INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019

Alberto Naudon

Consejero

Seminario Regional SOFOFA

Arica, 13 de junio de 2019

Introducción

- En la reunión del 7 de junio, el Banco Central redujo la Tasa de Política Monetaria en 50 pb., adelantando una medida que parte del mercado esperaba ocurriera durante los próximos meses.
- Los fundamentos y alcances de esa medida se encuentran en el IPoM de junio que voy a presentar hoy. Pero, antes de entrar en los detalles, creo útil resumir su contenido en tres puntos:
    1. Después de varios años de crecimiento muy bajo, la economía recuperó un ritmo de expansión mayor, pero diversos factores sugieren que esa recuperación no ha sido suficiente para cerrar la brecha de actividad e impulsar la inflación.
    2. Mirando hacia adelante, el escenario base considera que una serie de elementos locales y externos contribuirán a que la economía acumule un crecimiento por sobre su nivel potencial, lo que contribuirá a que la inflación converja a 3% dentro del horizonte de proyección. Para afianzar este proceso es adecuado una política monetaria más expansiva.
    3. Existen, no obstante, una serie de riesgos en el camino que podrían afectar esta senda de recuperación. Es por eso que no se puede descartar que sea necesario introducir cambios a la política monetaria.
- Esta visión es diferente de la que teníamos a fines del año pasado y eso ha motivado que la PM se haya ido adecuando.

Principales mensajes del IPoM

- El escenario externo se ha deteriorado, afectando el comercio exterior, los mercados financieros internacionales y el precio de las materias primas
- Los efectos directos e indirectos de la intensificación del conflicto comercial entre EE.UU. y sus principales socios comerciales han jugado un rol importante en este proceso.
- La inflación sigue baja, aunque ha evolucionado dentro de lo esperado. La variación anual del IPC alcanzó 2,3% a mayo y el IPCSAE se han mantenido en torno a 2%.
- En el primer trimestre, la economía local creció menos de lo previsto, afectada por el resultado de la minería y otros sectores volátiles y un menor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos y las exportaciones.
- El significativo fenómeno migratorio de los últimos años ha aumentado el crecimiento tendencial y potencial de la economía.
- La suma de un menor dinamismo de la economía a comienzos de año y un potencial mayor dan cuenta de holguras de capacidad más amplias que las previstas.

Principales mensajes del IPoM

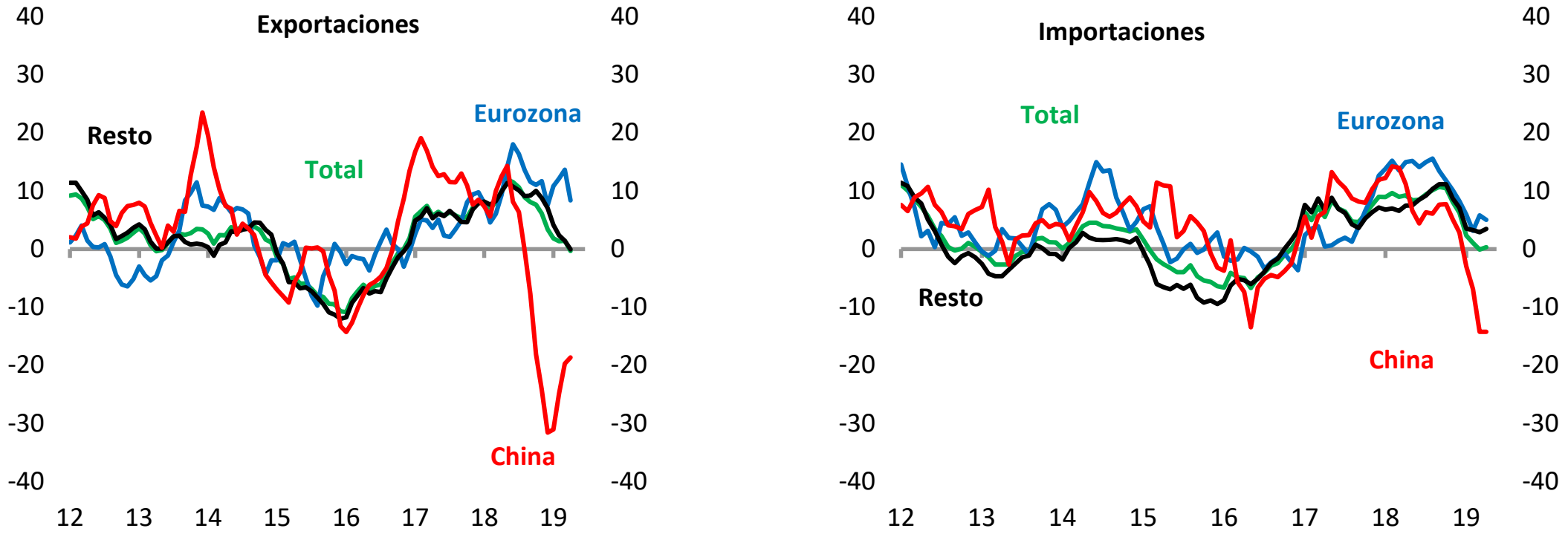
- La reducción en la estimación de TPM neutral indican una política monetaria menos expansiva de lo programado.
- Los riesgos para la actividad, locales y externos, se encuentran sesgados a la baja, lo que es especialmente preocupante en un contexto en que la inflación ha sido baja por un buen tiempo.
- En base a estos antecedentes, el Consejo consideró necesario aumentar el impulso monetario para asegurar la convergencia de la inflación a 3%, por lo que redujo la TPM en 50pb en su Reunión de junio, ubicándola en 2,5%.
- Los próximos movimientos de la TPM dependerán de la evolución de la economía, en particular de la evidencia respecto de un repunte sostenible de la inflación.

1 Escenario internacional

Datos disponibles a marzo, muestran que el comercio bilateral entre EE.UU. y China siguió contrayéndose en términos anuales, un efecto directo del conflicto comercial.

EE.UU.: Exportaciones e importaciones nominales de bienes (*)

(variación anual, porcentaje)

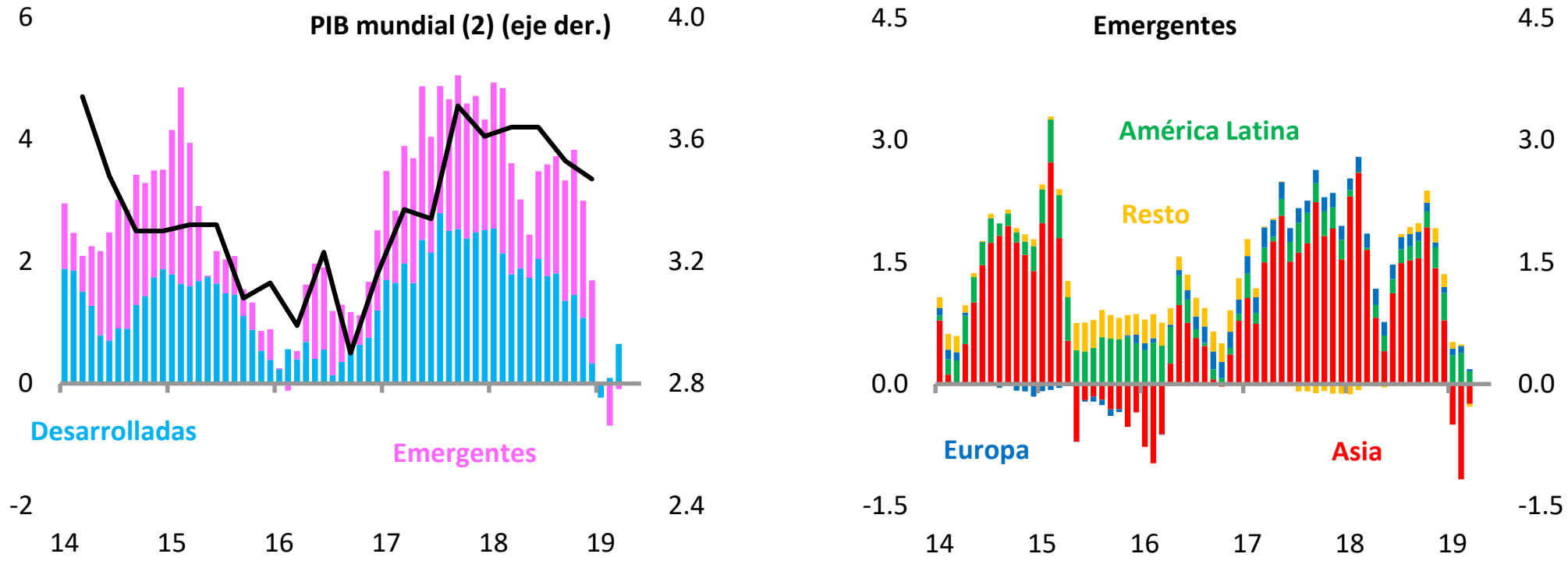


(*) Media móvil de tres meses. Fuente: Bloomberg.

Esto ha coincidido con una importante desaceleración del comercio global durante los últimos trimestres, que incluso se ha contraído anualmente durante algunos meses, especialmente en las economías emergentes, en particular en Asia.

Exportaciones reales y PIB mundial (1)

(incidencias, puntos porcentuales; variación anual, porcentaje)

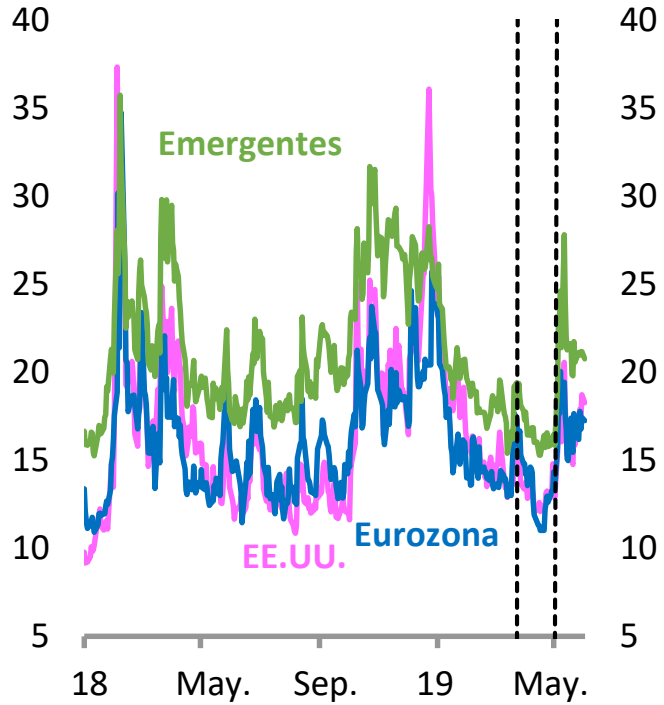


(1) Media móvil de tres meses. (2) Datos trimestrales del FMI. Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y FMI.

La agudización del conflicto comercial entre EE.UU. y sus socios comerciales ha aumentado la aversión al riesgo y volatilidad en los mercados, provocando correcciones en los precios de activos más riesgosos, depreciando las monedas frente al dólar y favoreciendo salidas de capitales desde economías emergentes.

