



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2018

Alberto Naudon D.

Consejero

Encuentro con la Futura Región de Ñuble

Universidad del Bío Bío, Campus Fernando May, Chillán

Principales mensajes

- La evolución del escenario macroeconómico ha reducido los riesgos para la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política.
- La actividad económica continúa recuperándose, con un ritmo de crecimiento incluso algo por sobre lo previsto. No obstante, las perspectivas de crecimiento para el período 2018-2020 no son muy distintas a las consideradas en marzo, y el balance de riesgos para la actividad sigue sesgado al alza.
- 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%.
- 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 el impulso monetario comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%.



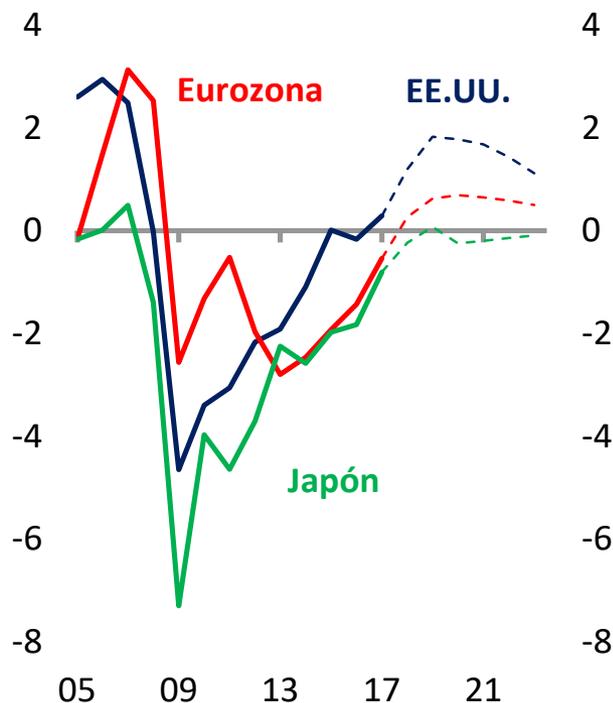
Evolución reciente de la economía: Escenario internacional



Datos de actividad e inflación consolidan diferencias entre la posición cíclica de Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas.

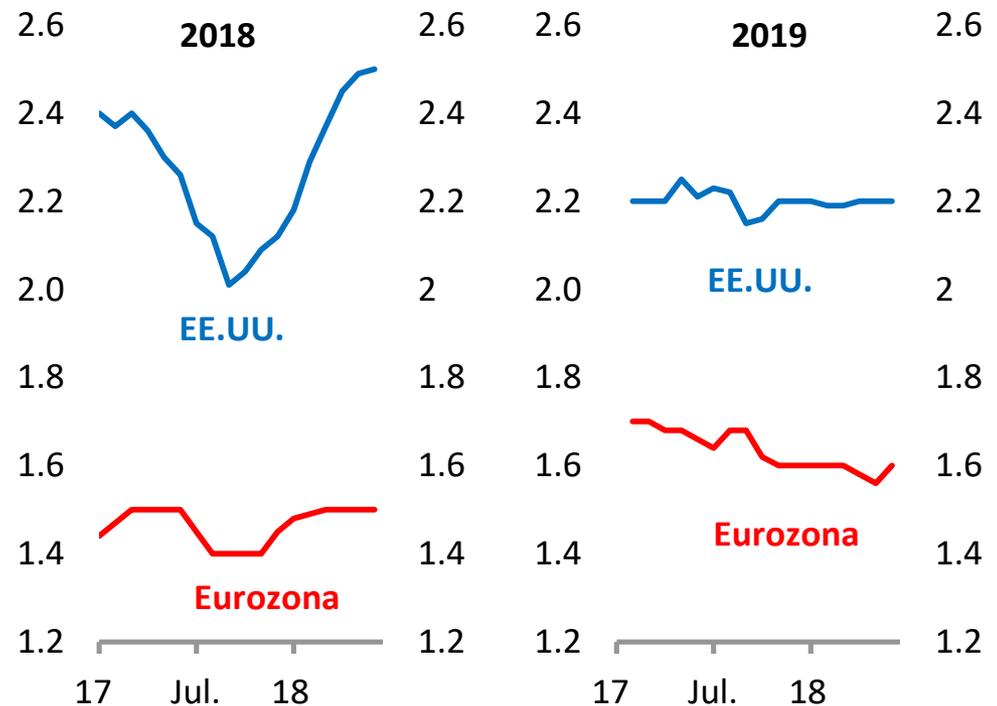
Brecha de actividad (*)

(porcentaje del PIB potencial)



Expectativas de inflación

(variación anual, porcentaje)



(*) Líneas segmentada corresponden a la brecha esperada.

Fuente: Bloomberg.

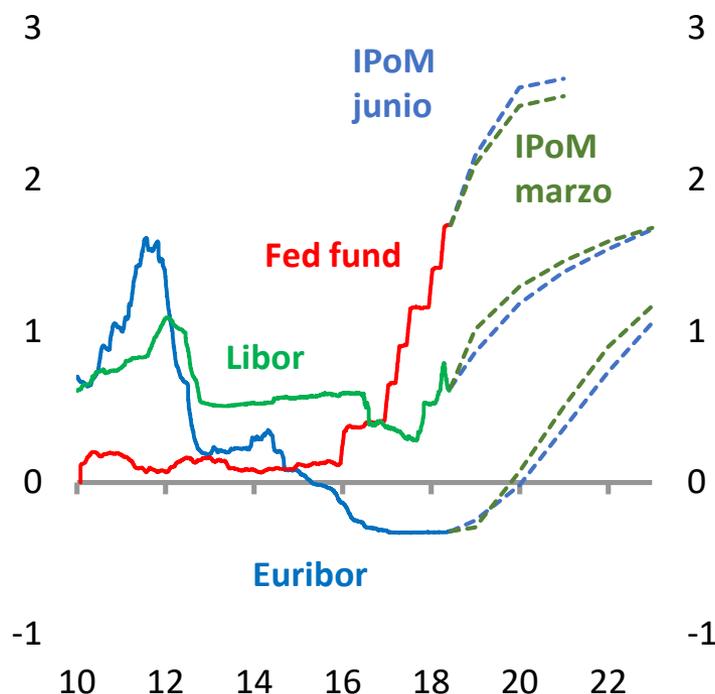
Fuente: Bloomberg.



... afectando la visión respecto de la política monetaria en los distintos bloques y provocando movimientos en tasas de interés y valor del dólar a nivel global.

Expectativas de TPM del mercado

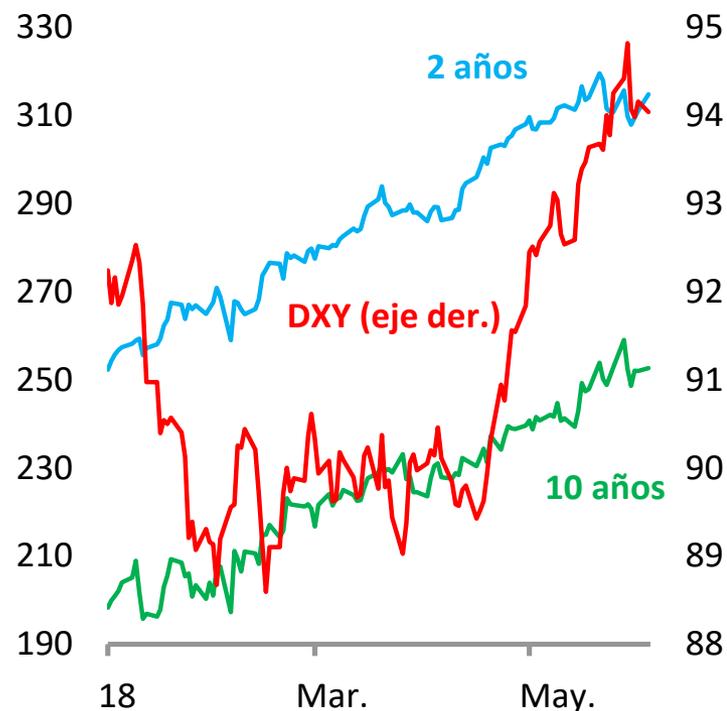
(a diciembre de cada año, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Dólar multilateral y diferencial de tasas entre EE.UU. y Alemania

(puntos base; serie original)

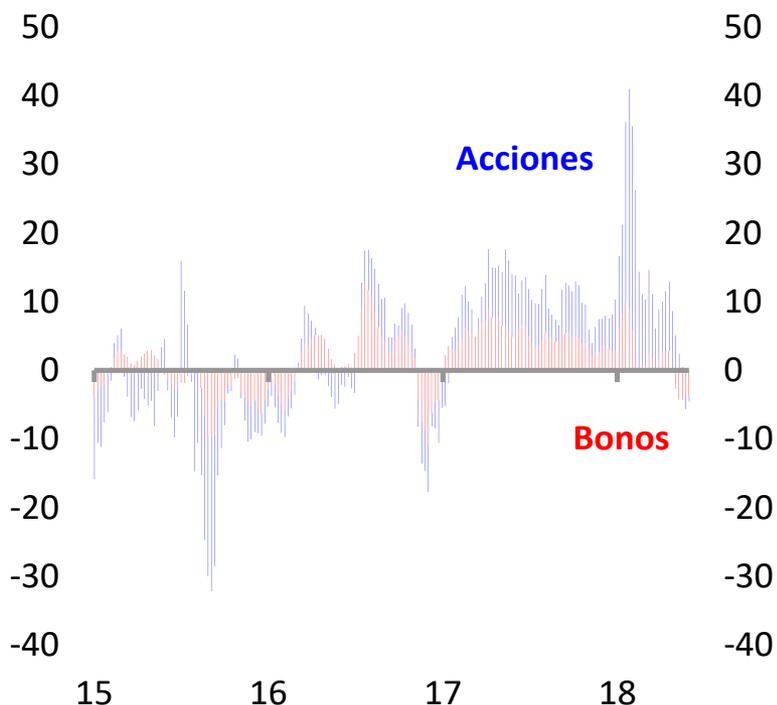


Fuente: Bloomberg.

