



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2015

Joaquín Vial
Consejero



Introducción

- En los últimos meses, la inflación ha sido mayor a la esperada, con lo que persiste sobre 4% y en el escenario base de este IPoM se estima que seguirá convergiendo a la meta, pero a un ritmo más lento que lo anticipado en diciembre.
- Las expectativas privadas de inflación también aumentaron. Para fines de este año la ubican en cifras algo por sobre 3%, al igual que las expectativas a un año plazo. A dos años se mantienen en 3%.
- La actividad y el gasto, en cambio, han evolucionado de acuerdo con lo previsto en diciembre. Con ello, se mantiene la visión de que la economía seguirá recuperándose, pero con mayor fuerza hacia el segundo semestre del año.
- El escenario externo es similar al del IPoM anterior. Así, se considera que el impulso externo que recibirá la economía será mayor que el del 2014. Sin embargo, hay riesgos importantes, asociados principalmente al inminente proceso de normalización monetaria en Estados Unidos que han generado eventos de mayor volatilidad a nivel internacional.

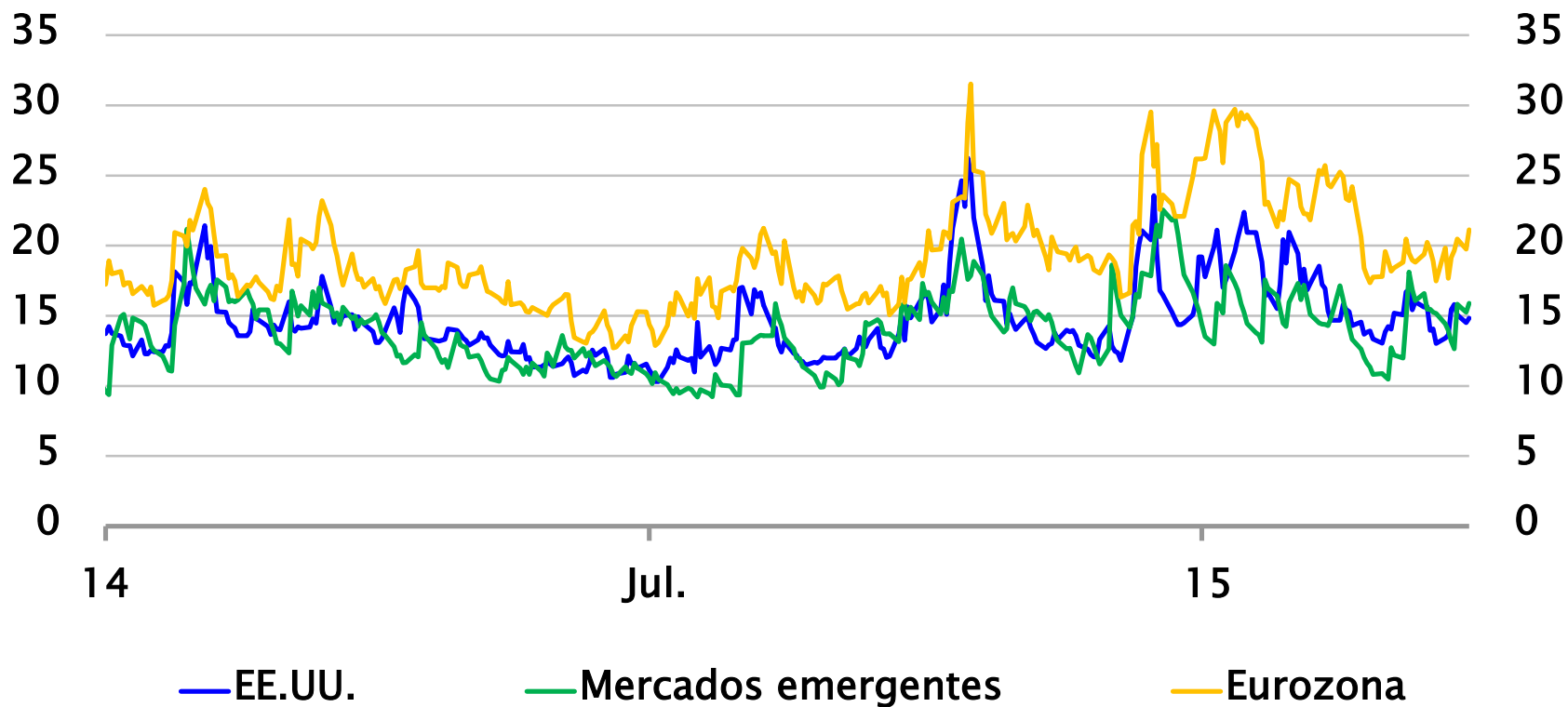


Escenario internacional



El escenario externo ha estado determinado principalmente por los cambios en las perspectivas sobre el momento en que comenzará la normalización monetaria en EE.UU. y su velocidad, lo que ha afectado de manera importante los mercados financieros.

Volatilidad de mercados bursátiles (*)
(porcentaje)



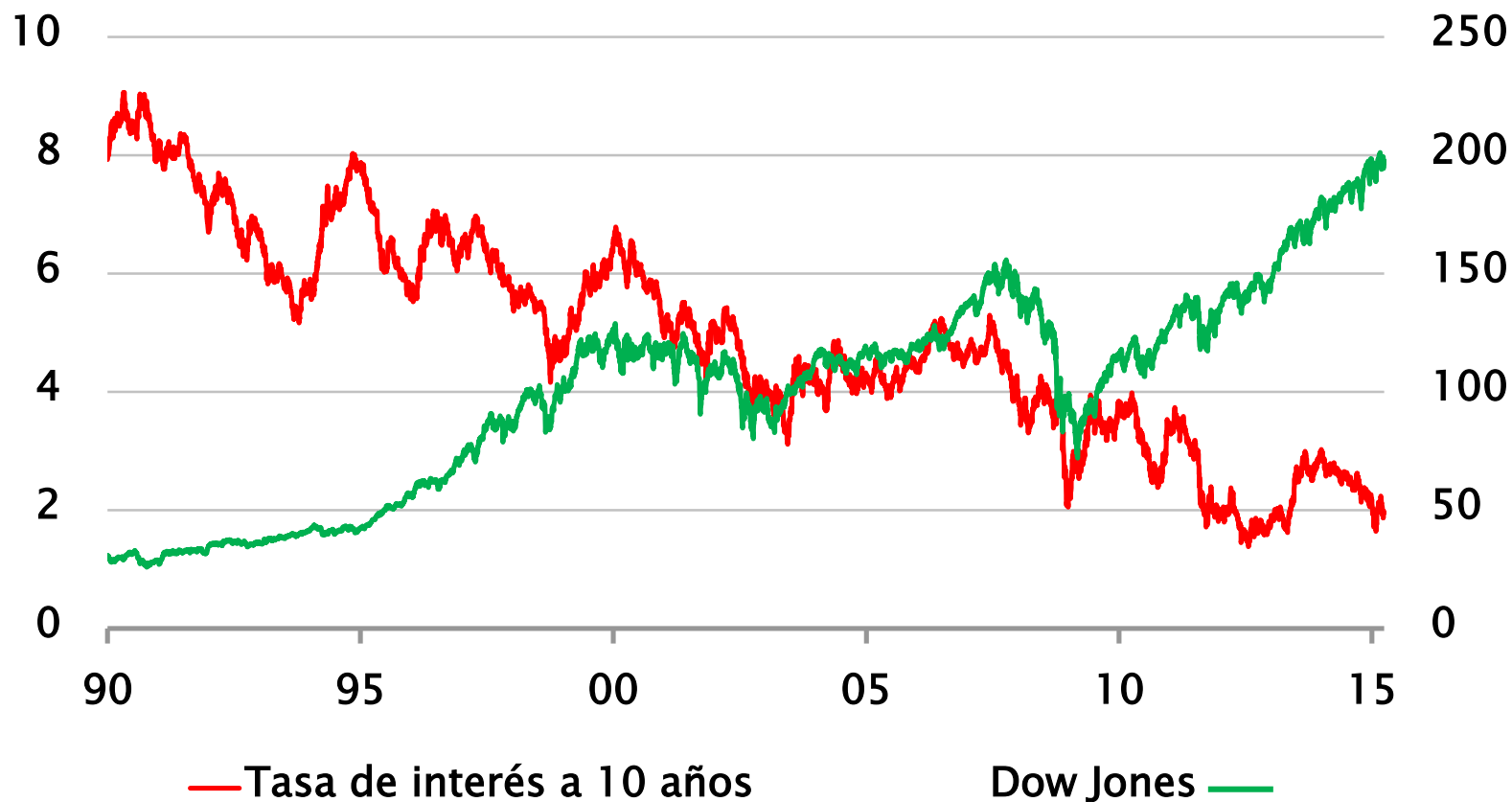
(*) EE.UU. corresponde al VIX y Eurozona al Vstoxx. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

Fuente: Bloomberg.



La mayor fortaleza relativa de EE.UU. a nivel global ha provocado un aumento de la preferencia por sus activos, con tasas de interés de largo plazo y valores bursátiles en niveles históricos.

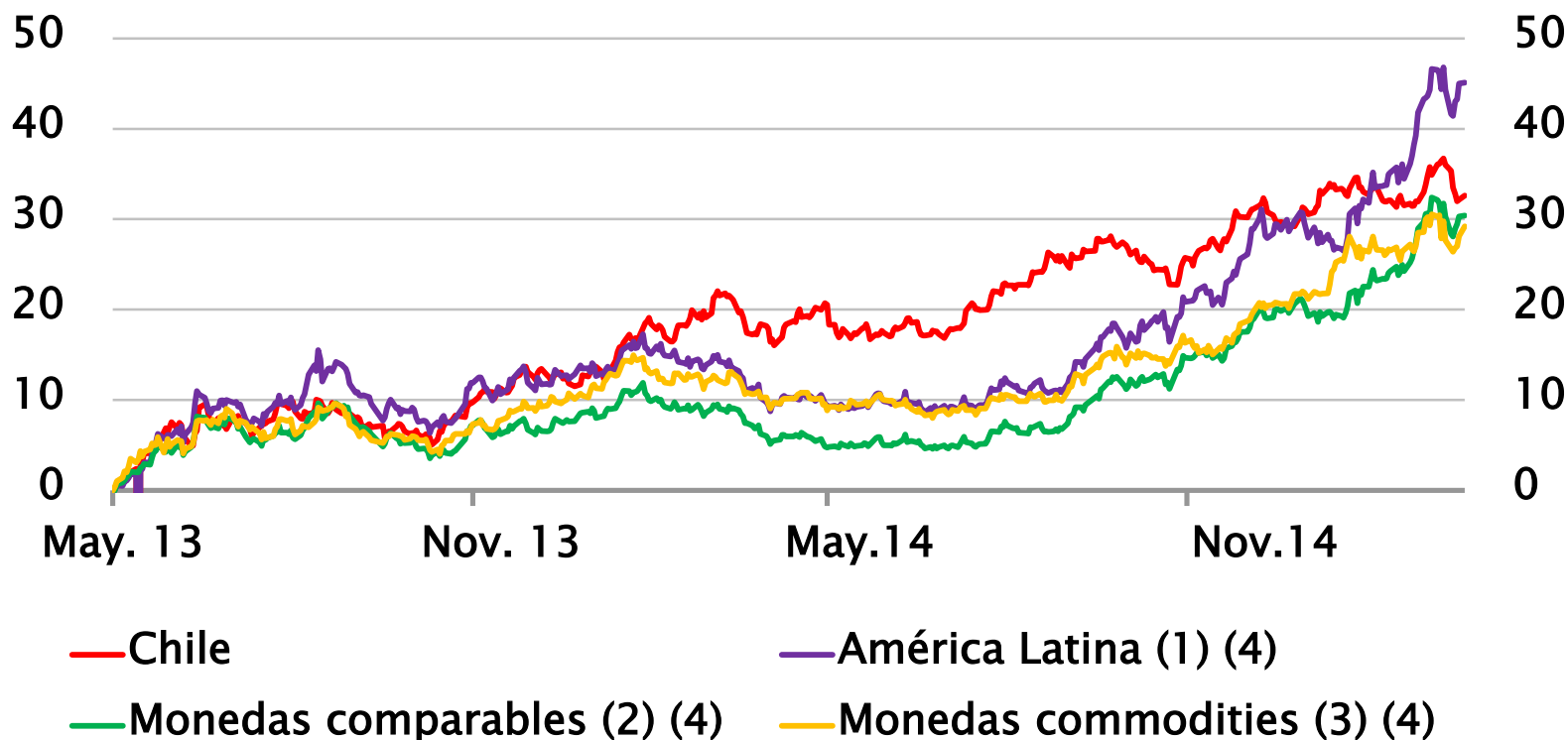
Tasa de interés y Bolsa de Estados Unidos
(porcentaje; índice 1990-2015=100)





También ha llevado a una significativa apreciación del dólar. Destaca, que la depreciación del peso fue mayor que el de otras economías emergentes o exportadoras de materias primas durante el 2014, fenómeno que se ha reducido en los últimos meses.

