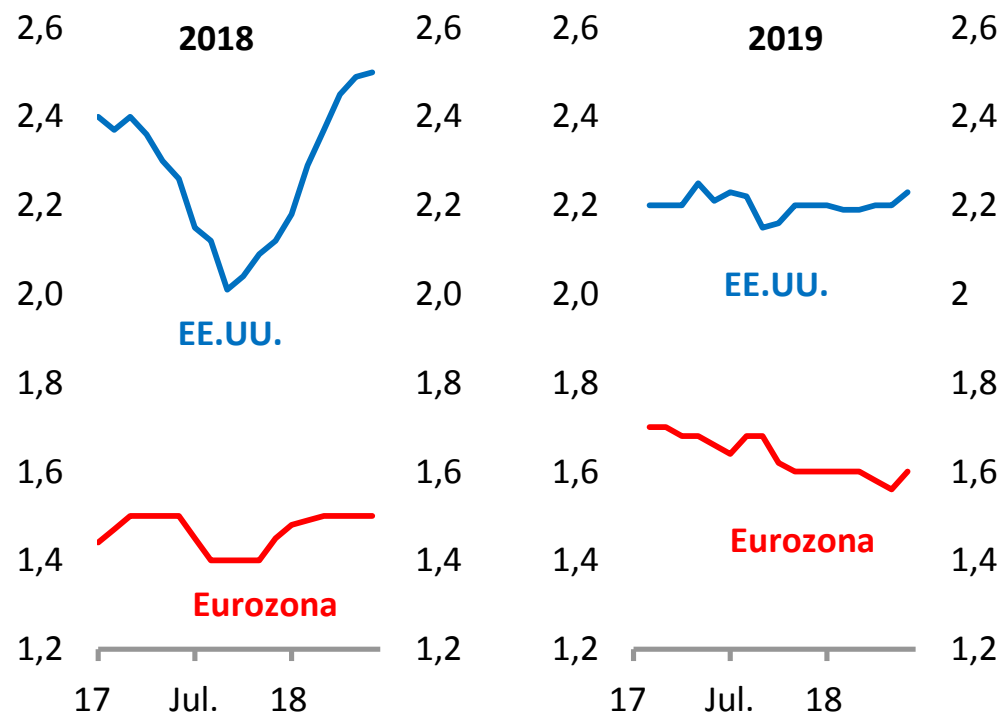
### Brecha de actividad (\*)

(porcentaje del PIB potencial)



### Expectativas de inflación

(variación anual, porcentaje)



(\*) Líneas segmentada corresponden a la brecha esperada.

(f) Proyección.

Fuentes: Bloomberg y FMI.

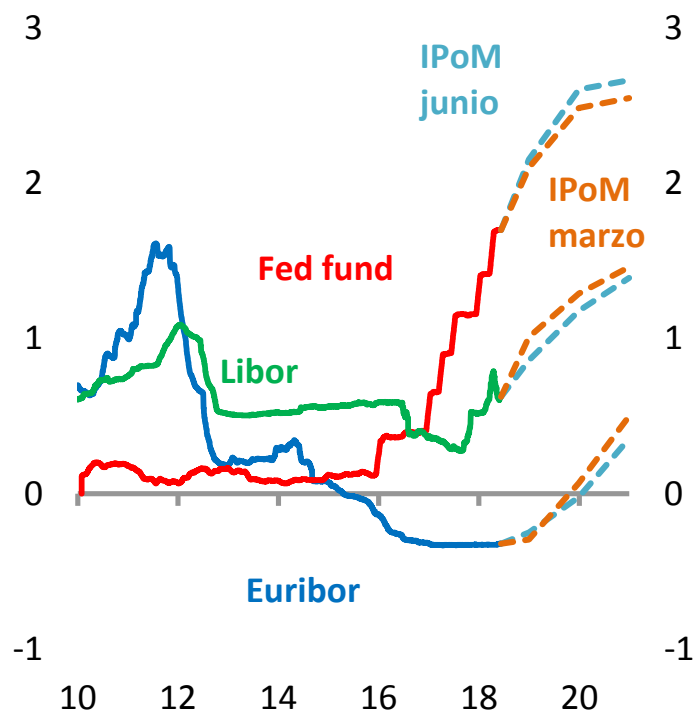
Fuente: Bloomberg.



Esto ha agudizado las discrepancias sobre cuál será la evolución futura de la política monetaria en los distintos bloques económicos. Estas diferencias han provocando movimientos en las tasas de interés y ha apreciado el dólar a nivel global.

### Expectativas de TPM del mercado

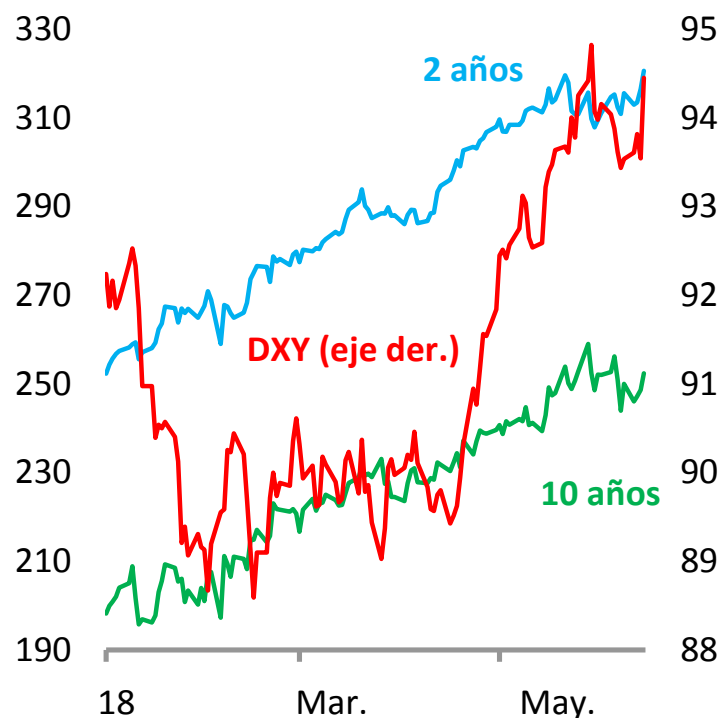
(a diciembre de cada año, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

### Diferencial de tasas entre EE.UU. y Alemania y dólar multilateral

(puntos base; índice)



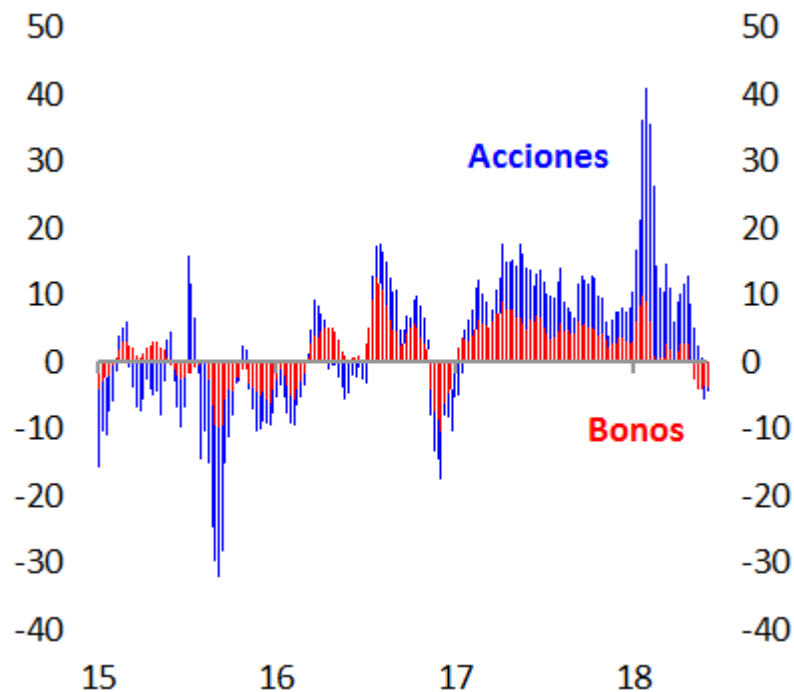
Fuente: Bloomberg.



Por ello las condiciones financieras son algo menos favorables para las economías emergentes. Así, los flujos de capitales descendieron y las tasas de interés de largo plazo aumentaron en la mayoría de ellas. Los premios por riesgo subieron, aunque siguen bajos en perspectiva.

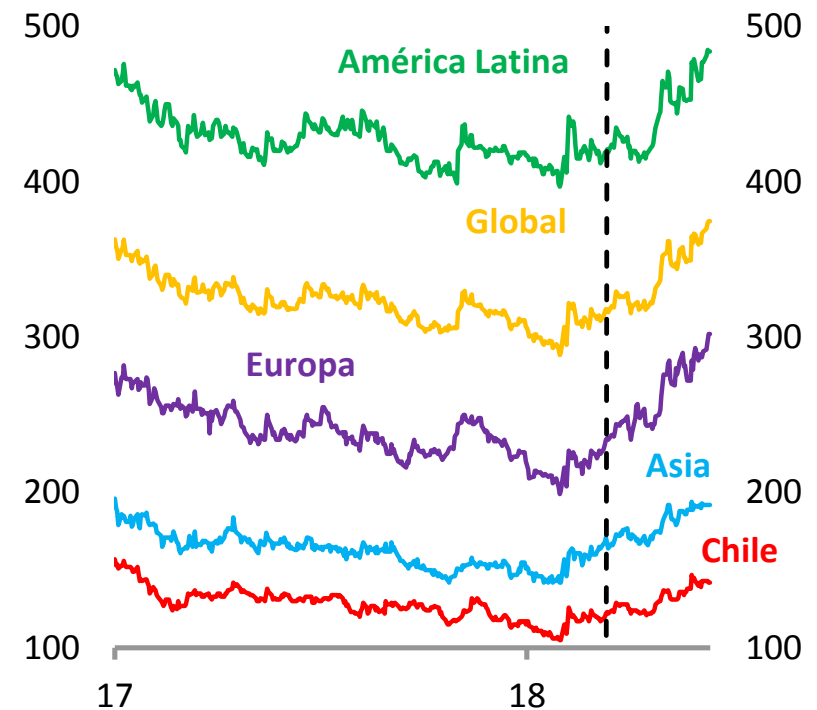
### Flujo de capital a países emergentes

(miles de millones de dólares, mes móvil)



### Premios por riesgo (\*)

(puntos base)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

(\*) Medidos por los EMBIs. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2018.

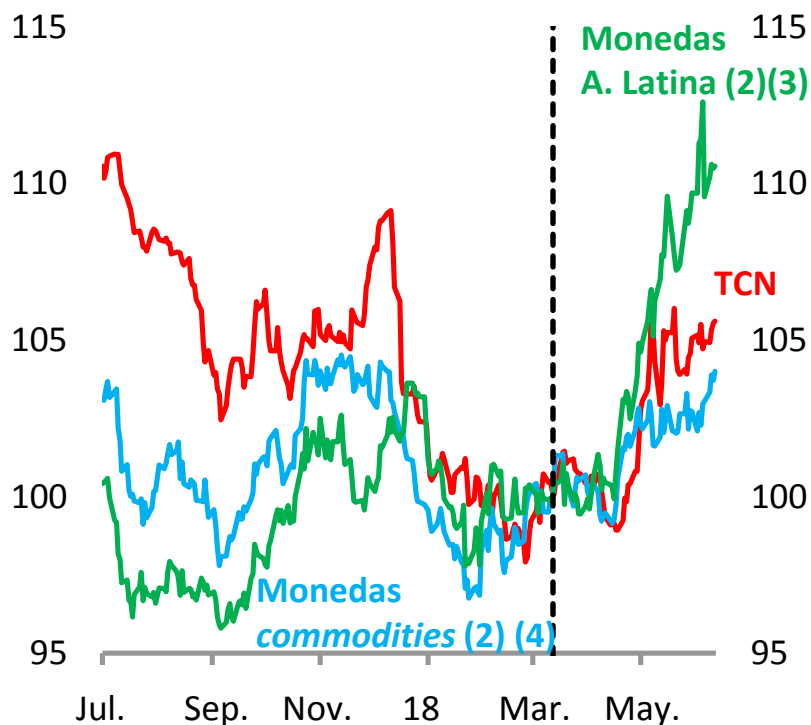
Fuente: Bloomberg.