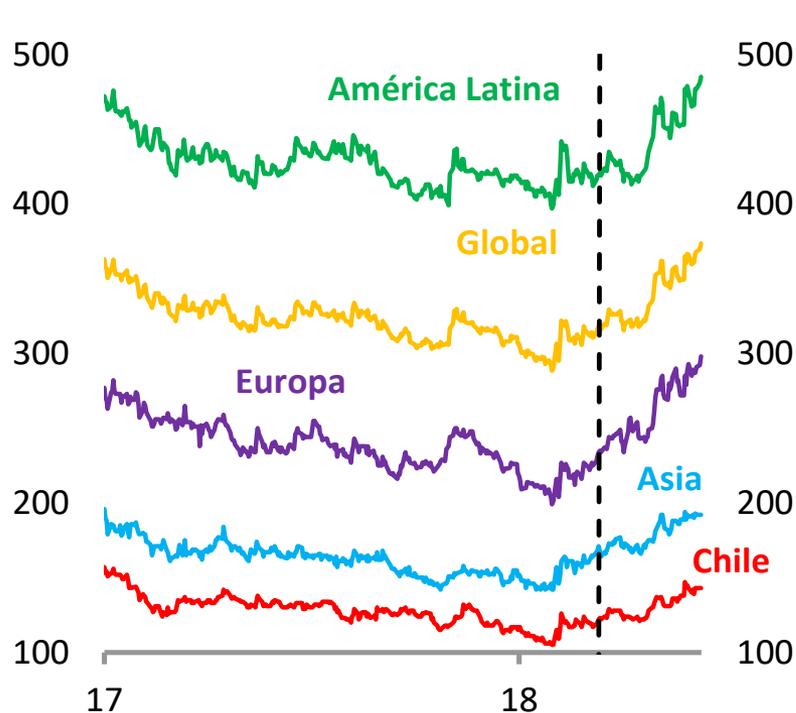


En este contexto, las condiciones financieras se han tornado algo menos favorables para las economías emergentes y los mercados han disminuido su apetito por riesgo

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 EMIBs. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2018.

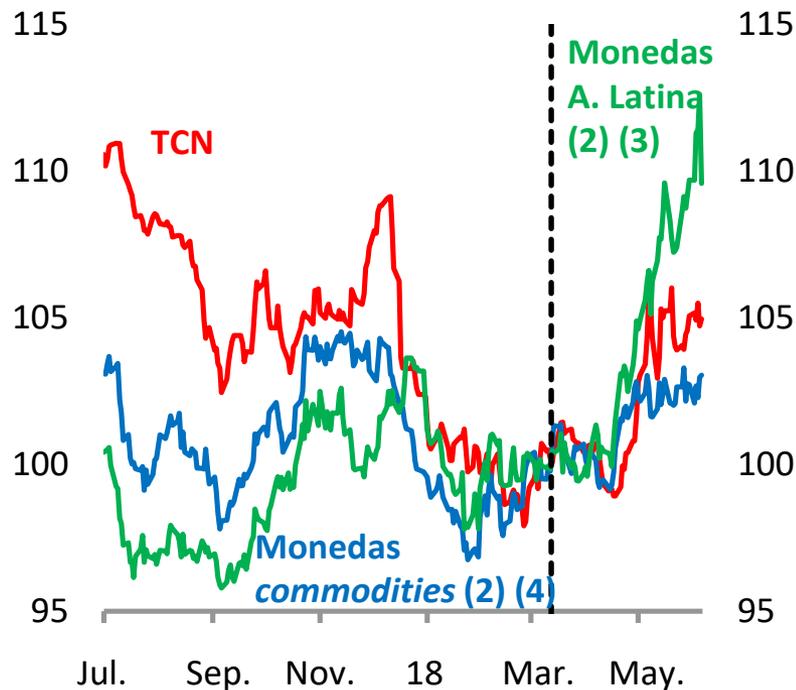
Fuente: Bloomberg.



En Chile, el peso se ha depreciado, como en la mayoría de las economías emergentes. Las tasas de interés de largo plazo se ha mantenido relativamente estable.

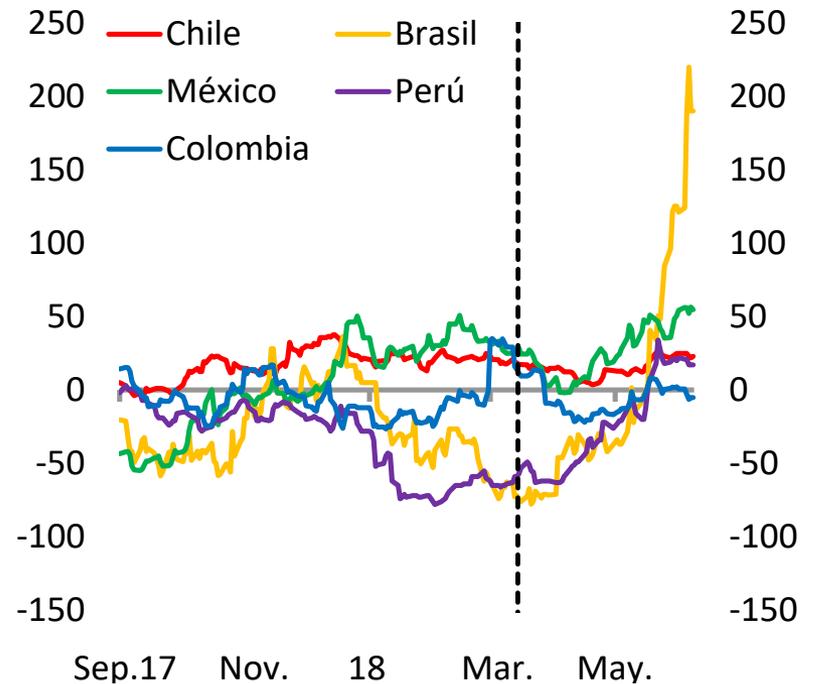
Evolución paridades (1) (2)

(cierre estadístico IPoM marzo 2018=100)



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

(desvío respecto al 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.

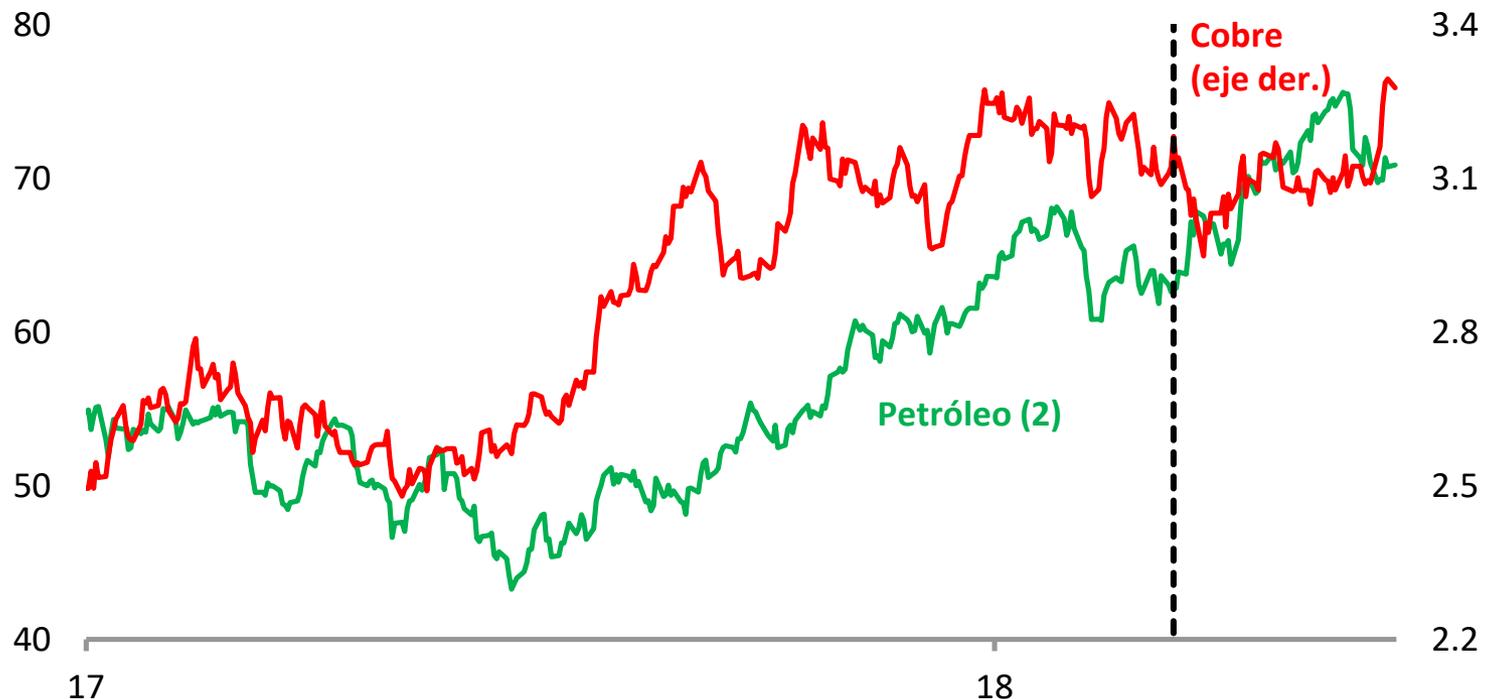
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



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)