Tipo de cambio nominal
(variación acumulada, porcentaje)

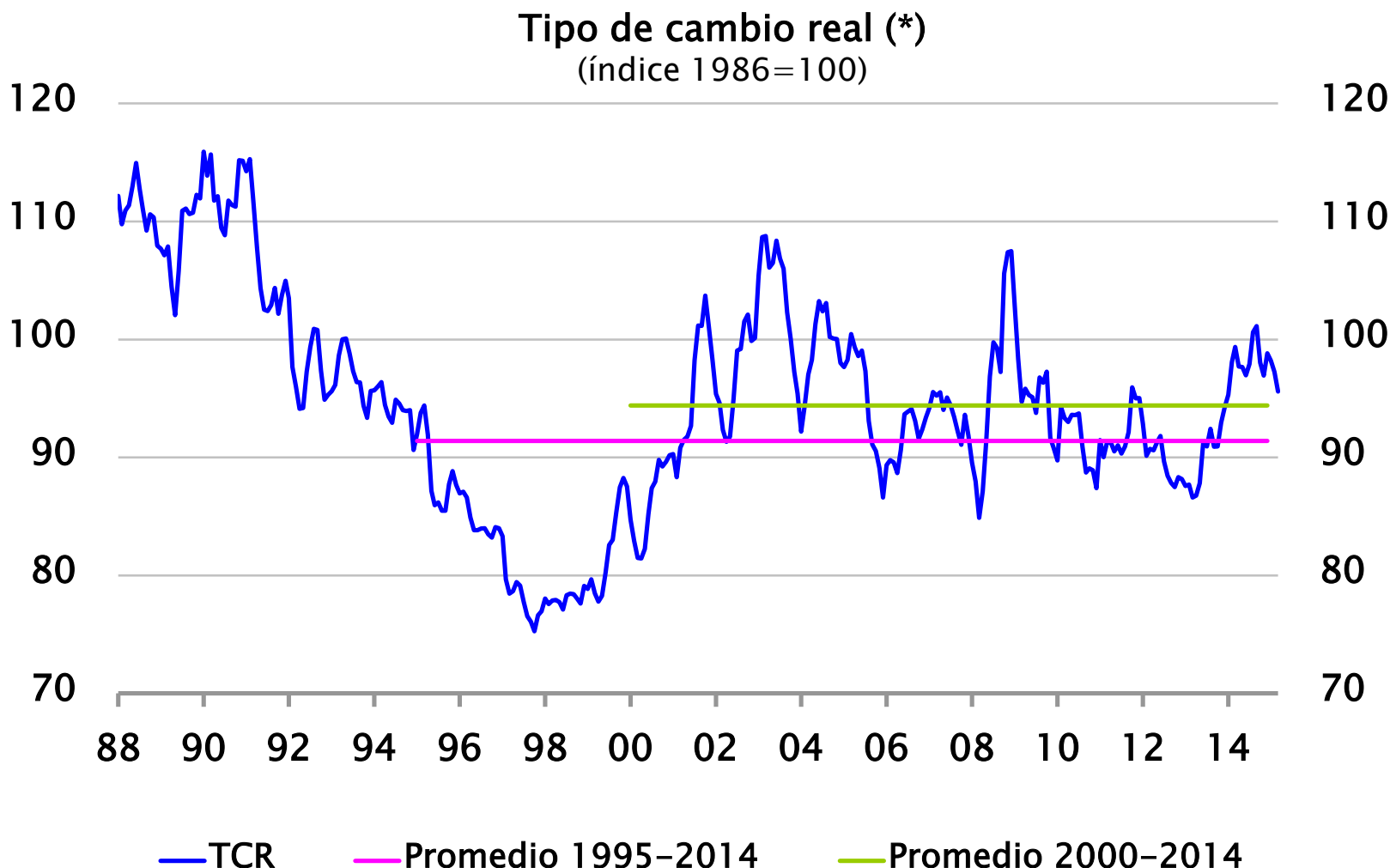


(1) Brasil, Perú, México y Colombia. (2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Economías emergentes y monedas con tipo de cambio flotante según “Statistical Handbook”, Moodys mayo 2012. (3) Sudáfrica, Nueva Zelanda, Canadá y Australia. (4) Ponderadores WEO octubre 2014.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Ello responde al ajuste más temprano que realizó la economía chilena. Luego, en la medida que el resto de las economías emergentes entro a un ciclo de ajuste más marcado, dichas diferencias se redujeron e incluso el peso se apreció multilateralmente. De hecho, a marzo el TCR se ubica algo por sobre su promedio de las últimas dos décadas.



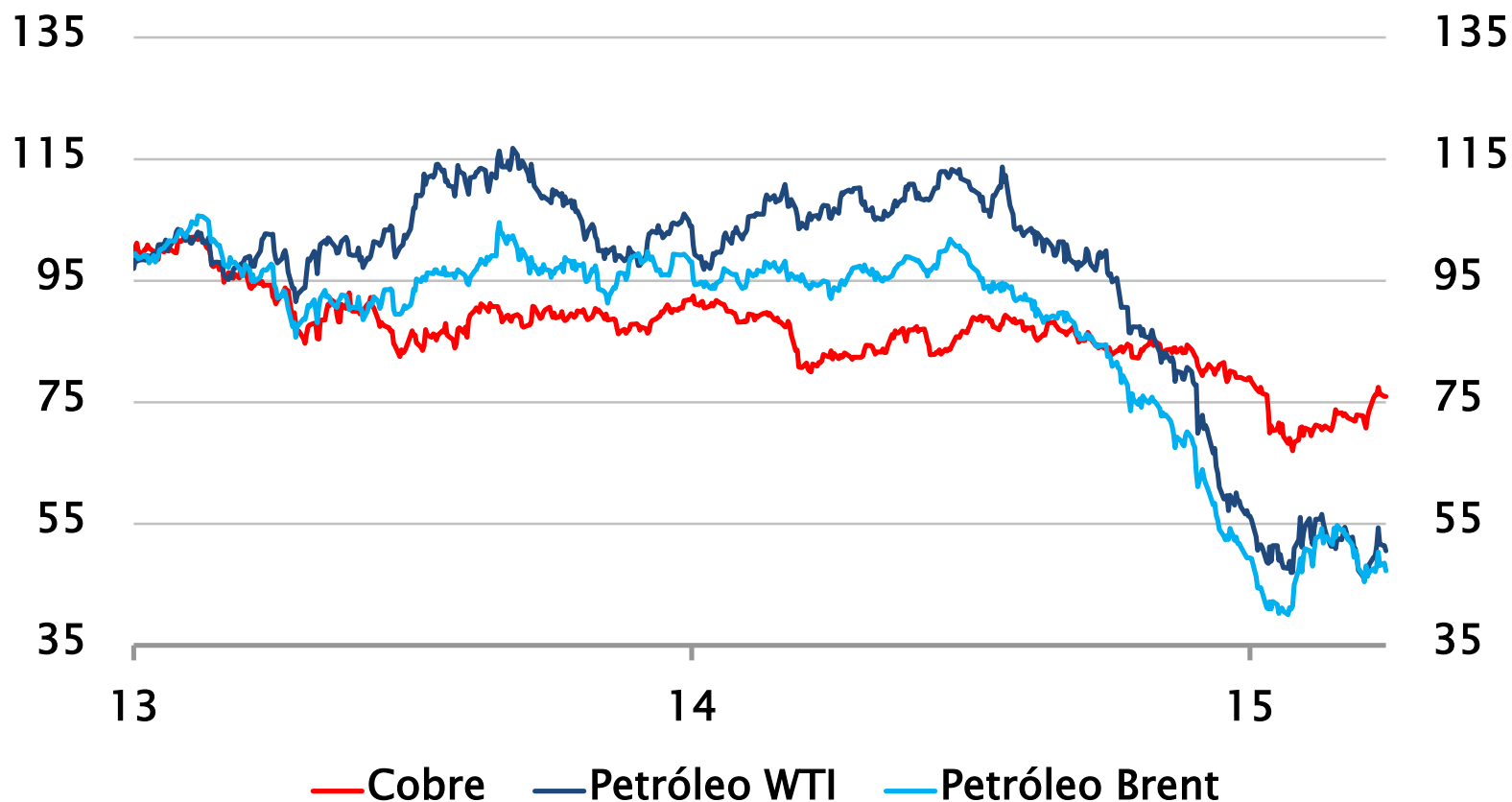
(*) Cifra de marzo del 2015 estimada.

Fuente: Banco Central de Chile.



El precio de las materias primas, aunque con vaivenes, disminuyeron y se encuentran por debajo de sus valores de largo plazo. Más allá de los factores de oferta y demanda propios de cada mercado, un elemento común ha sido la apreciación del dólar.

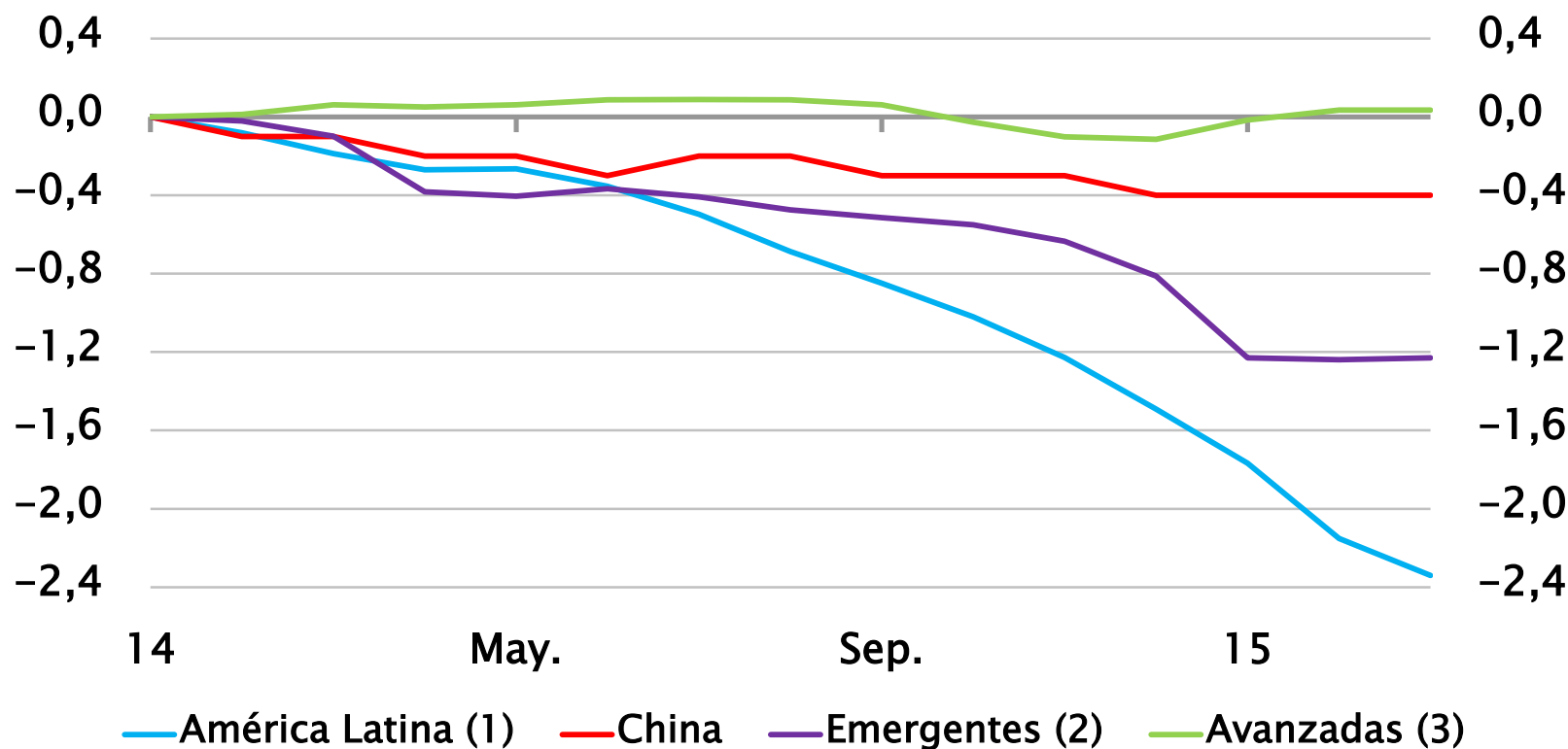
Precio del cobre y petróleo
(índice ene.2013 = 100)