Volatilidad de bolsas (1) (2)

(porcentaje)

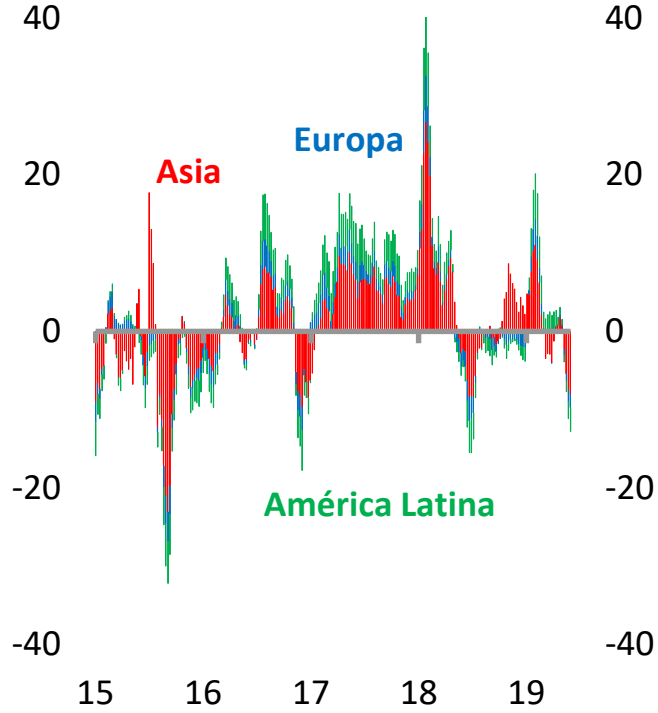


Mercados bursátiles (2) (3)

(índice 2018-2019=100)

Flujo de capitales hacia emergentes

(miles de millones de dólares, mes móvil)



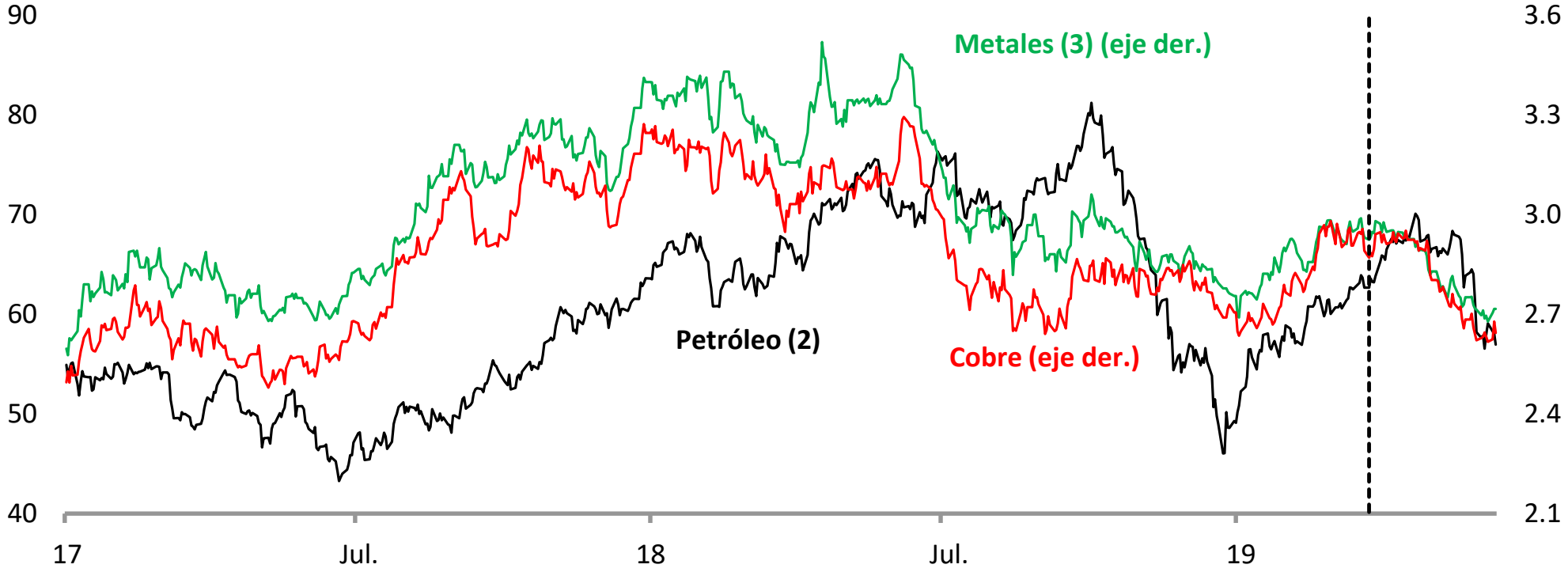
(1) Para Eurozona, países emergentes y EE.UU., la volatilidad está dada por V2X Index, VXEEM Index y VIX Index, respectivamente. (2) Línea vertical segmentada izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. Línea derecha representa el anuncio de EE.UU. sobre aumento de tarifas de importación desde China. (3) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente. Fuente: Bloomberg.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

El precio de la mayoría de las materias primas también se ha visto afectado por los desarrollos recientes, lo que ha sido más notorio en el caso de los metales, incluido el cobre, y donde además se sumaron datos coyunturales de actividad en China más débiles que lo previsto por el mercado.

Precio de materias primas (1)

(dólares el barril; dólares la libra; índice, prom. 17-19=3)

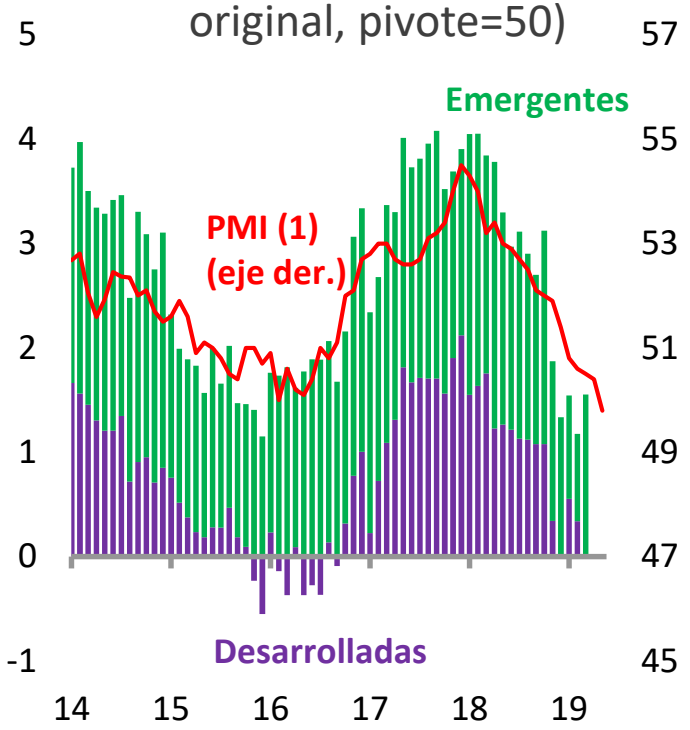


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo. (2) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI. (3) Corresponde al índice de precios de metales elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg.

Se suma la debilidad de las cifras parciales del segundo trimestre ligadas a la inversión. Lo que contrasta con el dinamismo del consumo, que en la mayoría de las economías continúan dinámico o en vías de recuperación.

Producción industrial y perspectiva manufacturera global

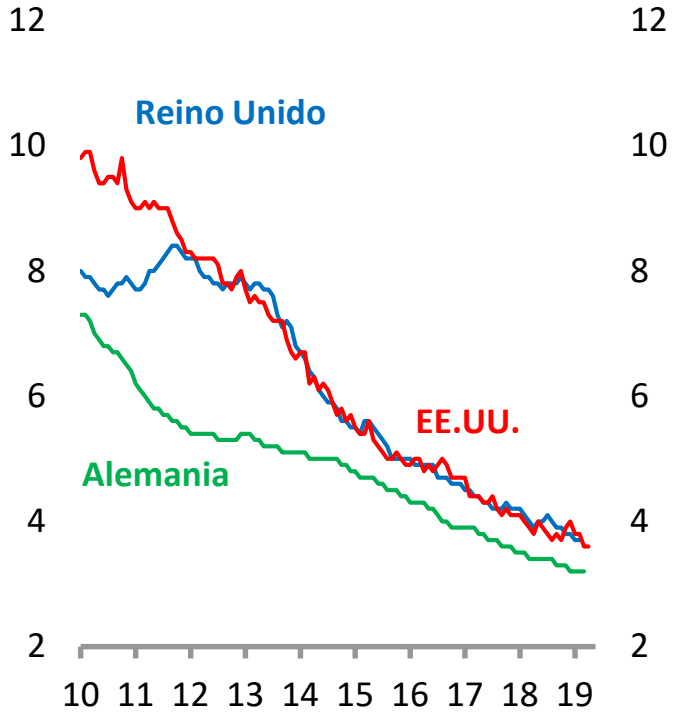
(incidencias, puntos porcentuales; serie original, pivote=50)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y J.P. Morgan.

Tasa de desempleo

(porcentaje)

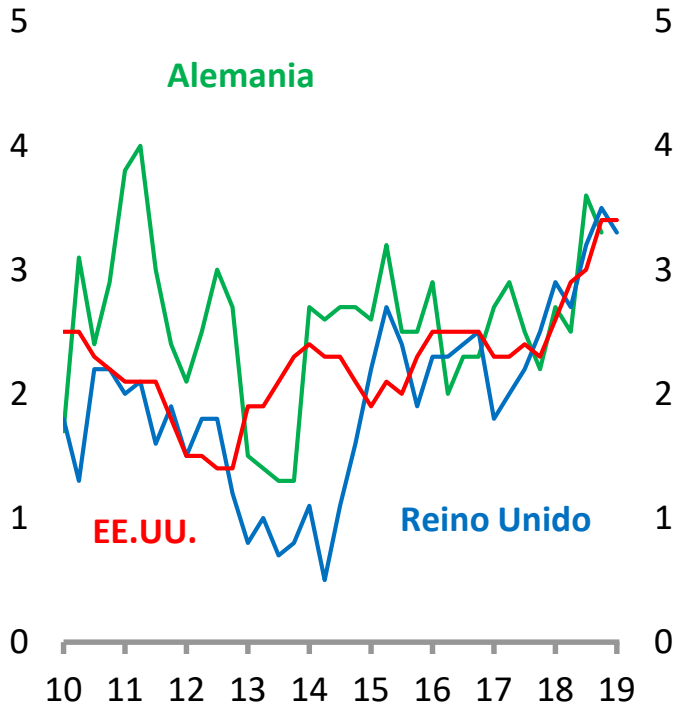


(2) Datos trimestrales.

Fuente: Bloomberg.

Salarios nominales (2)

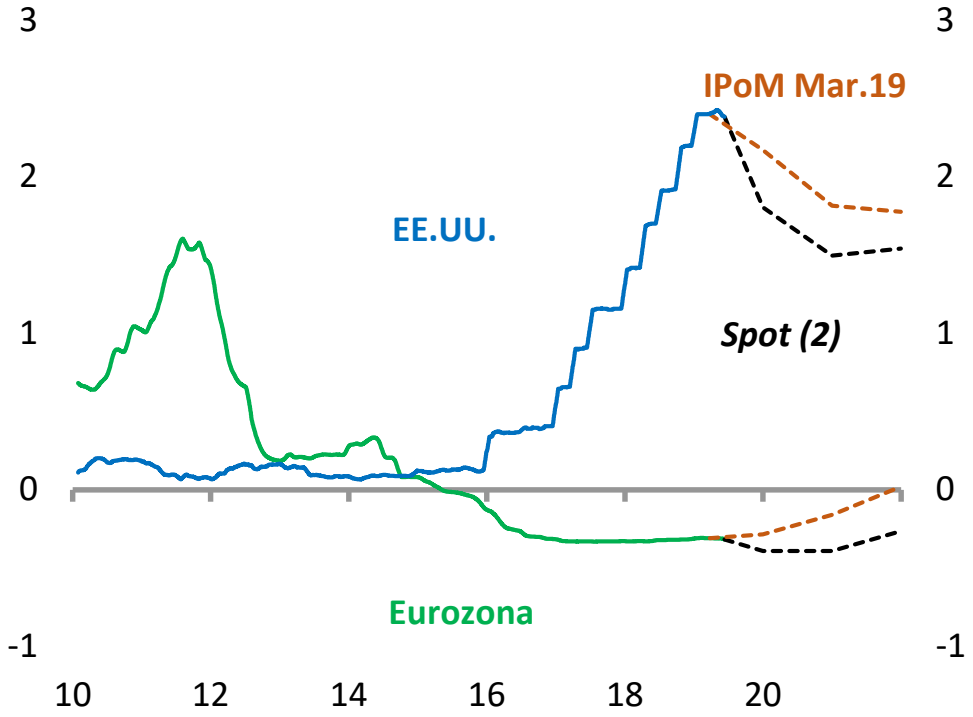
(variación anual, porcentaje)



Lo anterior ha motivado a varios bancos centrales ha profundizar su mensaje de mayor expansividad y empujado las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas.