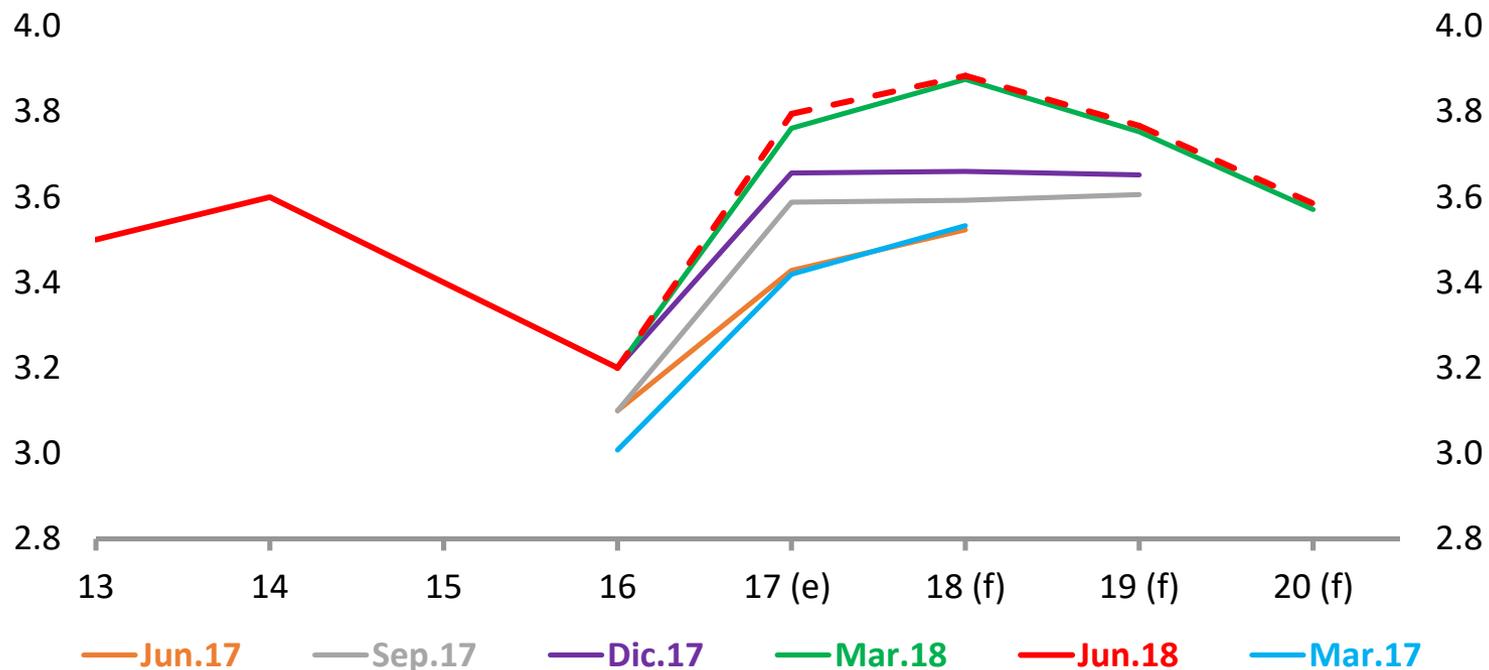
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2018. (2) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.



No obstante, las perspectivas de crecimiento mundial casi no han variado. Para 2018-2020 el crecimiento será 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.

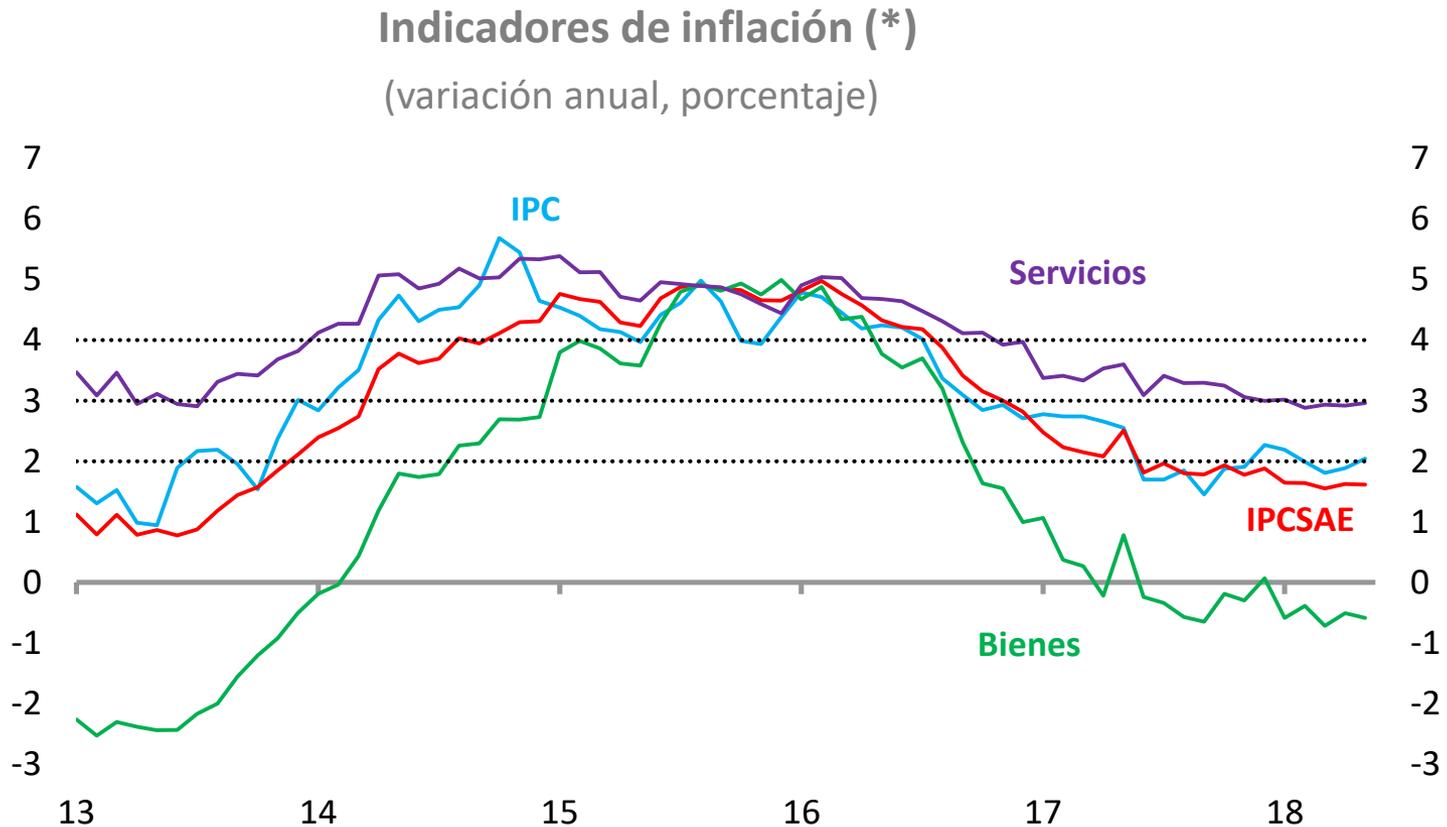
Fuente: Banco Central de Chile.



Evolución reciente de la economía: Escenario interno



La inflación ha evolucionado en línea con lo previsto, dominada por la evolución del TC, las holguras de capacidad y la indexación usual.