Las perspectivas de crecimiento para las economías avanzadas no han tenido mayores cambios, de la mano de un buen desempeño de EE.UU. y datos efectivos de la Eurozona que han mejorado en el margen. Mientras, que las de las economías emergentes se han ajustado a la baja, especialmente en América Latina.

Cambios en las proyecciones de crecimiento para 2015
(respecto de la proyección vigente en enero 2014, puntos porcentuales)



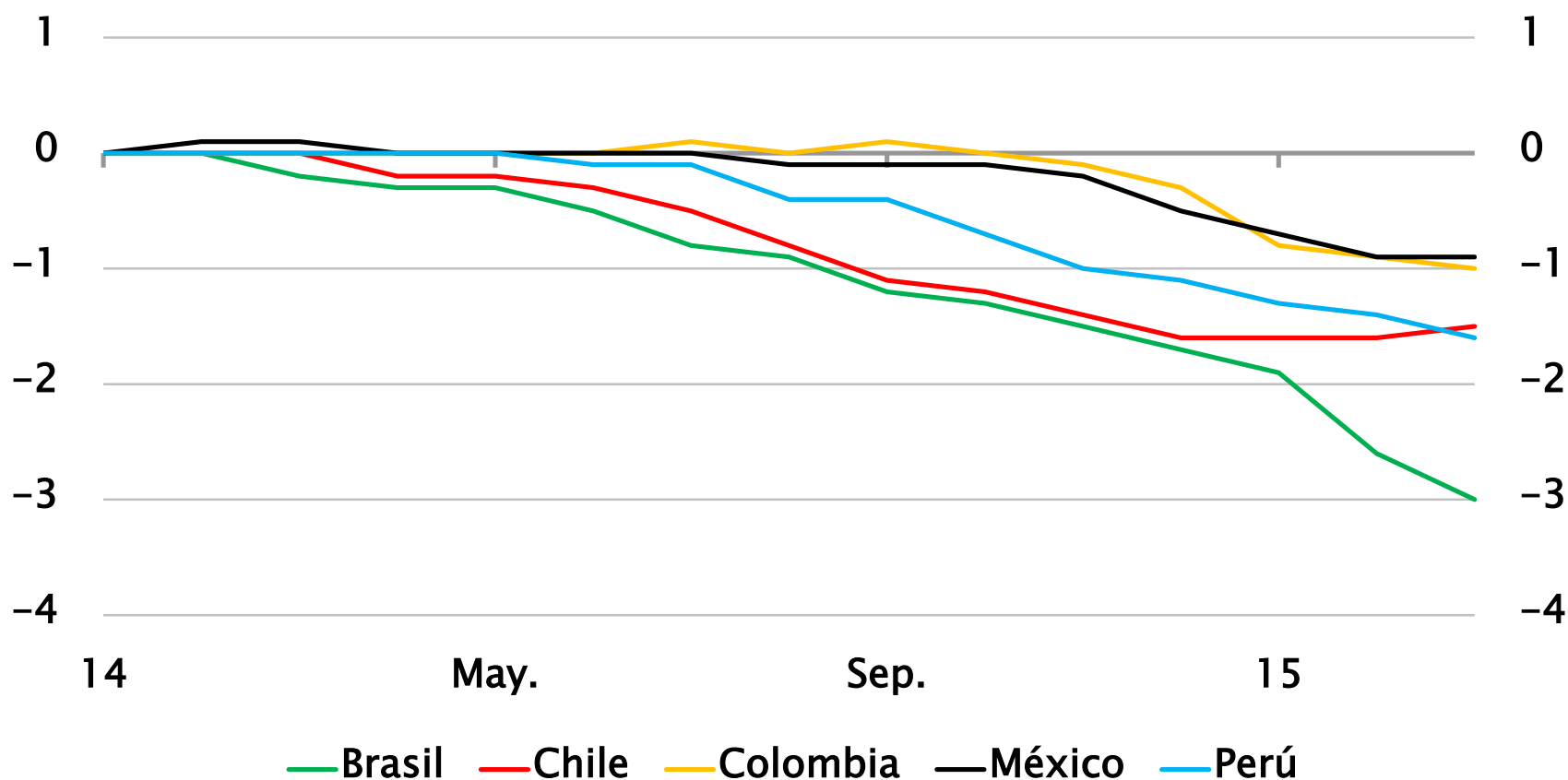
(1) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. (2) Europa emergente y Asia emergente, con excepción de China. (3) EE.UU., Eurozona y Japón.

Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



Por países, la mayor corrección se observa en Brasil, economía que el mercado proyecta tendría una caída de 0,7% en su PIB durante 2015, su peor desempeño en varios años.

Cambios en las proyecciones de crecimiento para 2015 (respecto de la proyección vigente en enero 2014, puntos porcentuales)

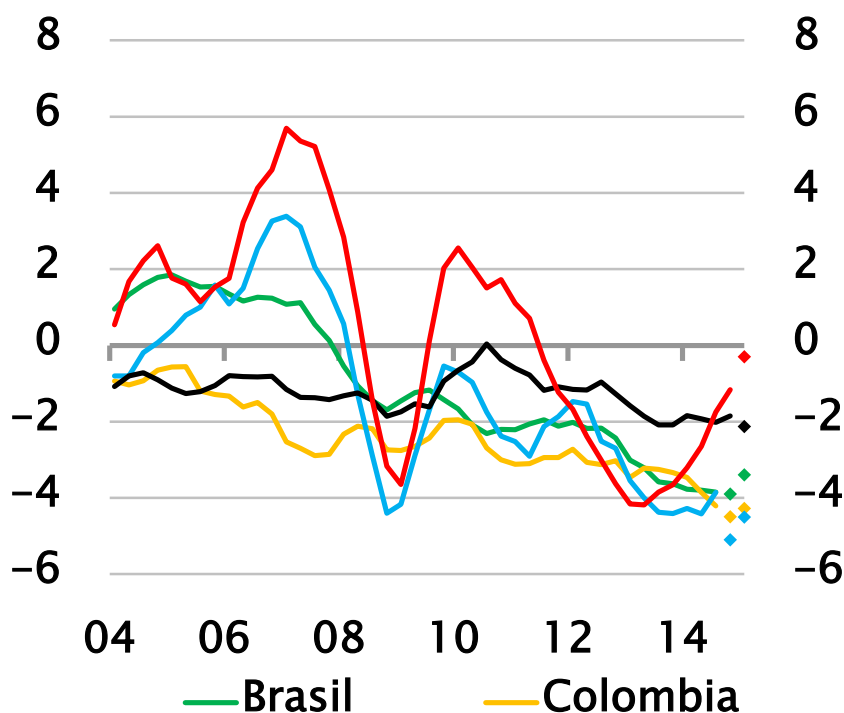




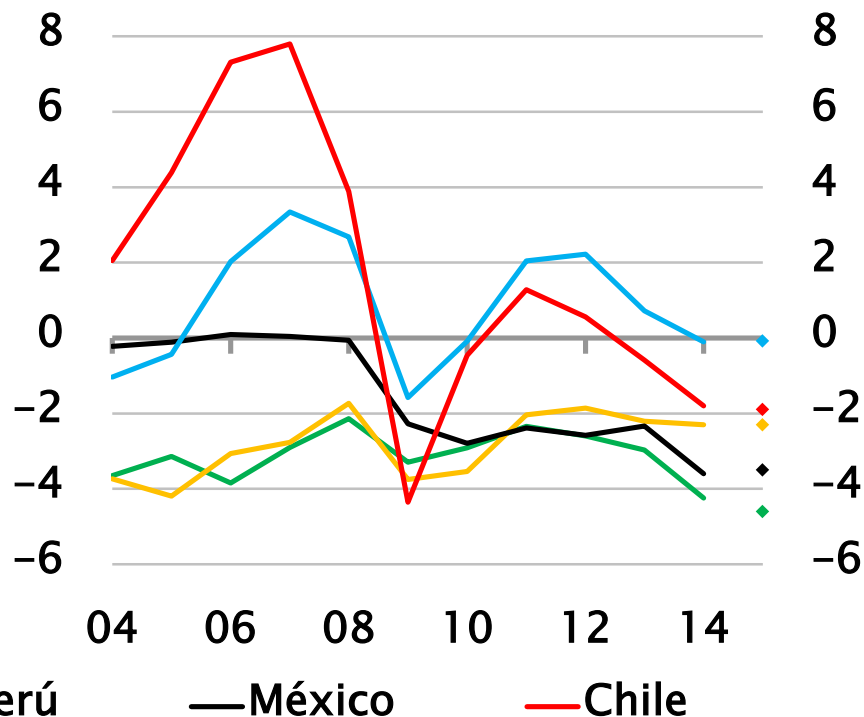
El mercado deterioro de su panorama económico, responde al menor precio de las materias primas y, en algunas economías, se agregan desequilibrios de gasto público y privado.