En Chile, los movimientos en los mercados financieros se han traducido en una depreciación del peso, al igual que la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, a diferencia con lo que ha ocurrido a nivel global y otras economías de las región, la tasa de interés de largo plazo se ha mantenido relativamente estable.

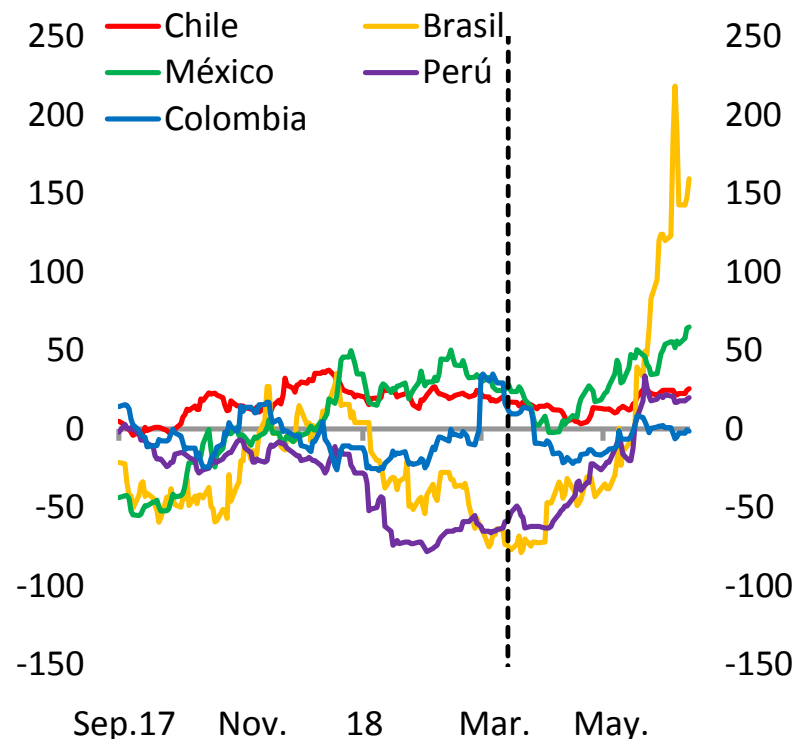
## Evolución paridades (1) (2)

(cierre estadístico IPoM marzo 2018=100)



## A. Latina: tasas de interés a 10 años (1)

(desvío respecto del promedio 2017-2018, puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2018. (2) Considera ponderadores WEO abril 2018. Aumento indica depreciación de la moneda frente al dólar de EE.UU. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Considera a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2018.

Fuente: Bloomberg.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

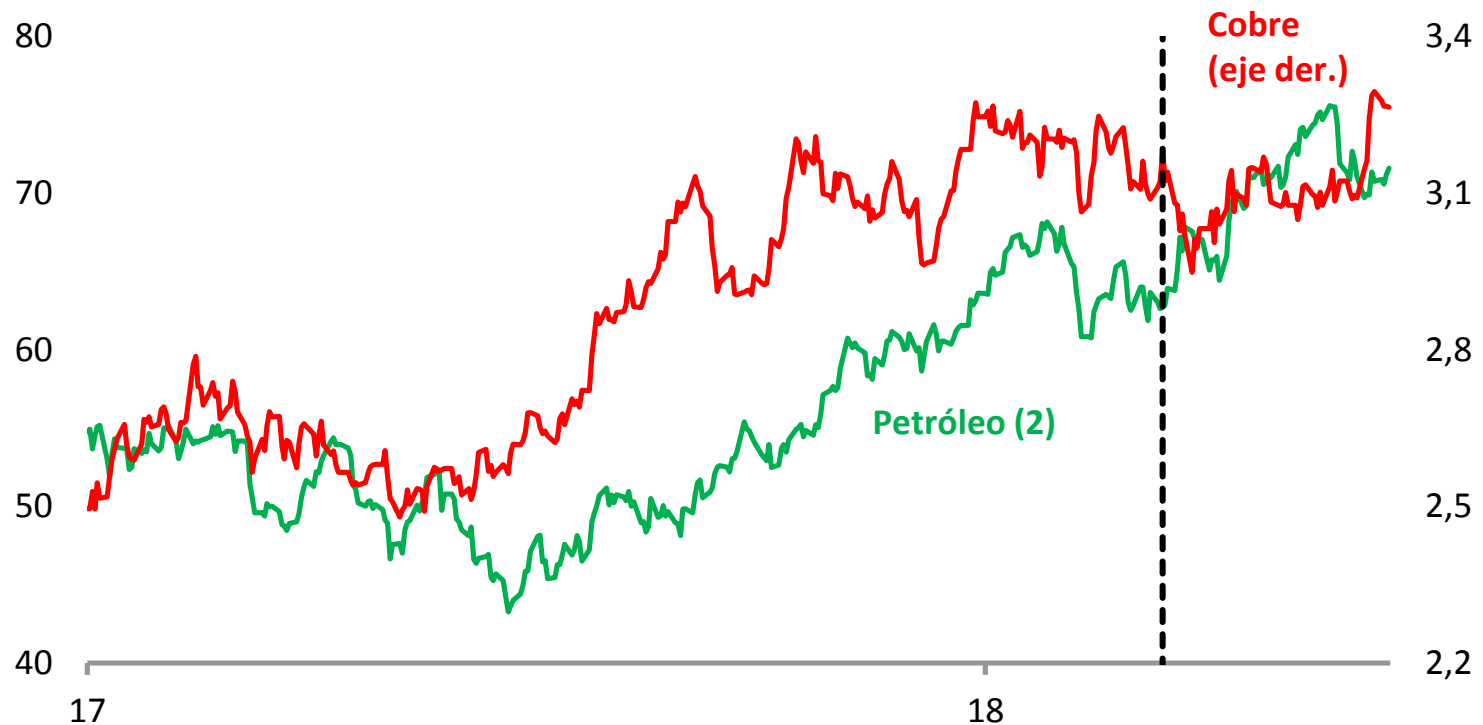




Destaca el aumento del precio internacional de los combustibles, en particular el petróleo Brent y la gasolina. El precio del cobre por su parte, aunque con vaivenes, se sostiene en valores sobre US\$3,0 dólares la libra.

## Precio de materias primas (1)

(dólares el barril; dólares la libra)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2018. (2) Promedio simple entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI.

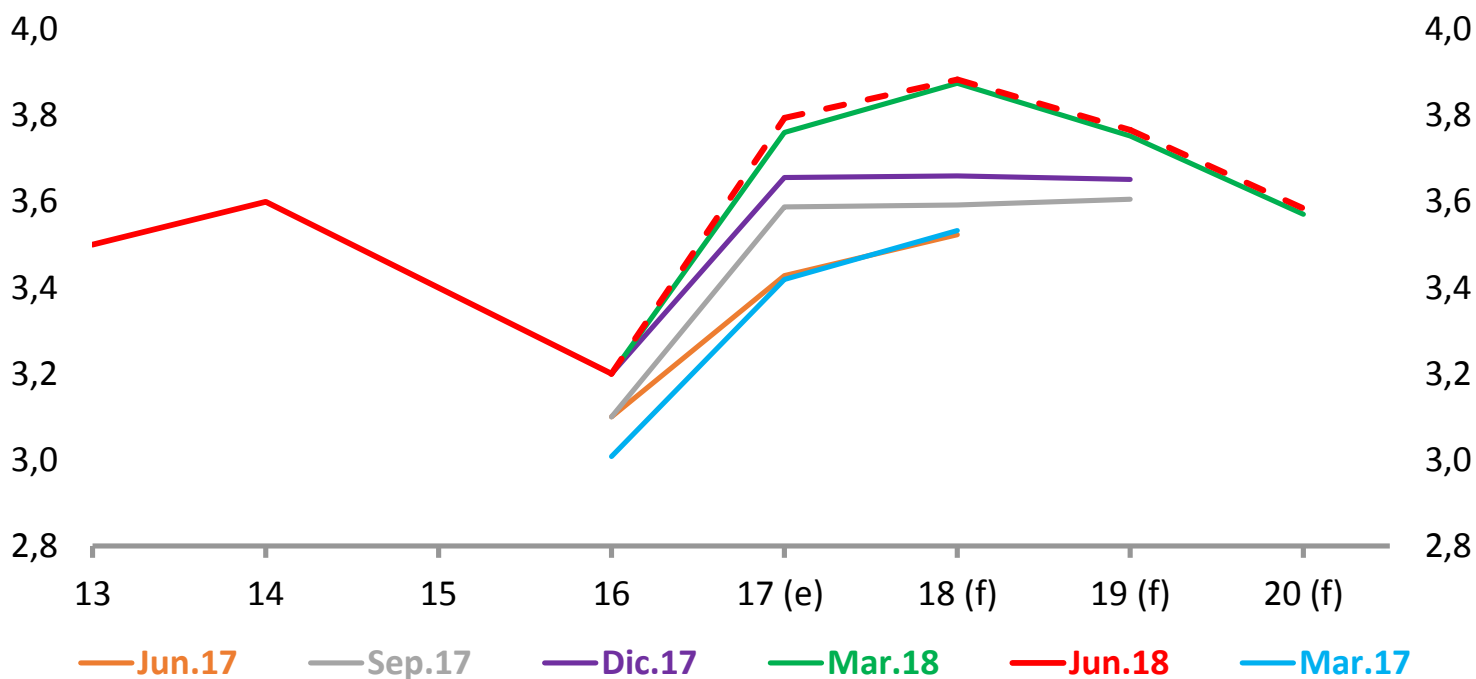
Fuente: Bloomberg.





El cambio en las condiciones financieras globales no se ha reflejado en un cambio sobre las perspectivas de crecimiento de la actividad mundial. Así, para el período 2018-2020 se sigue considerando un crecimiento mayor a lo observado en los tres años previos.

### Evolución de las proyecciones de crecimiento mundial en los IPoM (variación anual, porcentaje)



(e) Estimación. (f) Proyección.