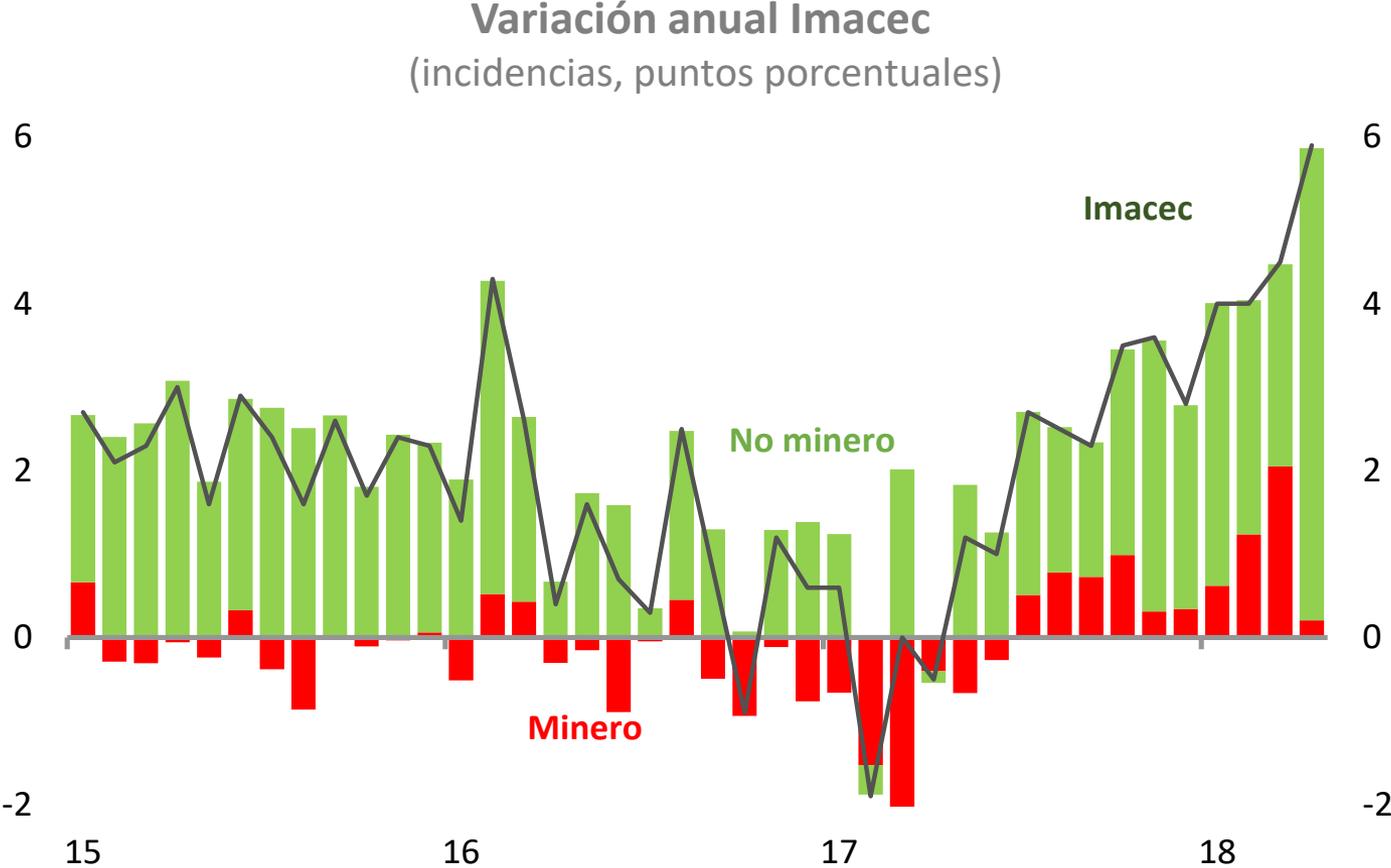


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



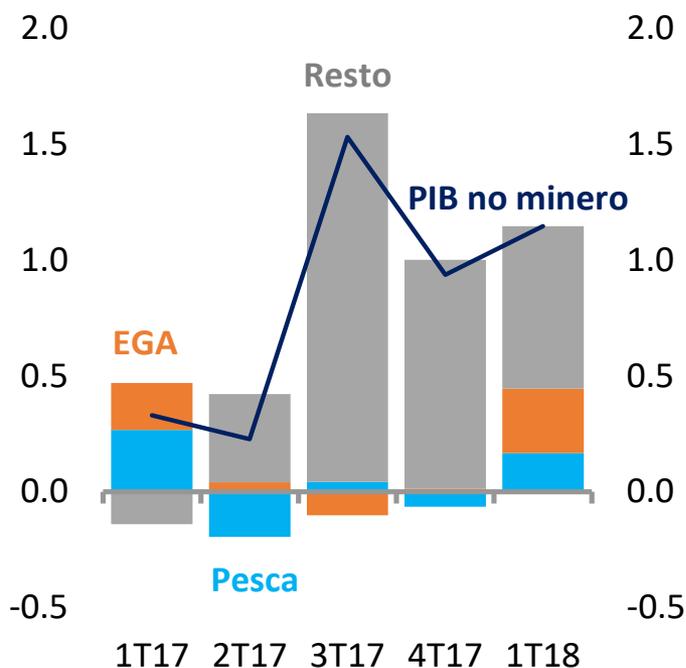
Los datos conocidos del primer cuatrimestre del 2018 muestran que la actividad creció algo sobre lo previsto.



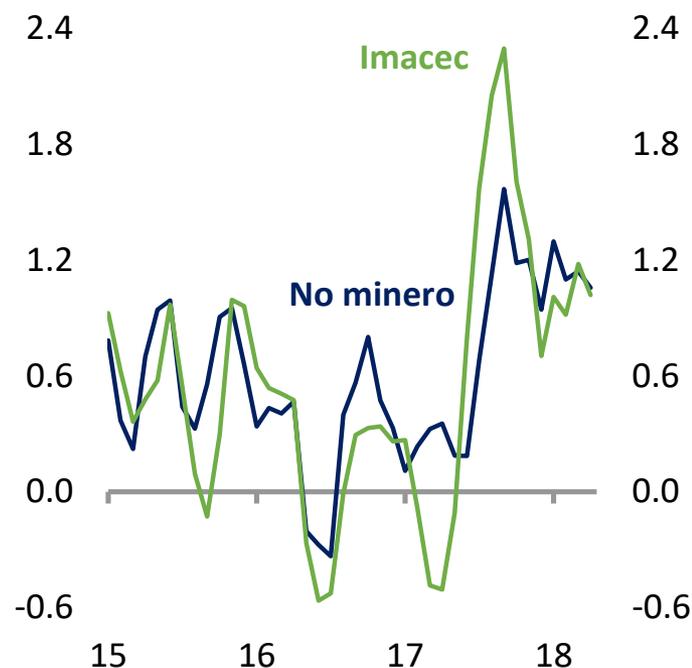
Fuente: Banco Central de Chile.

Parte de ello respondió a factores específicos en sectores 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)



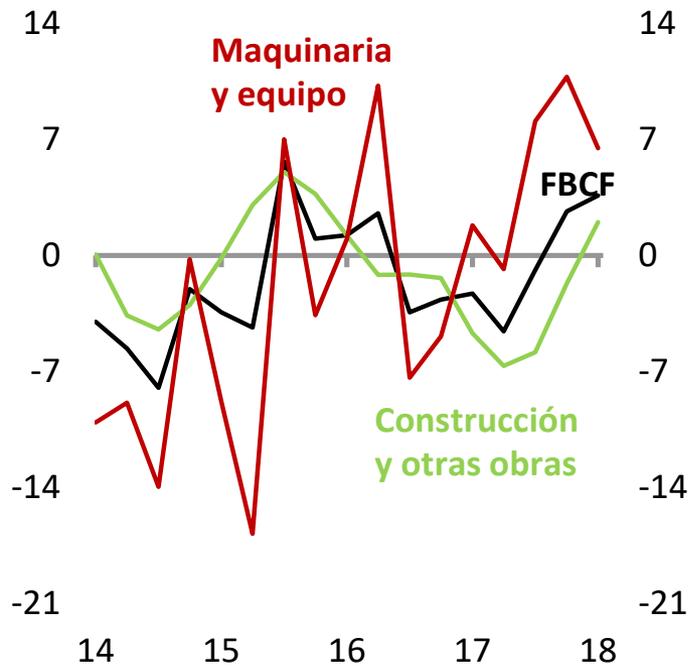
(1) Series desestacionalizadas. (2) Resto incluye Comercio, Industria, Servicios financieros y empresariales, Construcción, Agricultura, Transporte y comunicaciones, Servicios de vivienda, Servicios personales, Administración pública, IVA y Derechos de importación. (3) Trimestres móviles.



En la demanda interna resalta el mayor impulso de la inversión en construcción y obras, así como del consumo durable y de servicios.

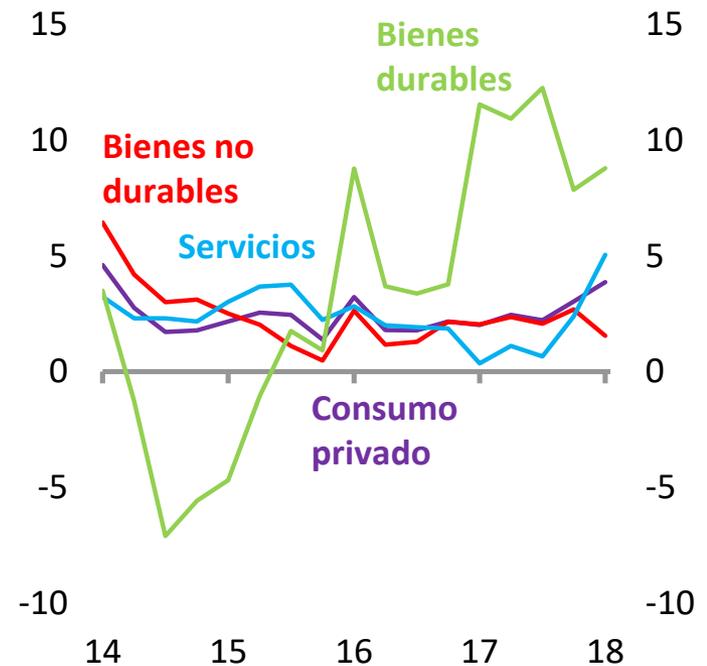
Formación bruta de capital fijo

(variación real anual, porcentaje)



Consumo privado

(variación real anual, porcentaje)



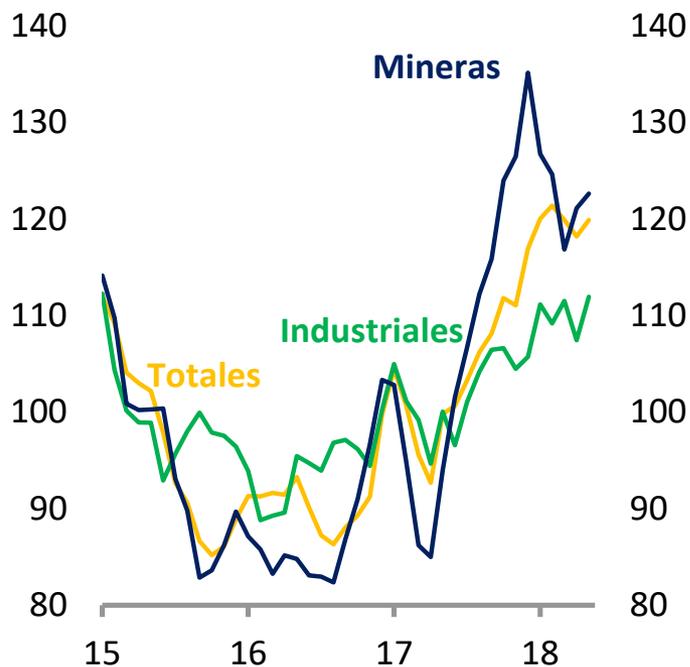
Fuente: Banco Central de Chile.



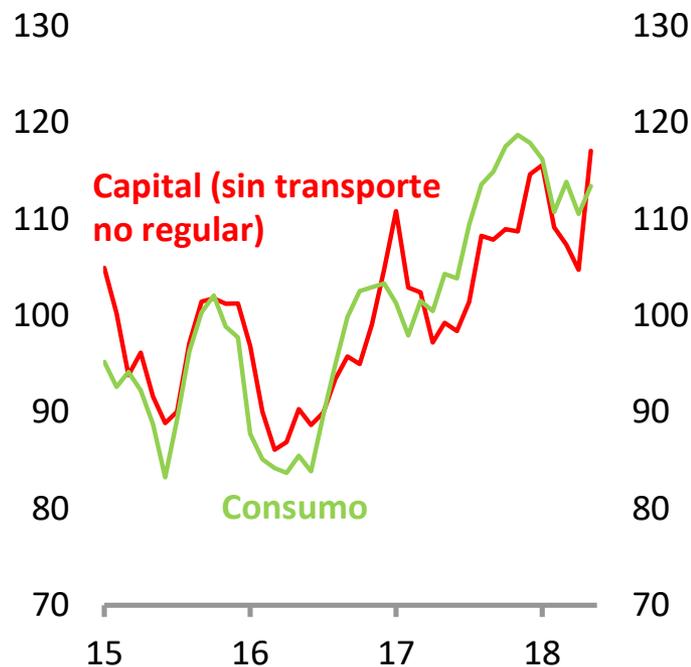
Las importaciones y exportaciones siguieron aumentando.

