



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2018

Alberto Naudon D.

Consejero

Seminario Regional SOFOFA

Chillan, Región de Ñuble



Agenda

- Panorama macro actual
- Perspectivas para el futuro: escenario base y riesgos asociados
- Implicancias para la Política Monetaria



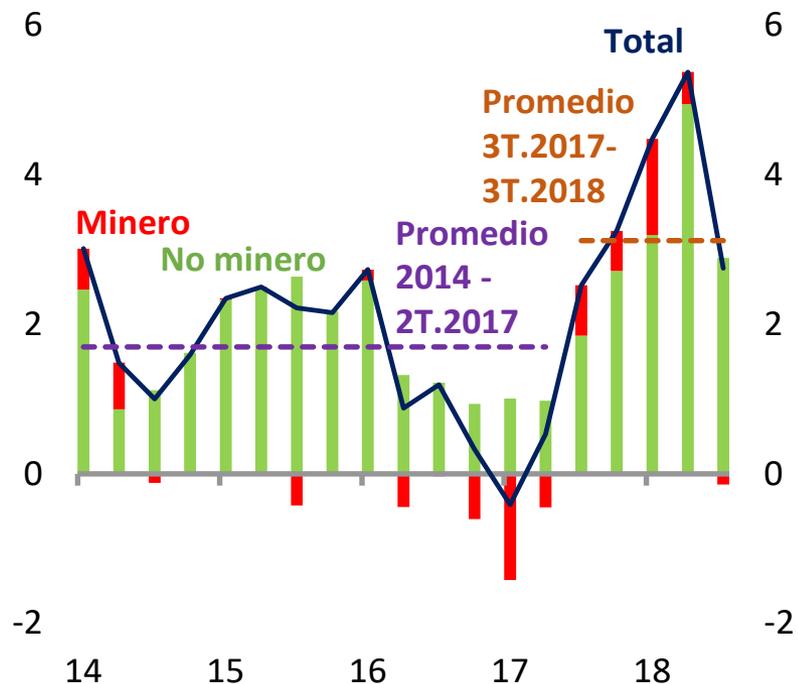
Evolución reciente de la economía



La recuperación de un mayor ritmo de crecimiento se ha consolidado, a pesar de la desaceleración reciente

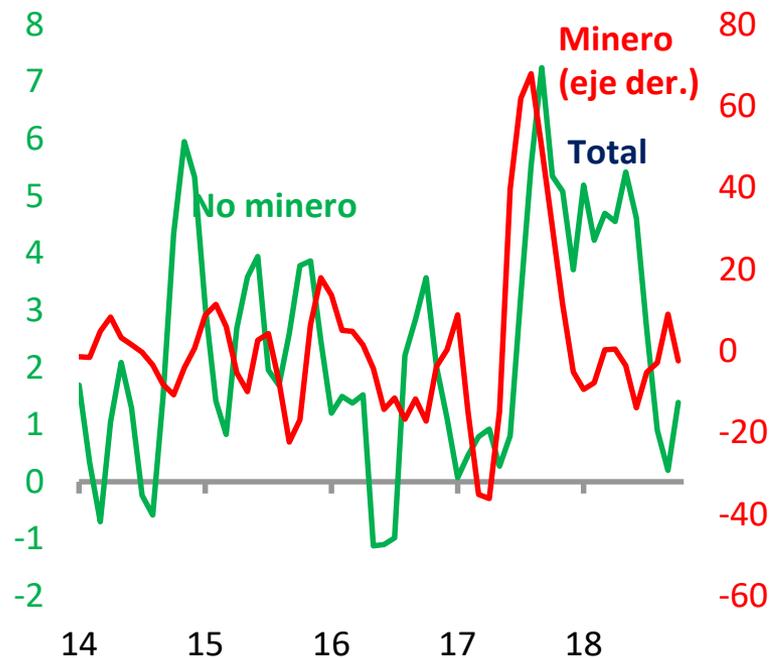
Crecimiento del PIB

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

(variación trimestre a trimestre anualizada, porcentaje)



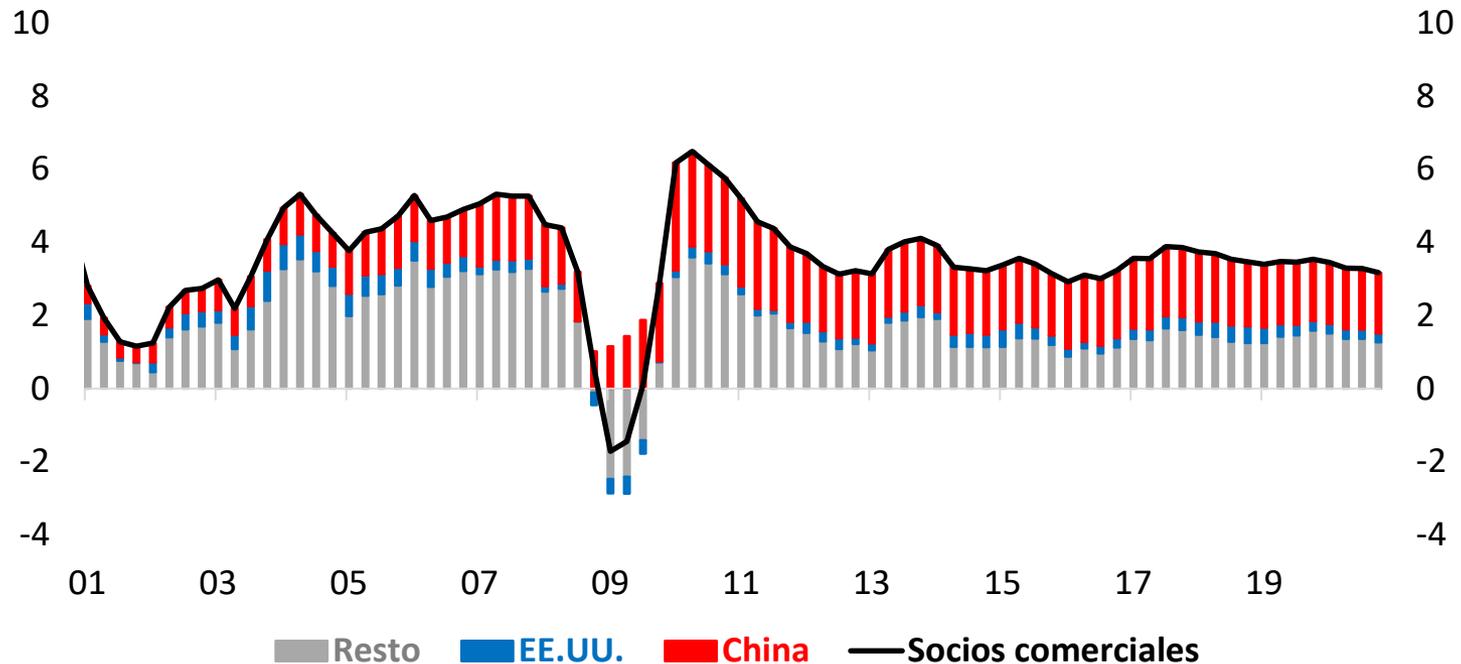
Fuente: Banco Central de Chile.



Múltiples factores explican la consolidación de este mejor escenario de crecimiento: Impulso externo

Crecimiento socios comerciales (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Para 2017 corresponde a estimación. Desde 2018 en adelante, corresponde a proyección contenida en IPoM diciembre 2018.

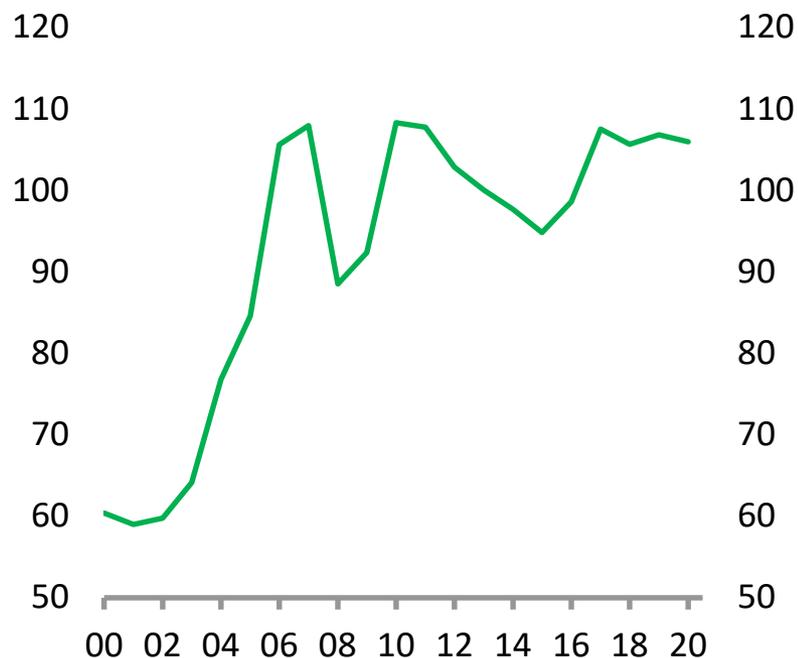
Fuente: Banco Central de Chile.