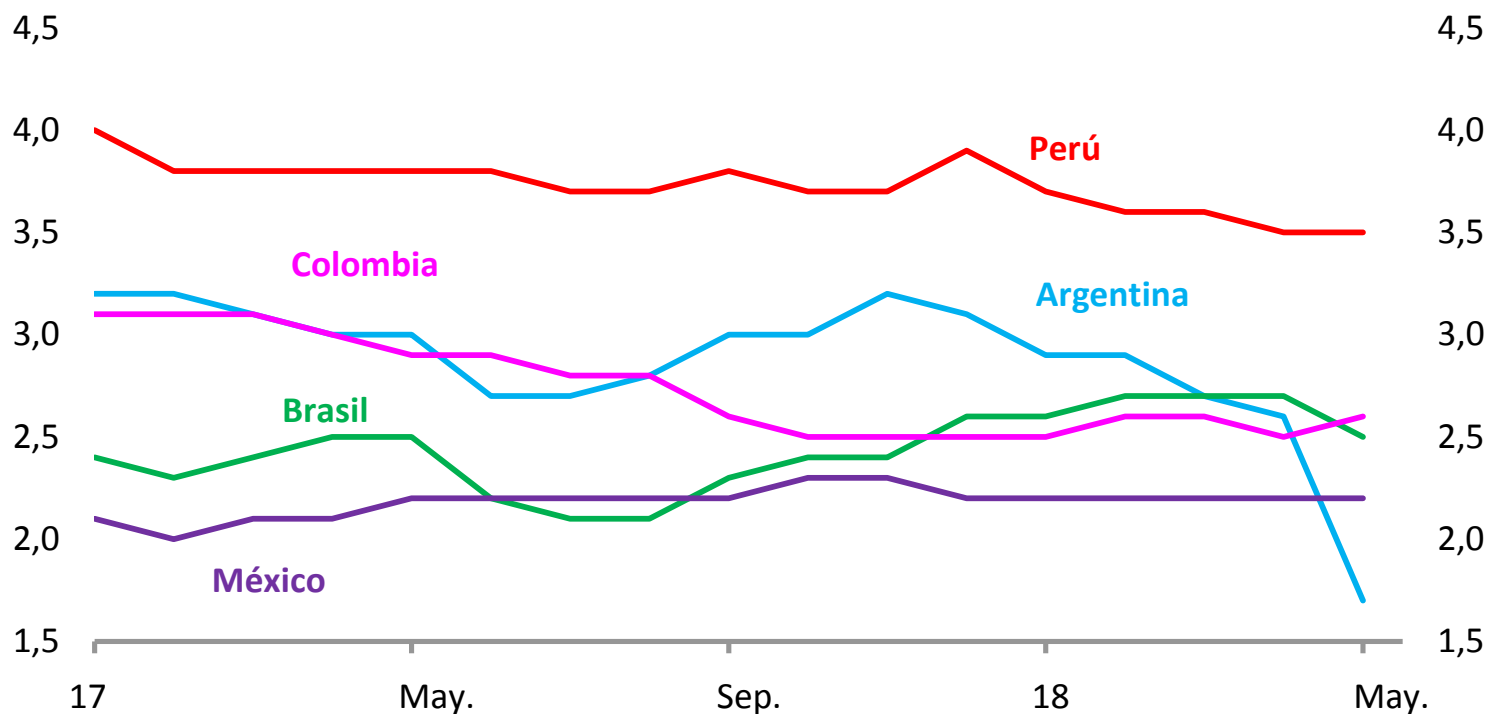
Fuente: Banco Central de Chile.



Pese a lo anterior, las proyecciones para América Latina se reducen, en parte porque varias economías siguen estando sujetas a factores de riesgo idiosincrático y/o porque las condiciones financieras externas algo menos favorables les afectan con mayor severidad.

### Proyección de crecimiento: 2018

(variación anual, porcentaje)



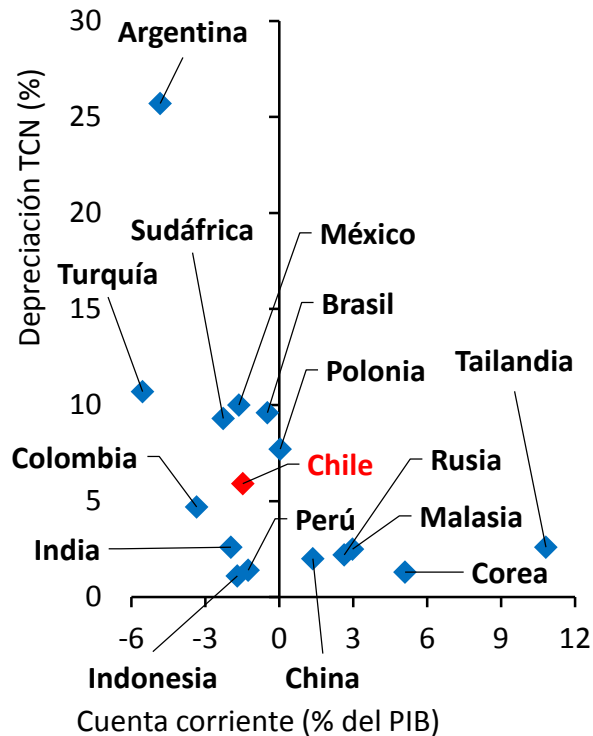
Fuente: Consensus Forecast.



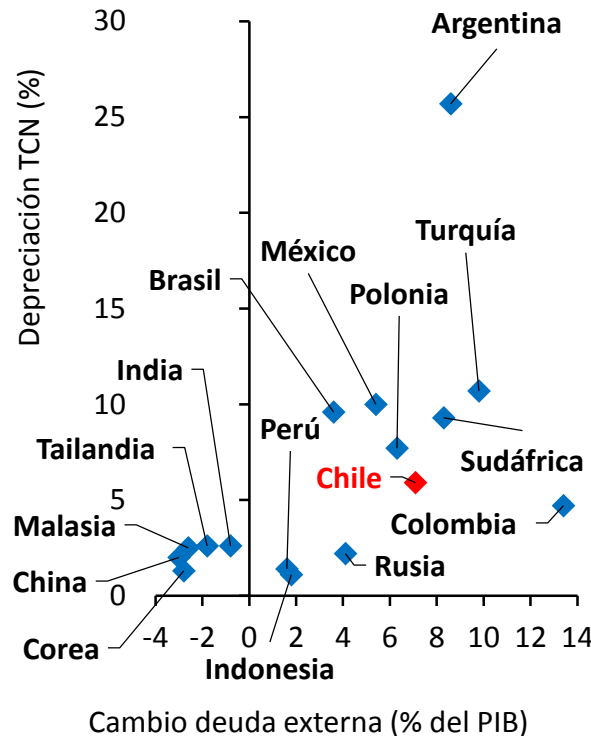
Ello, entre otras razones, porque tienen altos niveles de deuda pública y externa. Lo mismo sucede en algunas otras economías emergentes.

Tipo de cambio nominal y...

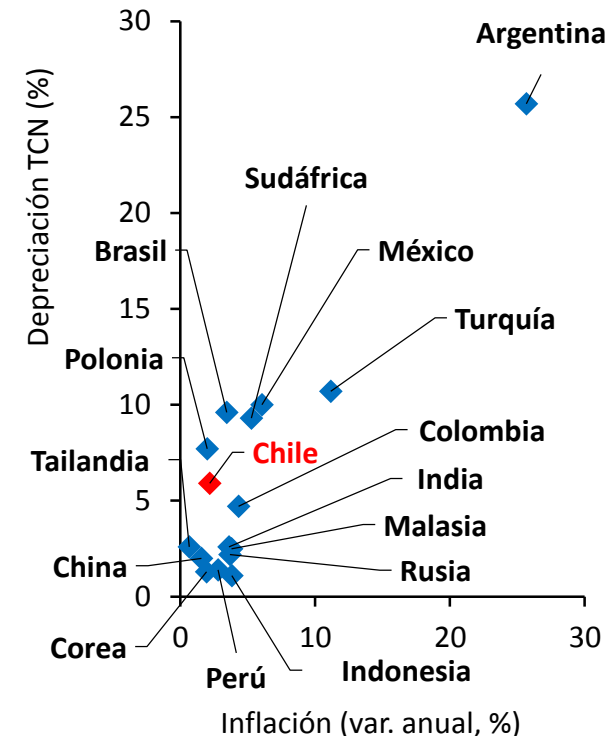
Cuenta corriente (1)



Cambio en deuda externa (2)



Inflación (1)



(1) Tanto para la cuenta corriente como para la inflación corresponde al dato del 2017.

(2) Corresponde al cambio entre el 2014 y el 2017.

Fuentes: Bloomberg, FMI y IIF.



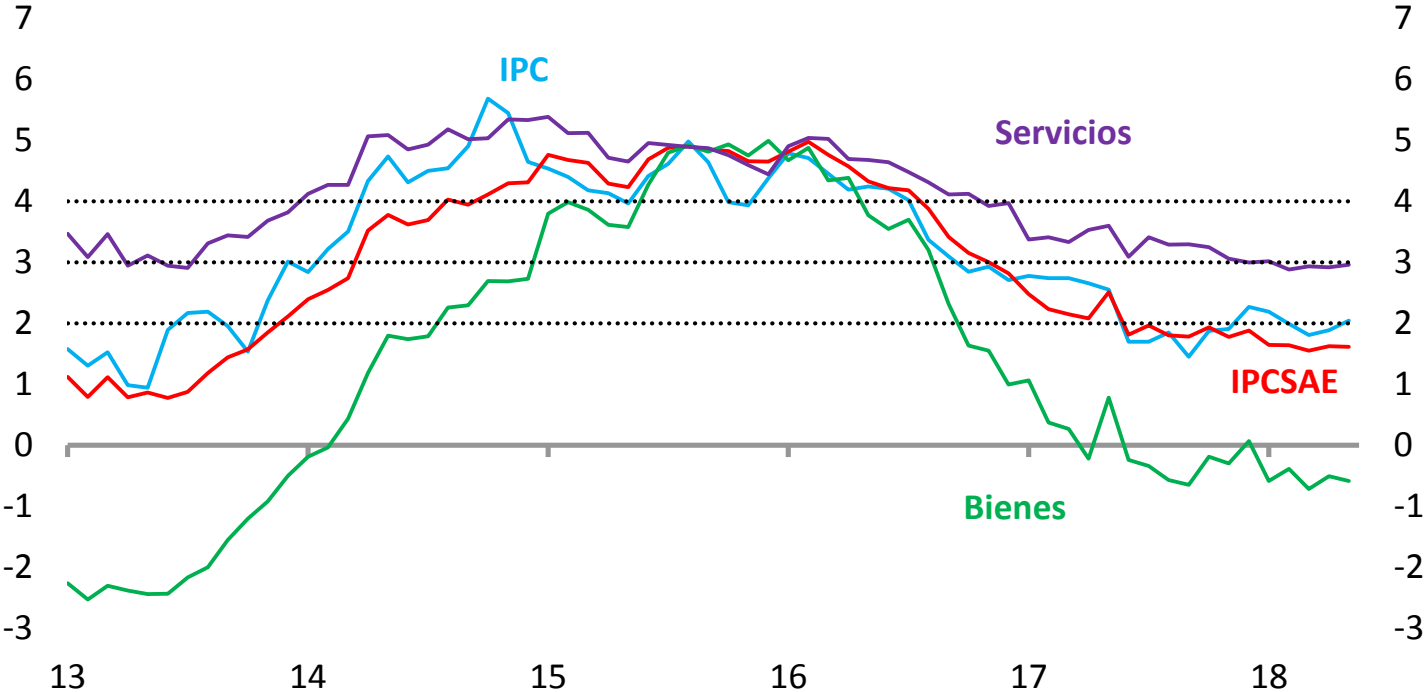
# Evolución reciente de la economía: Escenario interno



La inflación ha evolucionado en línea con lo previsto en marzo. Su dinámica ha seguido mayormente dominada por la evolución del tipo de cambio nominal, una economía que ha mantenido holguras de capacidad abiertas por varios trimestres y la indexación a tasas de inflación menores.