Sector externo (*) (índice 2015-2018=100)

Exportaciones



Importaciones



(*) Promedio de tres meses móviles.

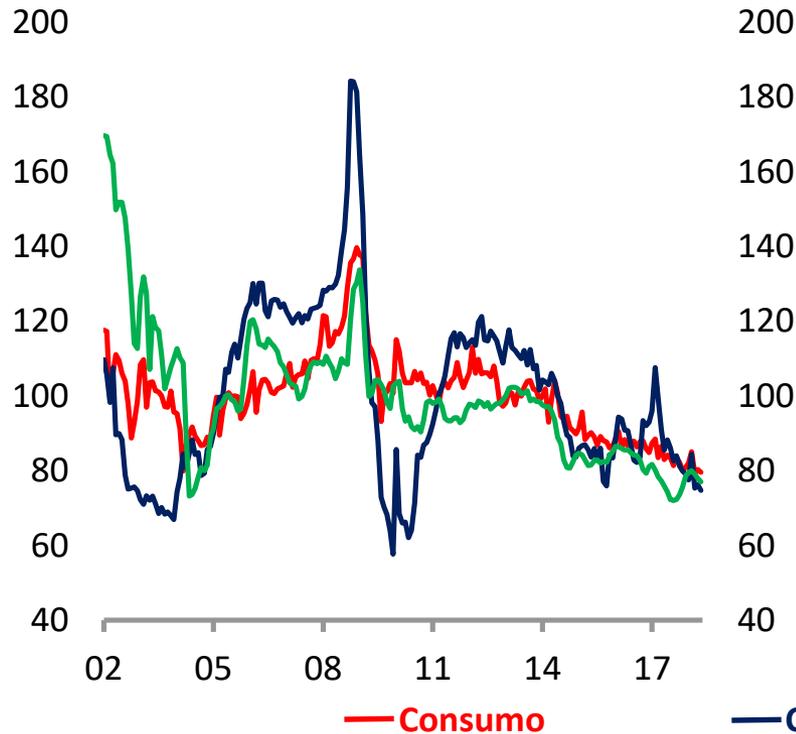
Fuente: Banco Central de Chile.



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.

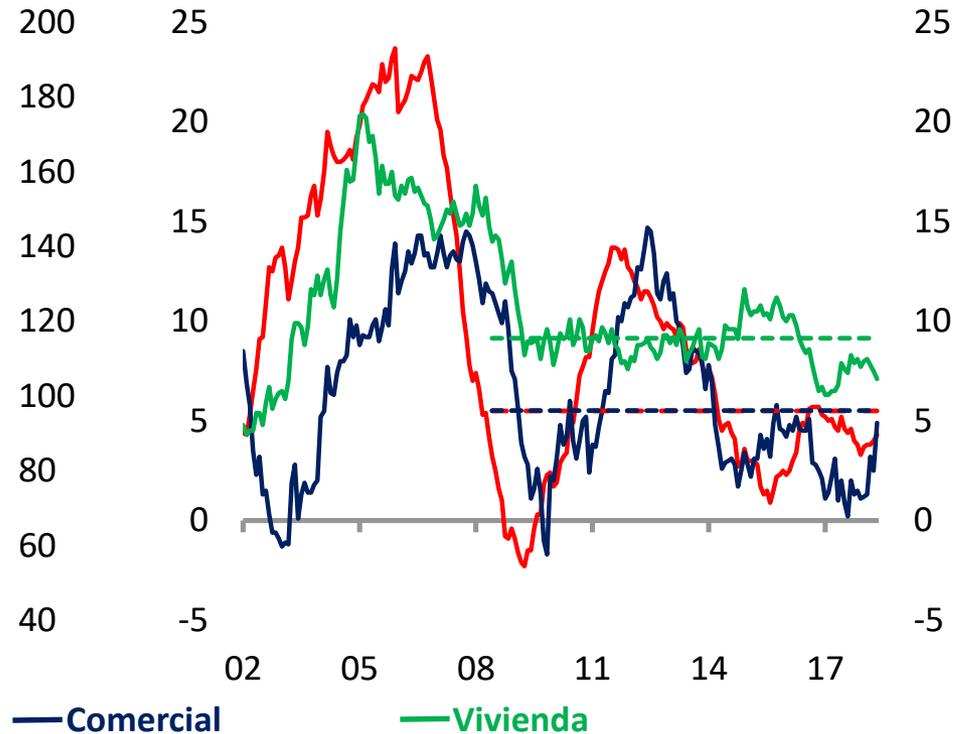
Tasa de interés por tipo de colocación (1) (2)

(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.



IPN: Percepciones recogidas en Chillán y Concepción

- En los últimos meses, los entrevistados señalan un desempeño de los negocios que no ha variado mayormente o ha sido algo superior a lo previsto. Las perspectivas siguen siendo más optimistas a partir del segundo semestre en adelante, en especial por mejoras respecto de la inversión. Varios señalan más solicitudes de servicios ligados a las primeras etapas de proyectos, y creen que se debe a la reactivación de planes ya en carpeta. Esto gatillaría más actividad de obra gruesa desde el segundo semestre.
- Entre los sectores más dinámicos sigue destacando el rubro automotriz, a lo que suma el forestal, agroexportador y algunas líneas manufactureras. En la construcción las opiniones son variadas, en tanto en el *retail* los resultados han estado bajo lo esperado para la mayoría de los consultados.
- Sobre el mercado laboral, se comenta la mayor presencia de extranjeros respecto del año pasado, que ha ayudado a contener las presiones salariales.
- No hay mayores cambios en precios y costos. Las tarifas siguen contenidas por la fuerte competencia y una demanda aun sin señales claras de repunte sólido.
- En las condiciones financieras, la banca sigue enfocada en el control de riesgos y las tasas continúan bajas.

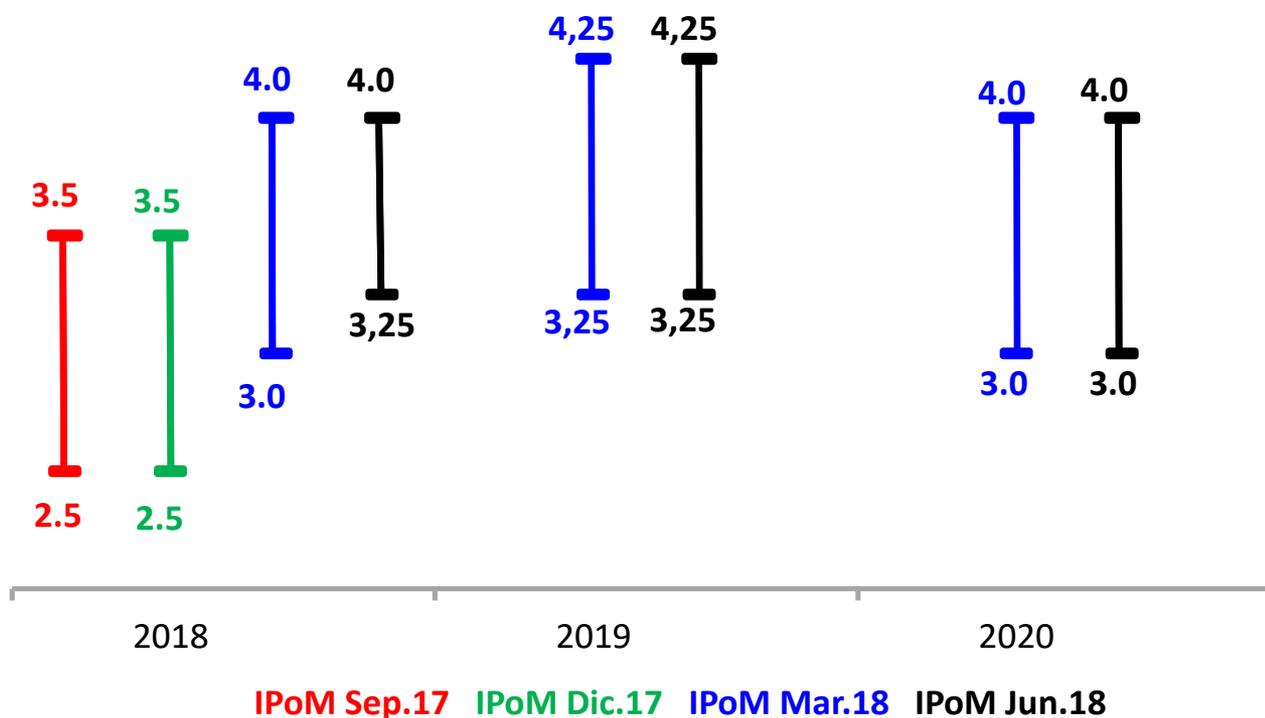


Perspectivas 2018-2020 y riesgos



En el escenario base, el crecimiento del PIB se ubicará entre 3,25 y 4%. Para el 2019 y 2020 los rangos de proyecciones se mantienen respecto de marzo.

Rango de crecimiento proyectado (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



En el segundo semestre el crecimiento anual será menor, reflejando una base de comparación más alta y una menor expansión de la demanda interna.

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.

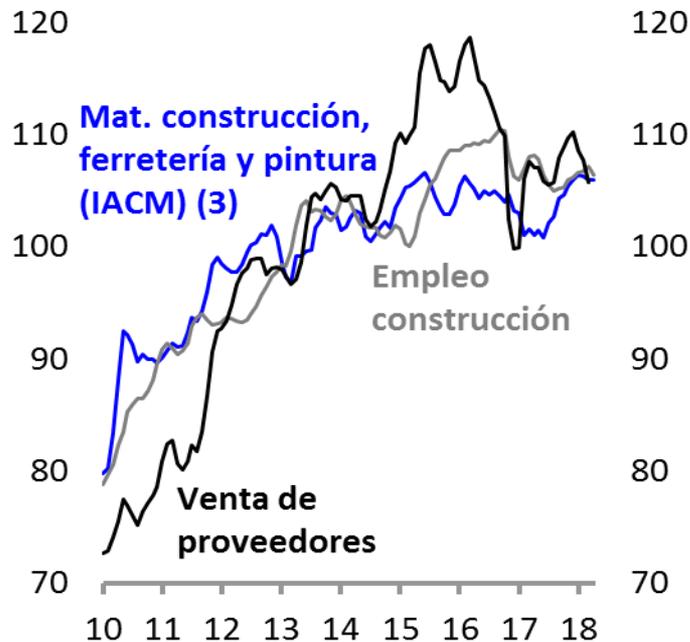
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



No se observa un cambio importante en la ejecución de proyectos de gran envergadura. En línea con diversos indicadores de la construcción.