Términos de intercambio se han recuperado

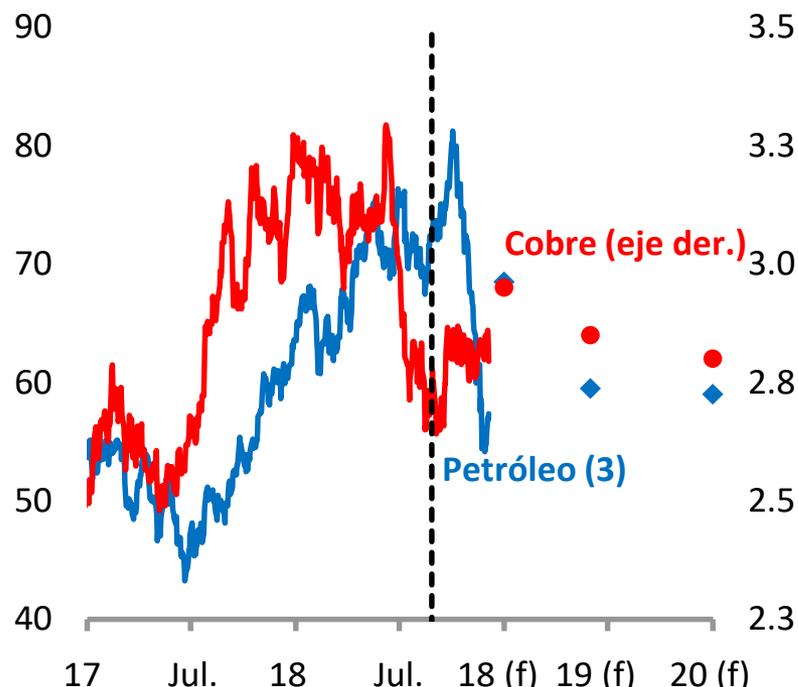
Términos de intercambio (1)

(índice 2013=100)



Precios de materias primas (2)

(dólares el barril; dólares la libra)



(1) Desde 2018 en adelante, corresponde a proyección contenida en IPoM diciembre 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (3) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI. (3) Corresponde al índice de precios de metales de Goldman Sachs. (f) Proyección promedio para el año respectivo contenida en IPoM diciembre 2018.

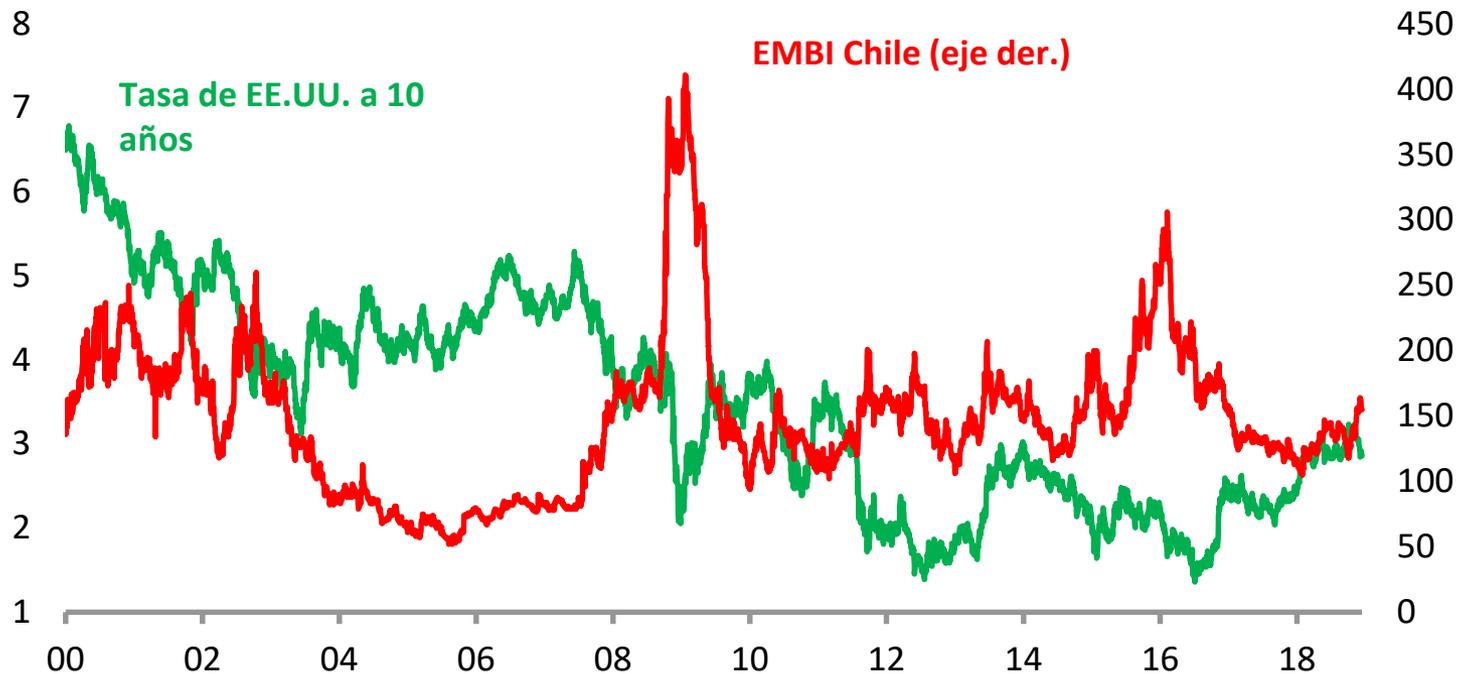
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.



Condiciones financieras externas se han apretado, pero siguen siendo positivas en perspectiva histórica

Bono del Tesoro de EE.UU. y premio por riesgo de Chile

(porcentaje; puntos base)

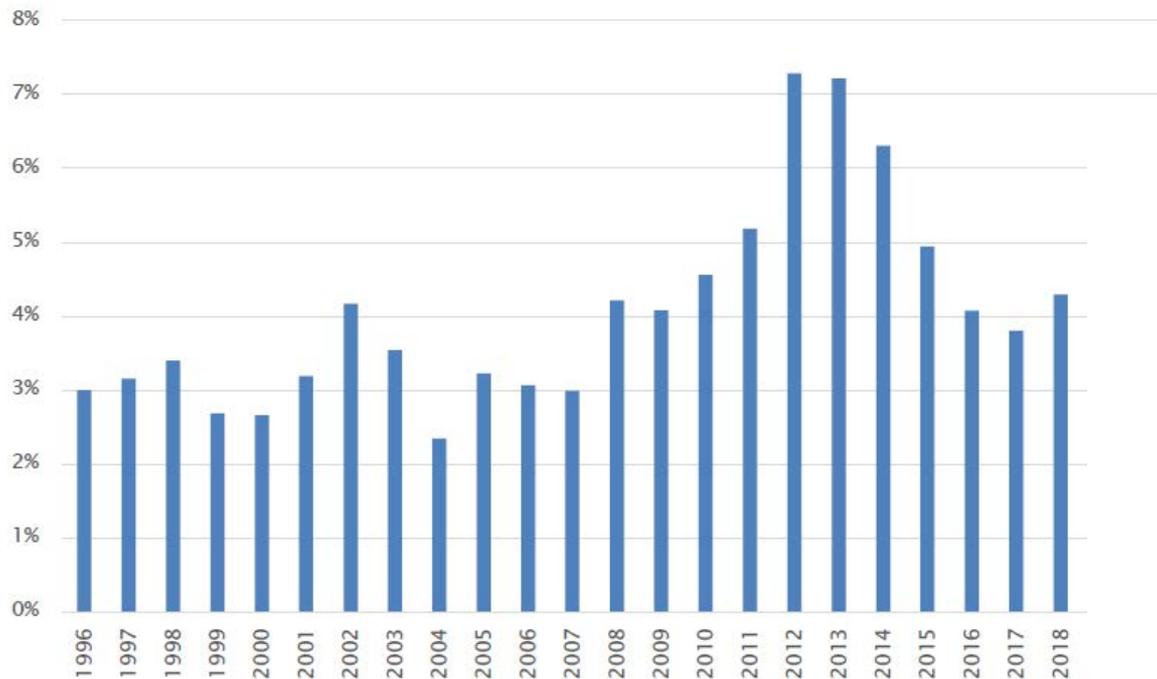


Fuente: Bloomberg.



Fin del ajuste en la inversión minera, que fue mayor y más persistente de lo anticipado

Inversión minera
(porcentaje del PIB; %)



(1) Desde 2017 en adelante corresponde a estimación contenida en IPoM diciembre 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.



Recuperación de las expectativas... aunque con una reversión en lo más reciente

IPEC: Expectativas de consumidores (*)

(índice de difusión)

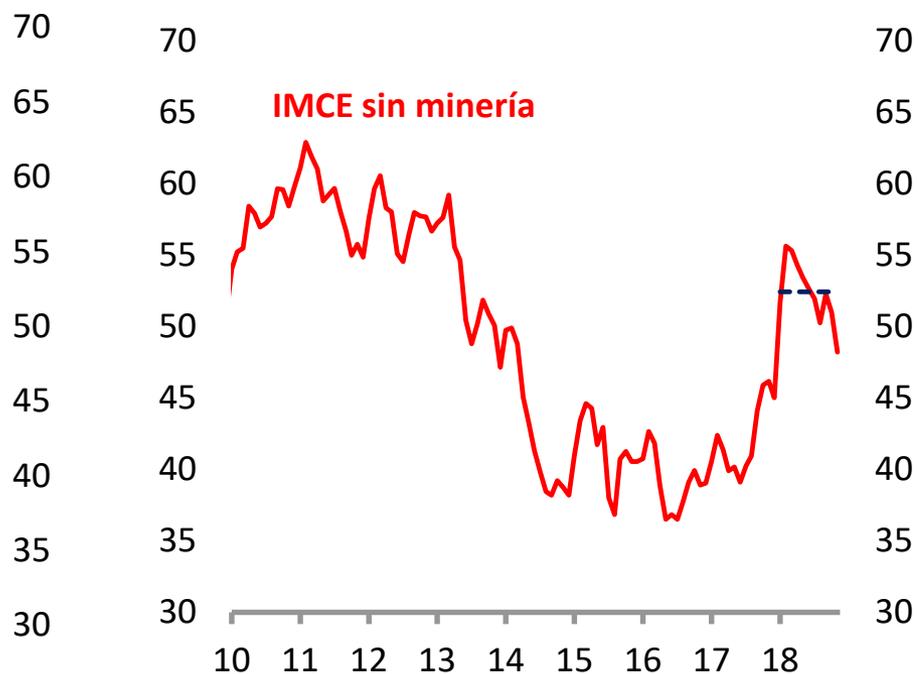


(*) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo).