Cuenta corriente y balance fiscal en América Latina (porcentaje del PIB)

Cuenta corriente (1)



Balance fiscal (2)

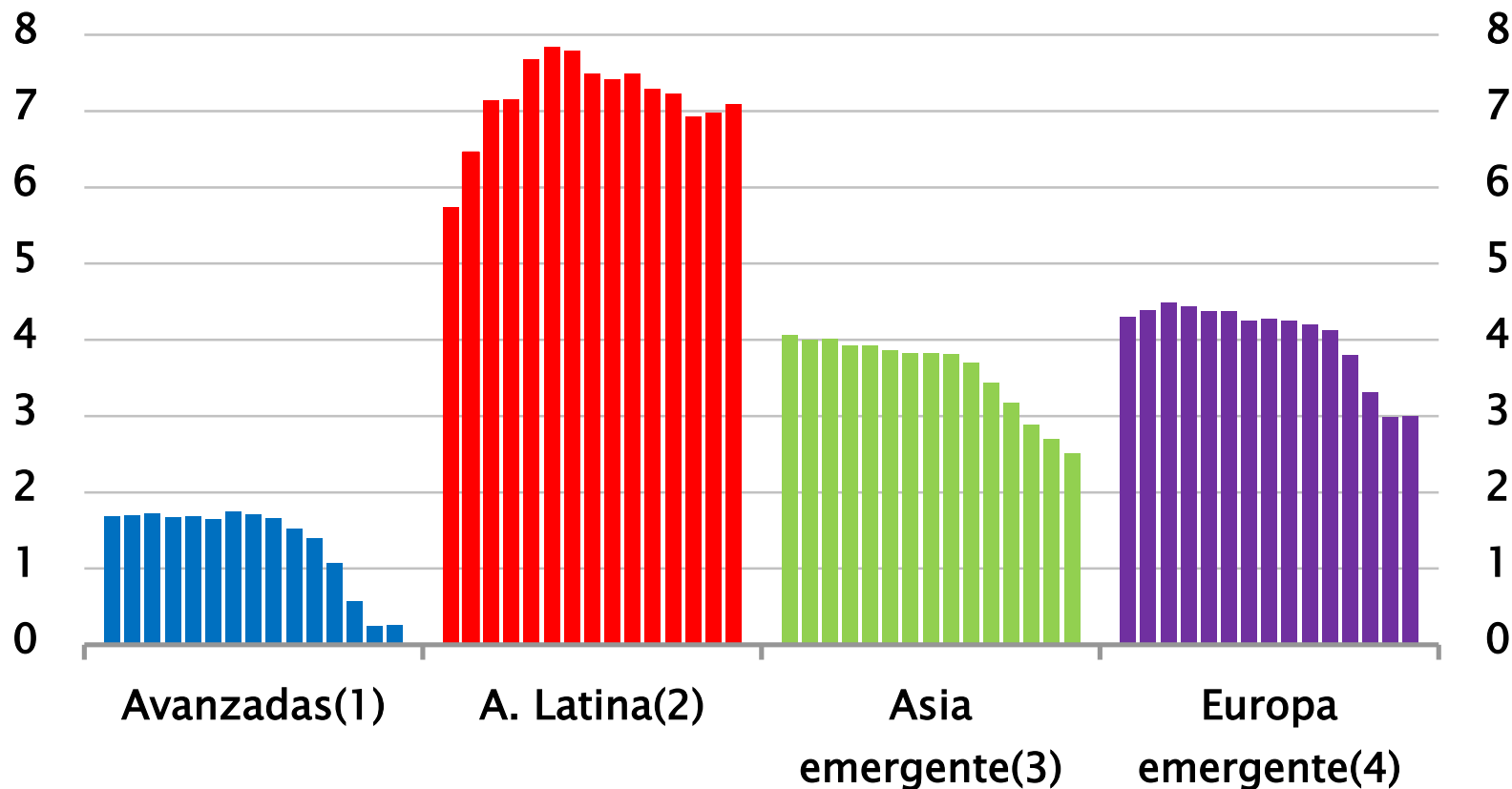


(1) Rombos corresponden a proyecciones de Bloomberg para el 2014, a excepción de México y Chile que tienen datos efectivos, y Consensus Forecasts para el 2015. La proyección de Chile para este último año es del Banco Central de Chile. (2) Rombos corresponden a proyecciones de Bloomberg para el 2015, excepto Chile cuya proyección es de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Consensus Forecasts y Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.



En gran parte del mundo, a diferencia de Chile y América Latina, la caída del petróleo y un crecimiento acotado han reducido la inflación efectiva y sus perspectivas, lo que ha permitido aplicar políticas monetarias más expansivas, tal como en la Eurozona y otras economías desarrolladas y emergentes.

Proyecciones de inflación para 2015 (variación anual, porcentaje)



(1) EE.UU., Eurozona y Japón. (2) Argentina, Chile, Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Indonesia, Rep. Corea, Malasia, Tailandia, China, India y Taiwán. (4) Rep. Checa, Hungría, Polonia y Turquía.

Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario internacional.



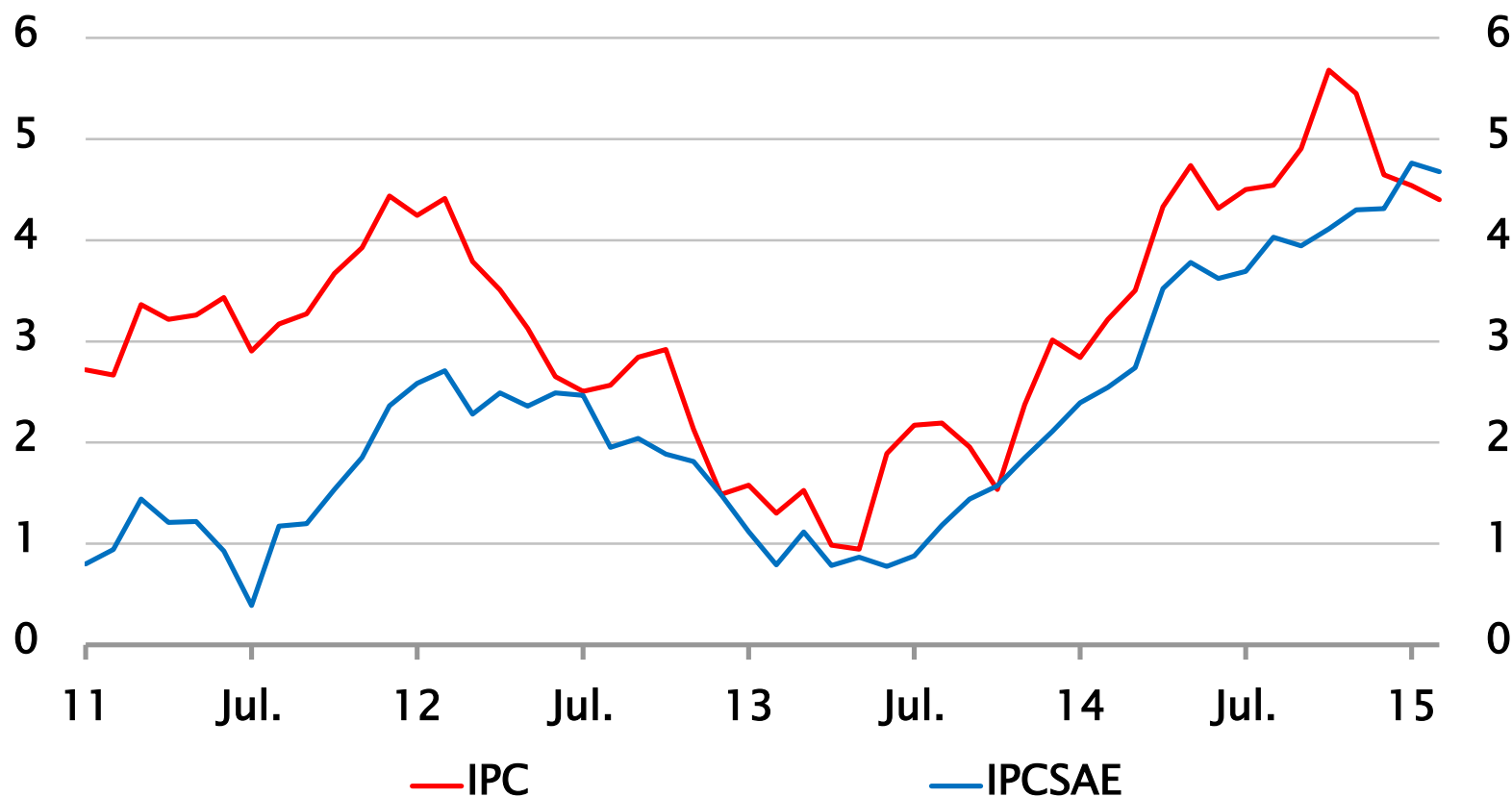
Escenario interno



La inflación volvió a sorprender al alza. La depreciación del peso sigue siendo el factor principal detrás de la dinámica de precios, lo que, sumado a la indexación y a un mercado laboral menos holgado, aumentó el IPCSAE a 4,7% anual. No obstante, el IPC redujo su variación anual a 4,4%, ayudado por la baja del precio del petróleo.

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



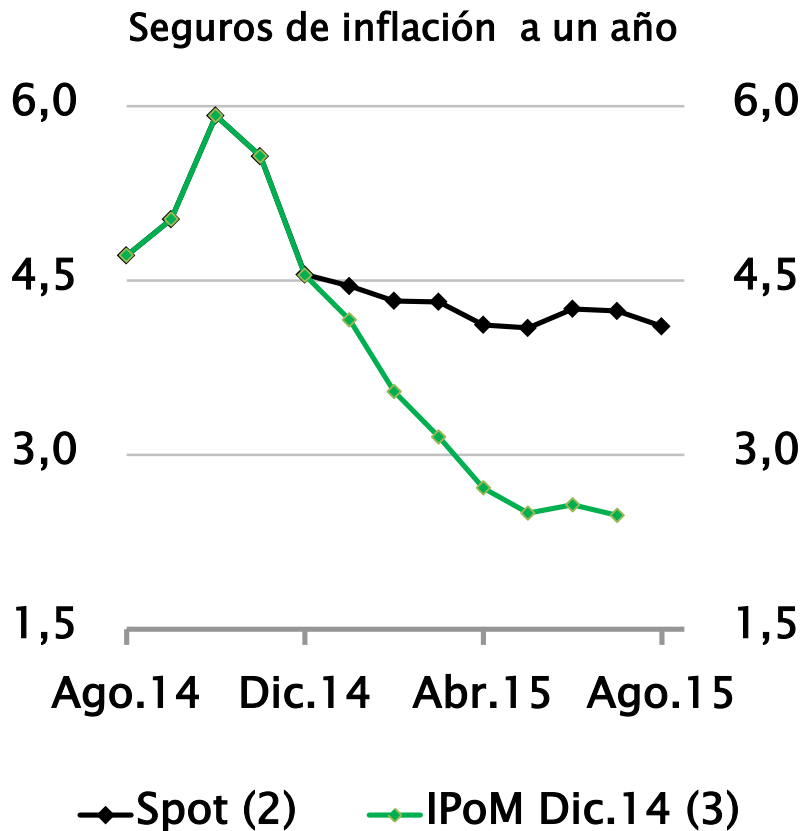
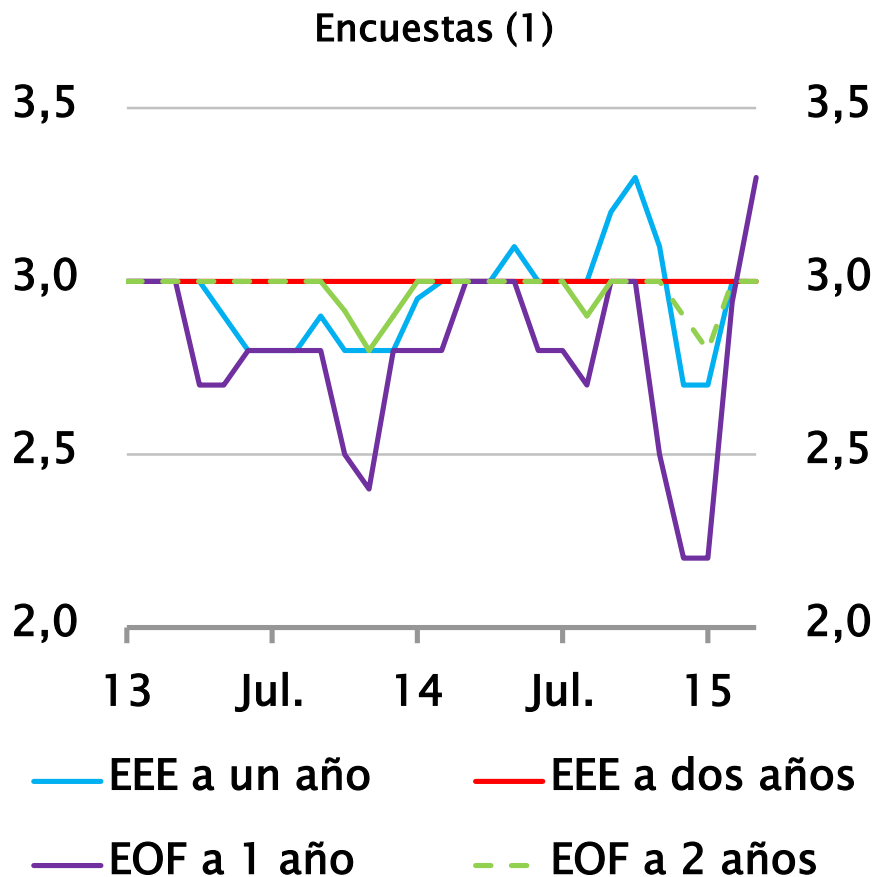
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



Las expectativas de inflación de mercado a corto plazo se han ajustado al alza, luego de una importante caída ante la disminución del precio del petróleo. Para fines de 2015 se han corregido hacia cifras algo por sobre 3%, al igual que para un año. A dos años se mantienen en 3%.