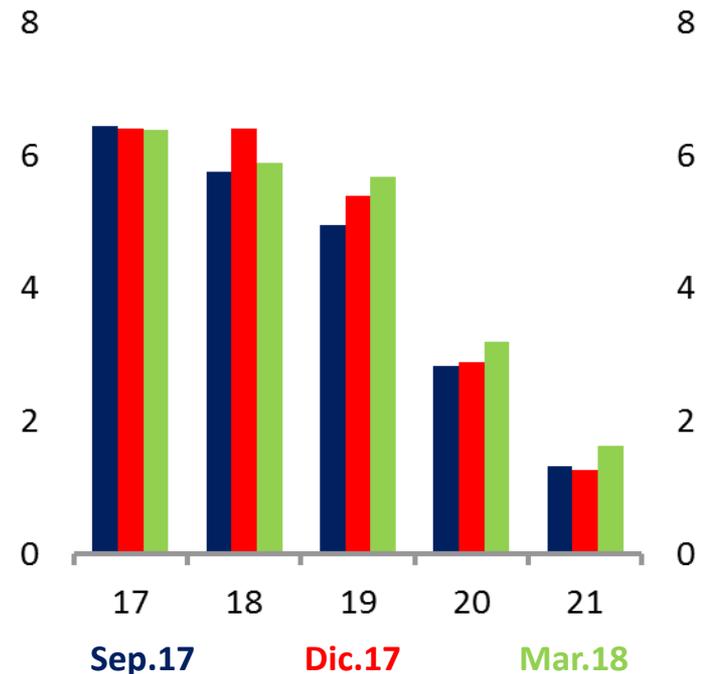
Indicadores sector construcción (1) (2)

(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.

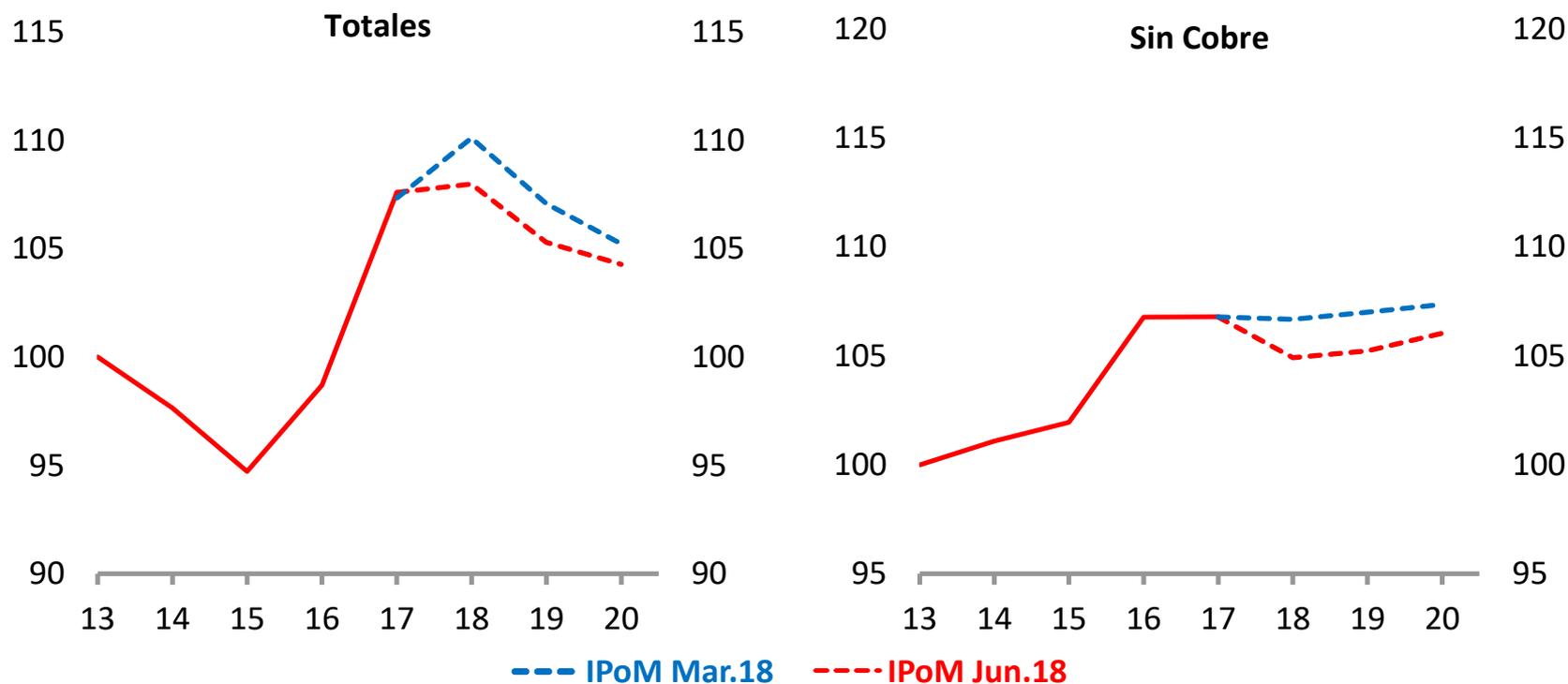
Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas



El impulso externo será levemente menor que el previsto en marzo, por condiciones financieras y términos de intercambio menos favorables.

Términos de intercambio

(índice, 2013=100)



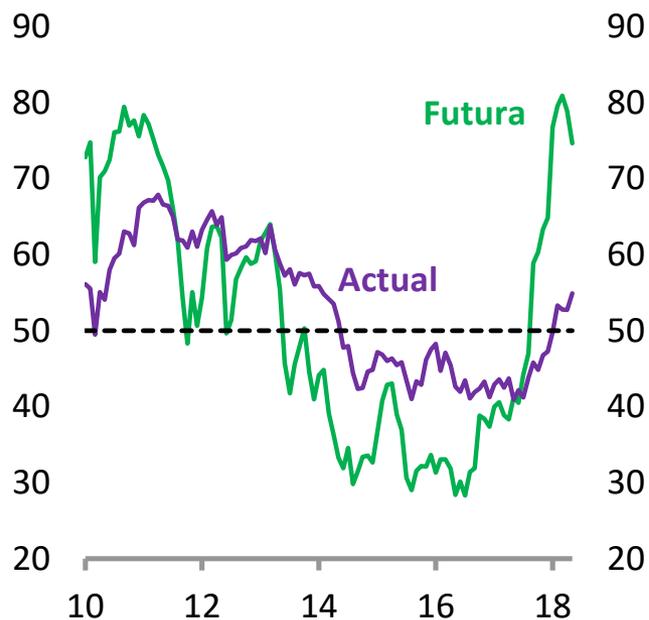
Fuente: Banco Central de Chile.



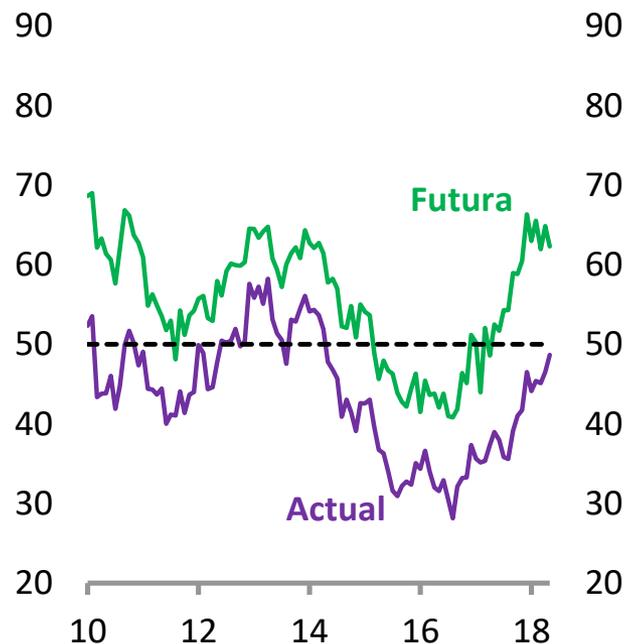
Las expectativas de consumidores y empresas apoyan las perspectivas de una recuperación gradual, pues siguen más optimistas en la percepción sobre la situación futura que la actual.