Fuente: Adimark.

IMCE: Expectativas de empresas (*)

(índice de difusión)



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

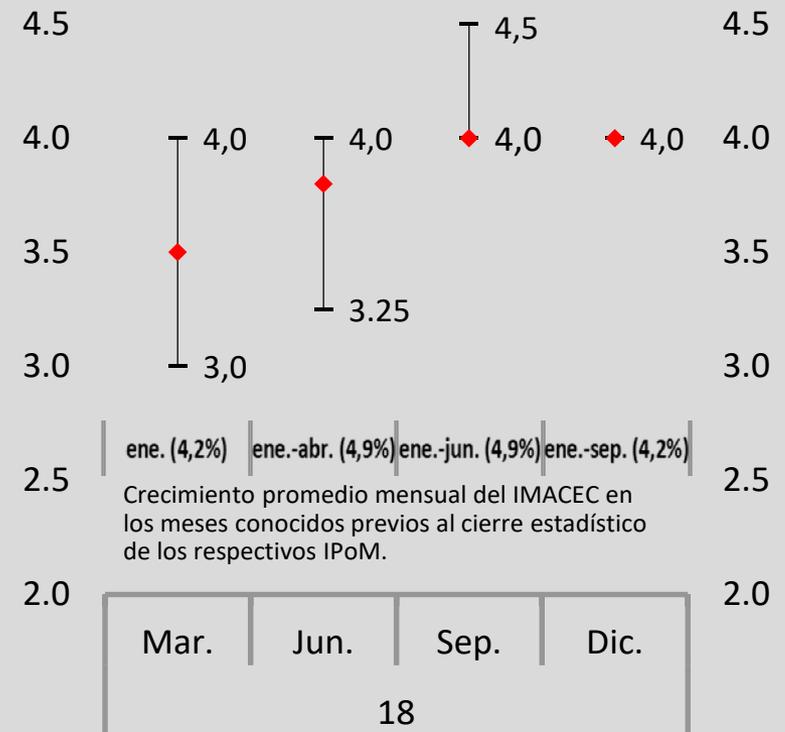
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



En lo más reciente la economía ha perdido dinamismo. Esto era esperado, pero factores puntuales generaron un ajuste algo mayor

- La desaceleración de la economía era algo que nosotros (y el mercado habían) habíamos anticipado.
- Algunos factores transitorios hicieron que el ajuste fuera algo mayor a fin de año

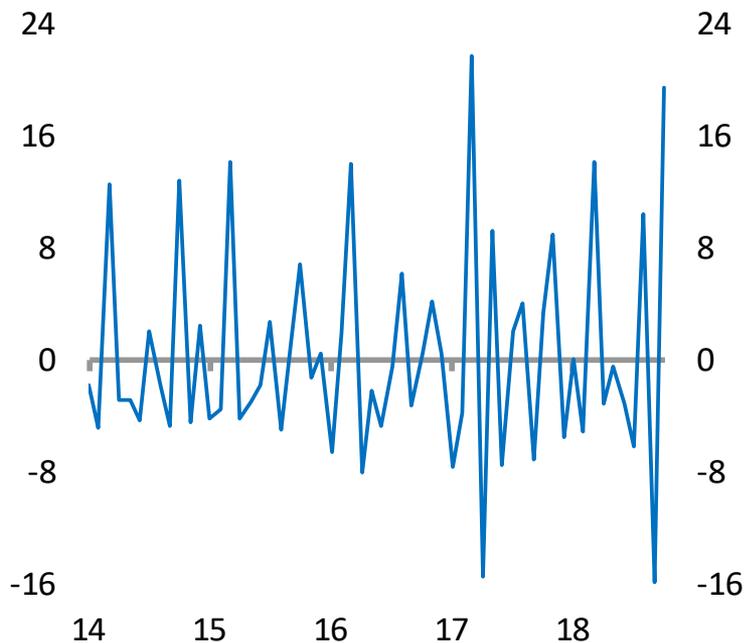
2018: Proyección en los IPoM (*)
(porcentaje)



Sorpresa negativa se centró en minería e industria. La última afectada por la combinación de días hábiles

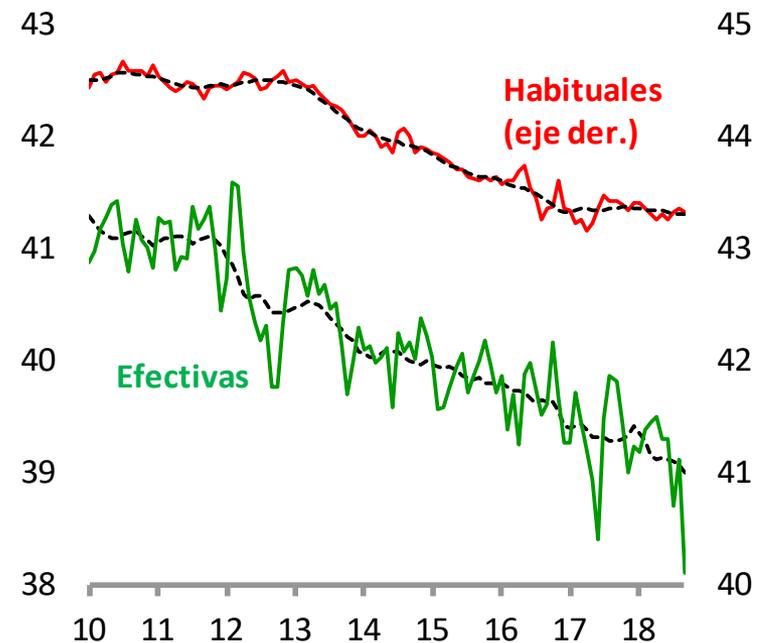
Índice de producción manufacturera

(variación mensual, porcentaje)



Horas asalariadas privadas trabajadas (*)

(niveles desestacionalizados, promedio semanal)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

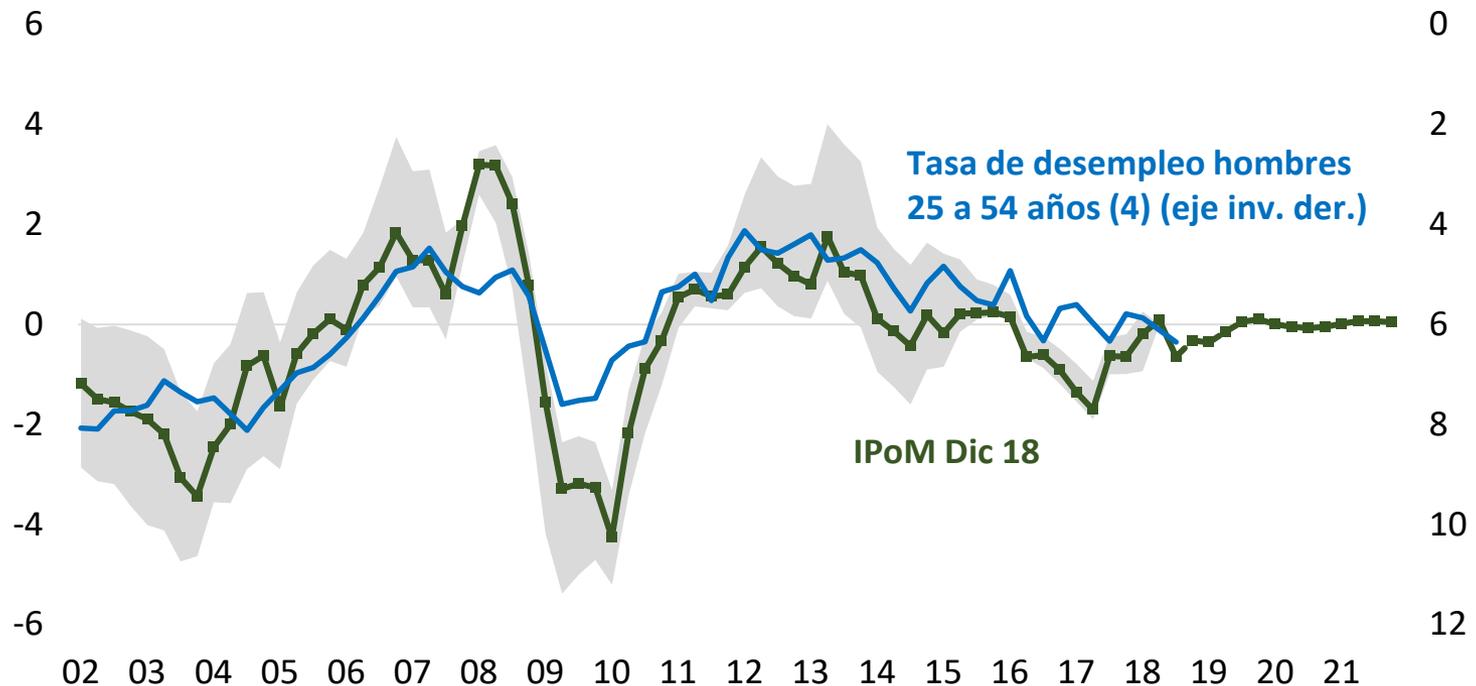
(*) Líneas negras punteadas corresponden al promedio móvil anual centrado de cada serie.