Expectativas de inflación (variación anual, porcentaje)

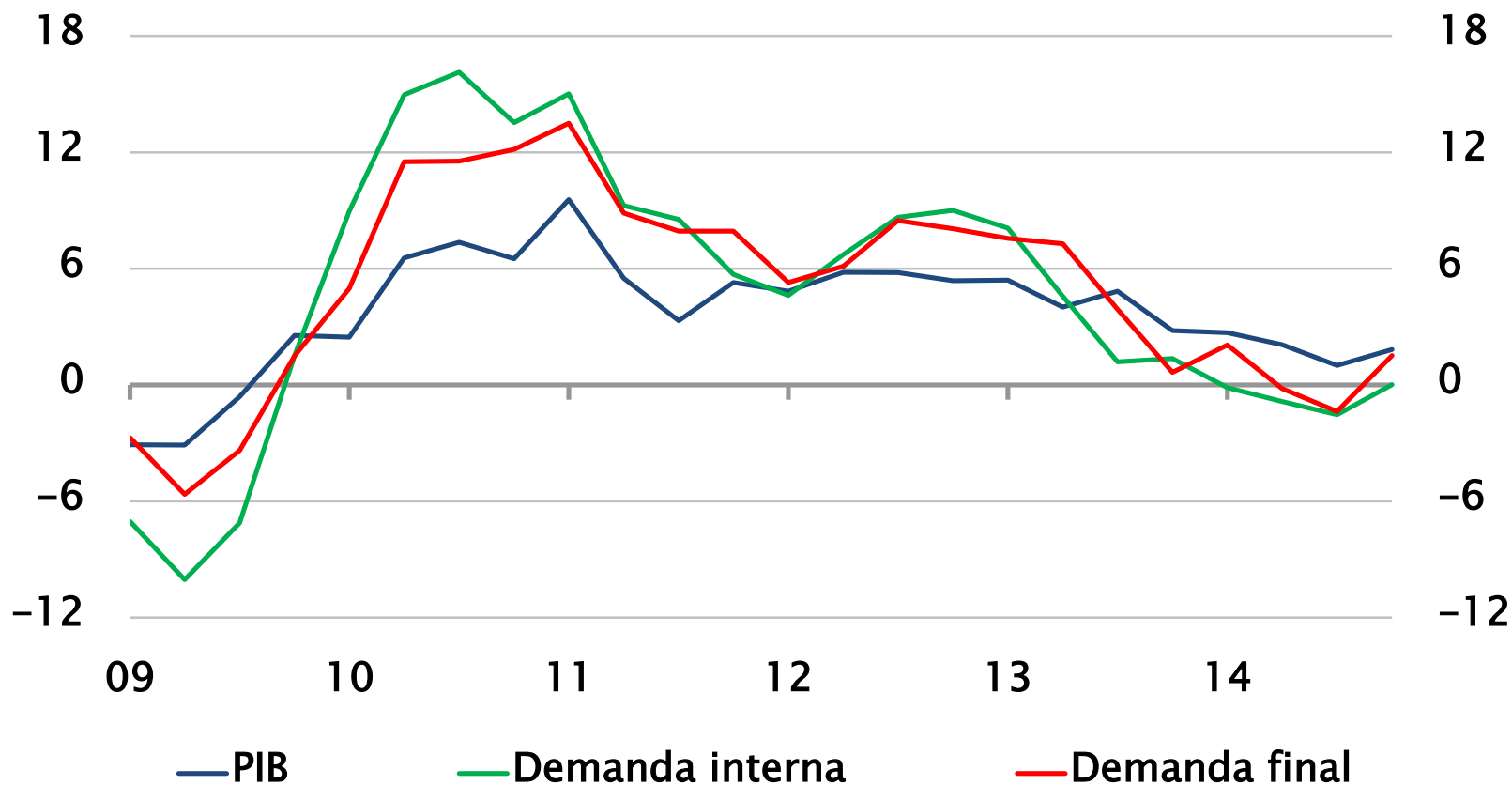


(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, a excepción de marzo del 2015 que se considera la segunda. (2) Considera datos al 30 de marzo del 2015. (3) Considera datos al 11 de diciembre del 2014. Fuentes: Banco Central de Chile y Tradition Chile Agentes de Valores Limitada.



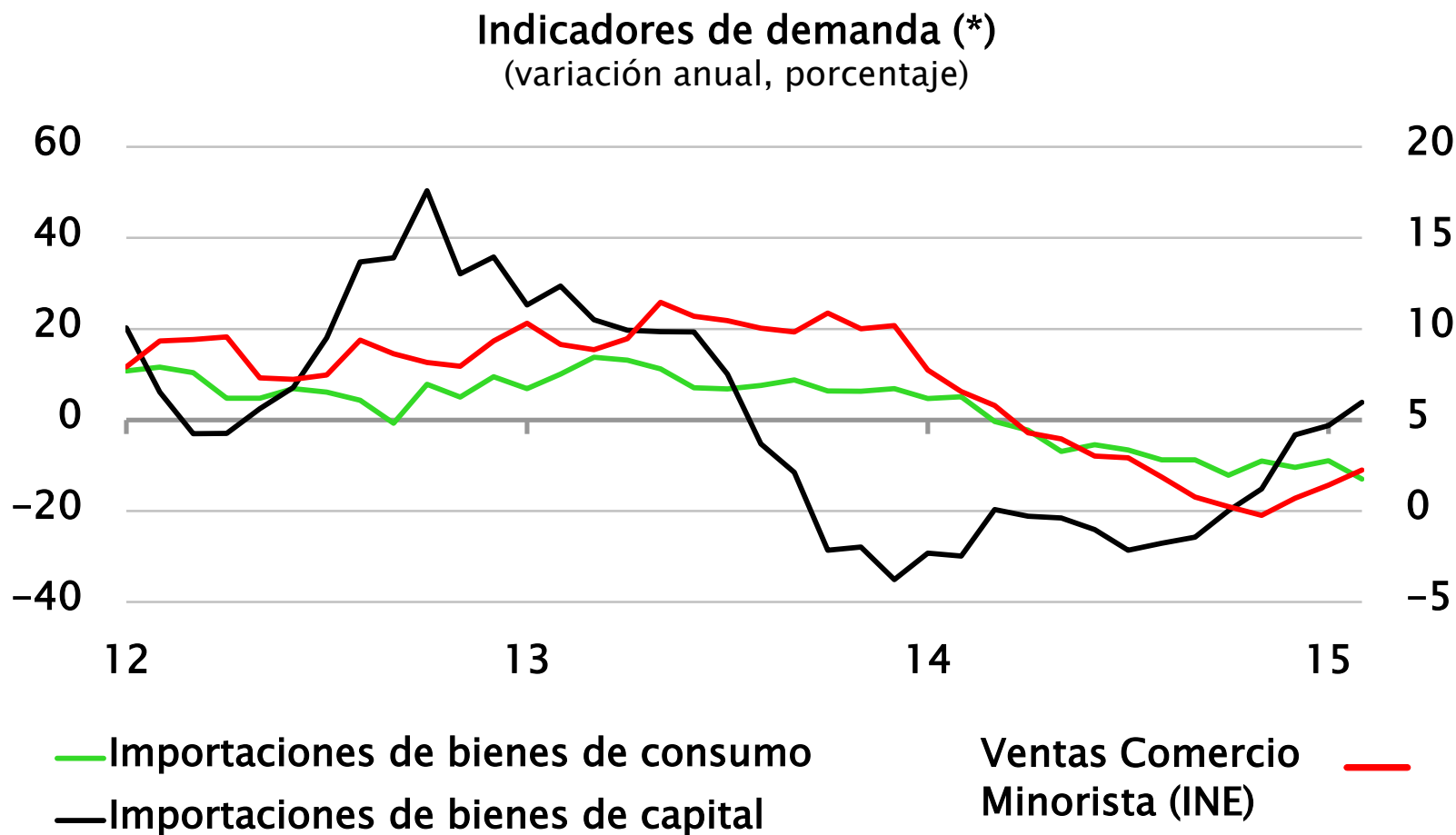
El PIB creció 1,8% el cuarto trimestre del 2014, por sobre los trimestres anteriores, y 1,9% en el año. La demanda interna, sigue con un desempeño débil, aunque dejó de caer el cuarto trimestre del 2014, se contrajo 0,6% en el año.

PIB y demanda
(variación anual, porcentaje)



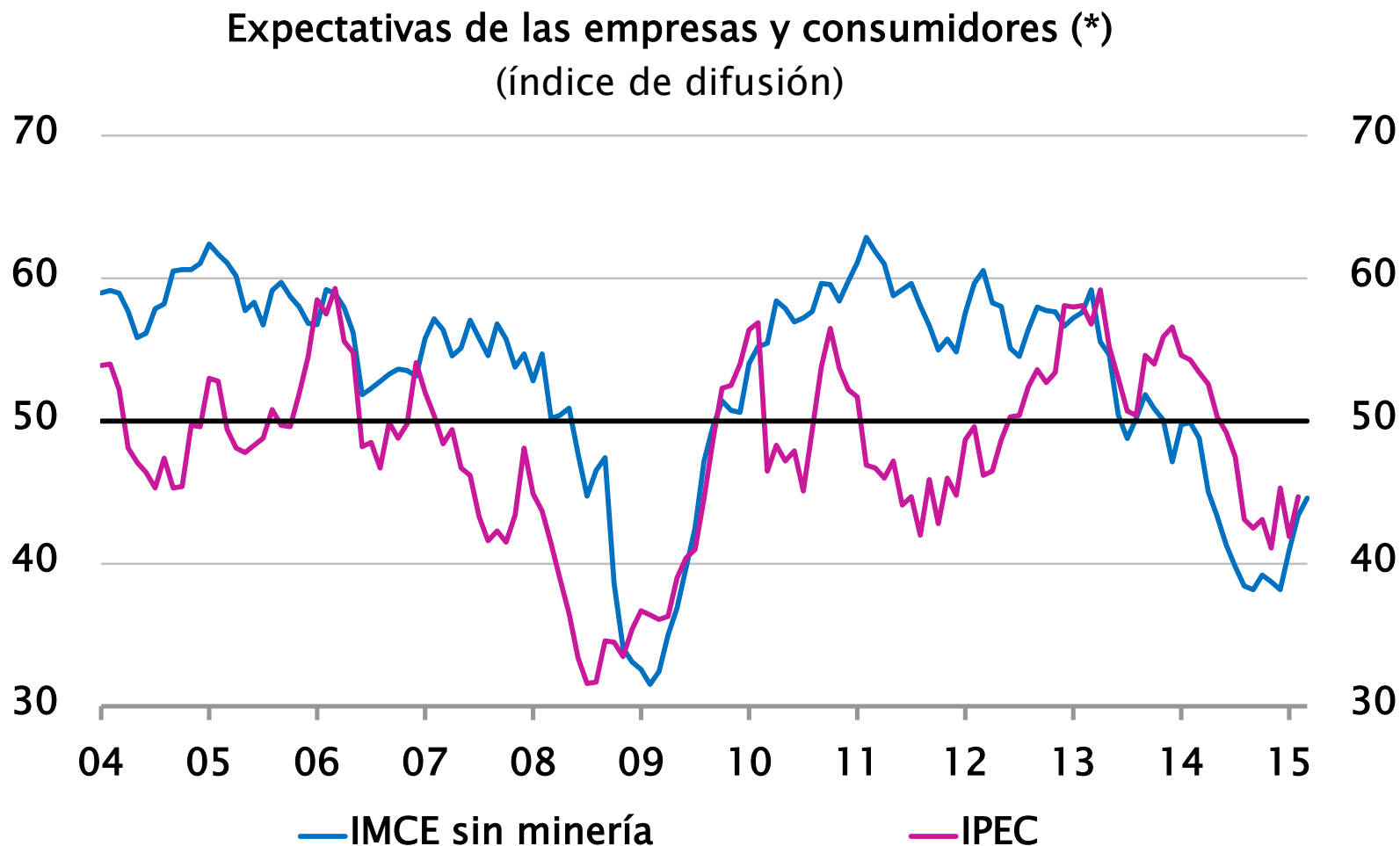


Datos parciales de consumo e inversión no dan señales de una evidente recuperación.