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

IMCE (2) (3)



IPEC (4) (5)



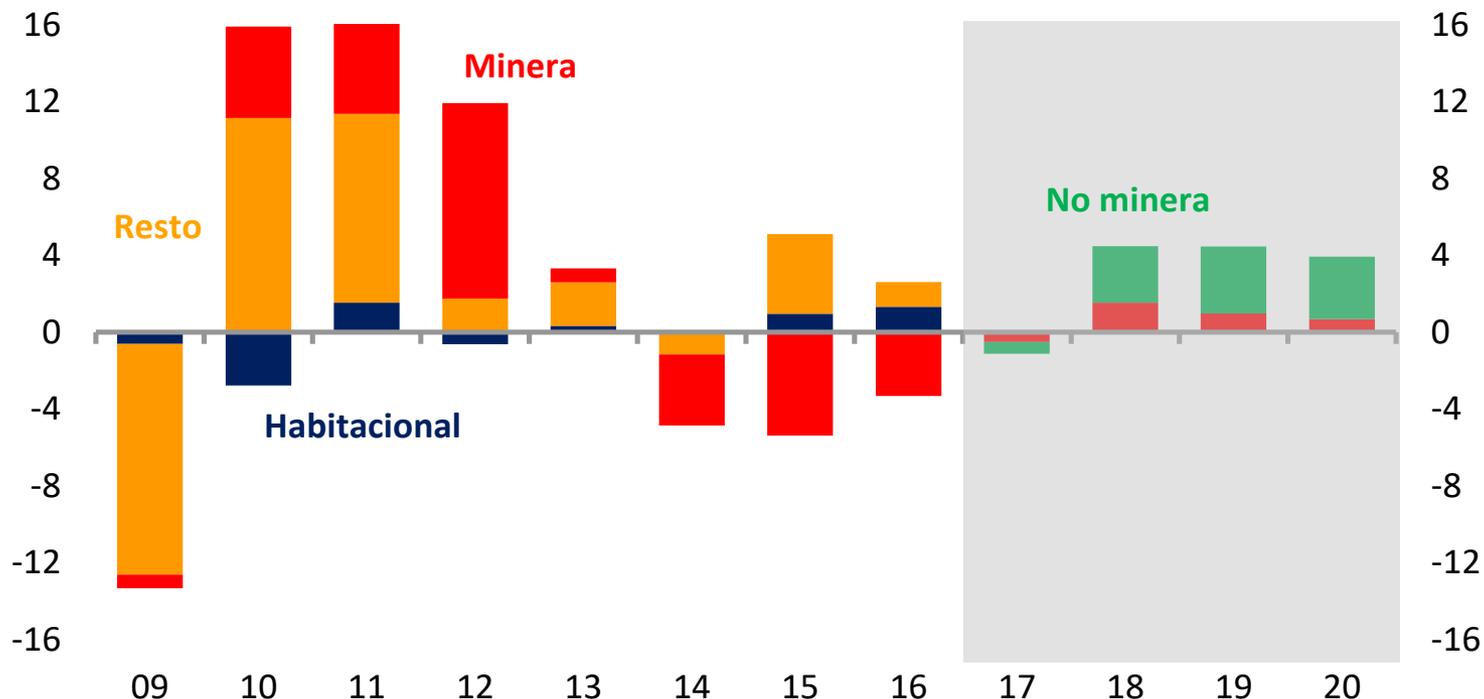
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Promedio simple entre comercio, construcción e industria. (3) Expectativas sobre la situación futura corresponden al promedio simple entre la perspectiva futura económica global del país y la situación general del negocio. Para el sector 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.



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.

Incidenias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)

(puntos porcentuales)



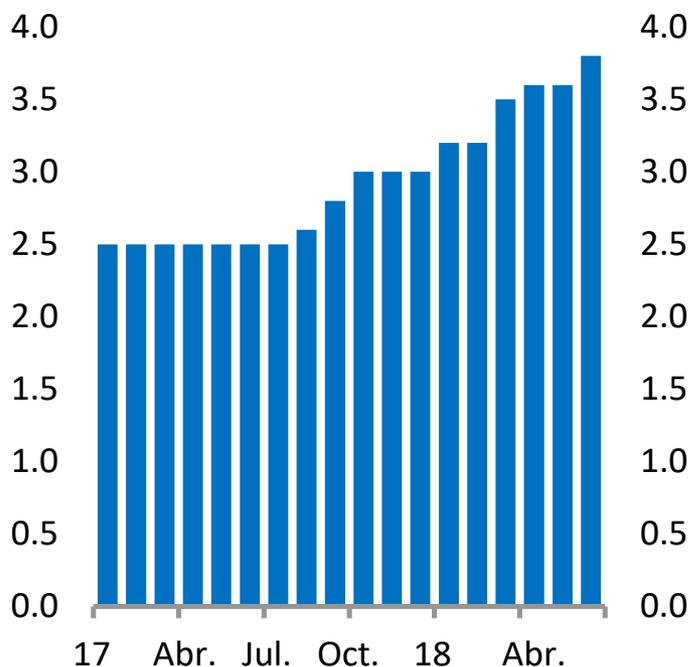
(*) Para el 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para las proyecciones del 2017, 2018 y 2019 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.



Las expectativas de mercado para la actividad se ajustaron al alza y se ubican en 3,8% tanto para el 2018 como el 2019.

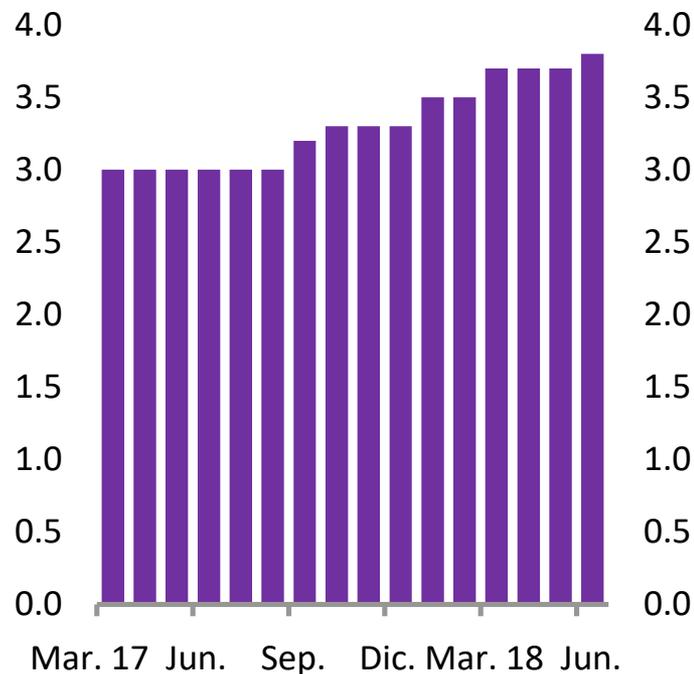
EEE: PIB 2018 (*)

(variación anual, porcentaje)



EEE: PIB 2019 (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Encuesta de Expectativas Económicas.

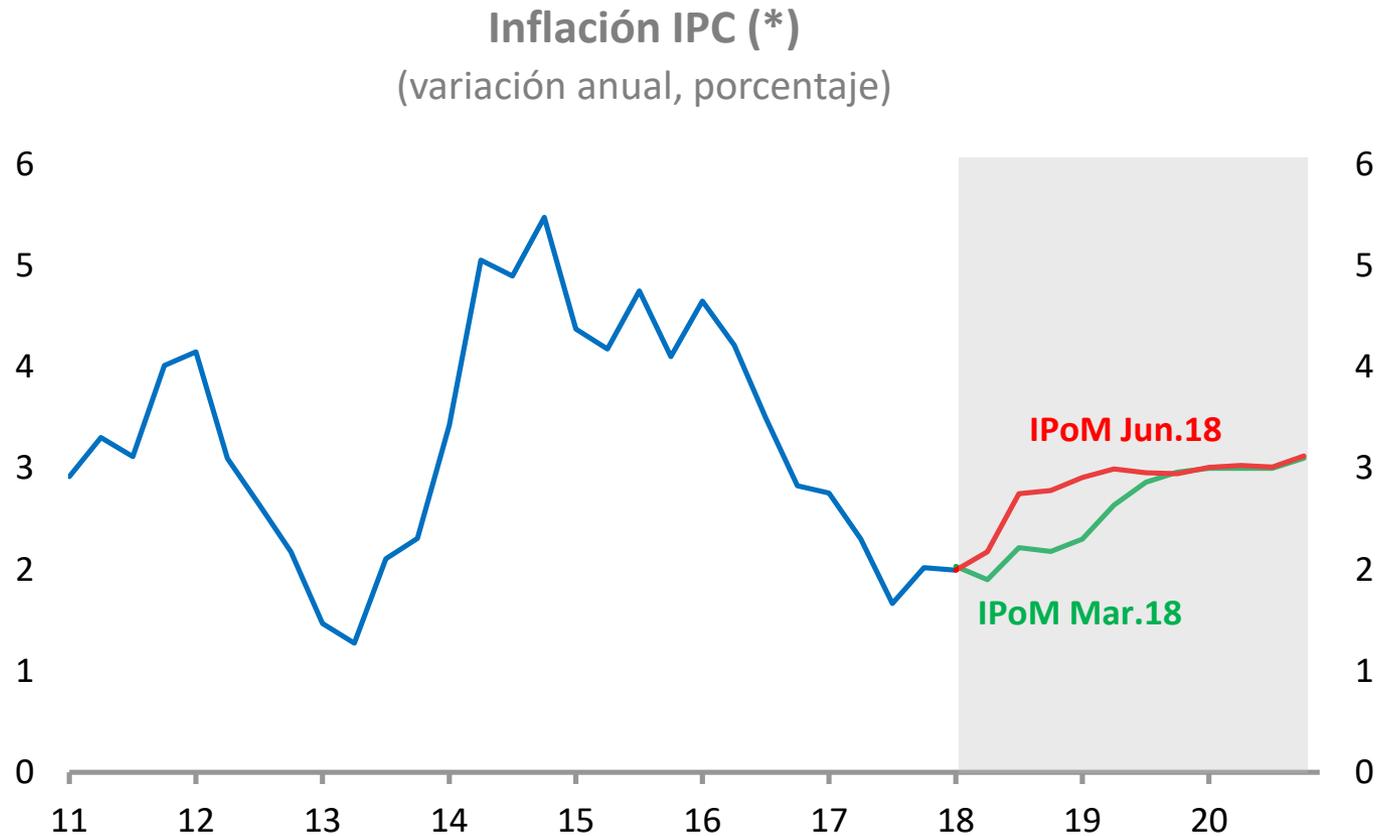
Fuente: Banco Central de Chile.

(*) Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuente: Banco Central de Chile.



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.