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



La implicancia más importante para la política monetaria es que las holguras de capacidad se han ido cerrando y todo apunta a que son acotadas

Brecha de actividad y tasa de desempleo hombres 25-54 años (1) (2) (3)
(puntos porcentuales; porcentaje)



(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 proyecciones. (3) La barra en el cuarto trimestre del 2018 incluye un rango +/-1,3% que corresponde a un desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha. Por lo tanto, la instancia final de la brecha se hallará dentro del intervalo con una confianza de 68.3%. (4) Promedio de tres meses. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

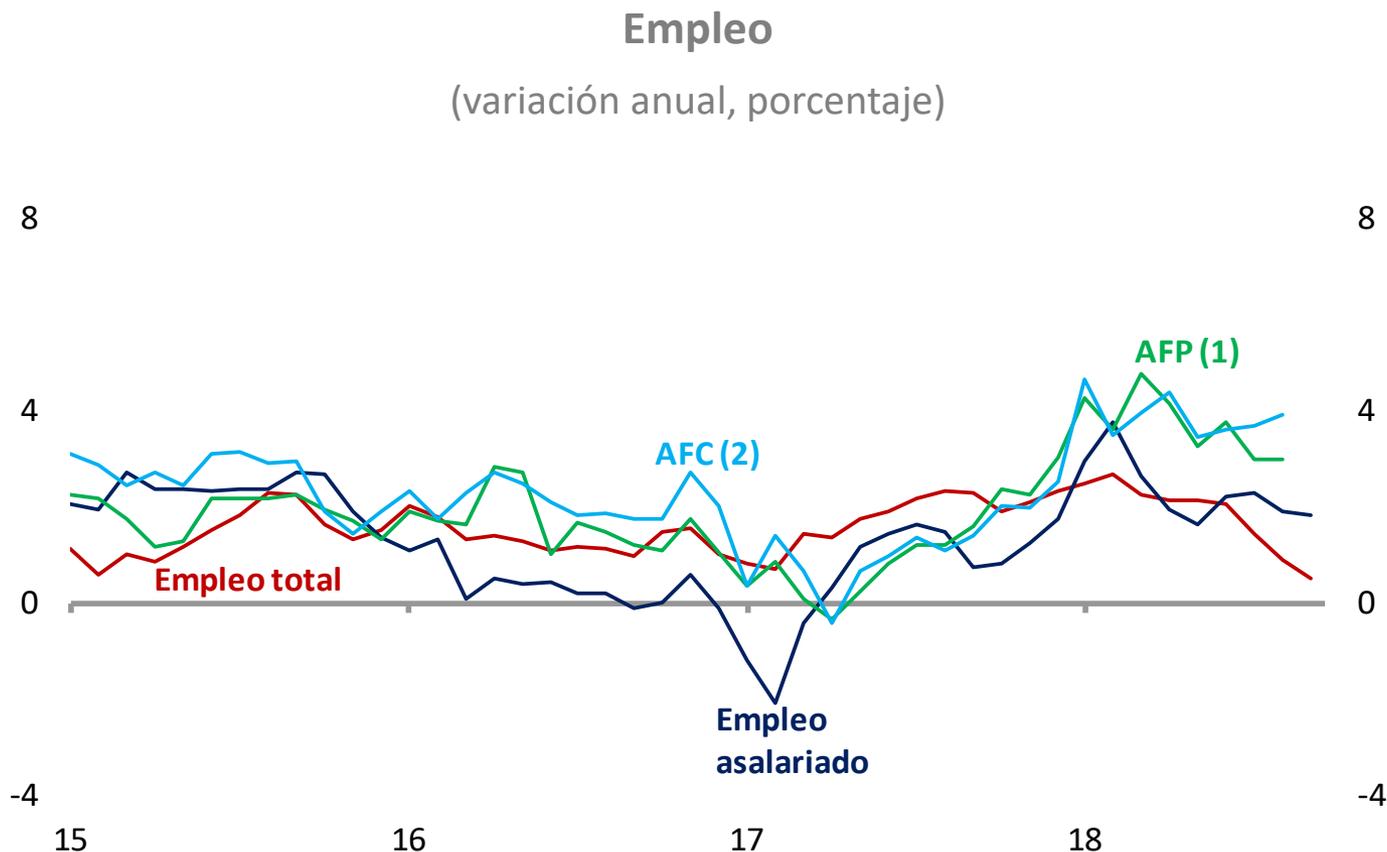


En este punto la discusión sobre efecto de la migración en el empleo ha sido importante

- Al considerar el impacto de la migración sobre la creación de empleo y las series corregidas de remuneraciones, aparece un panorama del mercado laboral coherente con el estado de la economía.
- Esto elimina una paradoja que nos acompañó parte del año, un mercado laboral que no se recuperaba, y que generaba importantes dudas respecto del estado de las holguras de capacidad.
- Evidentemente, hay incertidumbre sobre el impacto de la migración, pues la disponibilidad de datos es limitada. Más trabajo es necesario en esta área.



Respecto del mercado laboral, al incorporar otras fuentes disponibles con información administrativa y ponderando el impacto del importante flujo migratorio de los últimos años, se observan cambios mayores a los sugeridos por las encuestas.



(1) Corresponde al número de cotizantes dependientes.

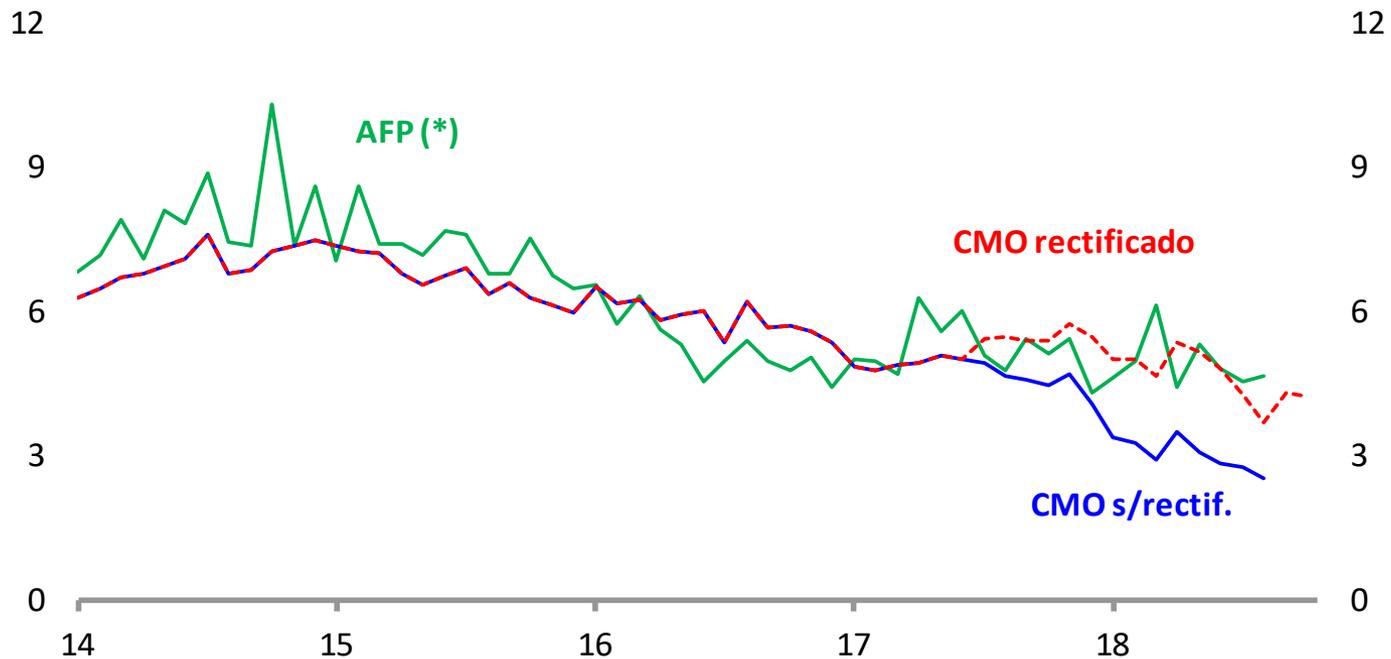
(2) Total de cotizantes del seguro cesantía.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.



El mayor crecimiento del empleo no implica mayor estrechez del mercado laboral. De hecho, los distintos indicadores salariales —incluyendo las series corregidas del INE— muestran tasas de crecimiento menores.

Salarios nominales (variación anual, porcentaje)



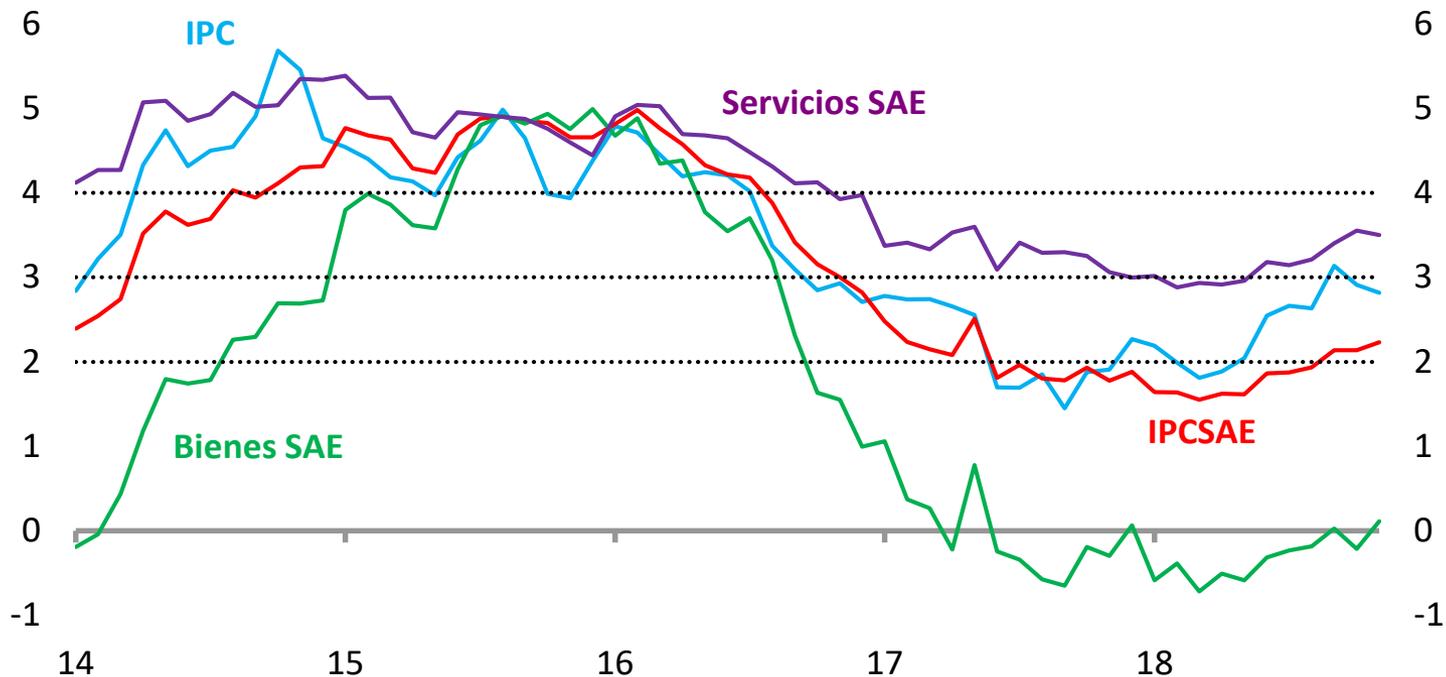
(*) Ingreso imponible promedio.