Las expectativas de empresas y hogares siguen en niveles pesimistas, aunque han repuntado en el margen.



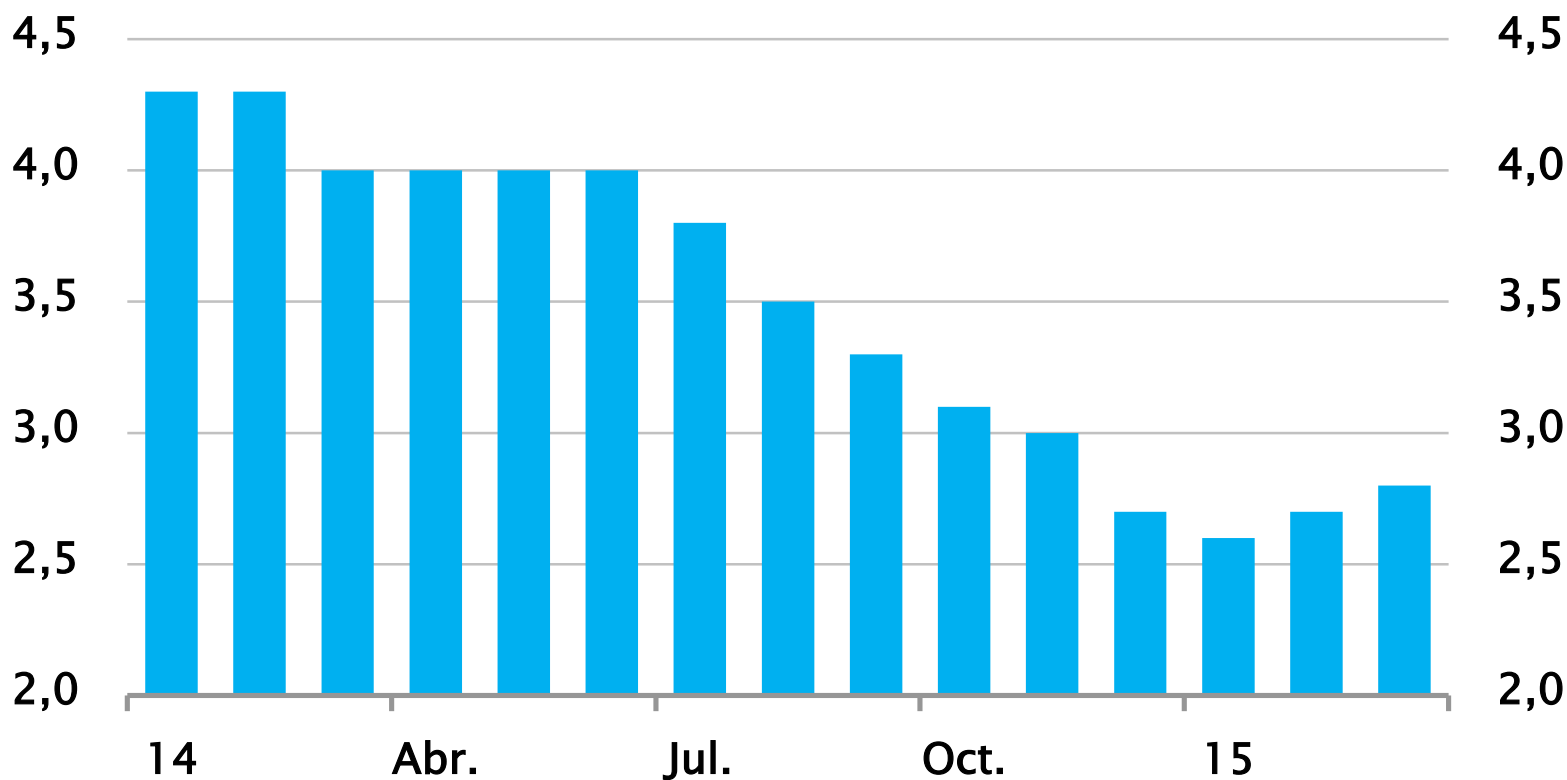
(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



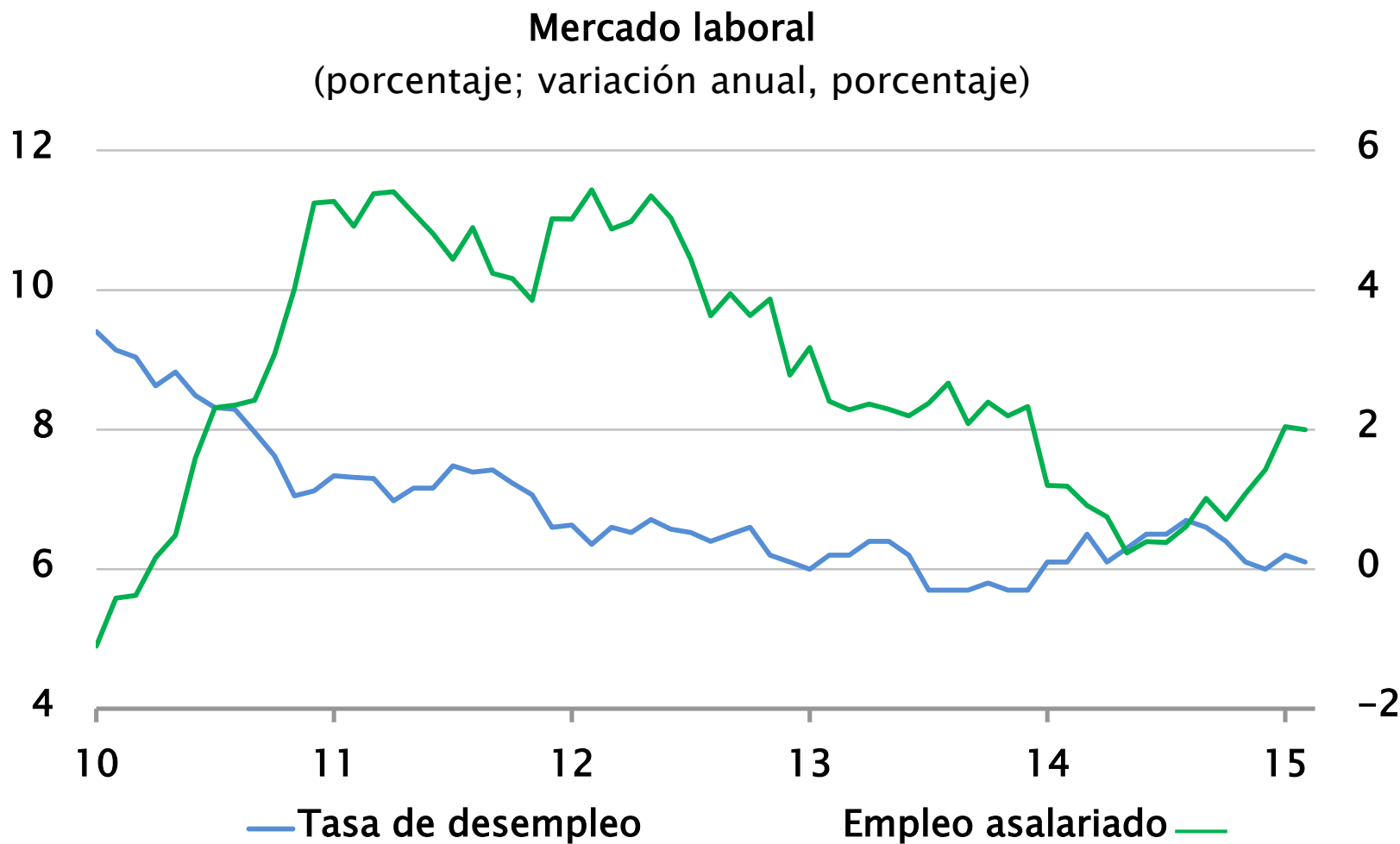
Con todo, las expectativas de mercado acerca del crecimiento del PIB durante este año han tenido una leve mejoría en los últimos meses.

Encuesta de Expectativas Económicas: PIB 2015 (variación anual, porcentaje)





El mercado laboral sigue mostrando una fortaleza mayor que la prevista. La tasa de desempleo, aunque con un aumento en el margen, continúa en niveles bajos y el empleo asalariado ha vuelto a crecer. El crecimiento de los salarios nominales sigue elevado, en parte por estar indexados a la inflación pasada.