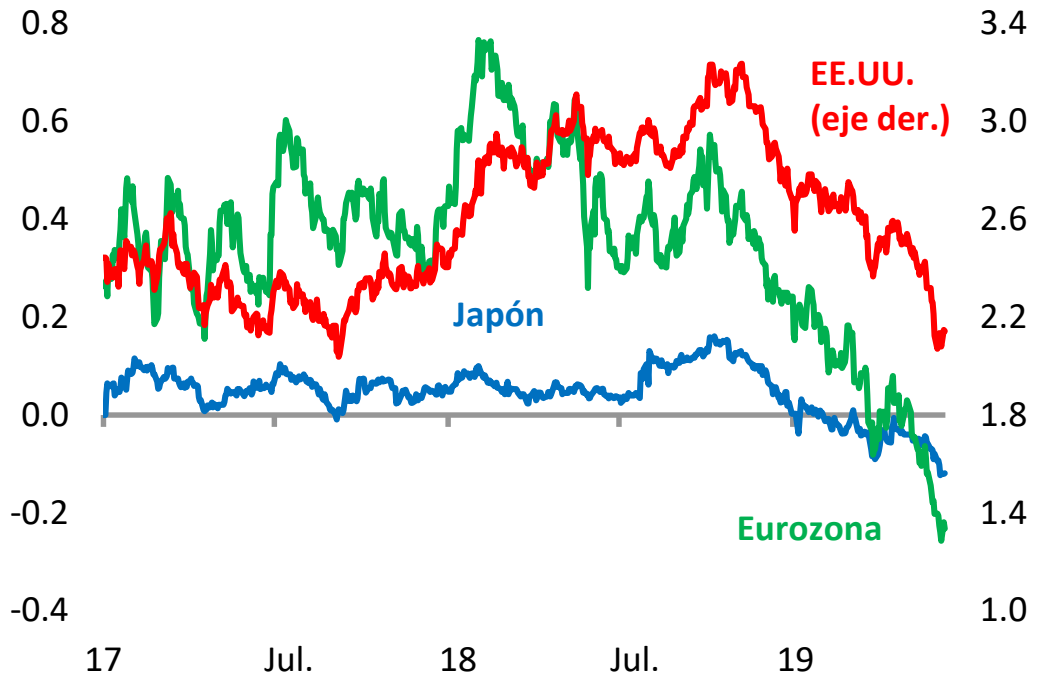
Expectativas de TPM del mercado (1)

(a diciembre de cada año, porcentaje)



Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años

(porcentaje)

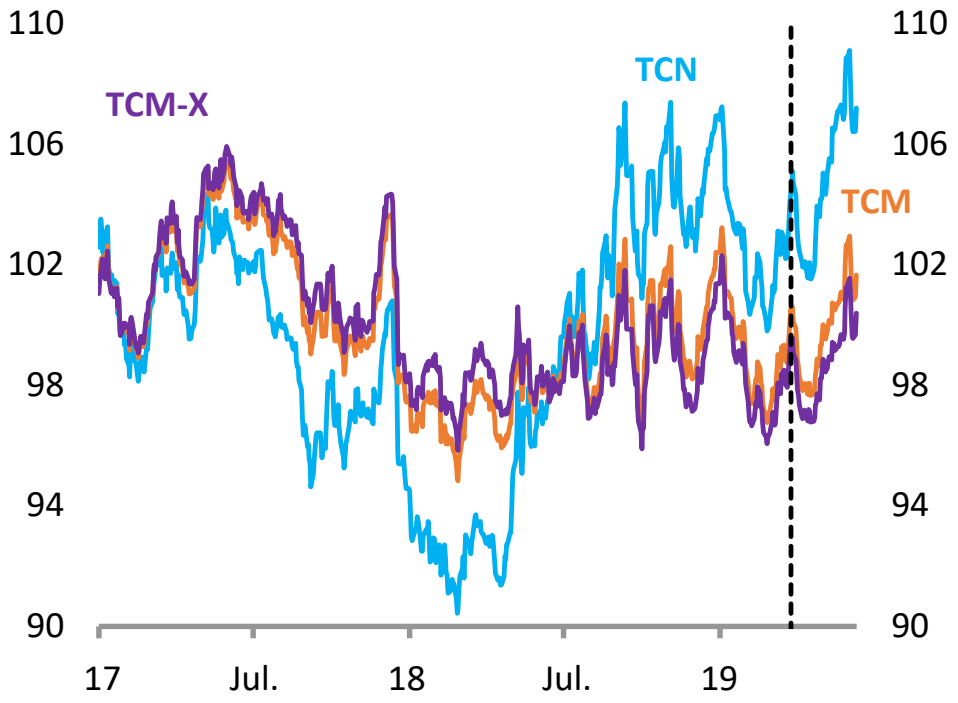


(1) En EE.UU. corresponde a la tasa Fed Fund y en la Eurozona a la Euribor. (2) Al día 12 de junio. Fuente: Bloomberg.

En Chile, los desarrollos externos se han reflejado en la depreciación nominal y real del tipo de cambio, en línea con la apreciación global del dólar, la caída del precio del cobre y una visión del mercado más expansiva para la política monetaria. La bolsa local y las tasas largas también se han visto afectadas.

Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (1)

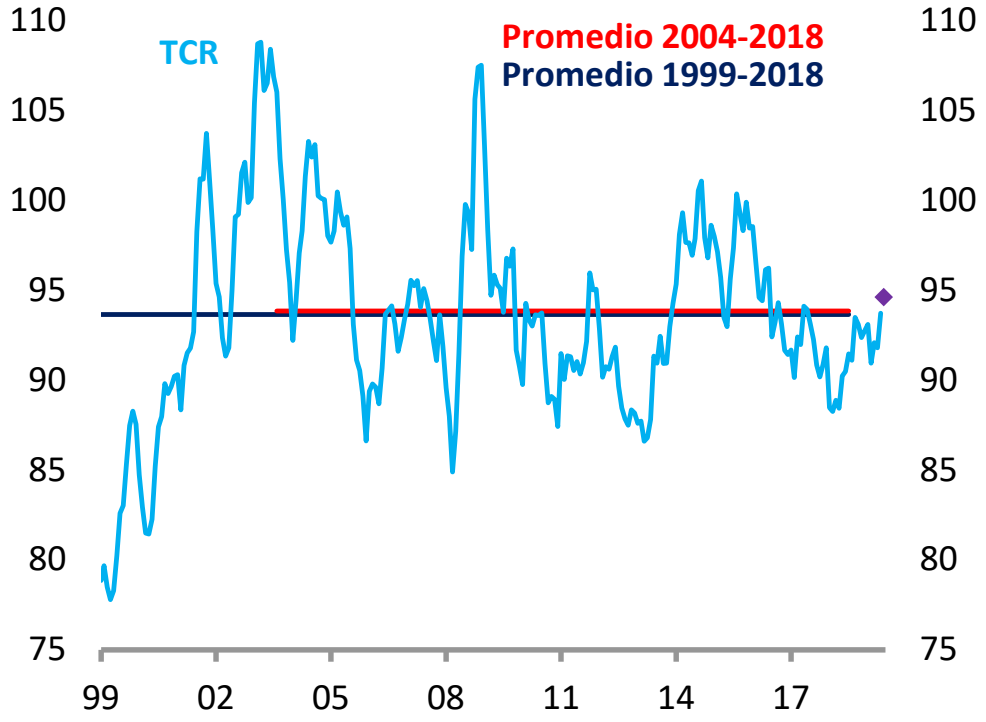
(índice 2017-2019=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio real (2) (3)

(índice 1986=100)



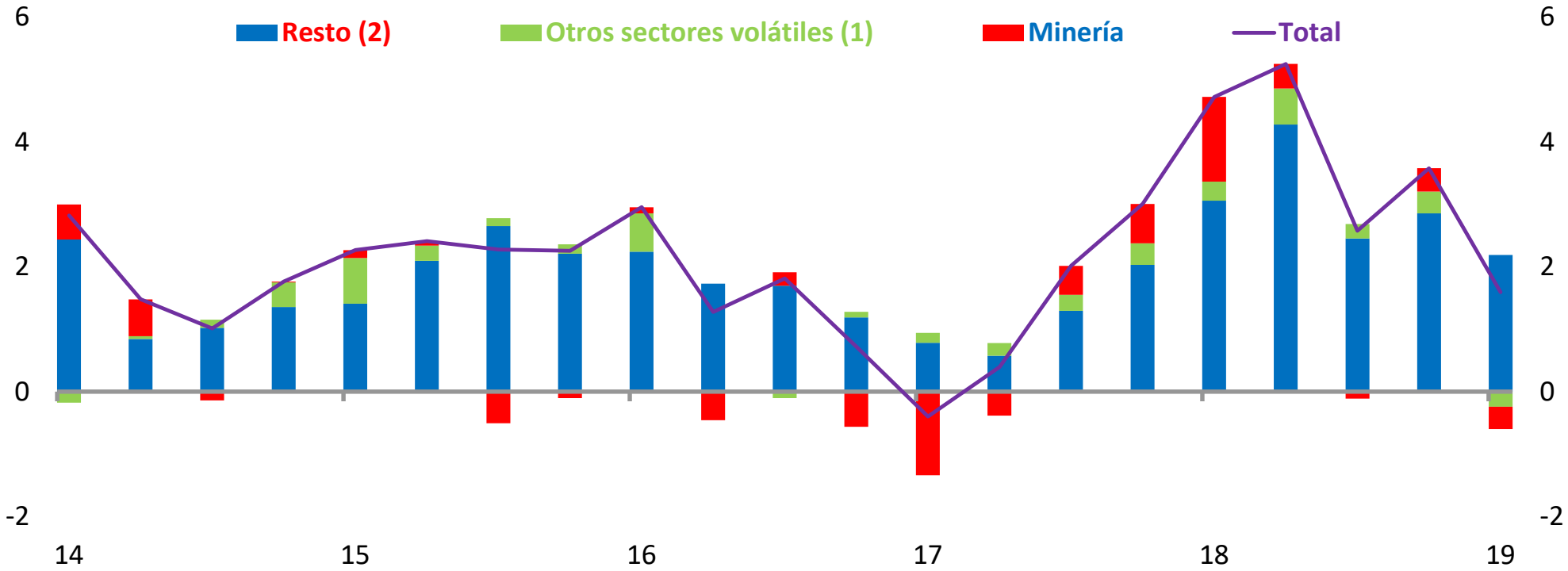
(2) Dato de mayo del 2019 es estimado. (3) Rombo indica estimación de junio con datos hasta el día 10 del mes. Fuente: Banco Central de Chile.

2 Escenario interno

En el primer trimestre, la actividad redujo su crecimiento hasta 1,6% anual, cifra inferior a lo esperado. En ello se combinó un desempeño más débil de la minería, la industria exportadora y algunos rubros relacionados con los recursos naturales. Los sectores más ligados a la demanda tuvieron un comportamiento en línea con lo previsto.

Crecimiento anual del PIB

(incidencias, puntos porcentuales)

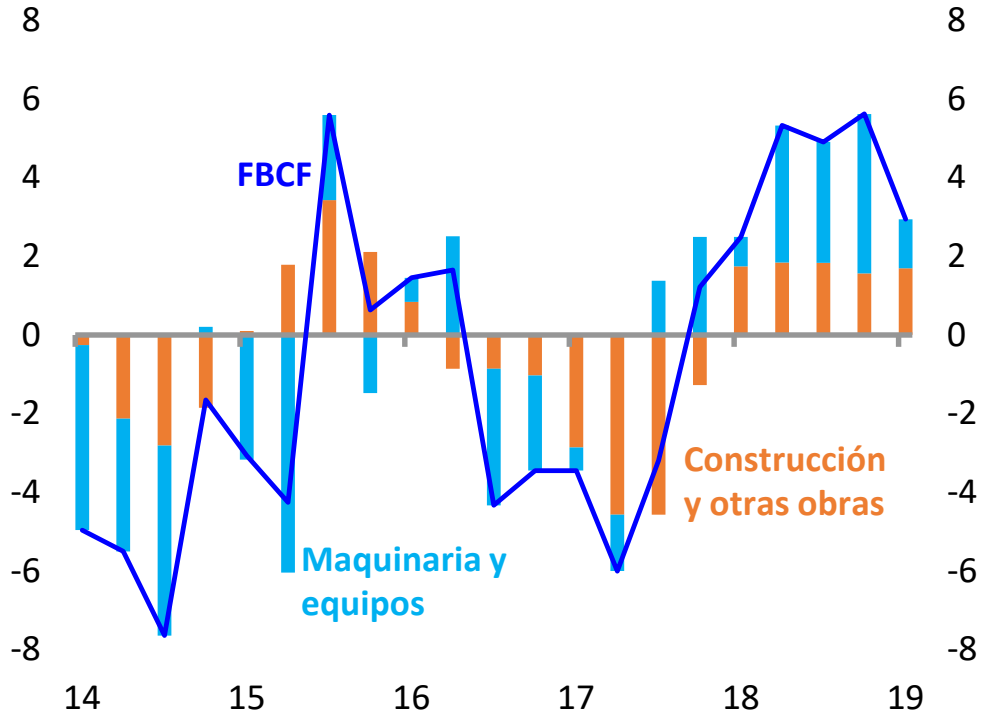


(1) Incluye los sectores Agropecuario-silvícola, Pesca y Electricidad, gas, agua y gestión de desechos. (2) Incluye Industria Manufacturera, Construcción, Comercio, restaurantes y hoteles, Servicios financieros y empresariales, Transporte, Comunicaciones, Servicios de vivienda, Servicios personales, Administración pública, IVA y Derechos de importación. Fuente: Banco Central de Chile.

En la demanda, se observó una desaceleración importante de la inversión en maquinaria y equipos, mientras que la destinada a construcción y otras obras resultó acorde con lo previsto. También destacó la caída de las exportaciones nominales, en particular de la minería y los productos manufactureros.