### Indicadores de inflación (\*)

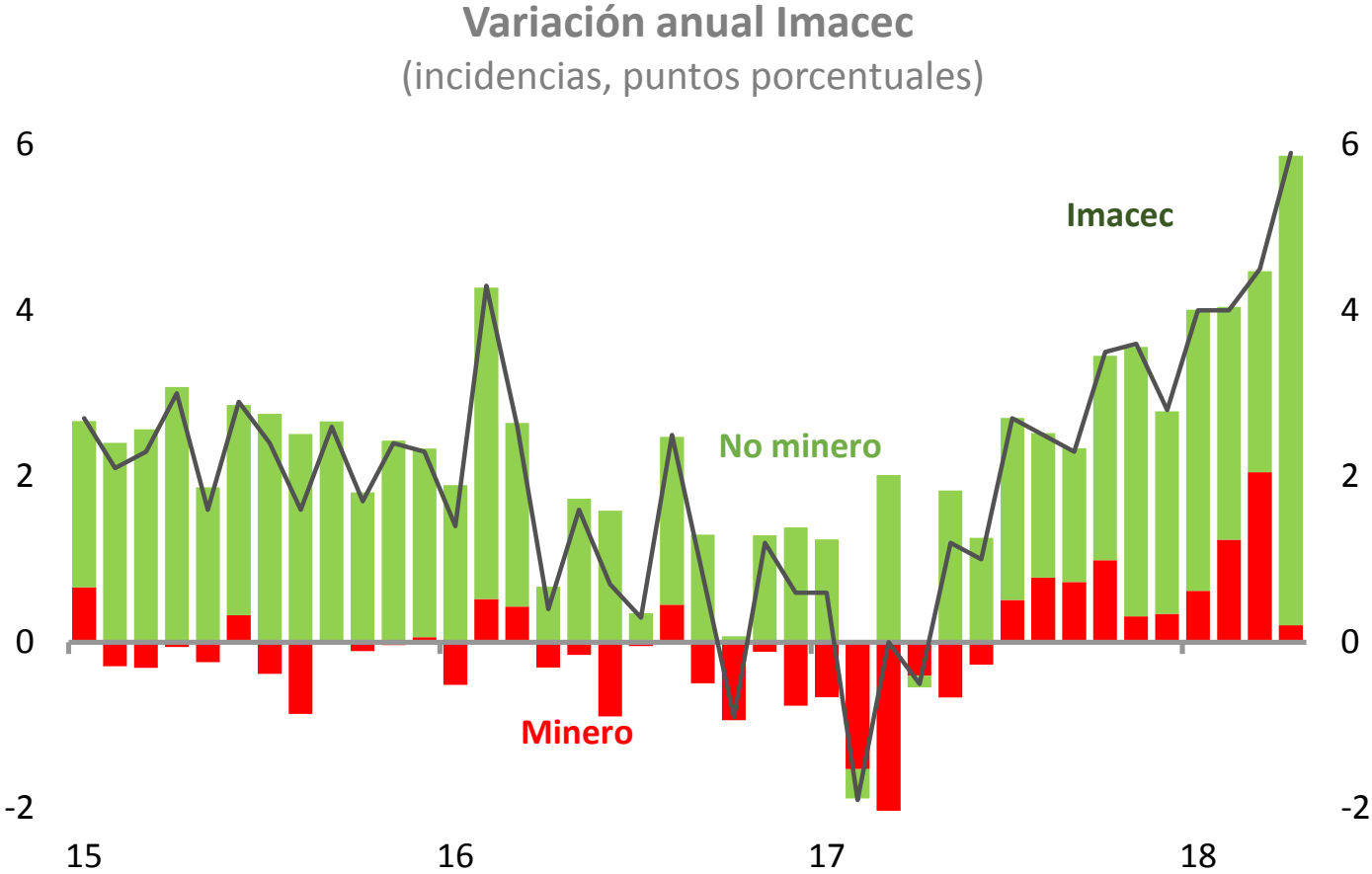
(variación anual, porcentaje)



(\*) 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.

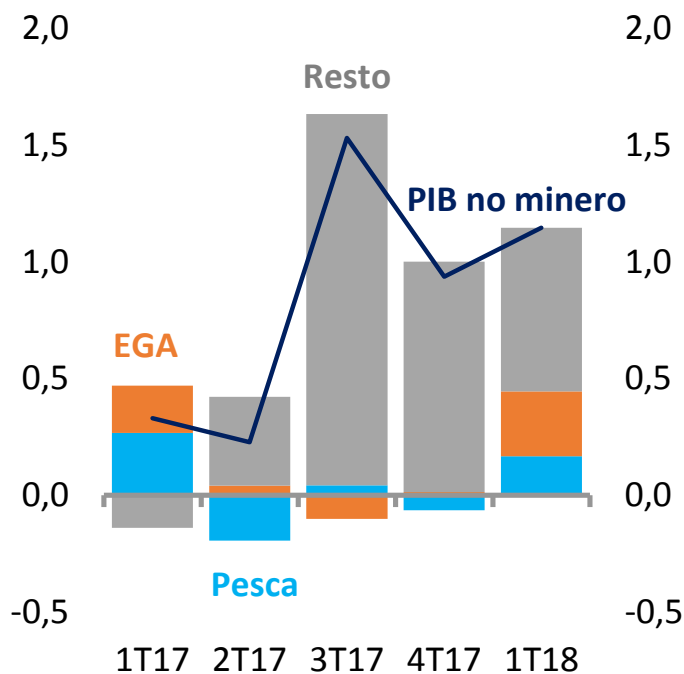
Los datos conocidos del primer cuatrimestre del 2018 muestran que la actividad creció algo sobre lo previsto.



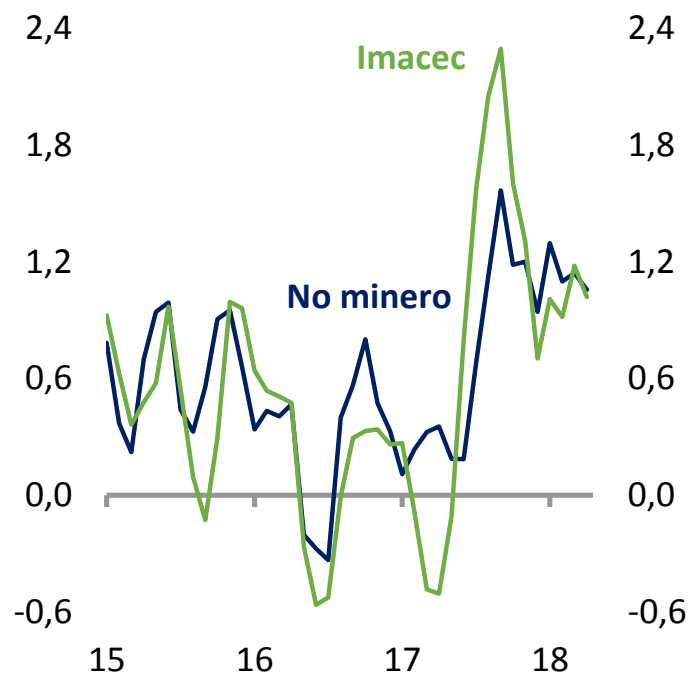
Fuente: Banco Central de Chile.

Parte de ello respondió a factores específicos en sectores cuyas cifras son altamente volátiles y con poca relevancia para la evaluación de las holguras de capacidad.

**Variación trimestral del PIB (1) (2)**  
(incidencias, puntos porcentuales)



**Imacec (1) (3)**  
(variación trimestral, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Resto incluye Comercio, Industria, Servicios financieros y empresariales, Construcción, Agricultura, Transporte y comunicaciones, Servicios de vivienda, Servicios personales, Administración pública, IVA y Derechos de importación. (3) Trimestres móviles.

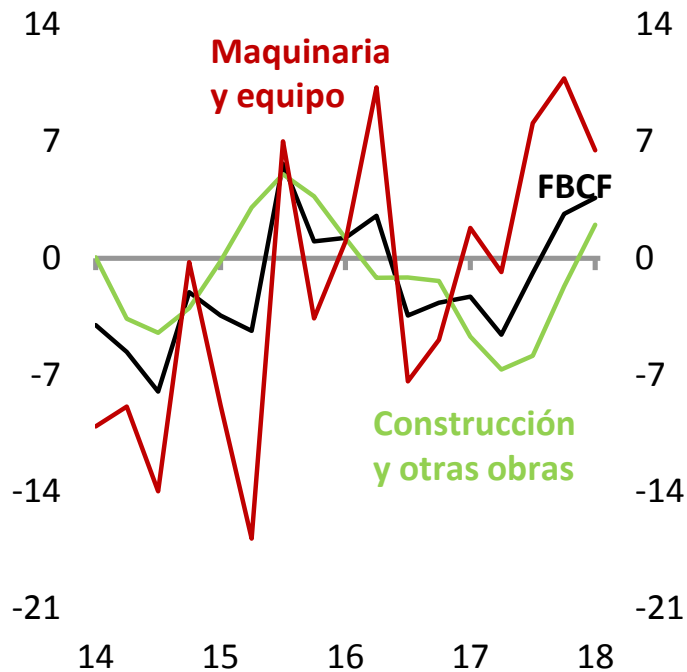




En línea con el panorama por el lado de la actividad, en la demanda interna resalta el mayor impulso de la inversión en construcción y obras, así como del consumo durable y de servicios.

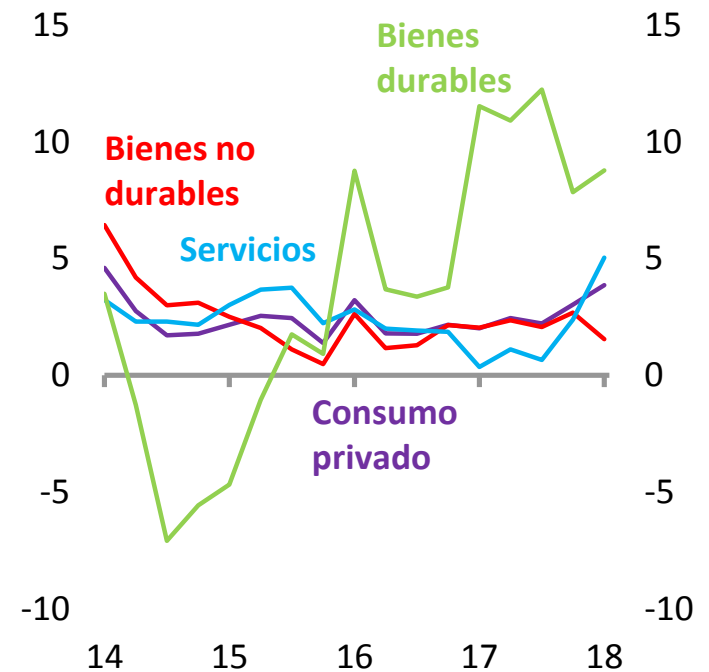
### Formación bruta de capital fijo

(variación real anual, porcentaje)