Fuentes: Banco Central de Chile, INE y Superintendencia de Pensiones.



La inflación anual del IPC ha aumentado desde valores en torno a 2% hasta ubicarse en torno a 3% en los últimos meses.

Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)



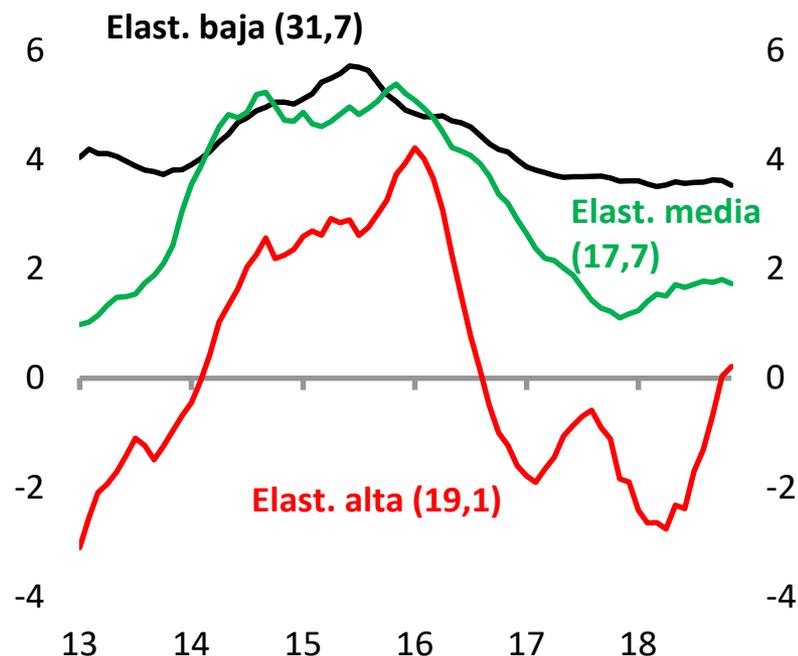
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Este comportamiento responde en parte al incremento de las líneas más volátiles del IPC y a la depreciación del peso chileno.

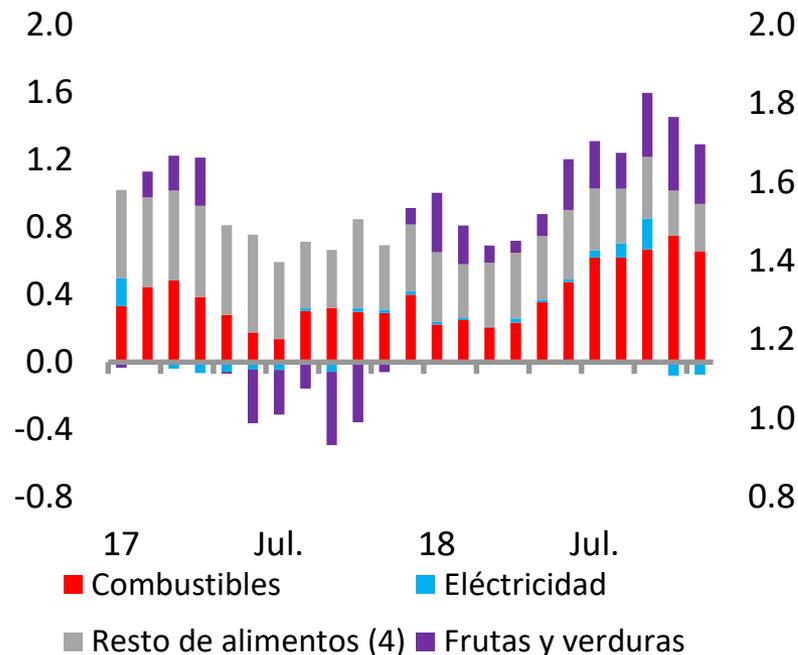
IPCSAE agrupados por elasticidad el tipo de cambio (1)(2)(3)

(variación promedio semestral anualizada, porcentaje)



Incidencia en la inflación anual total

(puntos porcentuales)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Variación por subclase en base a Contreras y Pinto (2016). Excluye gastos financieros. (3) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC.

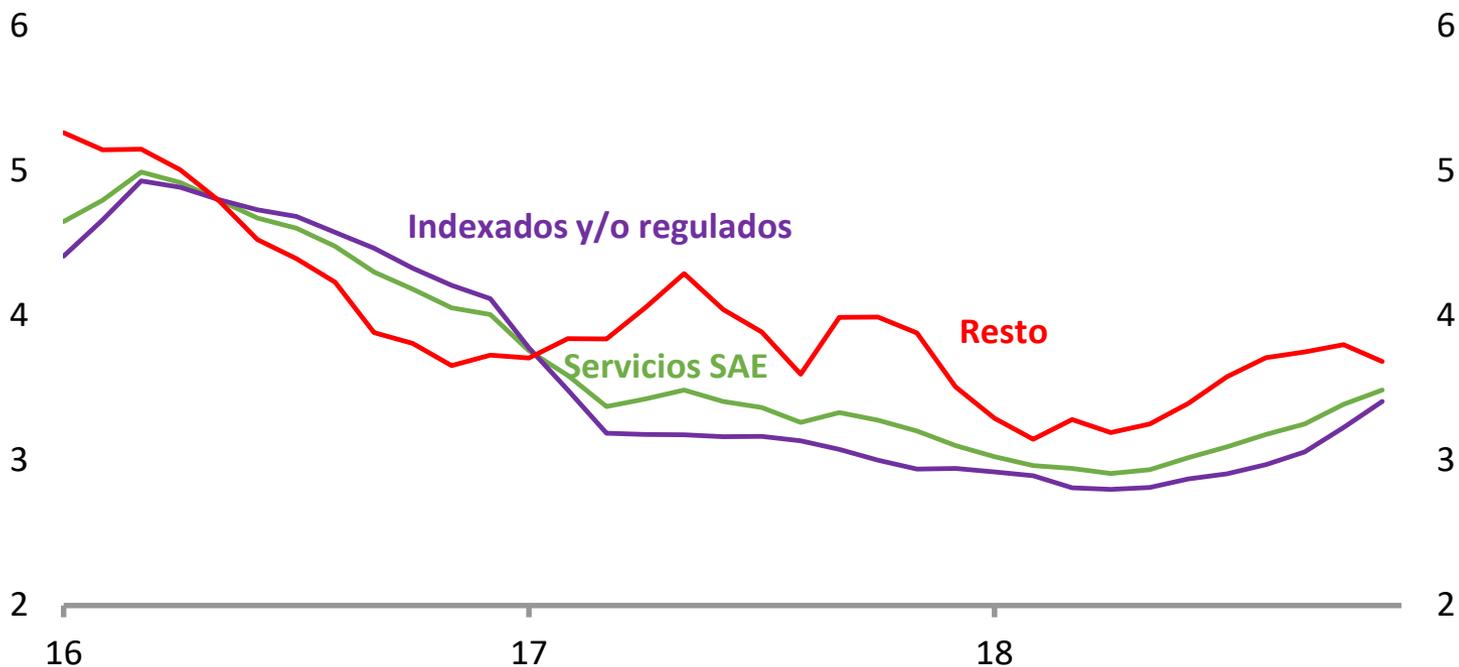
(4) Considera alimentos y bebidas no alcohólicas sin frutas y verduras.



La inflación de los componentes de la canasta más sensibles a la brecha de actividad ha crecido sostenidamente durante este año.

IPC SAE servicios y desagregación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses.

(2) Para mayor detalle ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2017.

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



Perspectivas 2018-2020 y riesgos



En lo externo, el escenario base sigue considerando que el impulso que recibirá la economía chilena irá declinando en los próximos dos años. Esto contempla un crecimiento de los socios comerciales que se reducirá y que el proceso de normalización de las condiciones financieras relevantes para el mundo emergente seguirá su curso.

Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep.18	Dic.18	Sep.18	Dic.18	Sep.18	Dic.18
Mundo a PPC	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3
Mundo a TC de mercado	3,2	3,1	3,1	2,9	2,8	2,8	2,7
Socios comerciales	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3
Estados Unidos	2,2	2,9	2,9	2,3	2,3	1,9	1,7
Eurozona	2,4	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
Japón	1,7	1,0	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5
China	6,9	6,6	6,6	6,2	6,1	6,1	6,0
India	6,7	7,3	7,3	7,6	7,6	7,6	7,5
Resto de Asia	4,4	4,2	4,2	4,1	4,0	4,2	4,1
América Latina (excl. Chile)	1,1	1,3	0,9	2,1	1,8	2,6	2,5
Exp. de prod. básicos	2,7	2,3	2,5	2,2	2,3	2,2	2,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Riesgos

Escenarios de riesgo

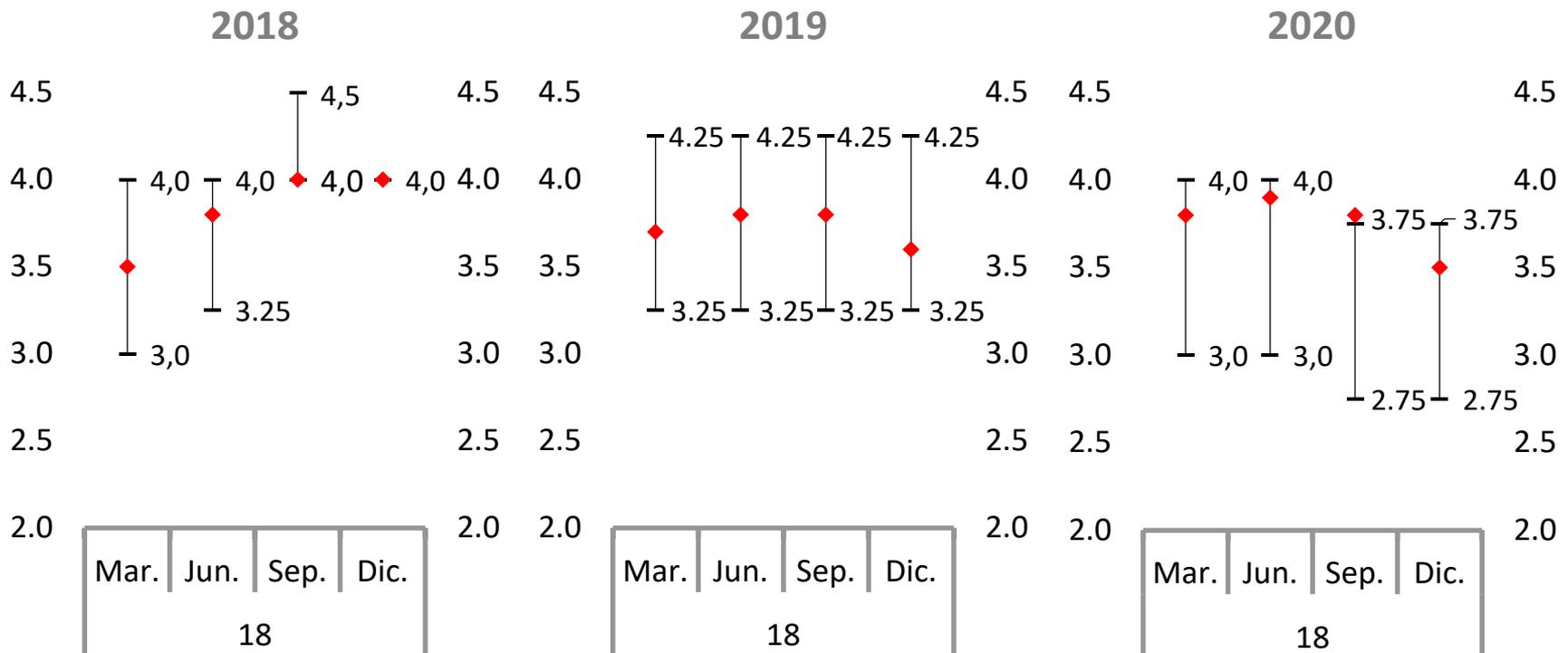
Riesgos externos: sesgado a la baja para la actividad

- Varios eventos podrían gatillar una corrección abrupta del precio de activos en los mercados internacionales. Por ejemplo,
 1. EE.UU.: inflación, política monetaria y perspectivas de actividad
 2. Guerra comercial
 3. China
 4. Europa: Brexit e Italia



En el escenario base, y luego de expandirse 2,8% en el tercer trimestre, se proyecta que el PIB crecerá 4% anual este año. Esta revisión responde en gran parte al peor desempeño de la minería.

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

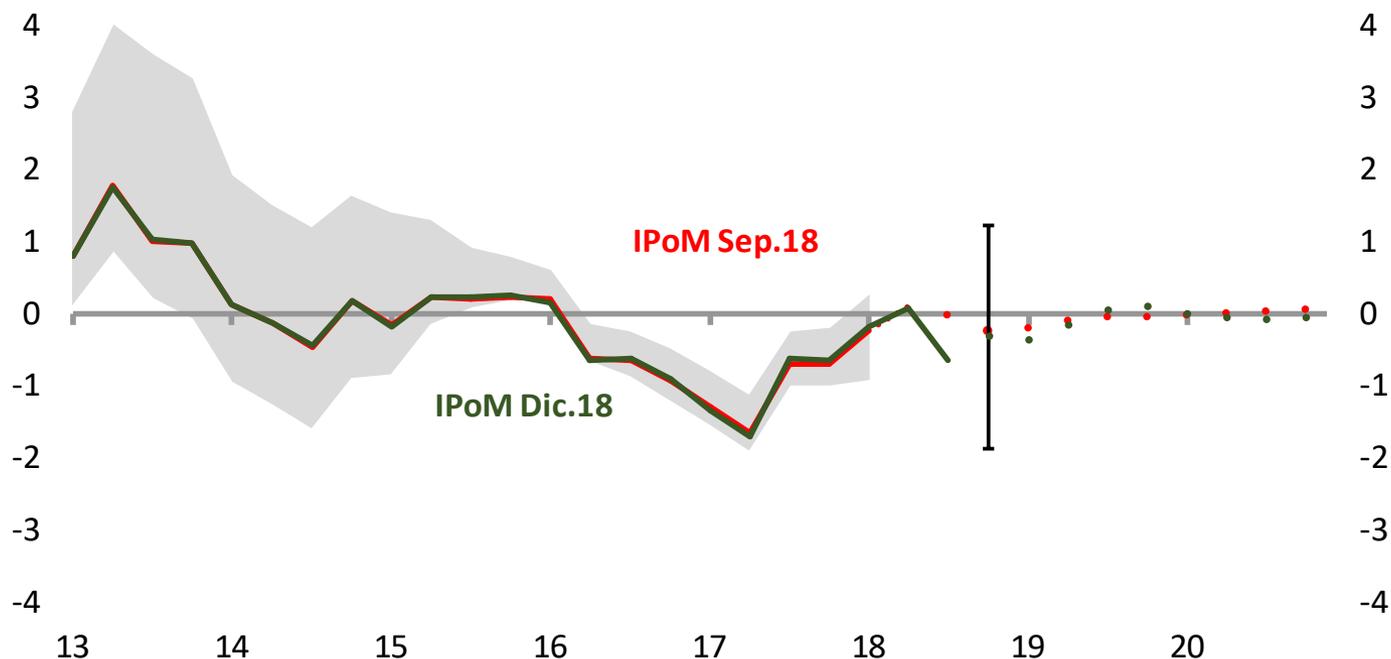


(*) Rangos corresponden a la proyección de crecimiento de cada IPoM. Rombos rojos corresponden a la Encuesta de Expectativas Económicas al cierre estadístico respectivo, excepto para el IPoM de diciembre, la que corresponde a la encuesta publicada tras el cierre estadístico (11/12/2018).



El escenario base considera que, tras la pausa en el tercer trimestre de este año, el proceso de cierre de la brecha de actividad se reanudará en el cuarto trimestre.

Brecha de actividad (1) (2) (3) (puntos porcentuales)



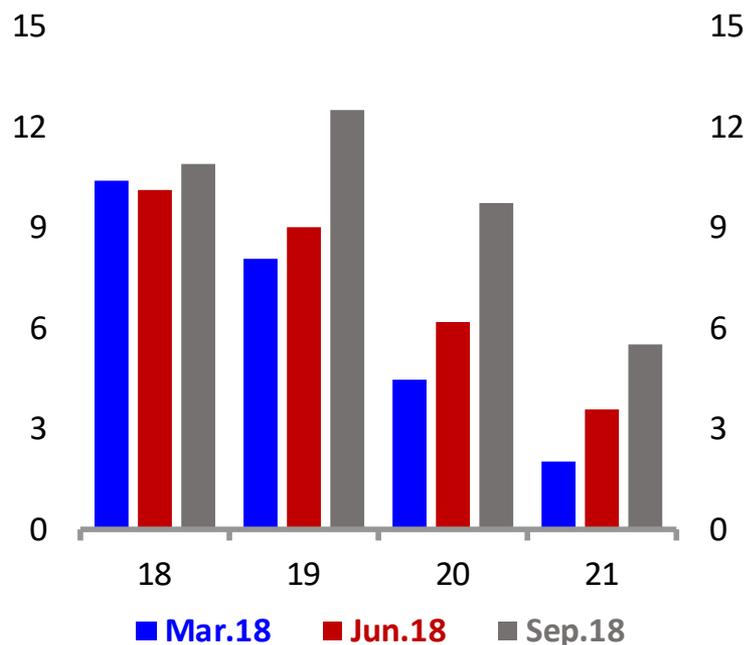
(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017). (2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones. (3) La barra en el cuarto trimestre del 2018 incluye un rango +/-1,3% que corresponde a un desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha. Por lo tanto, la instancia final de la brecha se hallará dentro del intervalo con una confianza de 68.3%. Fuente: Banco Central de Chile.



En el gasto se anticipa una composición algo distinta, con una expansión mayor de la inversión y algo menor del consumo. En la primera, varios elementos sustentan esta proyección, entre ellos el alza de la inversión minera en los próximos años.