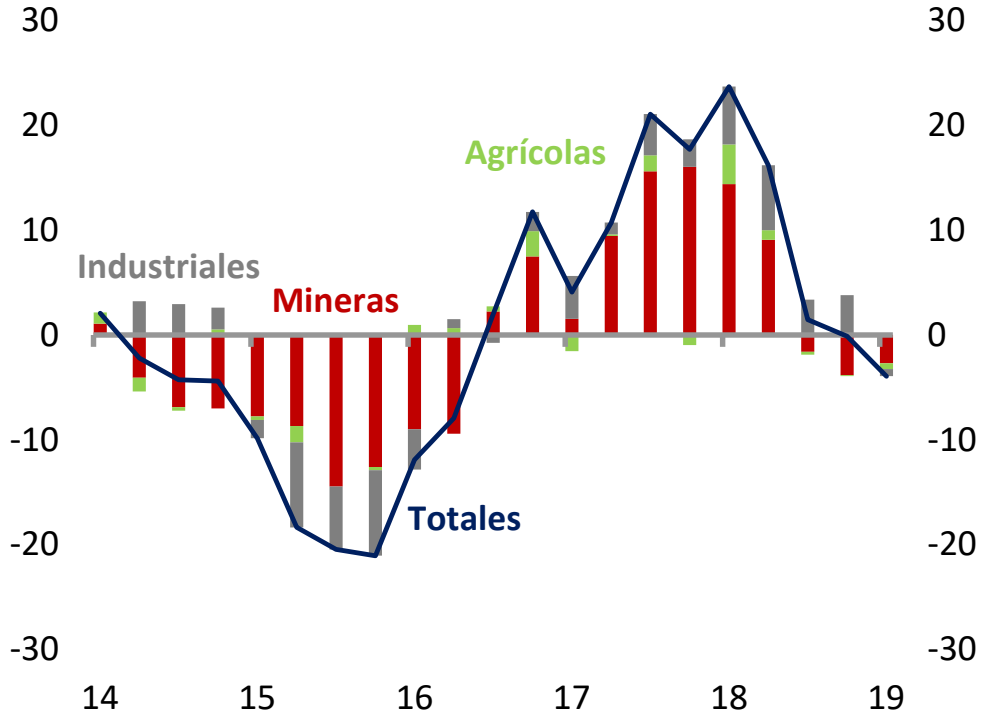
Contribución al crecimiento anual de la FBCF

(incidencias, puntos porcentuales)



Crecimiento nominal anual de las exportaciones

(incidencias, puntos porcentuales)

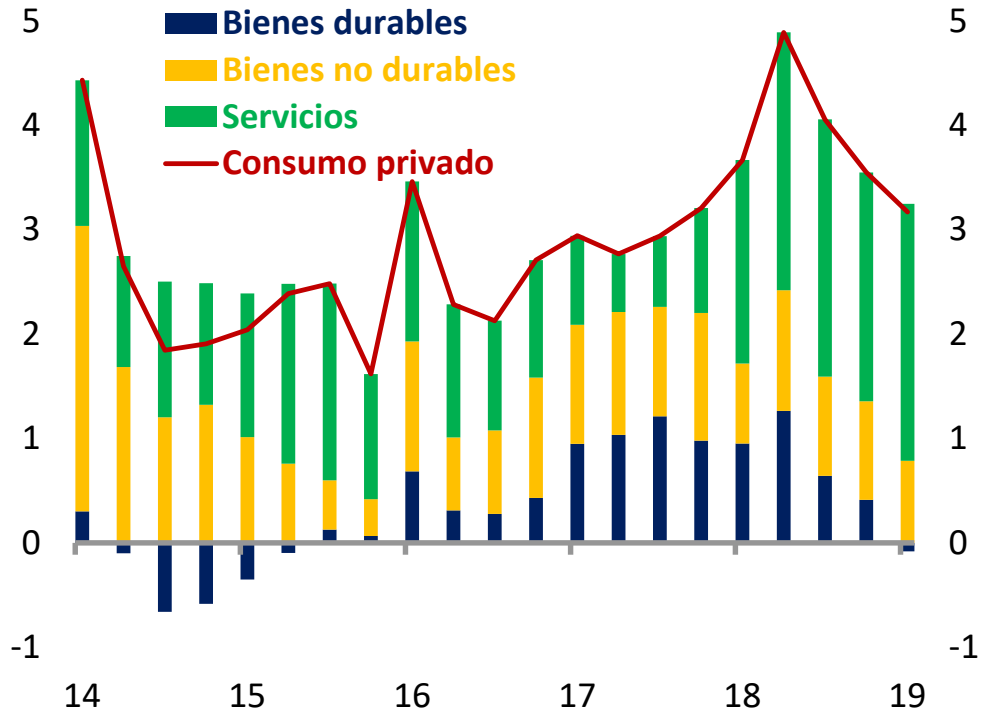


Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo creció en línea con lo previsto, destacando un mayor aporte del componente habitual, especialmente de servicios. El consumo de bienes durables refleja la baja de las ventas automotrices tras los máximos históricos alcanzados el 2018. Las ventas de otros bienes durables han ido aumentando.

Incidencias en el crecimiento anual del consumo privado

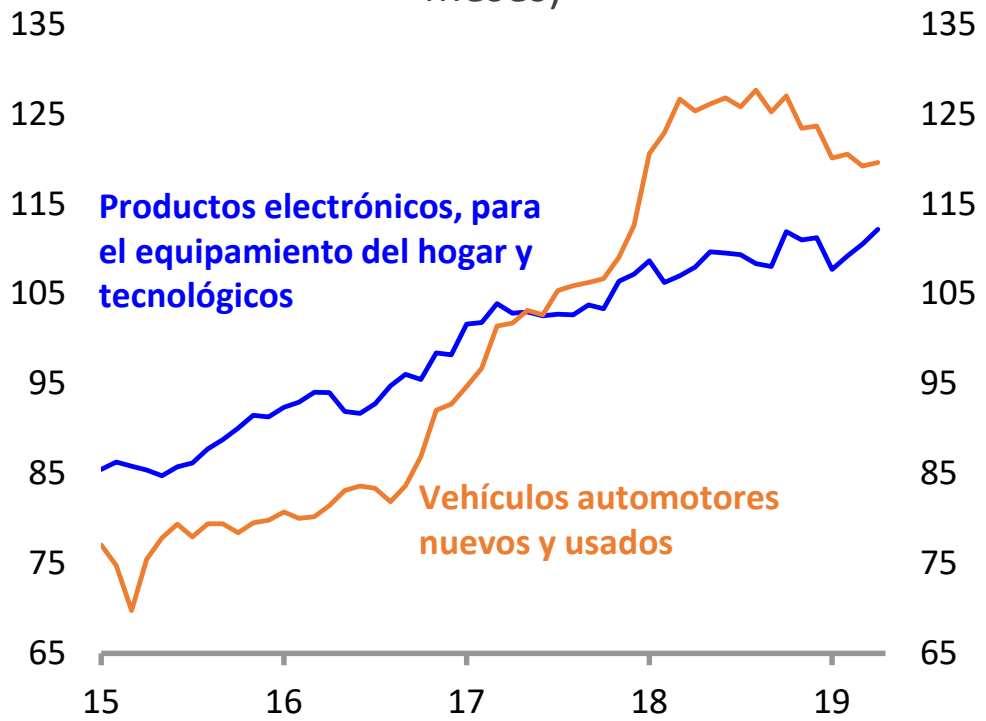
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Ventas de bienes durables (IACM) (*)

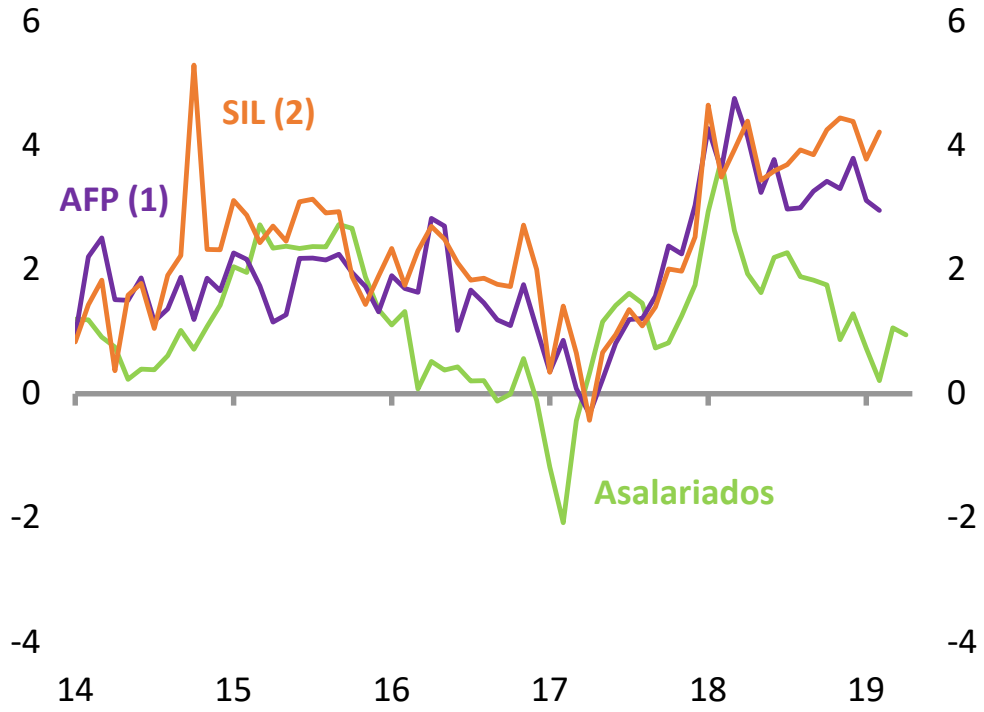
(índice 2015-2019=100, promedio móvil tres meses)



(*) Series desestacionalizadas. Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas.

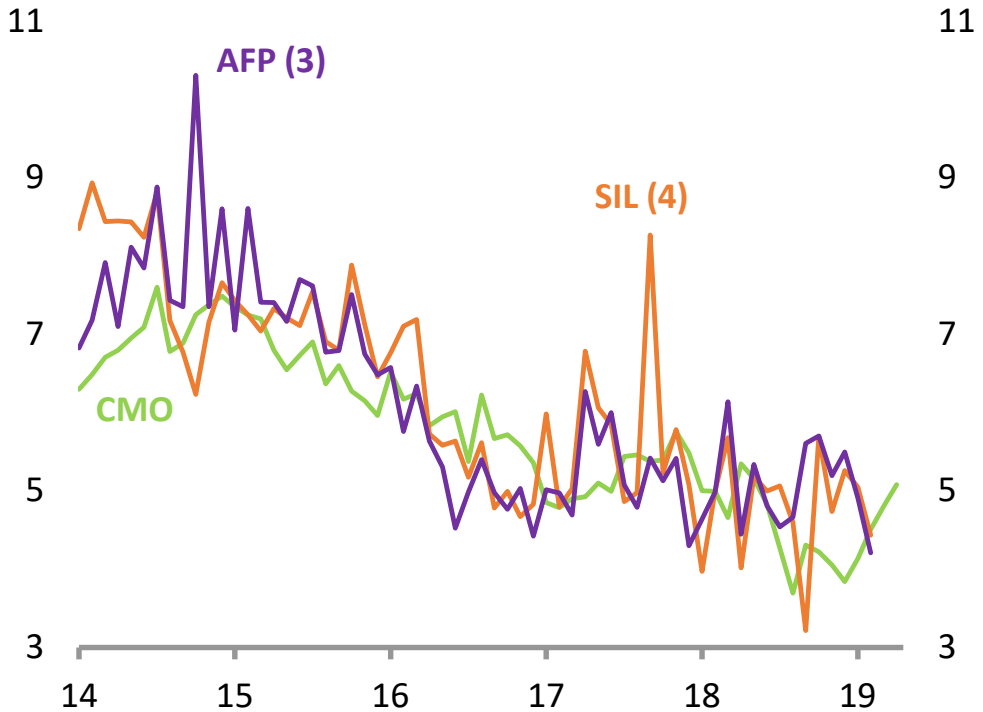
En el mercado laboral , las últimas cifras muestran una evolución más positiva, en particular del empleo. Los salarios nominales, aceleraron en el margen, pero las presiones salariales se mantienen acotadas.