### Consumo privado

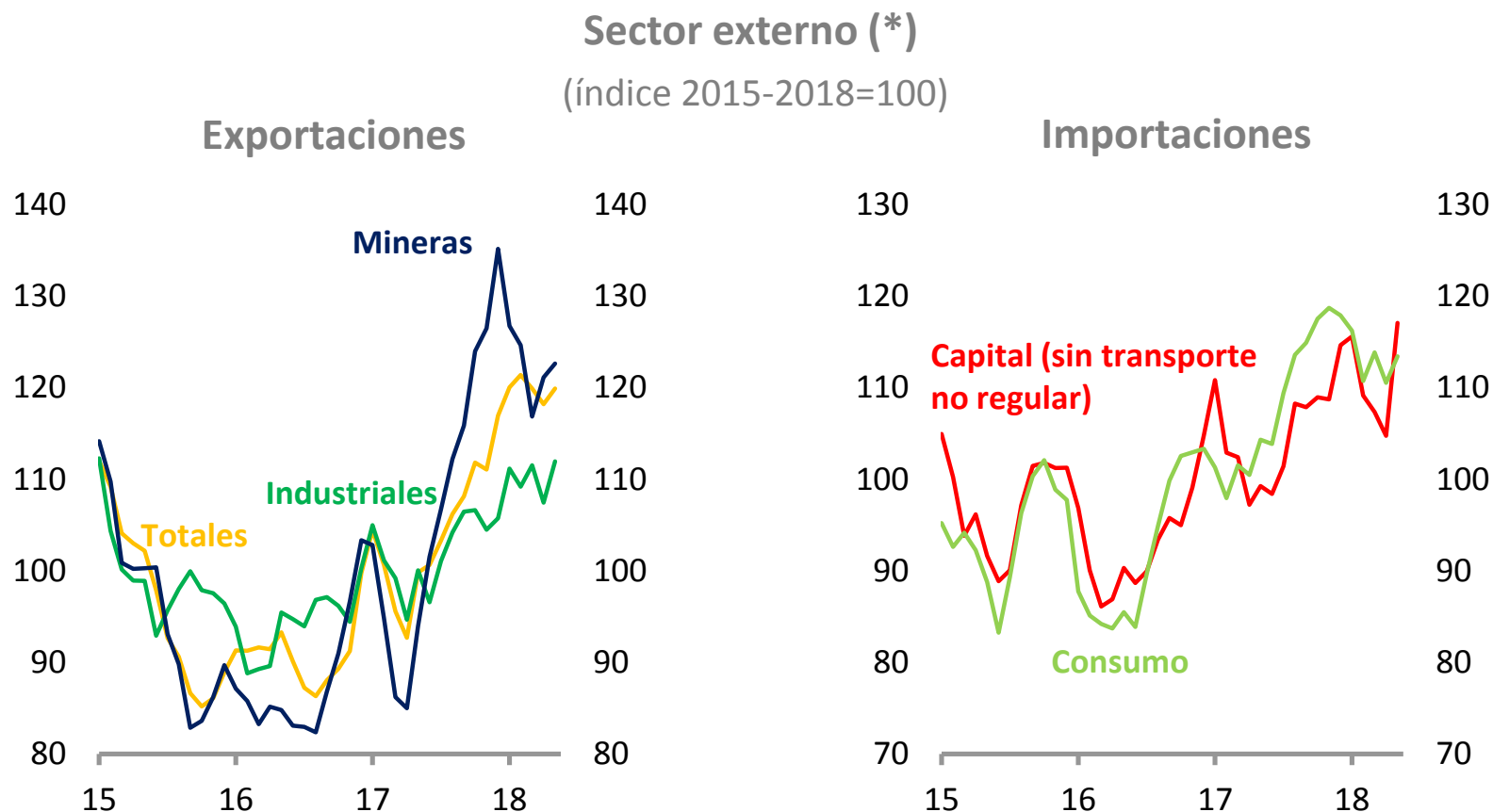
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



En el sector externo, las importaciones y exportaciones de bienes siguieron aumentando, coherente con el mayor dinamismo de la economía. Con todo, en las últimas también hubo un efecto base de comparación, en especial en la minería y la agricultura.



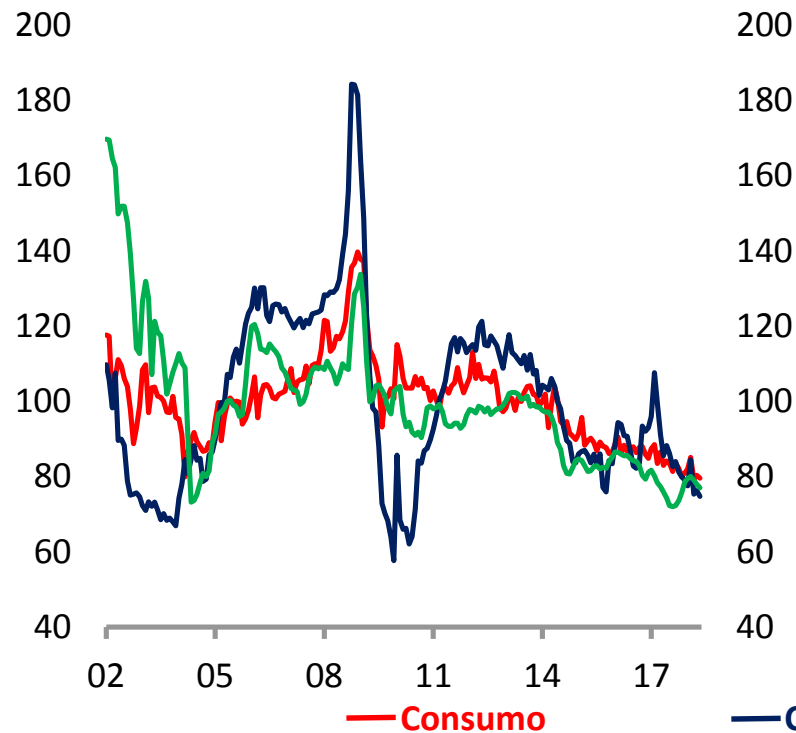
(\*) Promedio de tres meses móviles.

Fuente: Banco Central de Chile.

Ello se ha dado en medio de condiciones financieras internas que siguen favorables, con tasas de interés bajas en perspectiva histórica y condiciones de otorgamiento sin mayores cambios en el último trimestre. En tanto, las colocaciones continúan con un crecimiento acotado.

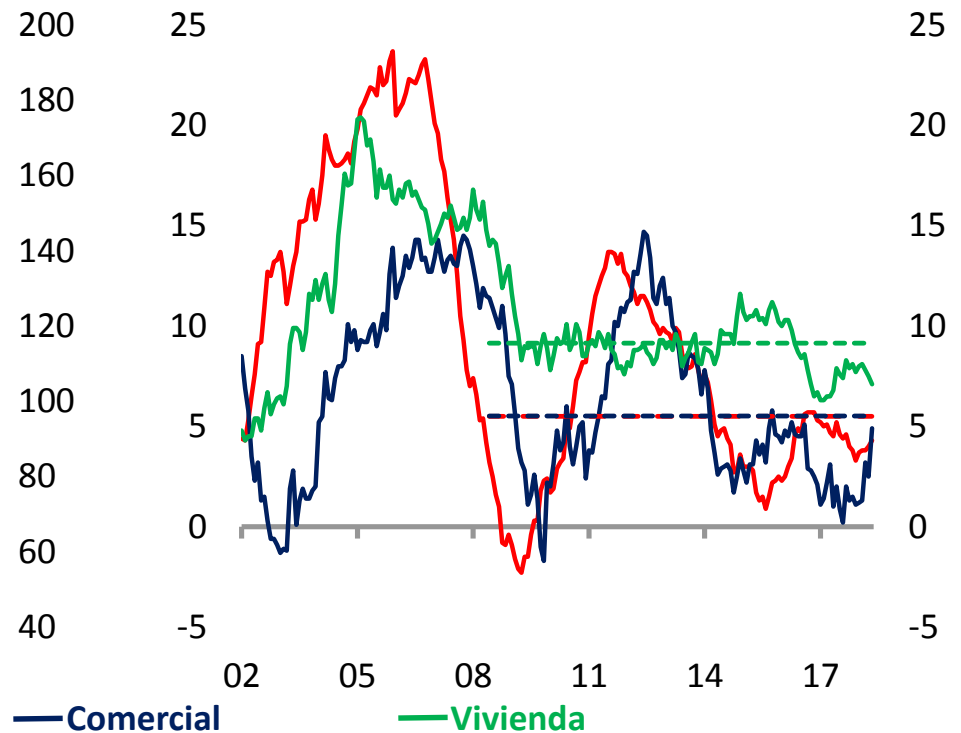
### Tasa de interés por tipo de colocación (1) (2)

(índice 2002-2018=100)



### Colocaciones reales (3)

(variación anual, porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Para la cartera de vivienda, corresponden a colocaciones en UF.

(3) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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

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

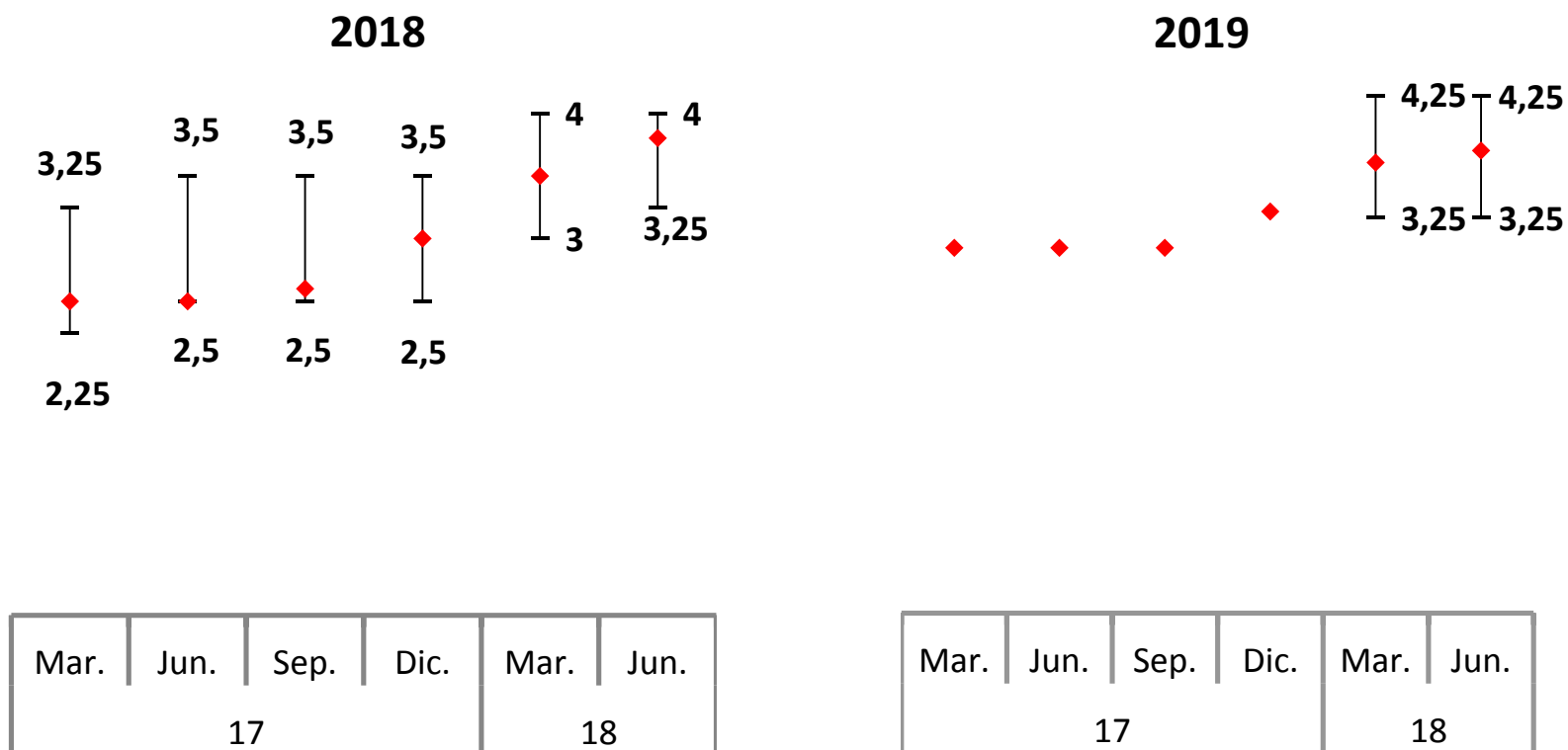


# Perspectivas 2018-2020 y riesgos



En el escenario base, el crecimiento del PIB se ubicará entre 3,25 y 4%, pues los mejores datos efectivos han reducido la probabilidad que el crecimiento promedio del año se ubique más cerca de 3%. Para el 2019 y 2020 los rangos de proyecciones se mantienen respecto del IPoM anterior.