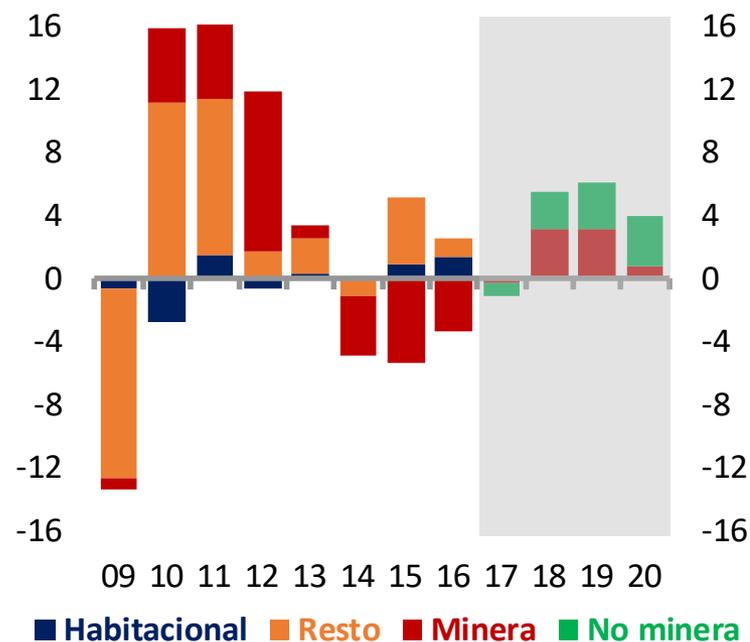
Catastro CBC: perspectivas inversión total

(miles de millones de dólares)



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

(puntos porcentuales)



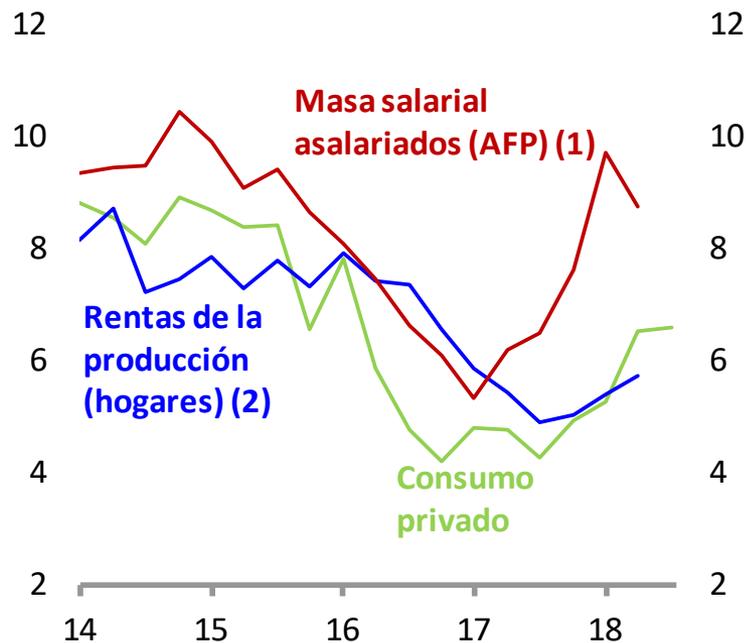
Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

(*) 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 componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar 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. Fuente: Banco Central de Chile.



El consumo ha perdido algo de dinamismo recientemente, pero se proyecta que volverá a crecer a tasas acordes con el PIB apoyado en la evolución de la masa salarial, entre otros factores.

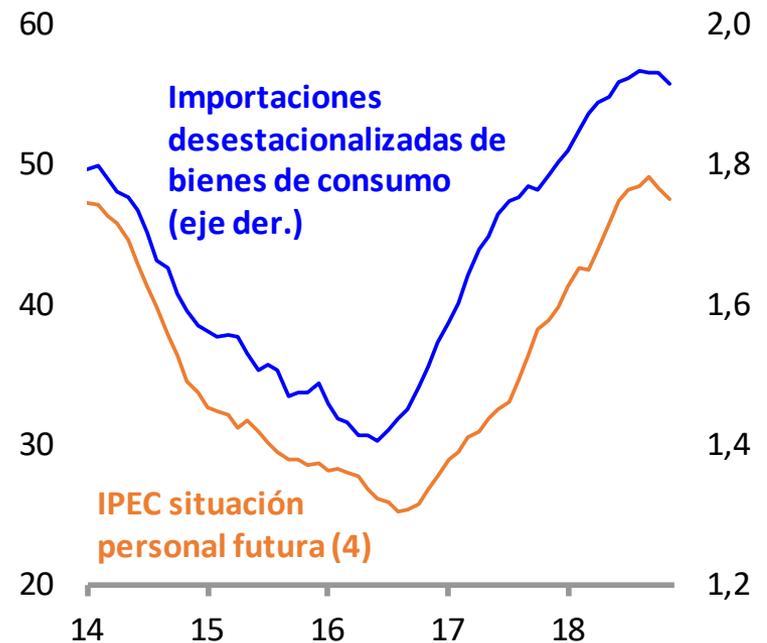
Consumo privado, masa salarial e ingresos de los hogares (variación nominal anual, porcentaje)



(1) Para salarios y empleo ocupa información de las AFP: ingreso imponible promedio y número de cotizantes dependientes, respectivamente. (2) Remuneración, ingreso mixto y excedente bruto. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Determinantes del consumo (3)

(índice de difusión; miles de millones de dólares)



(3) Promedio de seis meses móviles de cada serie. (4) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). Para su definición ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio del 2018. Fuentes: Adimark, Banco Central de Chile e Icare/universidad Adolfo Ibáñez.



Para los próximos dos años, se sigue estimando que la economía crecerá en torno a su potencial, el que irá acercándose al PIB tendencial. Así se mantienen los rangos de crecimiento proyectados en septiembre: 3,25-4,25% el 2019 y 2,75-3,75% el 2020.

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Jun.18	IPoM Dic.18
PIB	1,5	4,0-4,5	4,0	3,25-4,25	3,25-4,25	2,75-3,75	2,75-3,75
PIB minero	-2,0						
PIB no minero	1,8						
Demanda interna	3,1	4,6	4,7	3,7	3,8	3,3	3,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,8	4,1	4,0	3,7	3,9	3,7	3,6
Formación bruta de capital fijo	-1,1	5,0	5,5	4,5	6,0	3,9	3,9
Consumo total	2,7	3,8	3,6	3,4	3,3	3,6	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	4,9	4,8	4,2	4,1	2,8	2,8
Importaciones de bienes y servicios	4,7	6,2	7,3	4,4	5,0	2,8	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,2	-2,8	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	20,2	20,5	20,9	20,5	20,8
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,6	21,7	22,0	22,1	22,6	22,4	22,8

(f) Proyección.

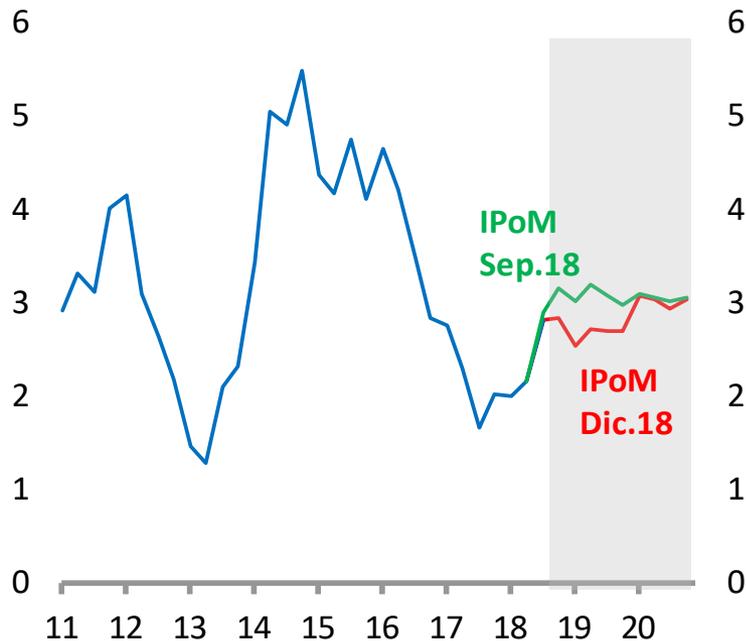
Fuente: Banco Central de Chile.



La fuerte baja del precio de los combustibles reduce la proyección para la inflación del IPC para el 2018 y el 2019, cerrando algo por debajo de 3% en ambos años. Hacia el 2020, se ubicará en torno a la meta. El IPCSAE alcanzará 3% hacia la primera mitad del 2019 y oscilará en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección.

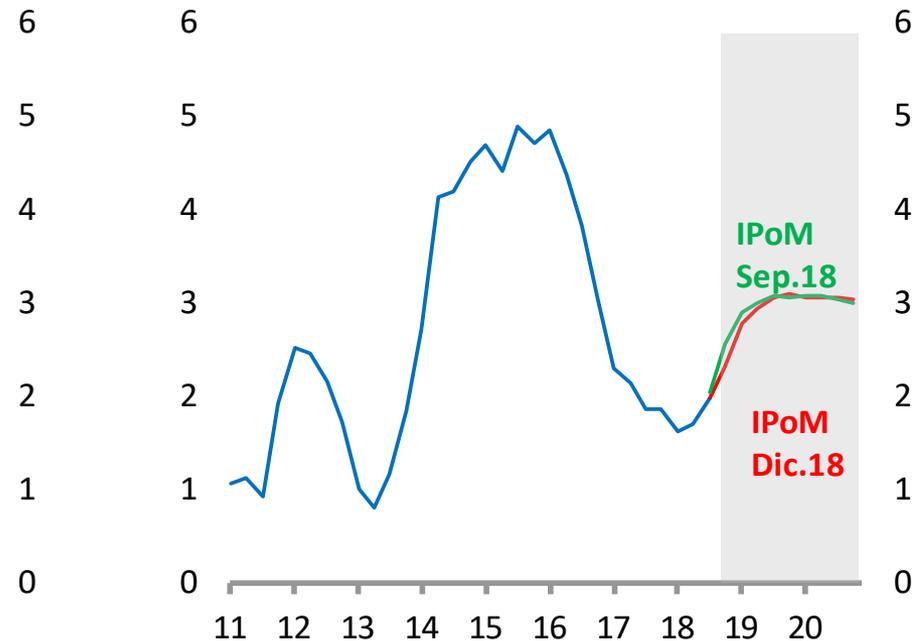
Inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