Empleo asalariado
(variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde al número de cotizantes dependientes. (2) Total de cotizantes del seguro cesantía. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)

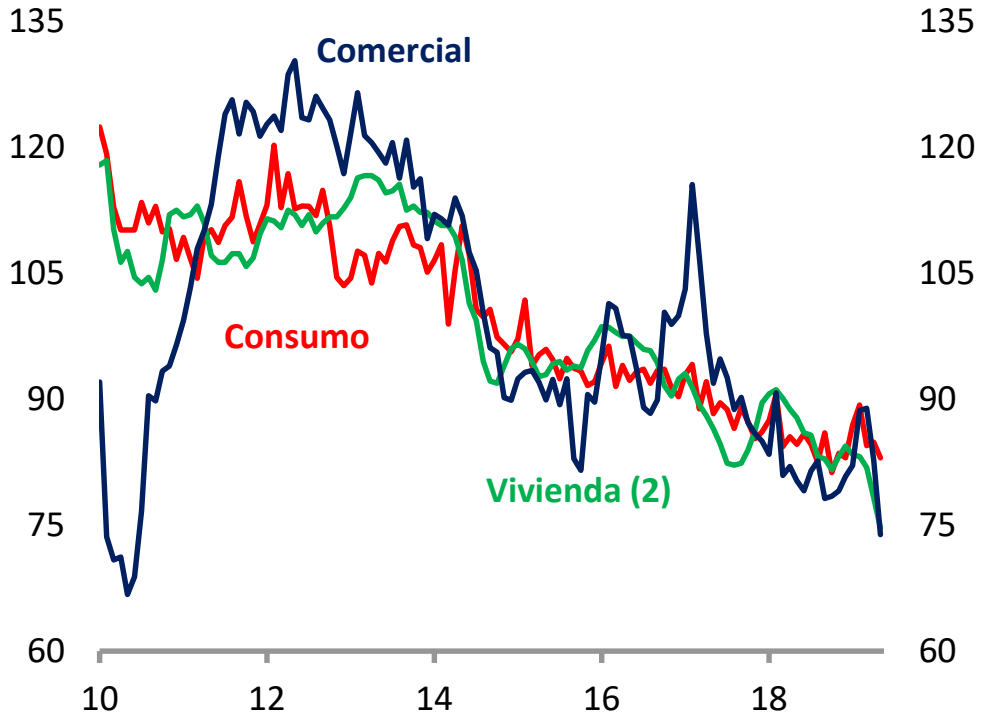


(3) Ingreso imponible promedio. (4) Remuneración imponible promedio de los cotizantes del seguro de cesantía. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo y Superintendencia de Pensiones.

Las condiciones crediticias locales continúan favorables, con tasas de interés de colocación que han disminuido, en especial las hipotecarias y comerciales. El crecimiento de las colocaciones, con vaivenes, continúa dinámico.

Tasa de interés por tipo de colocación (1)

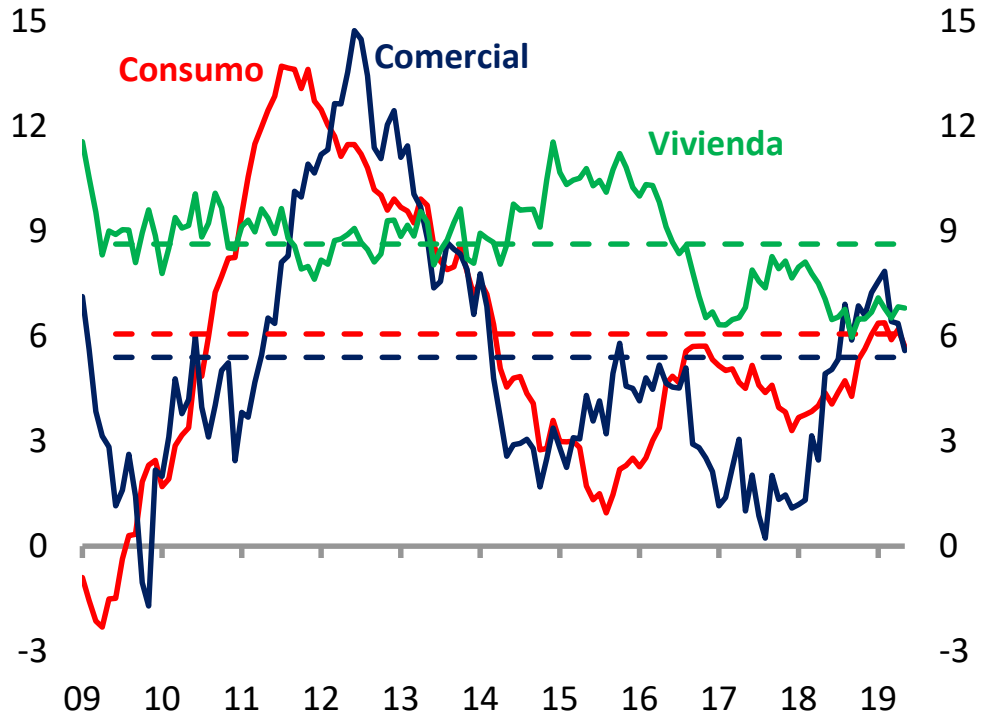
(índice 2010-2019=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Colocaciones reales (3) (4)

(variación anual, porcentaje)

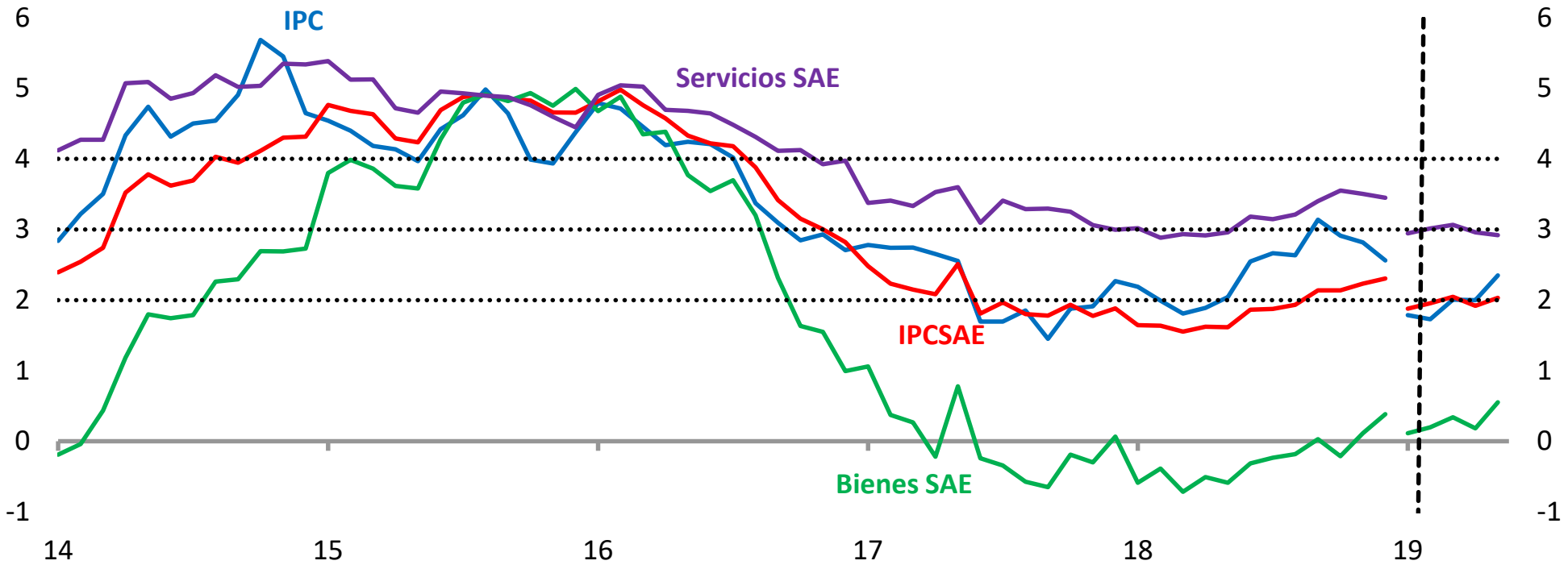


(3) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018. (4) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

La inflación ha evolucionado dentro de lo esperado. La variación anual del IPC alcanzó 2,3% a mayo y el IPCSAE se han mantenido en torno a 2%.

Indicadores de inflación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)

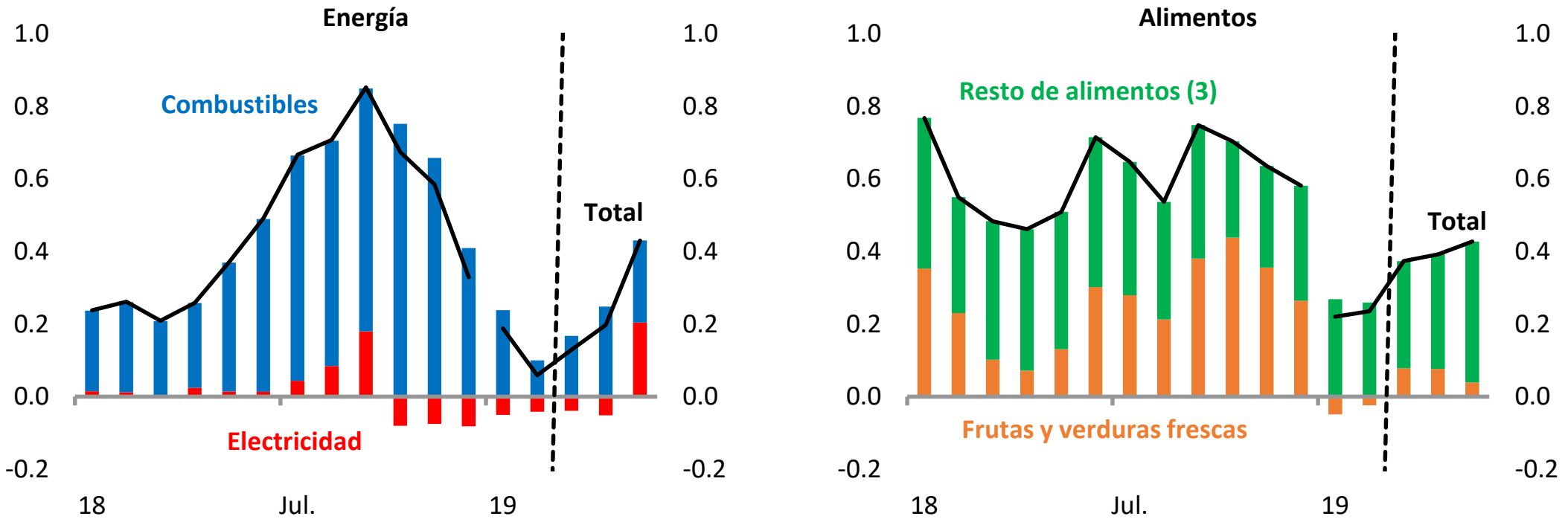


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. (2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En los últimos meses, resalta el mayor aporte de la energía y los alimentos a la inflación.

Incidencia de la energía y los alimentos en la inflación anual total (1) (2)

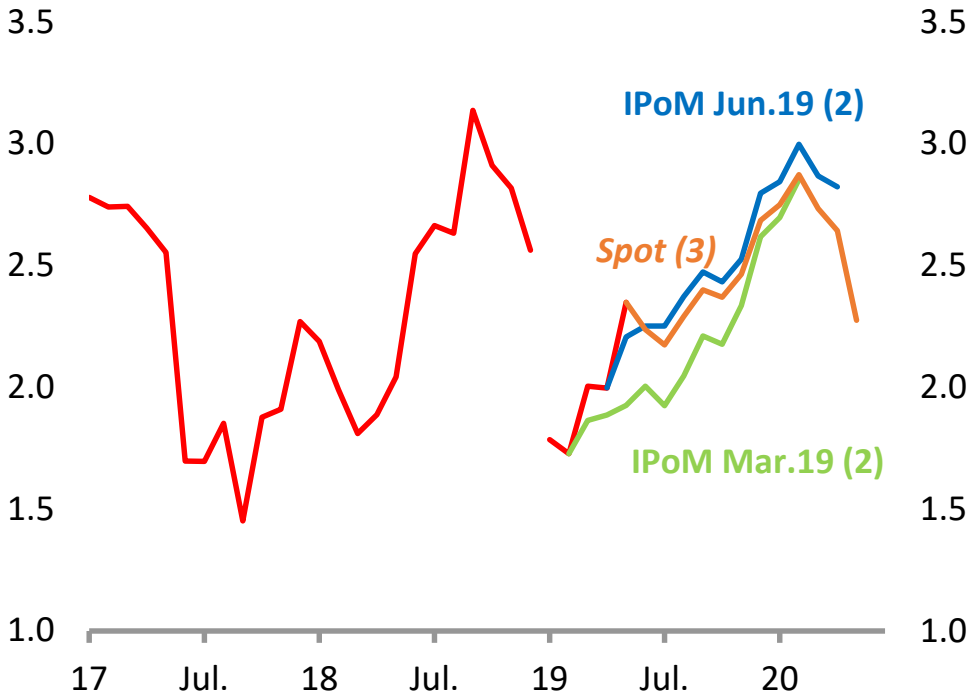
(puntos porcentuales)