**Proyecciones de crecimiento (\*)**  
(variación real anual, porcentaje)



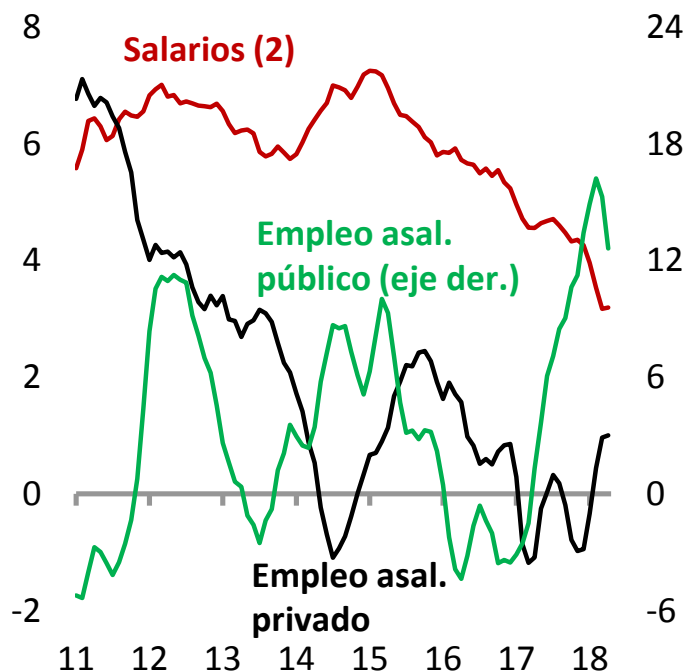
(\*) Rangos corresponden a la proyección de crecimiento de cada IPoM. Rombos rojos corresponden a la Encuesta de Expectativas Económicas al cierre estadístico respectivo.



Para el 2018, se consideran menores tasas de variación anual en el segundo semestre. Ello refleja una base de comparación más alta a igual lapso del 2017 y una moderación en el ritmo de expansión de la demanda interna. Por el lado del consumo, la evolución del empleo y los salarios limitan el gasto de los hogares.

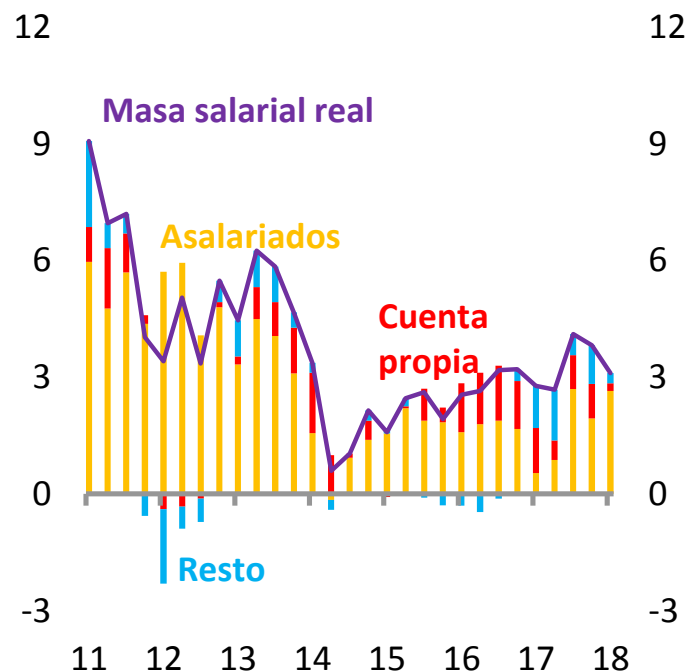
### Salarios y empleo asalariado (1)

(variación anual, porcentaje)



### Masa salarial real

(variación anual, puntos porcentuales)



(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Promedio simple CMO e IREM.

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

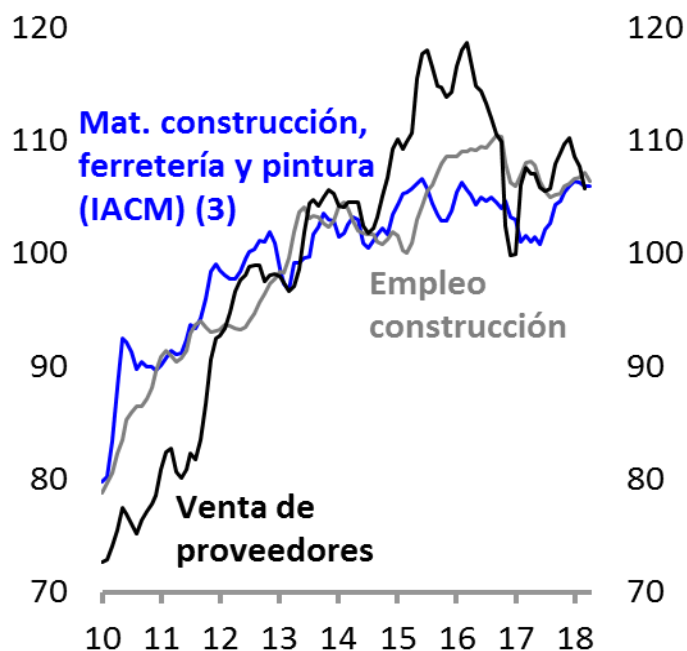
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Por el lado de la inversión, en el corto plazo aún no se observa un cambio importante en la ejecución de proyectos de gran envergadura. Entre otros factores, ello se condice con diversos indicadores de la construcción que en lo más reciente muestran una tendencia a estabilizarse.

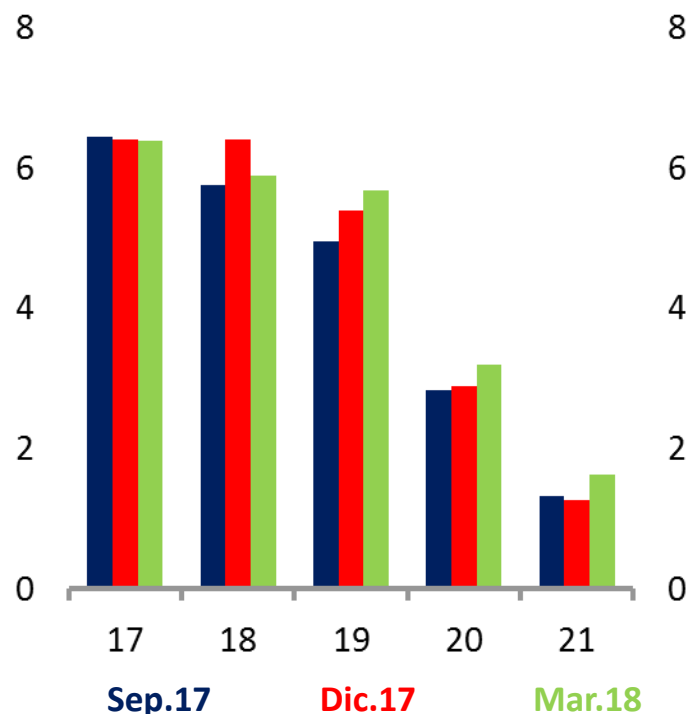
### Indicadores sector construcción (1) (2)

(índice 2010-2018=100)



### Inversión en construcción y obras

(miles de millones de dólares)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Promedios de tres meses móviles. (3) Serie empalmada con la línea equivalente del IVCM.

Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas

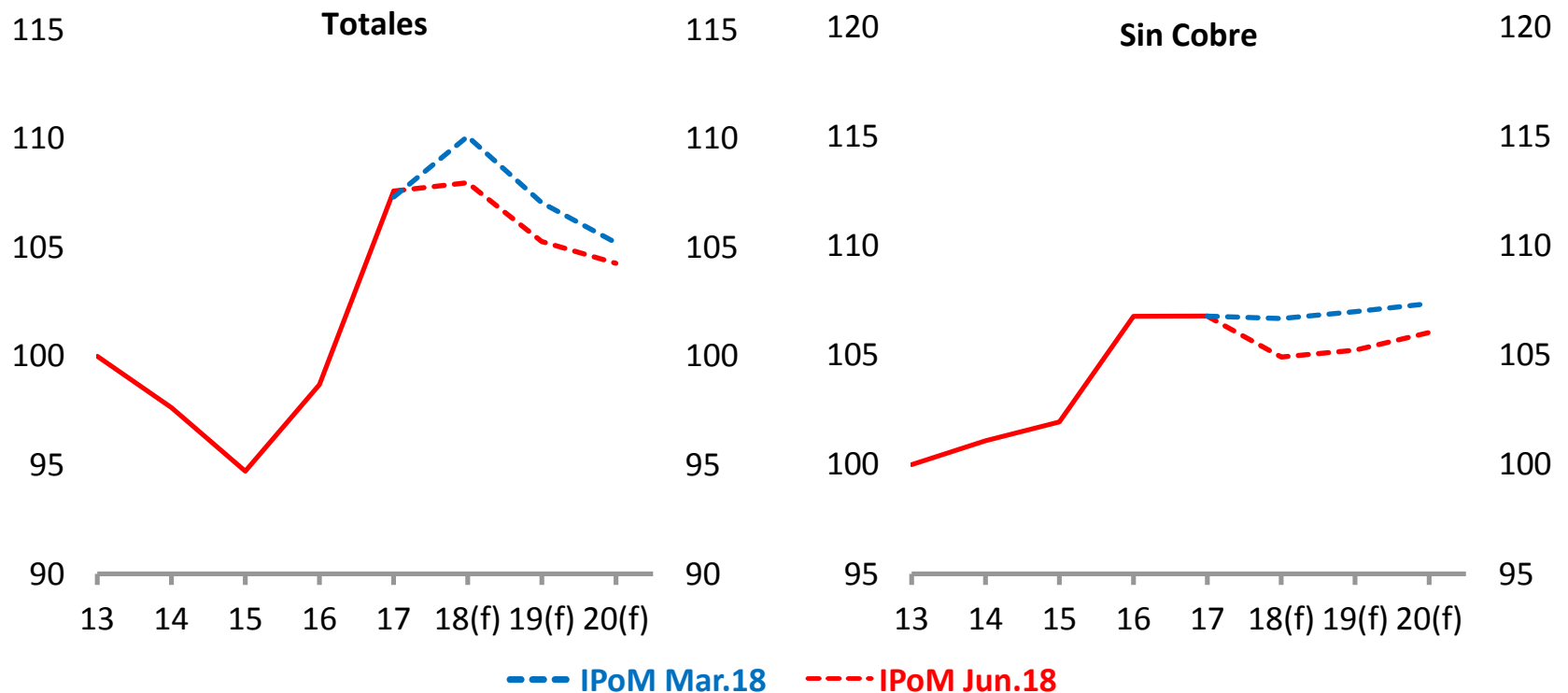




La proyección de crecimiento considera que el impulso externo será levemente menor que el previsto en marzo. Ello, por condiciones financieras que serán menos favorables y términos de intercambio algo menores.