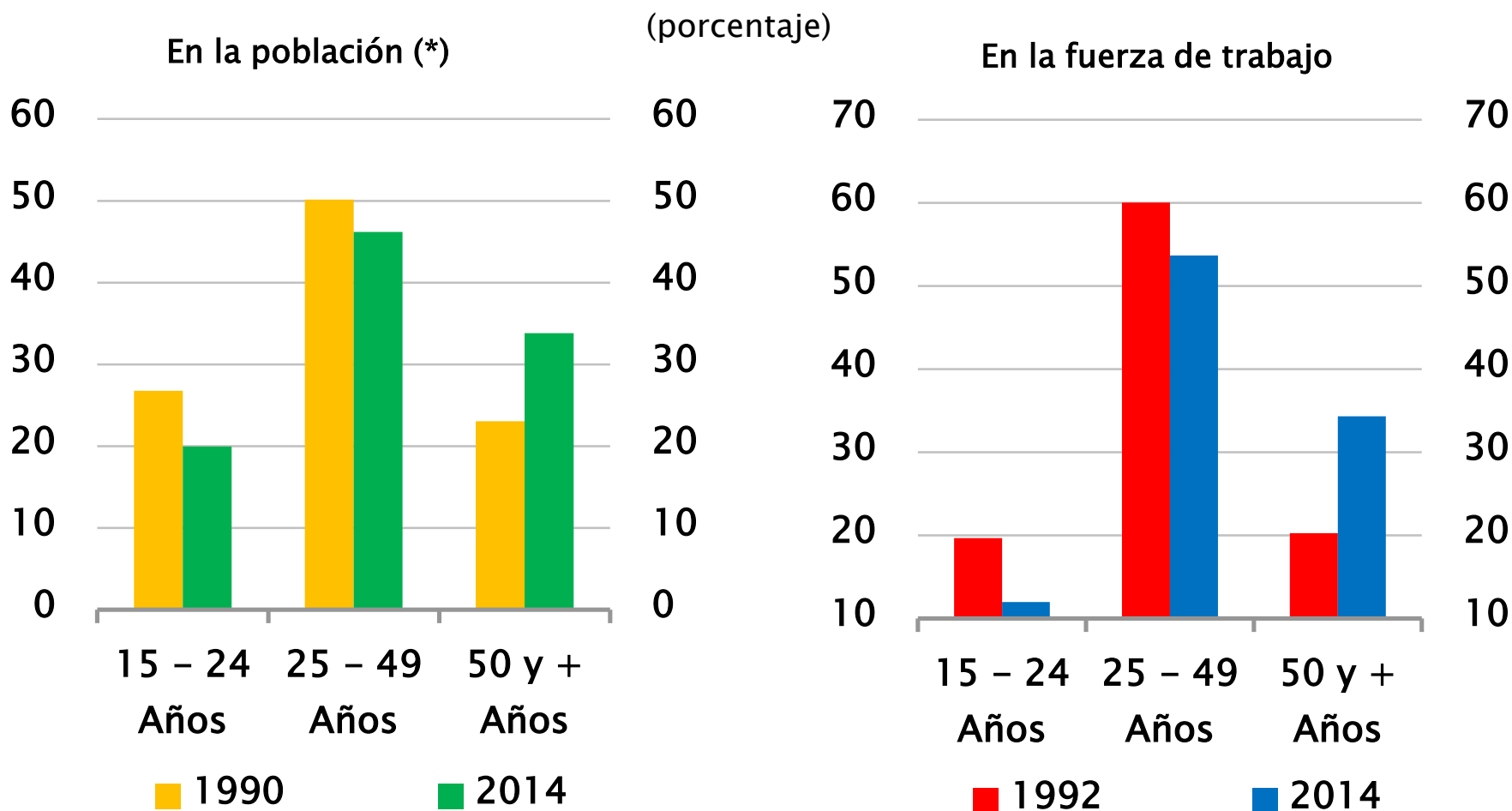


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



Si bien esto parece discordante con el estado del ciclo económico, hay algunos factores de tipo estructural que podrían explicar tasas de desempleo menores que los promedios históricos, como los cambios en la composición demográfica de la fuerza laboral.

Participación por tramo de edad

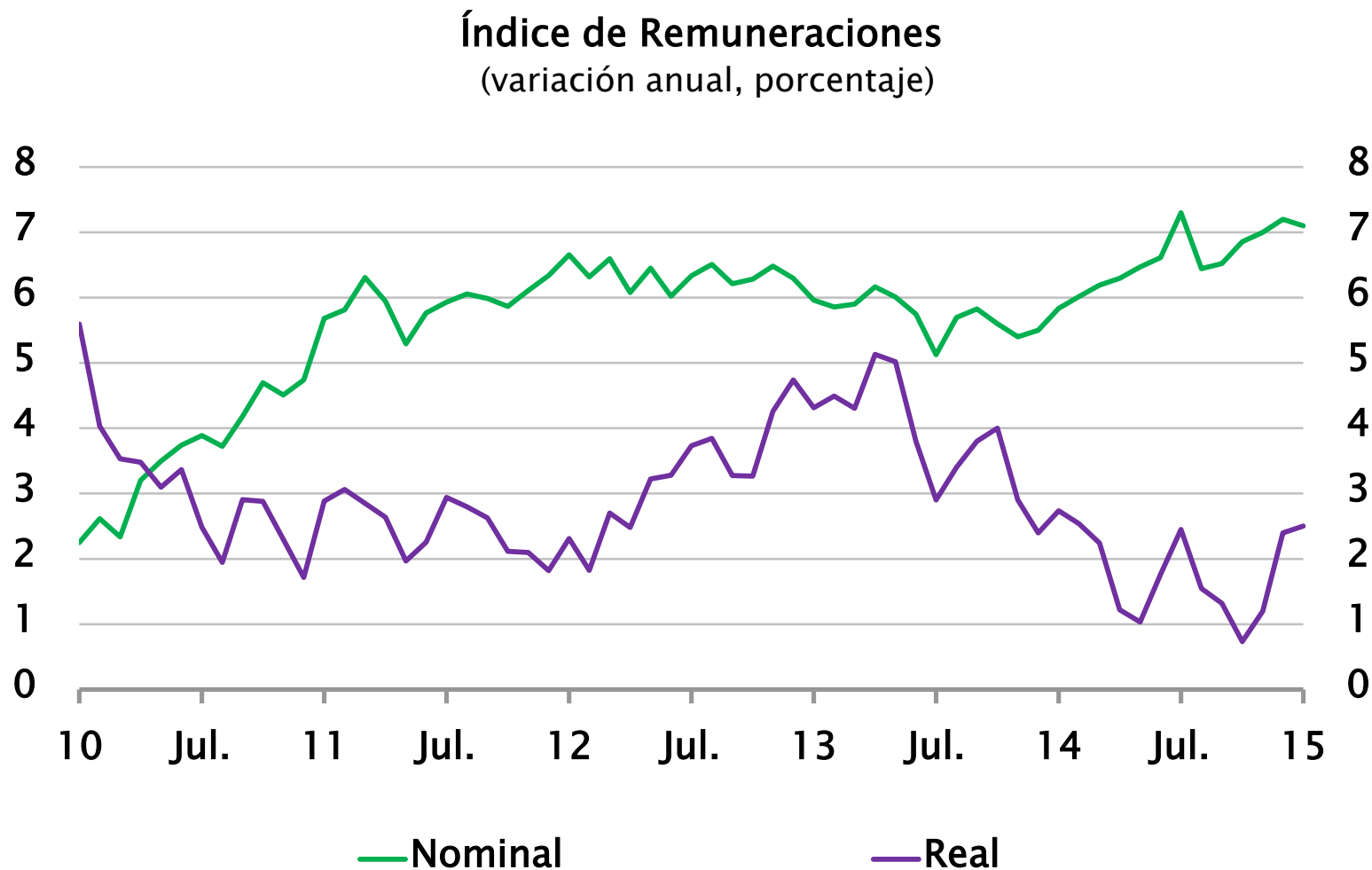


(*) Se calcula en base a la población mayor de 15 años.

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

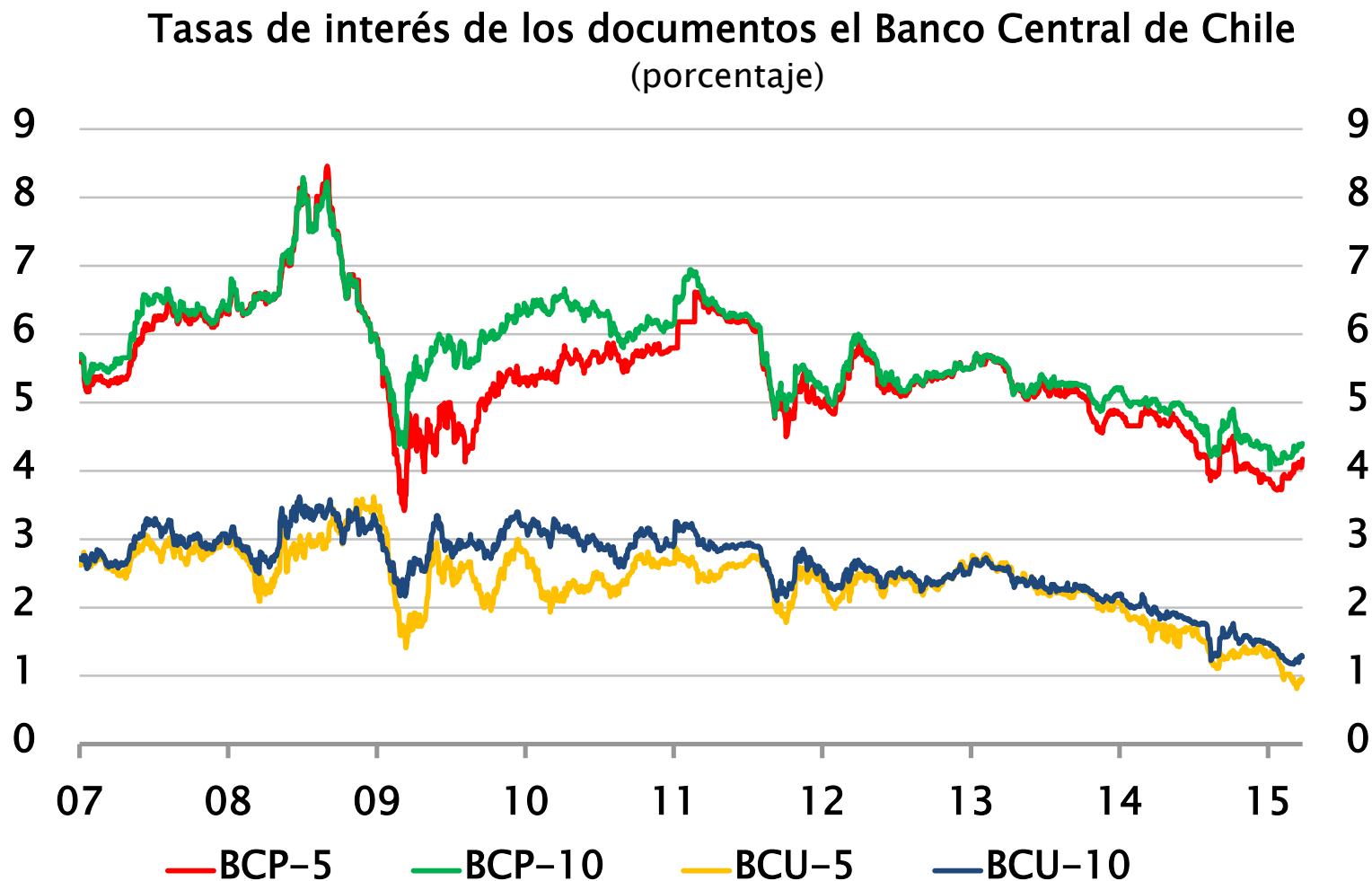


El crecimiento de los salarios nominales sigue elevado, en parte por estar indexados a la inflación pasada.





Las tasas de largo plazo se mantienen en niveles bajos desde una perspectiva histórica, respondiendo al significativo impulso monetario.





Perspectivas



El escenario base considera que el crecimiento de los socios comerciales para el bienio 2015–2016 será mayor que el de años previos. Los términos de intercambio mejorarán, de la mano de una caída del precio del petróleo, cuyo impacto supera el del ajuste a la baja en el precio del cobre.

Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (e)		2015 (f)		2016 (f)	
		IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)					
PIB socios comerciales	3,5	3,2	3,3	3,5	3,4	3,9	3,8
PIB mundial a PPC	3,1	3,2	3,3	3,5	3,5	3,9	3,8
Estados Unidos	2,2	2,3	2,4	3,0	3,0	3,1	3,0
Eurozona	-0,4	0,8	0,9	1,0	1,5	1,5	1,9
Japón	1,6	0,3	0,0	1,3	1,1	1,4	1,5
China	7,7	7,4	7,4	7,1	7,0	6,9	6,7
India	5,0	5,6	7,0	6,3	7,2	6,5	7,3
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	3,6	3,6	4,3	4,2	4,8	4,6
América Latina (excl. Chile)	2,3	1,1	0,7	1,9	0,8	3,0	2,1
		(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	311	311	295	275	285	285
Precios del petróleo (prom. Brent y WTI) (US\$/barril)	103	96	96	67	55	71	62
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-3,0	-1,1	-1,4	1,7	1,4	-2,1	-0,2

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional, oficinas de estadísticas de cada país y Bloomberg.



En el escenario base el crecimiento del PIB en 2015 será superior al de 2014 y se situará entre 2,5 y 3,5%, sin cambios respecto de lo considerado en diciembre.