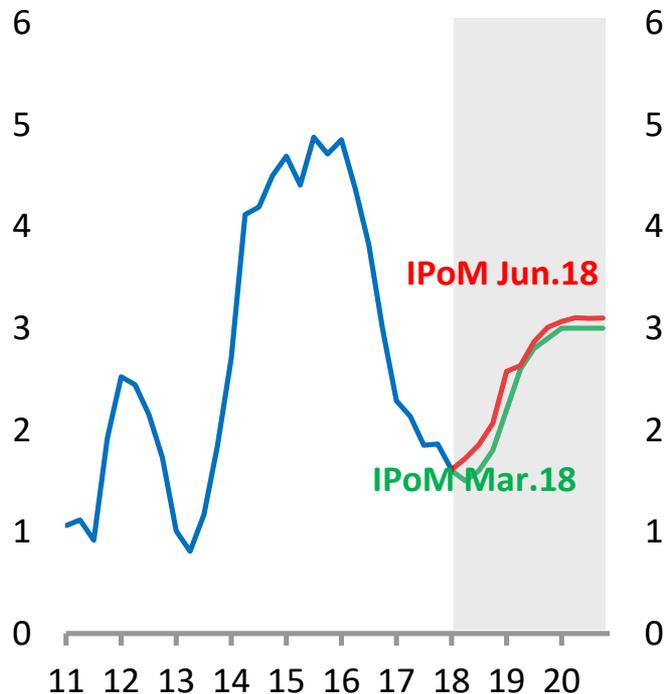
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



La proyección del IPCSAE es similar a la de marzo, coherente con una economía que, más allá de los datos recientes, cerrará sus holguras en el transcurso de los próximos dos años y un TCR que volverá a sus niveles de largo plazo.

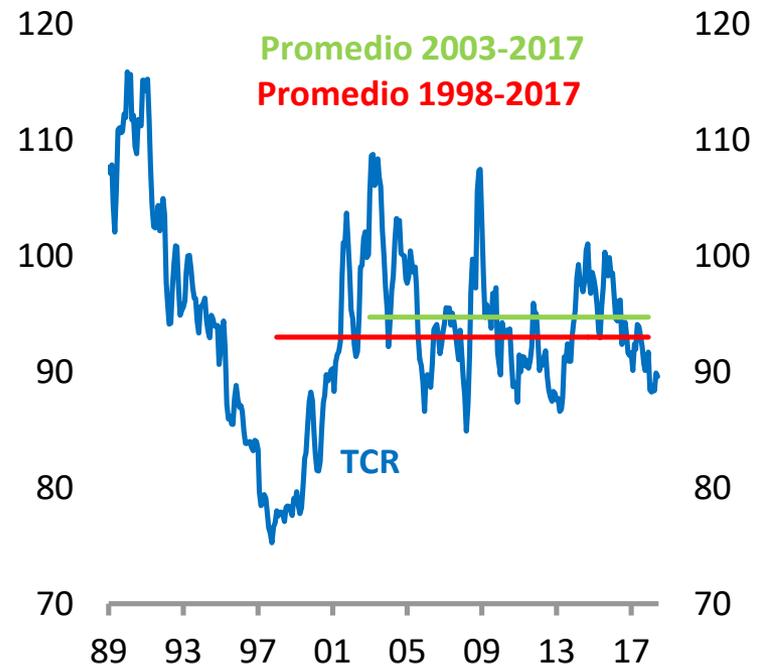
Inflación IPCSAE (1)

(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.

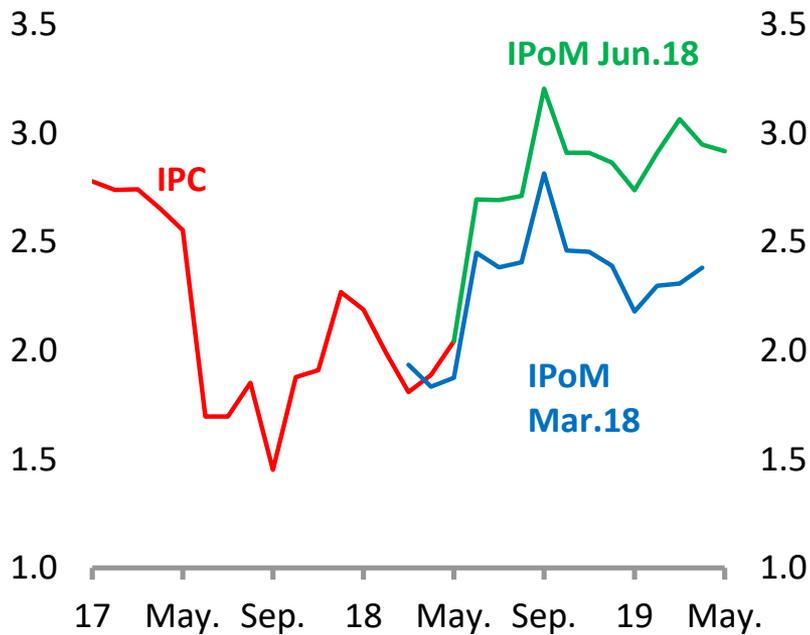
Fuente: Banco Central de Chile.



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

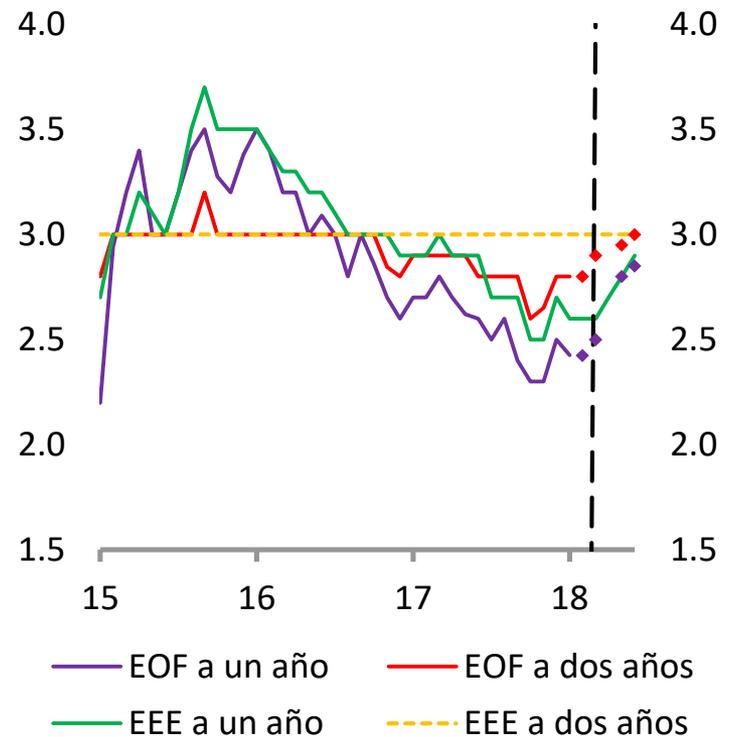
Inflación efectiva y seguros de inflación

(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.

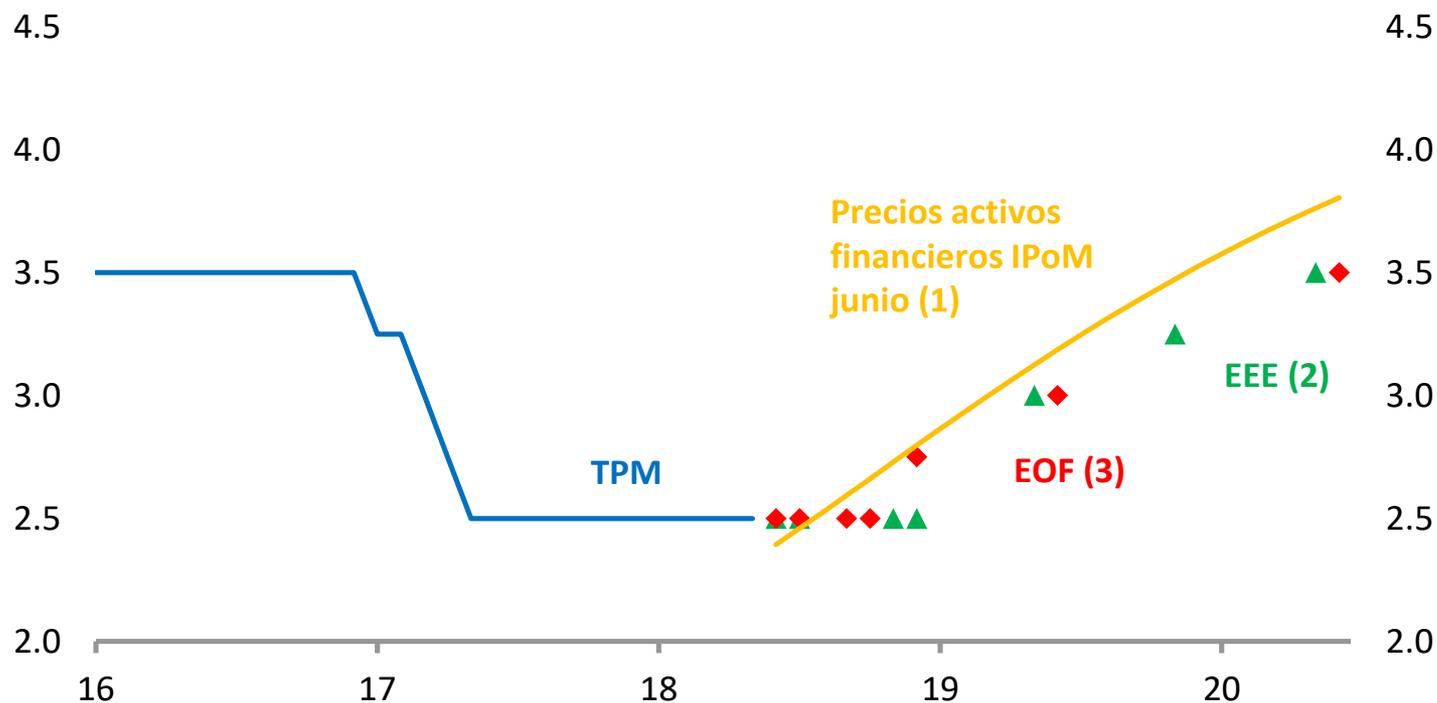
Riesgo inflación: balanceados



Supuesto de trabajo para la TPM, en el corto plazo una trayectoria similar a la de la EOF.
 Hacia 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral, entre 4 y 4,5%.

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 de la primera quincena de junio.



Comentarios finales

- Considerado el período 2018-020, 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 prevista.
- 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 consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.
- Los riesgos locales para la actividad estén sesgados al alza, pero los principales riesgos del escenario externo son negativos.



Comentarios finales

- En efecto, 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