### Términos de intercambio

(índice, 2013=100)



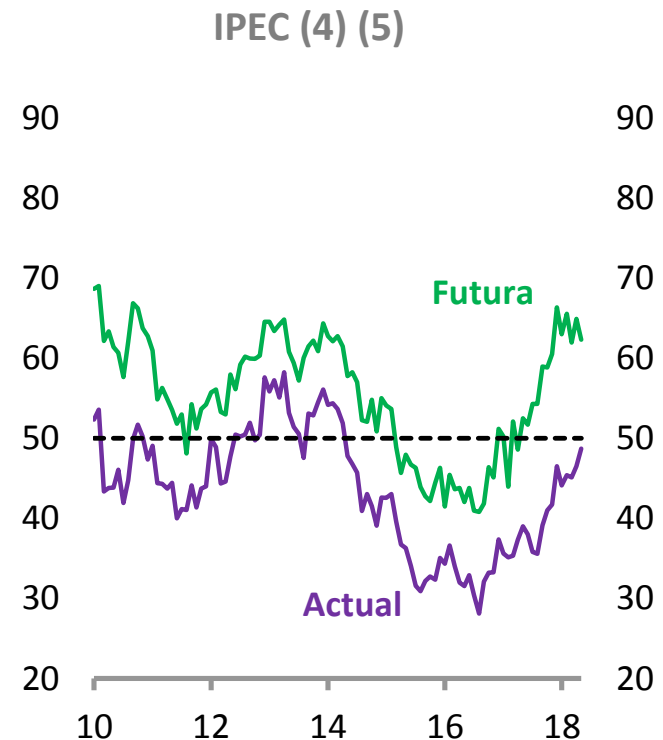
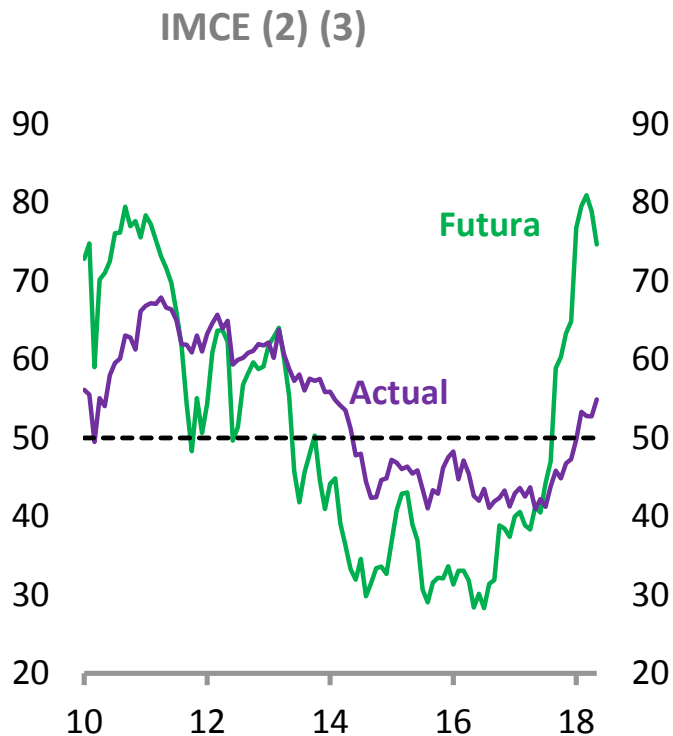
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Las expectativas de consumidores y empresas también apoyan las perspectivas de una paulatina recuperación, pues siguen más optimistas en la percepción sobre la situación futura que la actual.

### Expectativa de empresas y consumidores (1) (serie original)



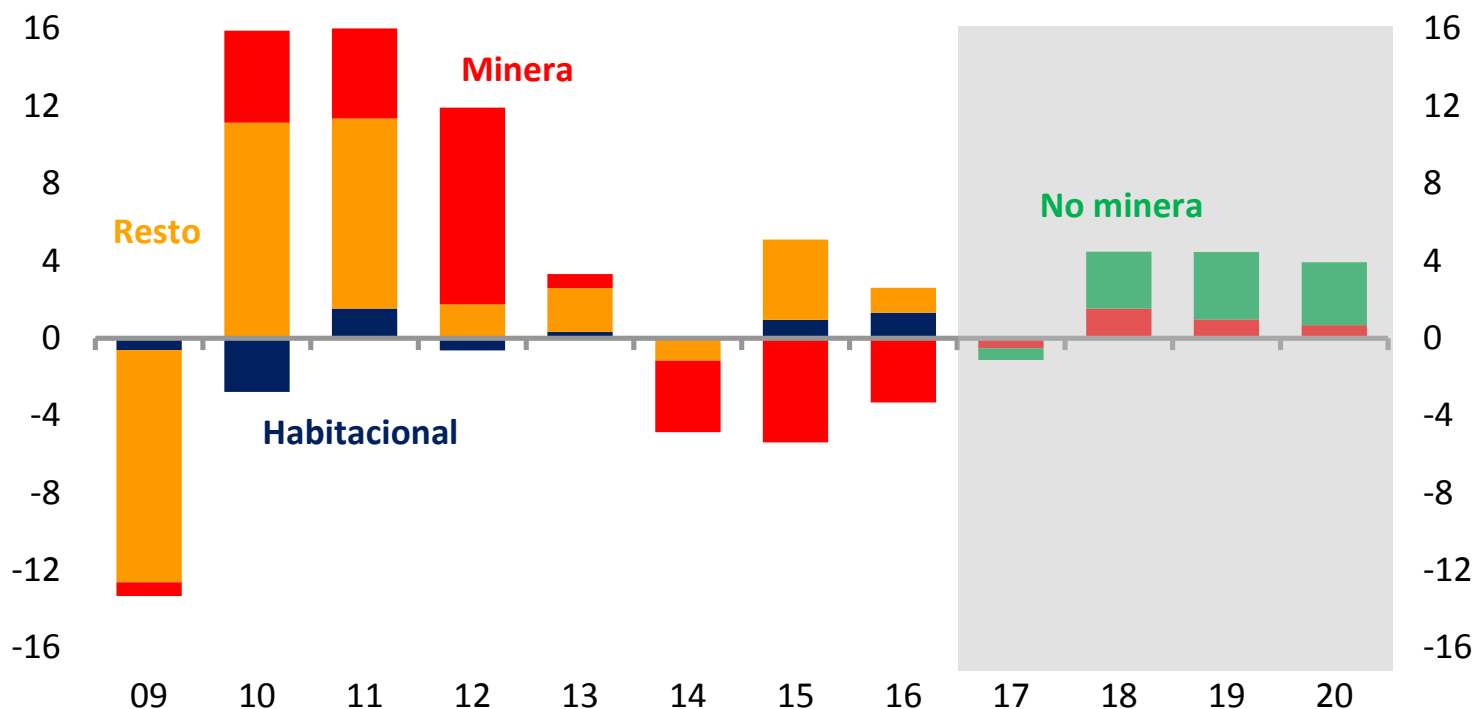
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Promedio simple entre comercio, construcción e industria. (3) Expectativas sobre la situación futura corresponden al promedio simple entre la perspectiva futura económica global del país y la situación general del negocio. Para el sector construcción corresponde a la expectativa sobre situación financiera de la empresa. (4) Expectativas sobre la situación actual corresponden al promedio simple entre la percepción de la situación económica actual personal y país. (5) Expectativas sobre la situación futura corresponden al promedio simple entre la perspectiva de la situación económica del país a 12 meses y la familiar.



Más allá de lo anterior, el Consejo sigue estimando que la recuperación de la economía se apoya en un escenario externo favorable, una política monetaria claramente expansiva, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional y la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes.

## Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (\*)

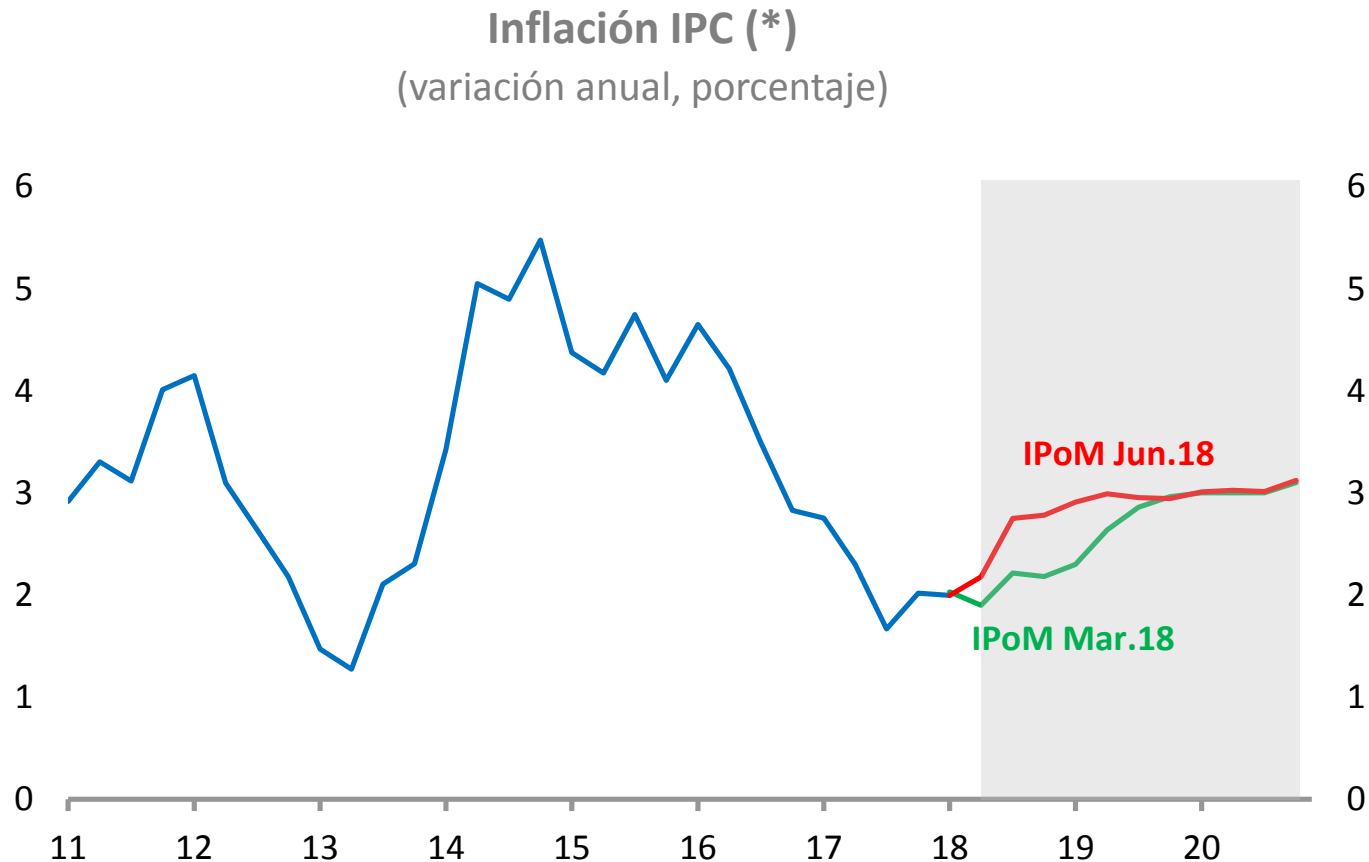
(puntos porcentuales)



(\*) Para el 2017 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para las proyecciones del 2018, 2019 y 2020 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.



Respecto de la inflación, su convergencia a 3% se dará el primer trimestre del 2019, antes de lo previsto. Ello, principalmente por el aumento del precio de los combustibles en pesos.



(\*) Proyección a partir del segundo trimestre del 2018.

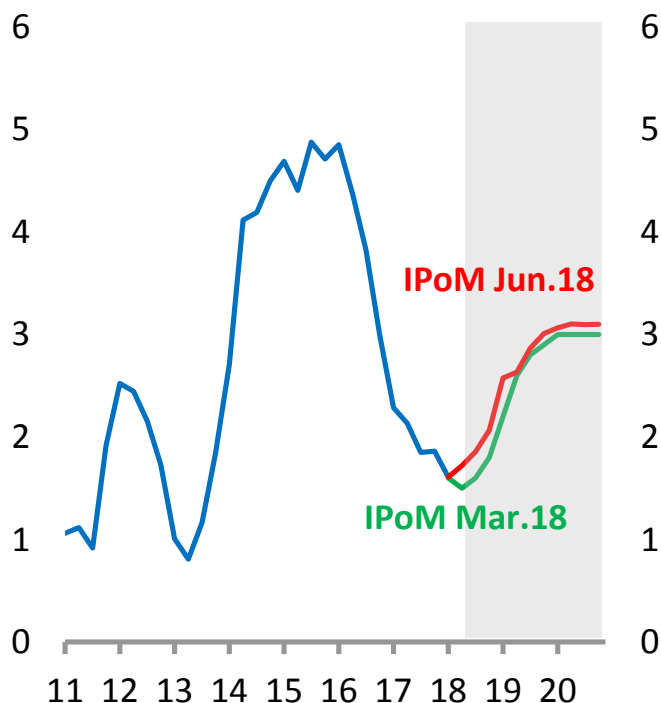
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Por su parte la proyección del IPCSAE es similar a la de marzo. Así se sigue esperando que se eleve lentamente a 3%. Ello, coherente con una economía que, más allá de los datos recientes, cerrará sus holguras de capacidad en el transcurso de los próximos dos años y con un tipo de cambio real que volverá a sus niveles de largo plazo.