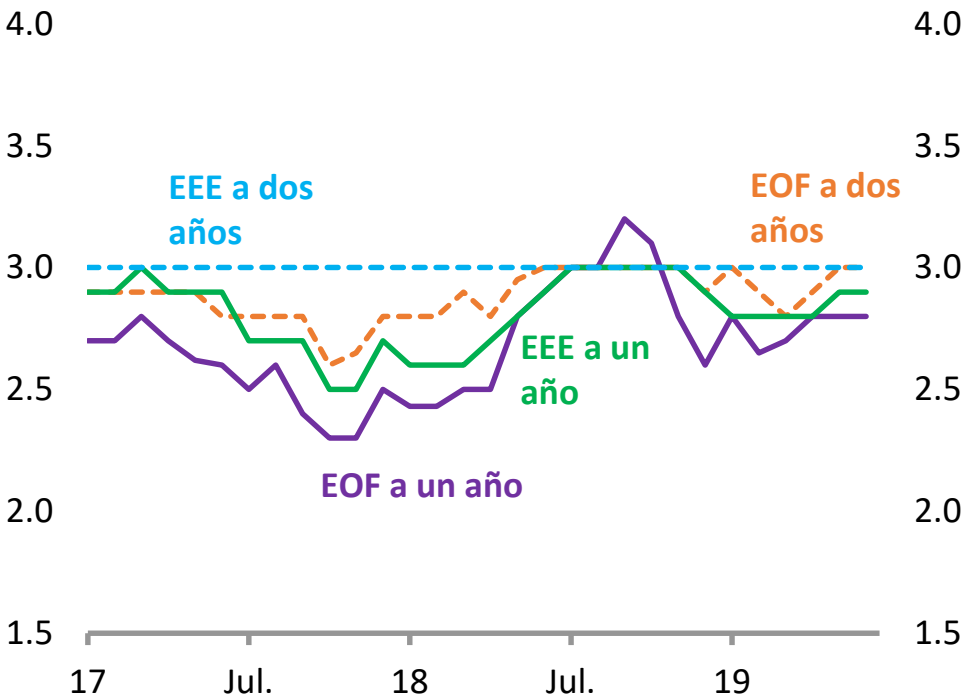
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. (2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (3) Considera alimentos y bebidas no alcohólicas sin frutas y verduras frescas. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Las expectativas privadas de inflación han mostrado ciertas alzas, con efectos más notorios en el corto plazo y ligados principalmente al precio de la energía. A diciembre de este año y a un año plazo, se ubican algo por debajo de 3% anual, mientras que a dos años plazo se mantienen en torno a ese valor.

Seguros de inflación
(variación anual, porcentaje)



Encuesta a analistas (4)
(variación anual, porcentaje)



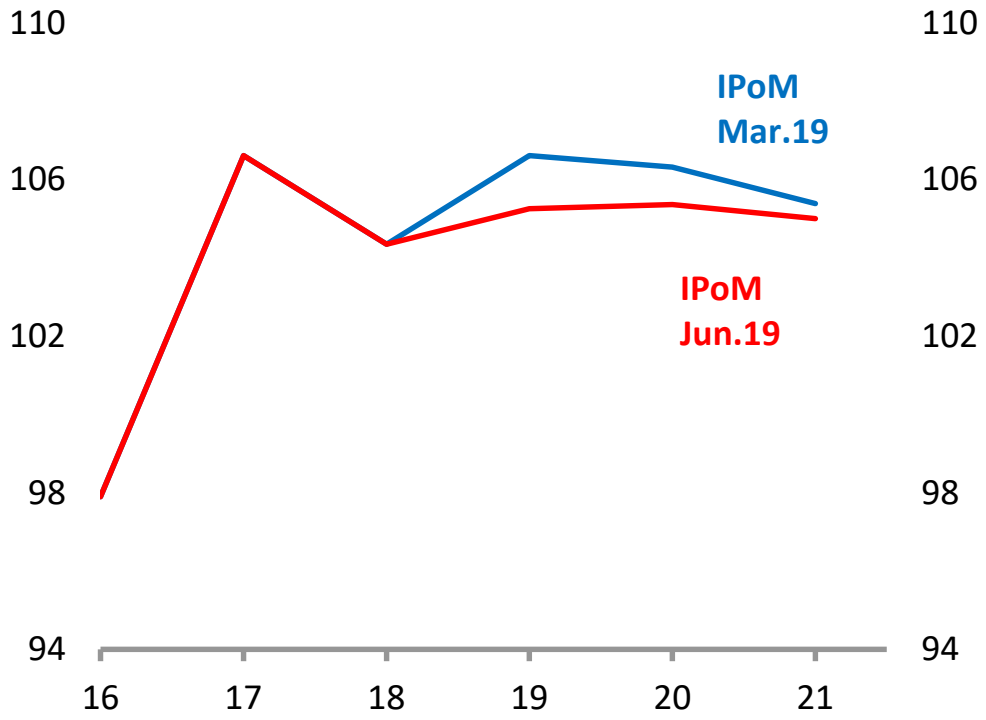
(1) A partir de enero 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Para el IPoM de marzo y de junio del 2019, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 26/03/2019 y al 03/06/2019, respectivamente. (3) Promedio de los últimos tres días hábiles al 12/06/2019. (4) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

3 Perspectivas y riesgos

En el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena será menor al previsto en marzo y al de los dos años anteriores, pero sigue considerando un escenario relativamente benigno para la economía global, donde las principales economías crecen cerca de su potencial, el precio de las materias primas convergen a su nivel de LP y las condiciones financieras siguen constructivas.

Términos de intercambio

(índice 2013=100)



Crecimiento mundial

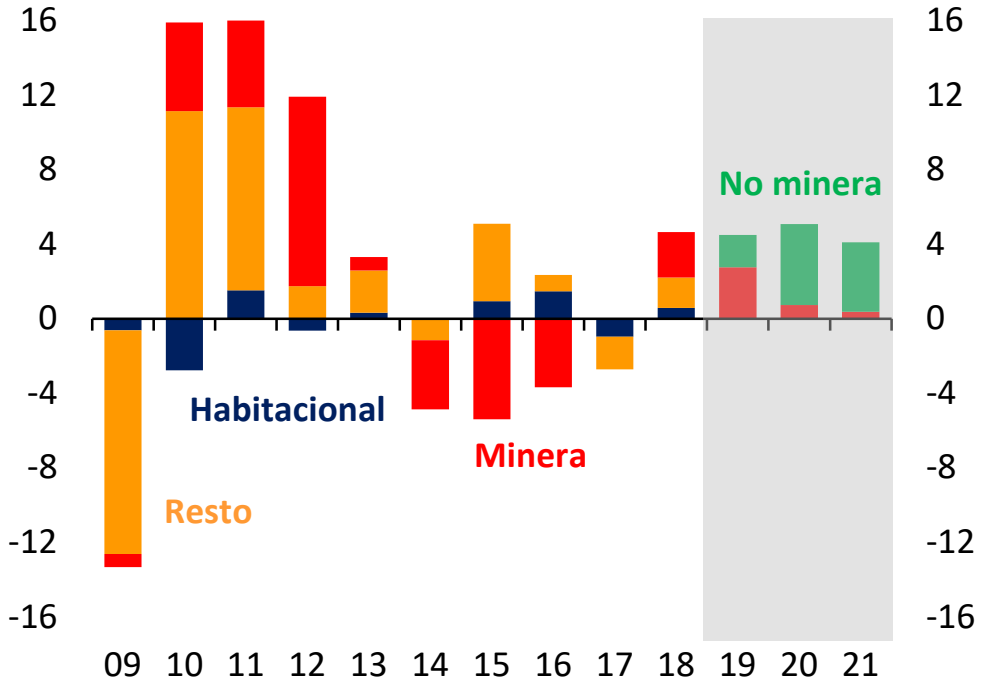
(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (e)	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
			IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
Mundo a PPC	3,7	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
Mundo a TC de mercado	3,2	3,0	2,6	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7
Socios comerciales	3,7	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
Estados Unidos	2,2	2,9	2,1	2,2	1,7	1,7	1,7	1,7
Eurozona	2,4	1,8	1,1	1,1	1,5	1,5	1,6	1,6
Japón	1,9	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	1,0	1,0
China	6,9	6,6	6,1	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9
India	6,7	7,1	7,5	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4
Resto de Asia	4,4	4,1	3,9	3,8	3,9	3,8	4,0	4,0
América Latina (excl. Chile)	1,1	0,5	1,6	0,8	2,3	2,0	2,7	2,5
Exp. de prod. básicos	2,7	2,2	2,2	2,0	2,2	2,0	2,2	2,2

(e) Estimación. (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.

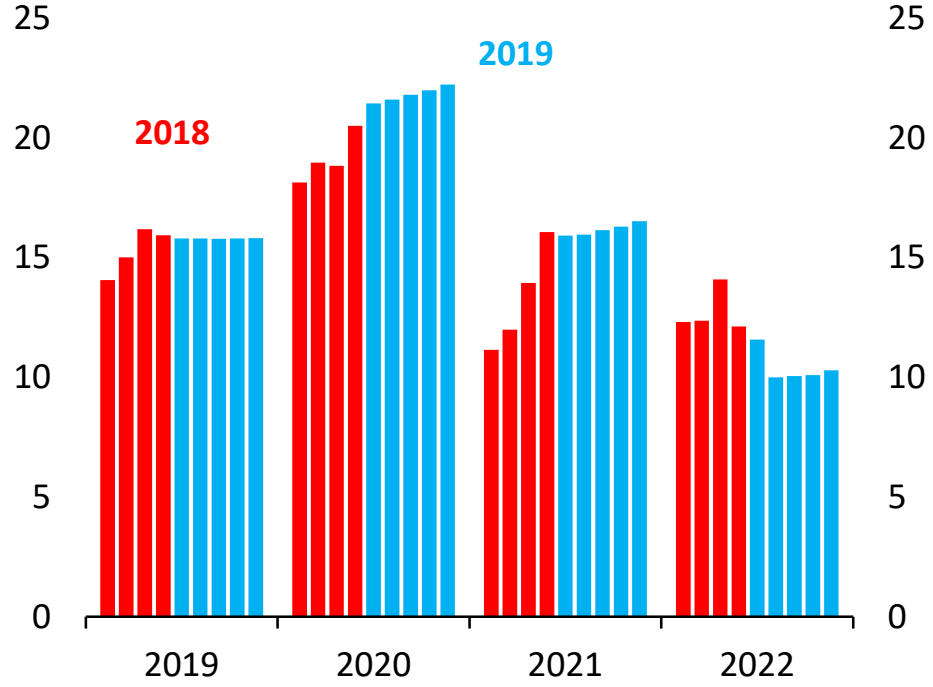
En Chile, la proyección para la formación bruta de capital fijo se ajustan a la baja, principalmente por el débil desempeño de maquinaria y equipos. No obstante, el componente de construcción y otras obras se ha mantenido dinámico y se prevé un desempeño positivo hacia adelante.

Incidencias reales anuales en la FBCF (1)
(porcentaje)



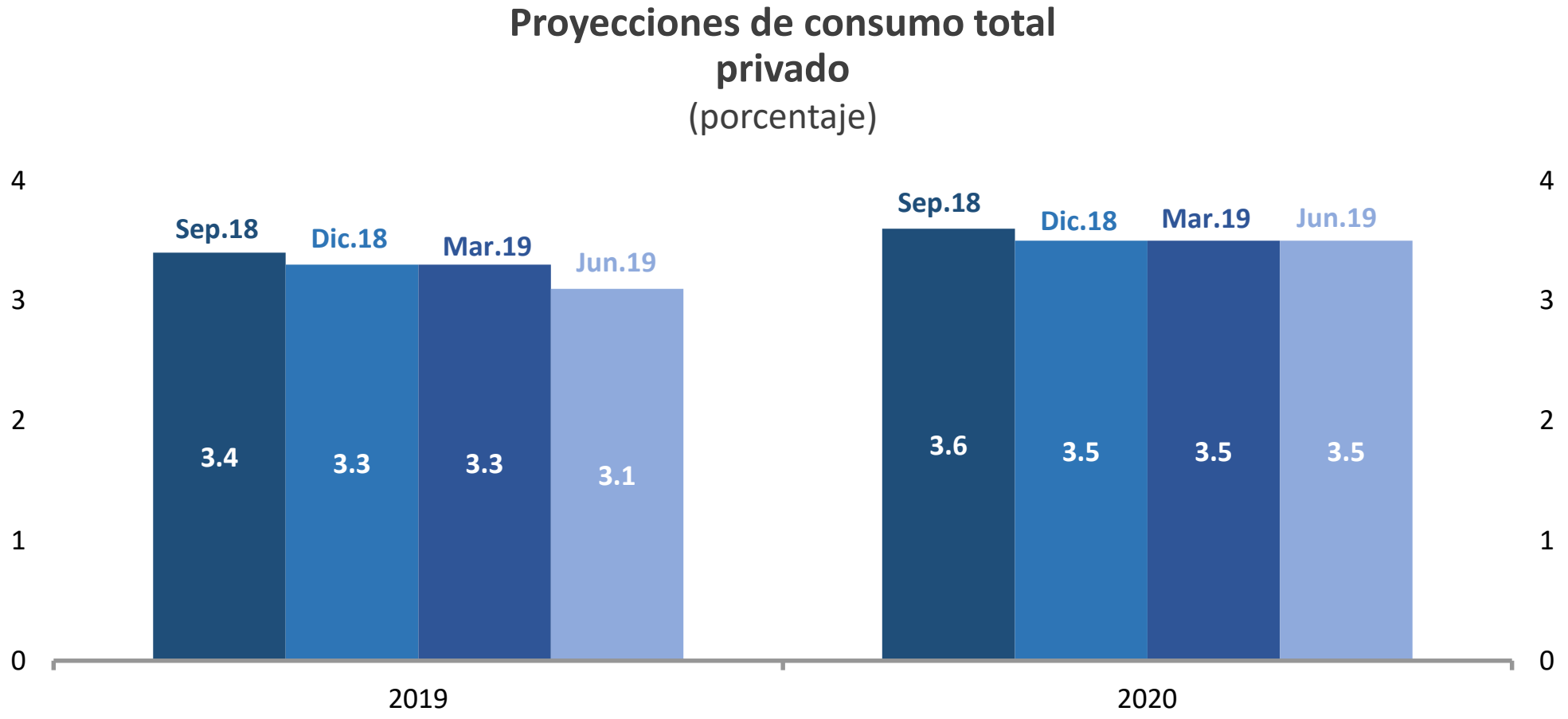
(1) Para el 2018 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Las proyecciones de los años 2019, 2020 y 2021 se elaboran utilizando modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