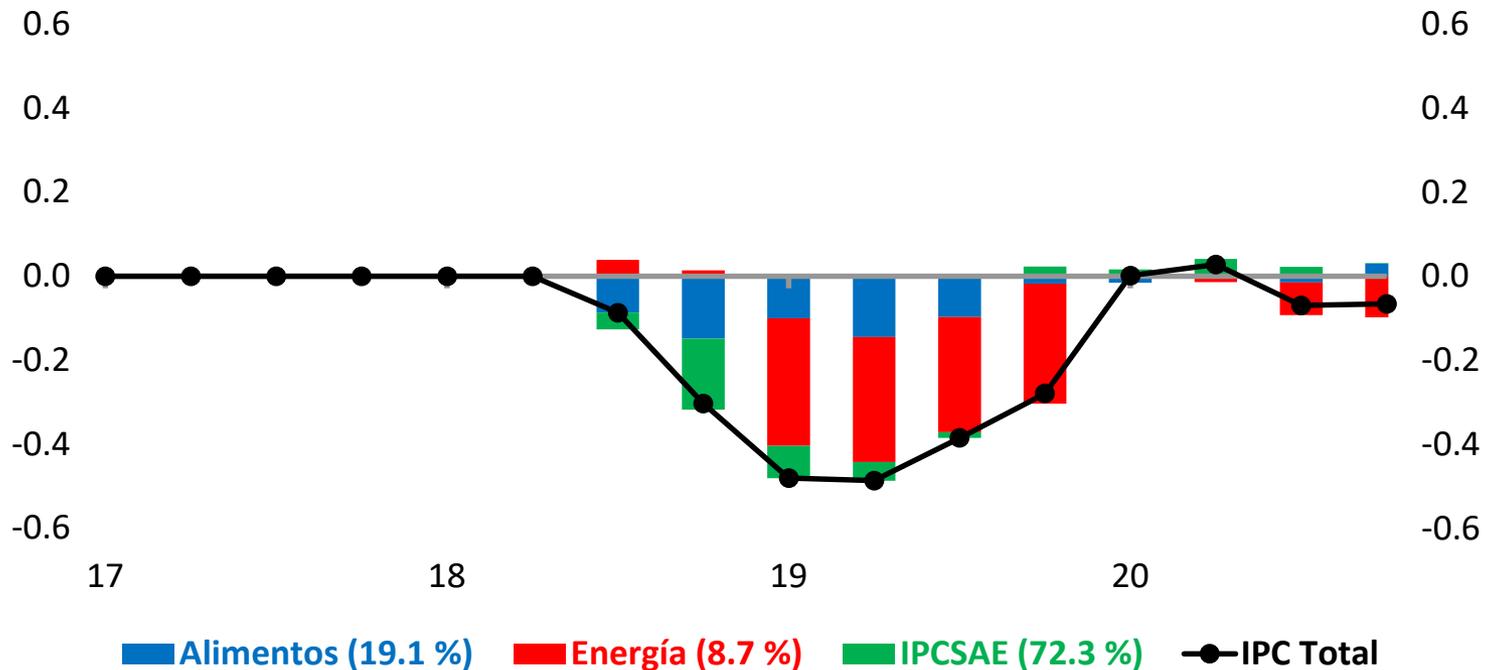
(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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



Efecto de menor precio del petróleo en el mundo sobre la inflación local es transitorio

Diferencia en proyección de inflación: IPoM Sep.18 vs Dic.18 (*)
(puntos porcentuales)



(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. A partir de enero del 2014 se utilizan los 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.



Riesgos

Riesgo internos para la actividad: balanceados

- Consumo tarda más tiempo en retomar dinamismo
- La inversión podría ir más rápido o más lenta

Riesgo inflación: balanceados

Adicionalmente, se debe considerar que después de años de bajo crecimiento y de un importante shock migratorio, es difícil medir el estado de las holguras.



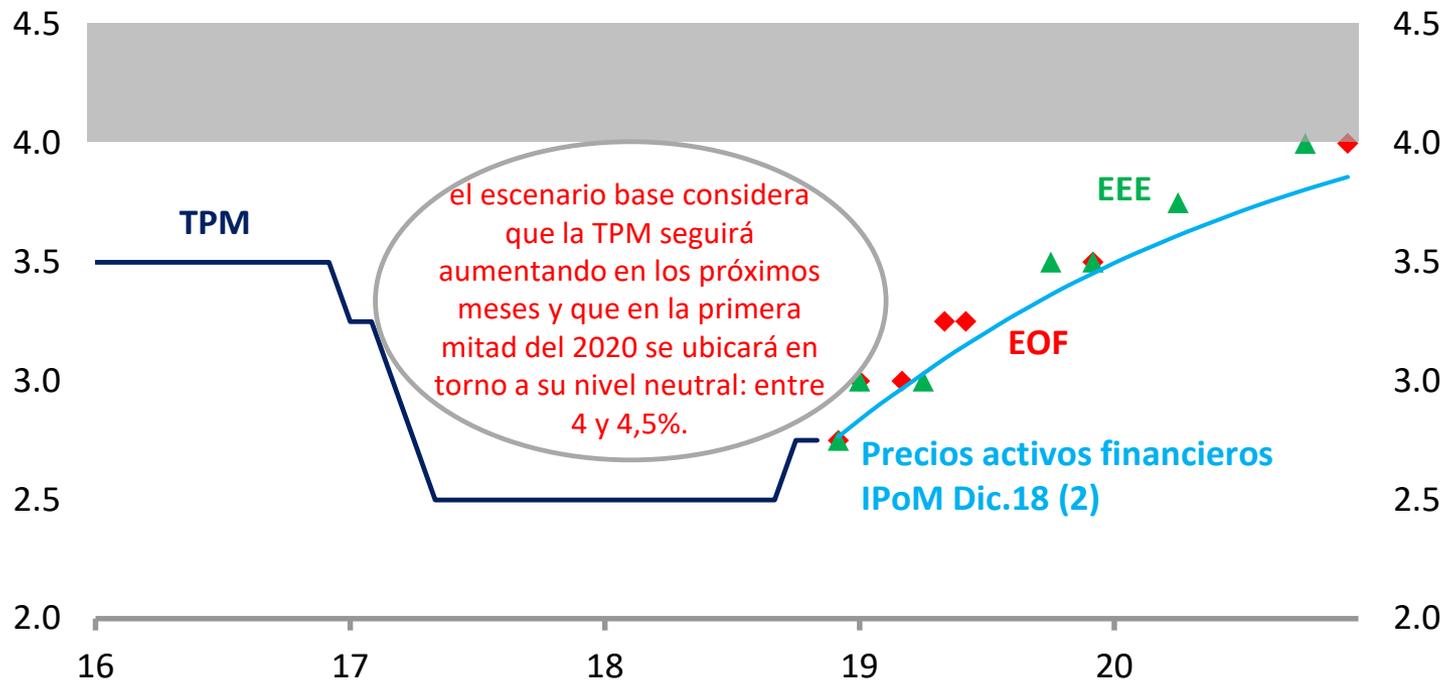
Implicancias para la PM



La TPM ha estado bajo su nivel neutro por un buen tiempo, coherente con una economía que creció poco por un buen tiempo. El escenario de consolidación del crecimiento requiere una normalización, cuya velocidad debe tener en cuenta la incertidumbre sobre el estado inicial y los riesgos asociados al escenario base

Tasa de política monetaria y expectativas de mercado (1)

(porcentaje)



(1) Área gris corresponde al nivel neutro para la TPM. (2) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. Trayectoria suavizada.

Fuente: Banco Central de Chile.



Comentarios finales

- El escenario macroeconómico delineado en el IPoM de septiembre se mantiene vigente, con una economía que ha recuperado su capacidad de crecimiento y va reduciendo sus holguras de capacidad.
- Más allá de los vaivenes de corto plazo, esta visión se apoya en:
 - Un dinamismo sostenido de la inversión, que ha superado las expectativas;
 - Un desempeño más sólido del mercado del trabajo, tanto en lo referido al empleo como a las remuneraciones;
 - La interpretación del menor crecimiento del tercer trimestre como una pausa, generada por factores puntuales, tras la cual se reanudará el cierre de la brecha de actividad.
- Los precios más sensibles a la brecha han respondido de acuerdo con lo esperado en este escenario, con una inflación de servicios y no transables que se ha acelerado sostenidamente desde inicios de año.
- De aplicarse la política monetaria delineada por el Consejo, la inflación subyacente convergerá con el IPC total y ambas con la meta de 3%, hacia fines de 2019.



Comentarios finales

- La estrategia de política monetaria delineada en septiembre, que consideraba un retiro gradual del estímulo monetario, también mantiene su vigencia. En particular, tras elevar la TPM en 25pb, hasta 2,75% en octubre, el Consejo ha precisado que espera que dicha tasa converja a su nivel neutral –de 4,0-4,5% nominal— en la primera mitad del 2020.
- El Consejo ha señalado que procederá con gradualidad y cautela en la implementación de esta estrategia.
 - La gradualidad alude a ajustes paulatinos y predecibles de la TPM, que otorguen el tiempo necesario para la adecuación de los agentes económicos;
 - La cautela será necesaria para ponderar eventuales cambios en el escenario macroeconómico que pudieran justificar un cambio de trayectoria.



Comentarios finales

- Los principales riesgos para estas proyecciones se ubican en el sector externo, en lo particular sigue latente la posibilidad de un deterioro más significativo, producto de cambios más abruptos en las percepciones de riesgo, en la trayectoria de la política monetaria en el mundo desarrollado y un escalamiento del conflicto comercial.
- En caso de materializarse estos riesgos, la flotación cambiaria y el rol estabilizador de la política monetaria serán fundamentales para amortiguar su impacto sobre la economía chilena.





INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2018

Alberto Naudon D.

Consejero