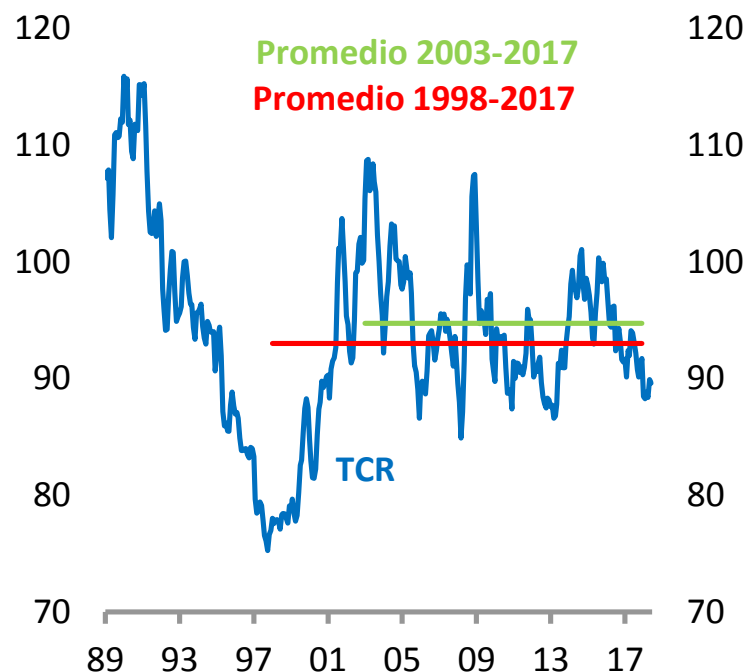
### Inflación IPCSAE (1)

(variación anual, porcentaje)



### Tipo de cambio real (2)

(índice 1986=100)



(1) Proyección a partir del segundo trimestre del 2018.

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

(2) Dato de mayo del 2018 corresponde a estimación preliminar. Para junio del 2018, considera información hasta el cierre estadístico.

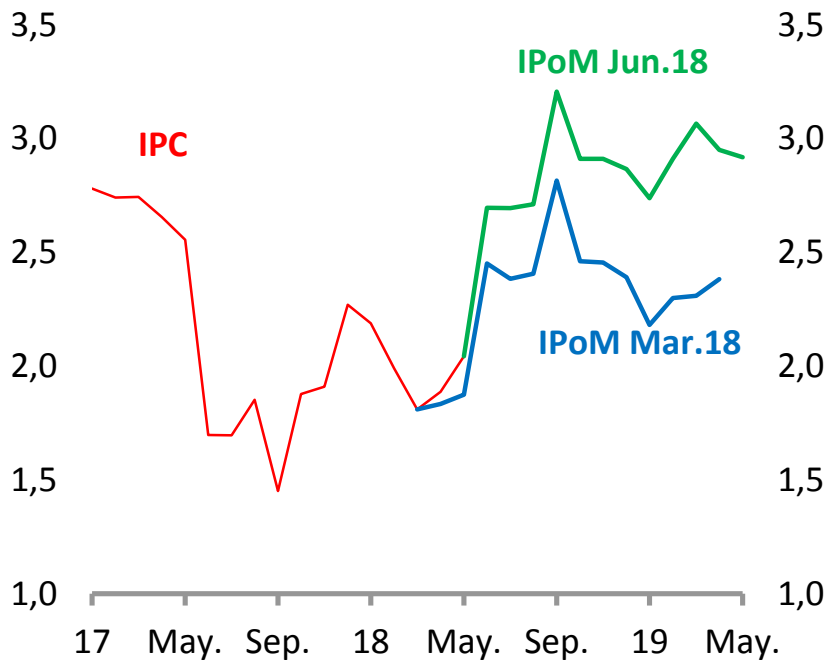
Fuente: Banco Central de Chile.



Las expectativas privadas de inflación también aumentaron en el corto plazo, mientras que a dos años se ubican en 3%.

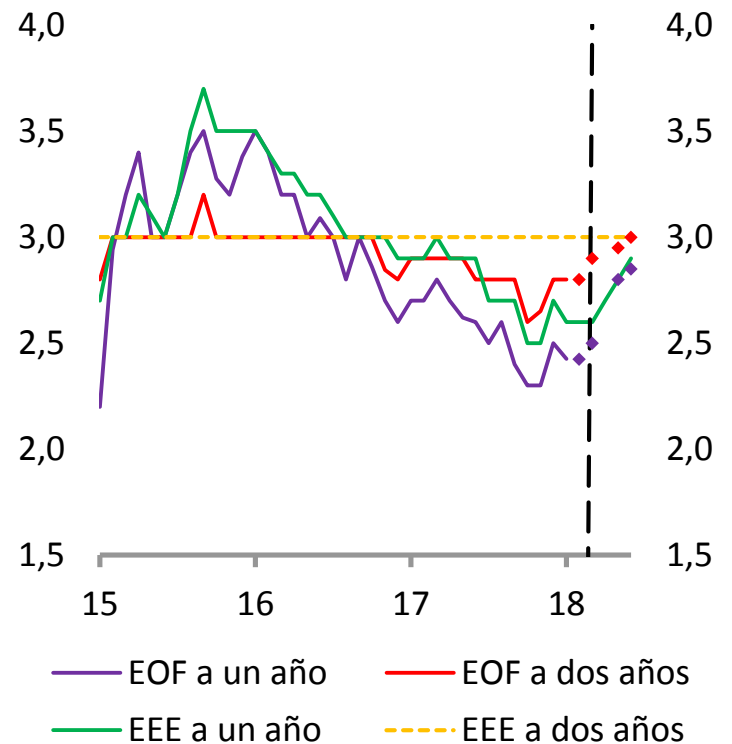
### Inflación efectiva y seguros de inflación

(variación anual, porcentaje)



### Expectativas de inflación: EEE y EOF (1)(2)

(variación anual, porcentaje)



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

(1) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero, representada con rombos, se publica dos días hábiles luego de la publicación de la Minuta de la RPM y tres días antes de la RPM. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo. Fuente: Banco Central de Chile.



# Riesgos

## **Riesgos externos: sesgado a la baja**

- (-) Condiciones financieras globales
- (-) China
- (-) Políticas proteccionistas
- (-) Precio del petróleo

## **Riesgo actividad interna: sesgado al alza**

- (+) Mayor crecimiento de la inversión
- (-) Matiza al el riesgo al alza que el mercado laboral demore más que lo previsto en responder al mayor crecimiento.

## **Riesgo inflación: balanceados**

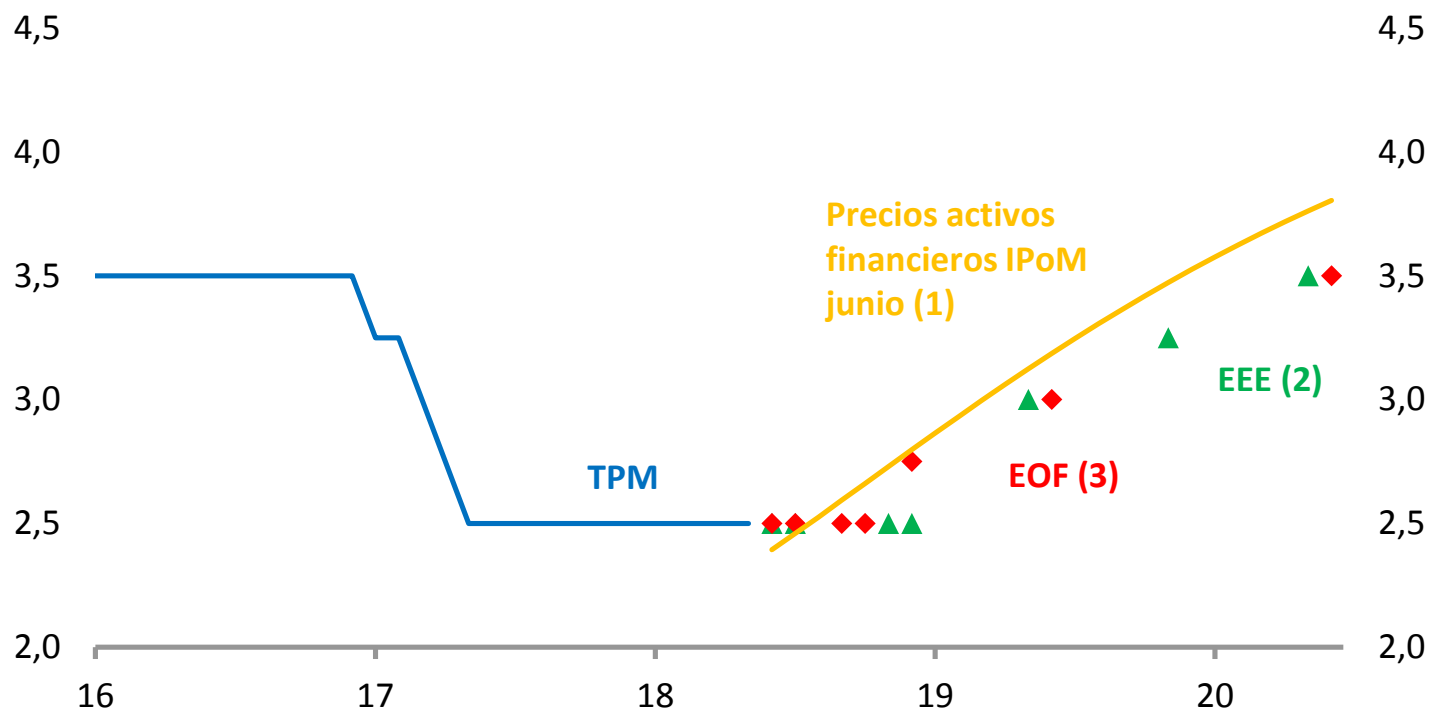




Como supuesto de trabajo para la TPM, en el corto plazo se considera una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, se sigue estimando que se ubicará en torno a su nivel neutral, entre 4 y 4,5%, hacia el 2020.

## Tasa de política monetaria y expectativas

(porcentaje)



(1) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años. Considera el promedio de los 10 últimos días hábiles al 08 de junio del 2018. (2) Corresponde a la encuesta de junio. (3) Corresponde a la encuesta previa a la RPM de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.



# Comentarios finales

- Considerado el período 2018-20, la evaluación del escenario macroeconómico no es muy distinta a la prevista en marzo. Así, el panorama de cierre de las holguras de capacidad no ha cambiado mucho, lo que se refleja en una inflación subyacente cuya trayectoria es similar a la anticipada.
- En este contexto, el Consejo considera que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%.
- Más allá que los riesgos internos para la actividad estén sesgados al alza, en el lado negativo los principales riesgos vienen del escenario externo. Las condiciones financieras se han mantenido favorables por un período extenso y se estima seguirán así por un tiempo más.



# Comentarios finales

- Sin embargo, la evolución del escenario externo ha elevado la presión y los riesgos. Ello es especialmente relevante para economías que se perciben más vulnerables, ya sea porque sus fundamentos macroeconómicos son débiles y/o porque no poseen las características institucionales que les permitan afrontar los *shocks* externos e implementar políticas anticíclicas.
- De esta forma, mantener fundamentos macroeconómicos sólidos sigue siendo la base para un crecimiento sostenido, más aún considerando que los riesgos negativos que presenta el escenario externo pueden ser aun más profundos en economías con elevados niveles de inflación, altas tasas de interés y abultados déficit en cuenta corriente.
- Chile ha sobresalido en materia institucional dentro de un grupo de economías emergentes, pero algunos fundamentos se han debilitado tras varios años de bajo crecimiento lo que resalta la importancia de ir reponiendo estas holguras en la medida que la economía consolide su recuperación.





# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2018

Mario Marcel

Presidente