OGPS: Catastro de proyectos de inversión (2)
(miles de millones de dólares)



(2) Las barras para las ediciones del catastro del año 2018 corresponden a los meses entre septiembre y diciembre, ambos inclusive, en orden consecutivo. Lo mismo aplica para el 2019, que comprende los meses entre enero y mayo.
Fuentes: Oficina de Gestión de Proyectos Sustentables, Ministerio de Economía, y Corporación de Bienes de Capital.

Las proyecciones de consumo para 2019 y 2020 no han cambiado mayormente.



Fuente: Banco Central de Chile.

El rango de crecimiento proyectado para el 2019 se ajusta a la baja, principalmente por el desempeño del primer trimestre. Para los próximos dos años se estiman tasas de crecimiento de entre 3 y 4%, en línea con la revisión de PIB potencial y tendencial

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

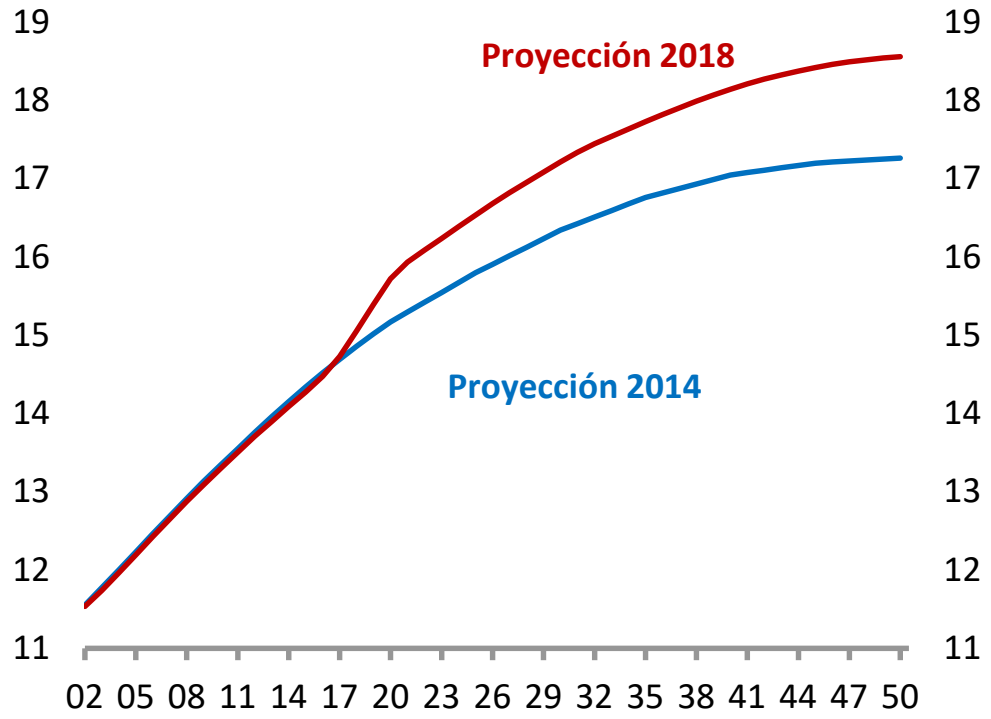
	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
		IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
PIB	4,0	3,0-4,0	2,75-3,5	3,0-4,0	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0
PIB minero	5,2						
PIB no minero	3,9						
Demanda interna	4,7	3,7	2,9	3,5	3,8	3,3	3,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	3,9	3,4	3,7	3,9	3,5	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,7	6,2	4,5	4,3	5,1	3,9	4,1
Consumo total	3,7	3,3	3,1	3,5	3,5	3,4	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	3,6	0,6	2,9	3,6	2,9	2,7
Importaciones de bienes y servicios	7,6	4,5	0,6	2,9	4,3	2,6	2,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	20,1	19,9	20,3	20,2	20,4	20,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,3	21,8	21,8	22,0	22,1	22,2	22,3

(f) Proyección.

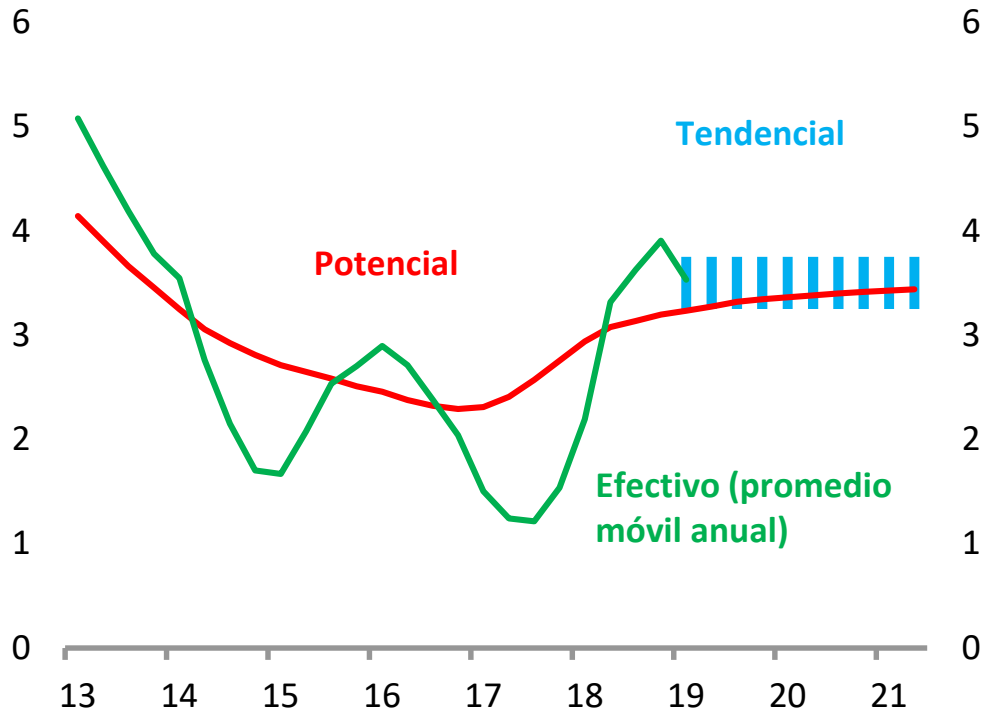
Fuente: Banco Central de Chile.

La actualización de la estimación de los parámetros estructurales permitió cuantificar el efecto del flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial y potencial de la economía. El primero sube a un rango entre 3,25 y 3,75% para 2019-2028, mientras el segundo se sitúa en torno a 3,4% en 2019-2021.

Proyecciones de población en edad de trabajar
(millones de personas, 2002-2050)

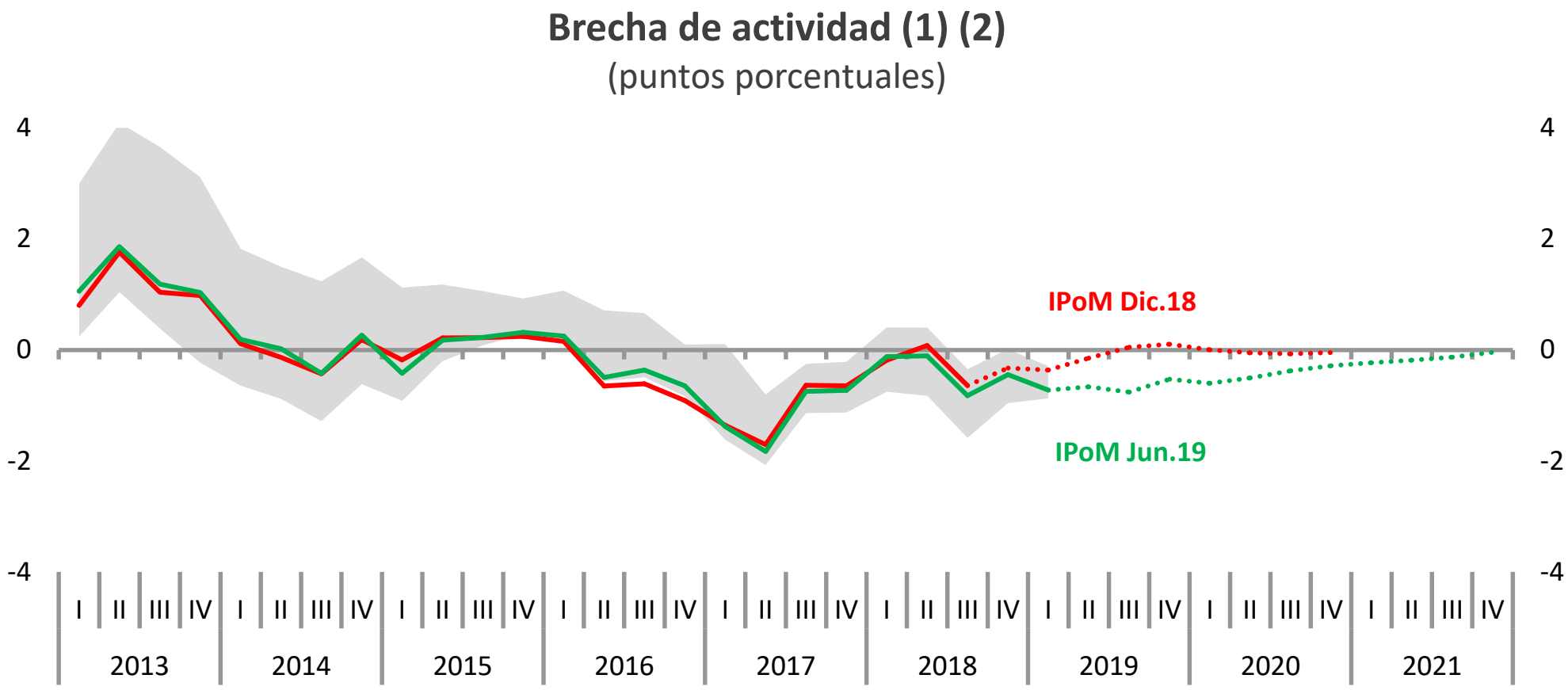


PIB no minero
(variación real anual, porcentaje)



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

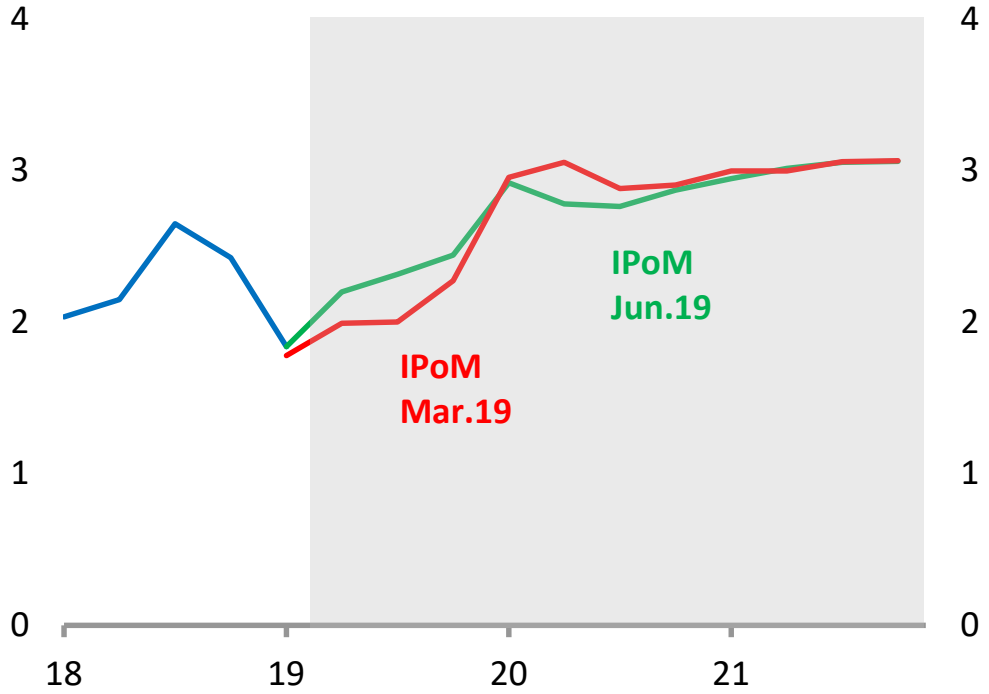
La actualización de las estimaciones de los parámetros estructurales y el menor dinamismo del primer trimestre de este año se traducen en un nivel de la brecha de actividad de -0,7 puntos porcentuales, significativamente más amplio que el considerado anteriormente.