Escenario interno (variación anual, porcentaje)

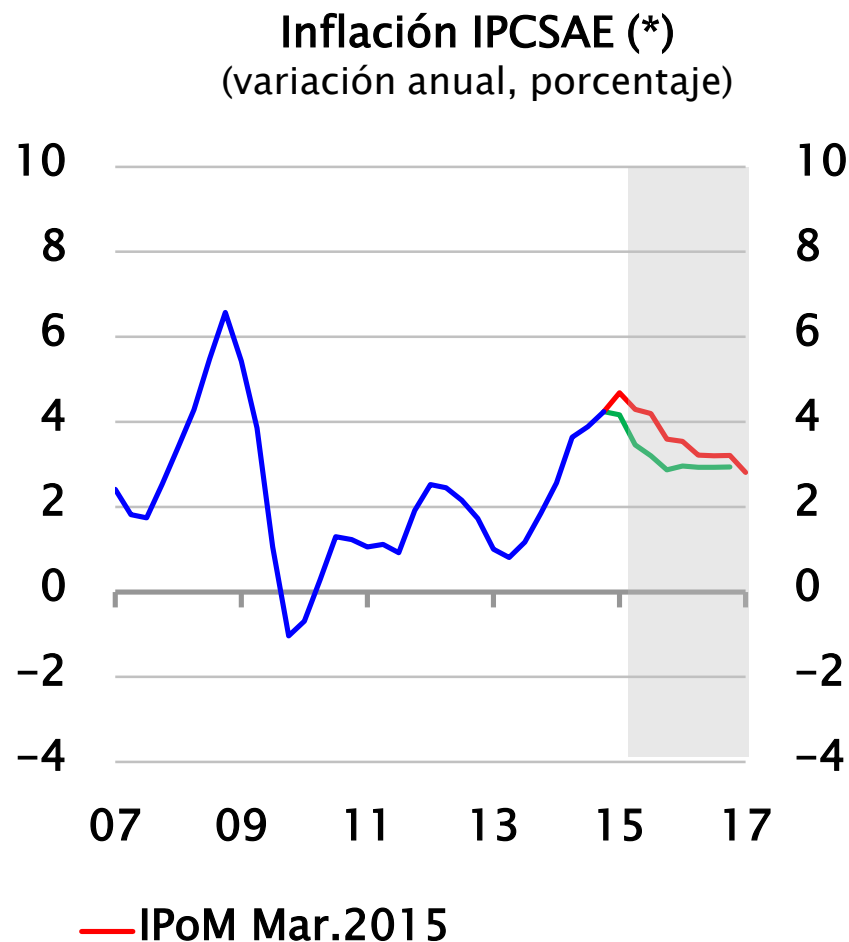
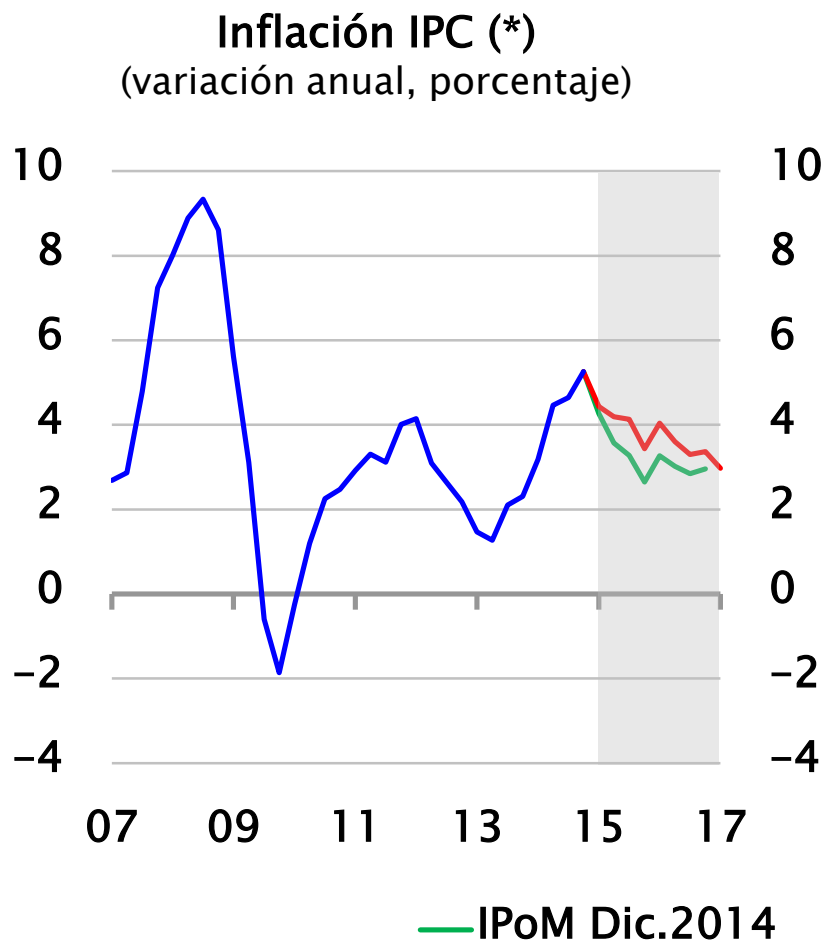
	2013	2014 (e) IPoM Dic.14	IPoM Mar.15	2015 (f) IPoM Dic.14	IPoM Mar.15
PIB	4,2	1,7	1,9	2,5-3,5	2,5-3,5
Demanda interna	3,7	-0,7	-0,6	3,0	2,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,4	0,5	2,6	2,2
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,2	-6,1	1,9	1,2
Consumo total	5,5	2,4	2,5	2,8	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	1,4	0,7	4,0	3,4
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-5,9	-7,0	3,7	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,6	-1,2	-1,1	-0,3
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	19,7	20,3	20,8	21,5
IPC diciembre	3,0	4,8	4,6	2,8	3,6
IPCSAE diciembre	2,1	4,3	4,3	2,8	3,4

(e) Estimación. (f) Proyección.

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



En el escenario base el crecimiento del IPC se mantendrá por sobre 4% anual por algunos meses más, acercándose a 3% en el curso de 2016.

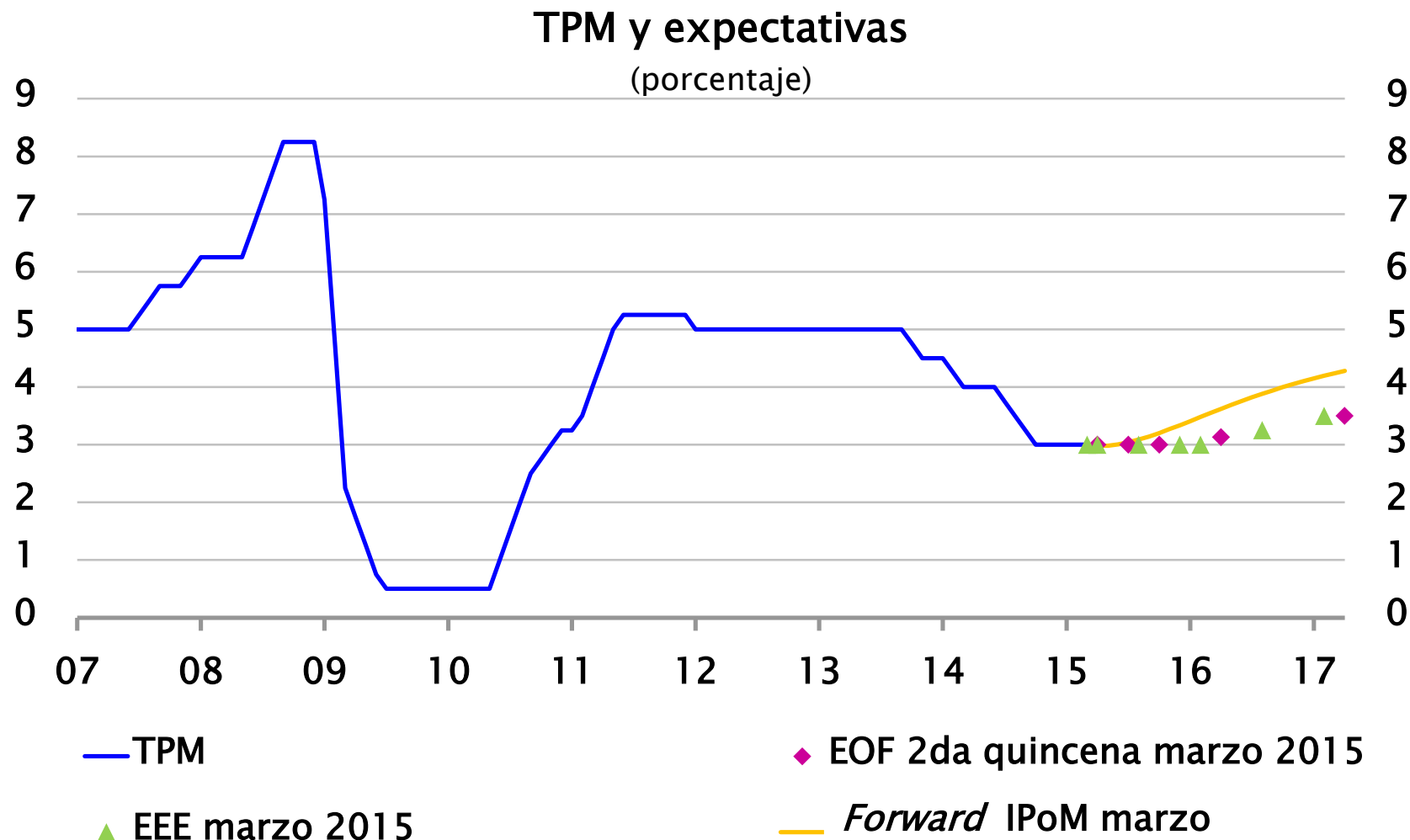


(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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



En los últimos meses, las expectativas de mercado para TPM se ajustaron al alza y eliminaron los recortes previstos. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre lo implícito en las encuestas.





Balance de riesgos: equilibrado para la inflación y sesgado a la baja para actividad

- **Riesgos externos:**

- Sorpresas relevantes sobre el momento o la velocidad con que la Reserva Federal aumentará su tasa de referencia.
- El escenario macroeconómico de algunas economías emergentes, especialmente en América Latina, podrían verse mas afectado si se prolongan los bajos precios de las materias primas.
- El efecto positivo del menor precio del petróleo sea mayor que lo previsto sobre la economía global y/o que permanezca en niveles bajos por más tiempo.
- Menor crecimiento en China y sus implicancias en el precio del cobre.
- Conflictos geopolíticos en Medio Oriente y parte de Europa.
- Mejor desempeño de la Eurozona.

- **Riesgos internos:**

- Evolución de la inflación, en particular por la sostenida depreciación cambiaria y su efecto acumulado en los costos, en un contexto de márgenes que parecen más acotados.
- Expectativas privadas que no mejoren lo suficiente para estimular un mayor gasto, especialmente en la inversión.



Comentarios finales

- La economía chilena ha respondido a los grandes cambios en el entorno local y externo, realizando un importante ajuste de manera rápida y profunda.
- Un rol fundamental ha tenido el marco de políticas económicas de nuestro país: un sector bancario sólido y bien regulado; Una política fiscal basada en una regla; Un sistema de libre flotación cambiaria.
- El Banco Central, ha colaborado con la suavización del ciclo, recortando agresivamente la TPM en 200 puntos base, ayudando, así, a que las tasas de mediano y largo plazo se sitúen en mínimos históricos o cercanos a ellos.
- En este contexto, el crecimiento del producto ha tendido a estabilizarse en torno a 2,5% anual, un nivel bajo, pero que de acuerdo con nuestro escenario base debería incrementarse gradualmente durante el año.
- Sin embargo, la inflación ha sido mayor que la prevista y en el escenario base de este IPoM se mantendrá por sobre 4% por un tiempo más prolongado.
- Es por eso que el Consejo del Banco Central de Chile reitera el férreo compromiso por velar por la estabilidad de los precios, lo que supone introducir los cambios que sean necesarios a la política monetaria con tal de asegurar la convergencia de la inflación al nivel objetivo dentro del horizonte de proyección.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2015

Joaquín Vial
Consejero