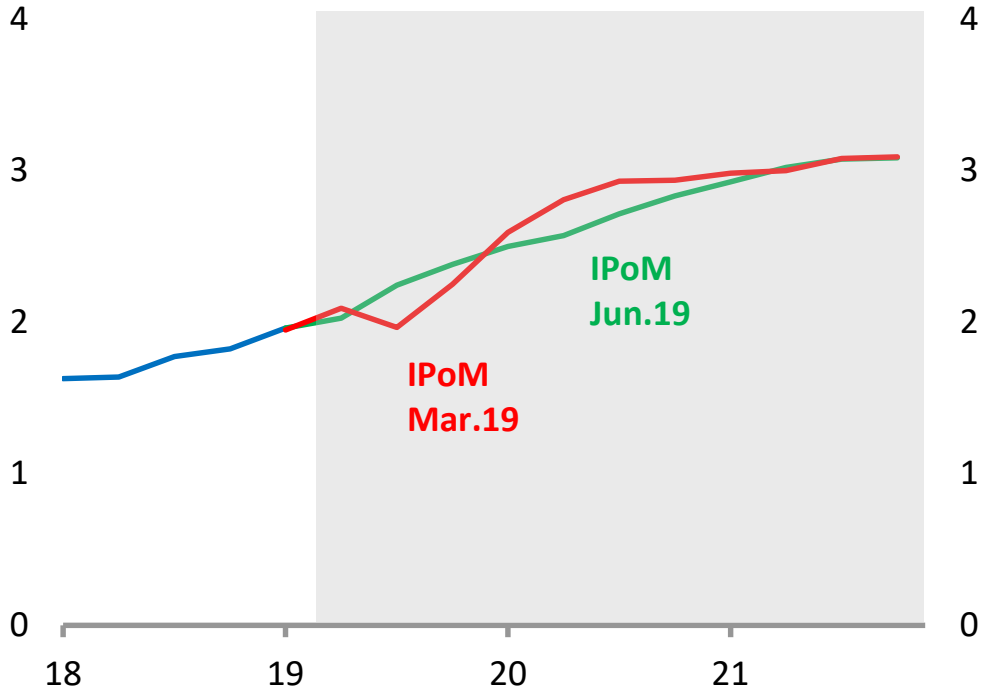
(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017). (2) Líneas punteadas corresponden a la proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, la inflación del IPC convergerá a 3% durante 2020, mientras que el IPCSAE llegará a ese valor a comienzos del 2021. Para diciembre de este año la inflación total se ubicará en 2,8%.

Inflación IPC (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2019, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está equilibrado.

Riesgos externos sesgados a la baja

- Extensión guerra comercial
- Tensiones político-económicas
- Deterioro abrupto de las condiciones financieras

Riesgos internos para la actividad sesgados a la baja

- Desempeño de la inversión por debajo de lo esperado
- Mayor debilidad del sector minero

Riesgos equilibrados para la inflación

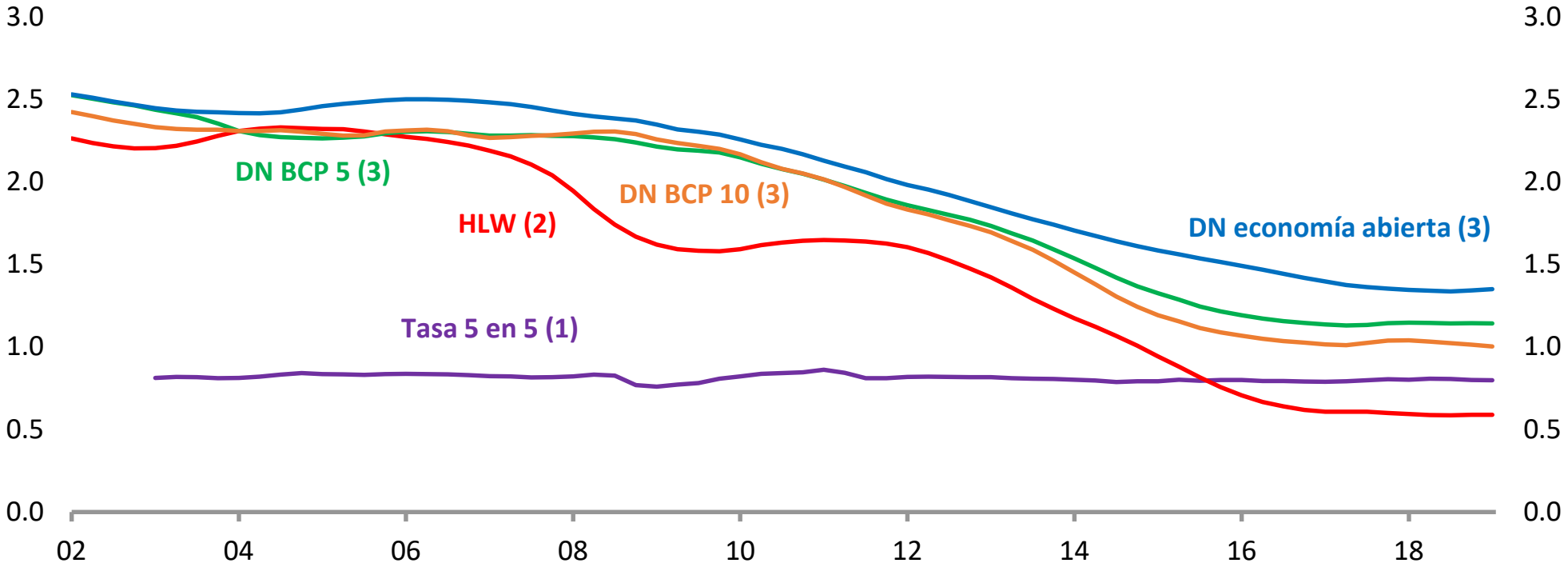
- Efectos de la inmigración distintos de lo esperado
- Impactos de un deterioro del escenario externo

3 Política monetaria

El rango para la Tasa de Política Monetaria neutral se ha reestimado a la baja en 25 puntos base, hasta 3,75-4,25%. Esto refleja un impacto de la caída de las tasas neutrales a nivel internacional mayor al de la inmigración sobre el crecimiento tendencial y potencial.

Estimaciones de la tasa real neutral tendencial

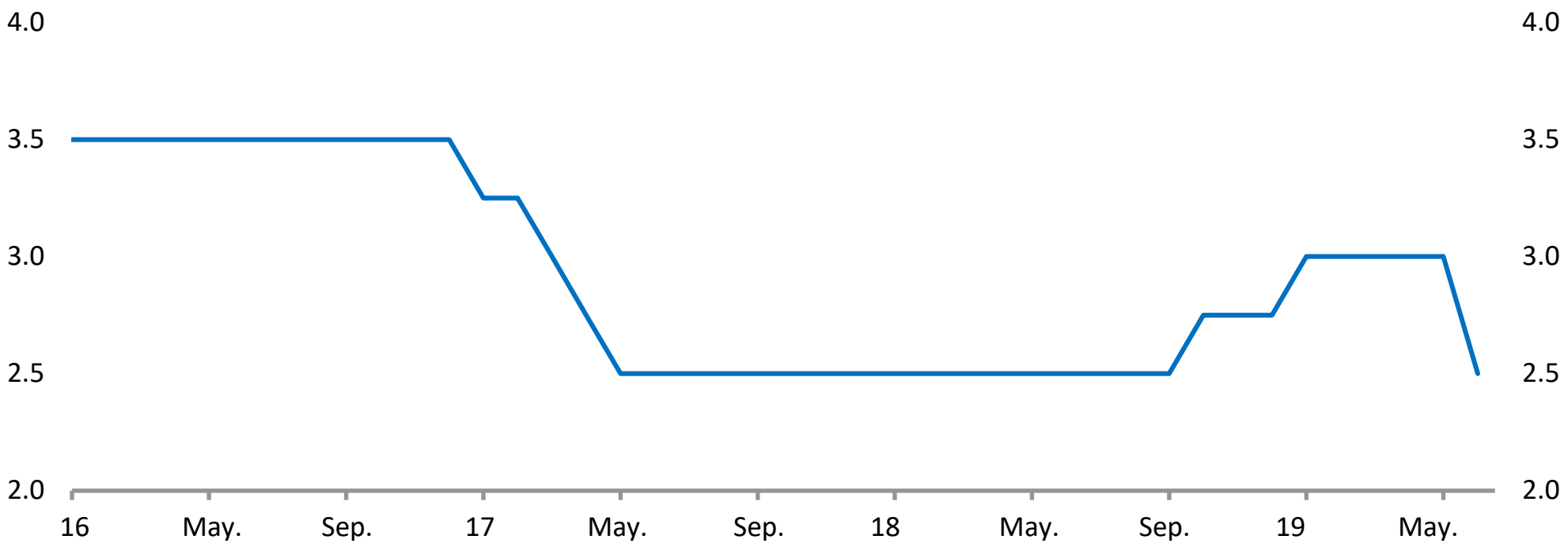
(porcentaje)



(1) Tasa 5 en 5 se deriva de los precios de los activos financieros corregida por premios por plazo. (2) Basado en Holston, Laubach y Williams (2017). (3) Basado en Del Negro *et al.* (2017), utilizando datos del BCP a 5 años, del BCP a 10 años y consideraciones para una economía abierta. Ver Recuadro V.2, IPoM junio 2019. Fuente: Banco Central de Chile.

Con estos antecedentes el Consejo consideró necesario recalibrar el estímulo monetario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. en su Reunión de junio, decidió reducir la TPM en 50pb. Hacia adelante, la evolución de la TPM dependerá de que la inflación siga un claro proceso de convergencia a la meta.

TPM
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Política Monetaria

- La reducción de 50 pb en la Tasa de Política Monetaria fue determinado por un conjunto de elementos.
  1. El impulso externo se prevé más débil y los riesgos negativos provenientes del sector externo han aumentado.
  2. La actividad local ha sido menos dinámica, en un contexto donde se evalúa que la capacidad de crecimiento del país es mayor. Esto implica mayores holguras de capacidad hoy y la necesidad de un crecimiento mayor en el futuro para cerrar dichas holguras.
  3. La inflación ha permanecido baja, situación que se vincula más claramente a holguras de capacidad, hoy y proyectadas, mayores. Esto implica que el bajo nivel de inflación subyacente podría ser más persistente.
  4. La TPM de referencia es menor.
  5. Los riesgos negativos para la actividad y, consecuentemente, para la evolución de la inflación son mayores. Esto es especialmente relevante en un contexto de inflación baja por un tiempo prolongado.
- Que NO hay detrás de esta decisión.
  1. Una visión pesimista de la economía chilena: El crecimiento se ubica entre 3 y 4% para 2020 – 2021, en promedio, algo por sobre su nivel potencial.
  2. Un compromiso de no volver a mover la tasa más. Nuestras estimaciones indican que la actual ampliación del estimulo monetario debería ser suficiente para lograr la convergencia de la inflación SI SE DA EL ESCENARIO BASE!!!, pero reconocemos que hay muchos riesgos y que estos se han sesgado a la baja. El compromiso es con actuar oportuna y flexiblemente para enfrentar posibles cambios.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019

Alberto Naudon

Consejero

Seminario Regional SOFOFA

Arica, 13 de junio de 2019