



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2014



# Introducción

---

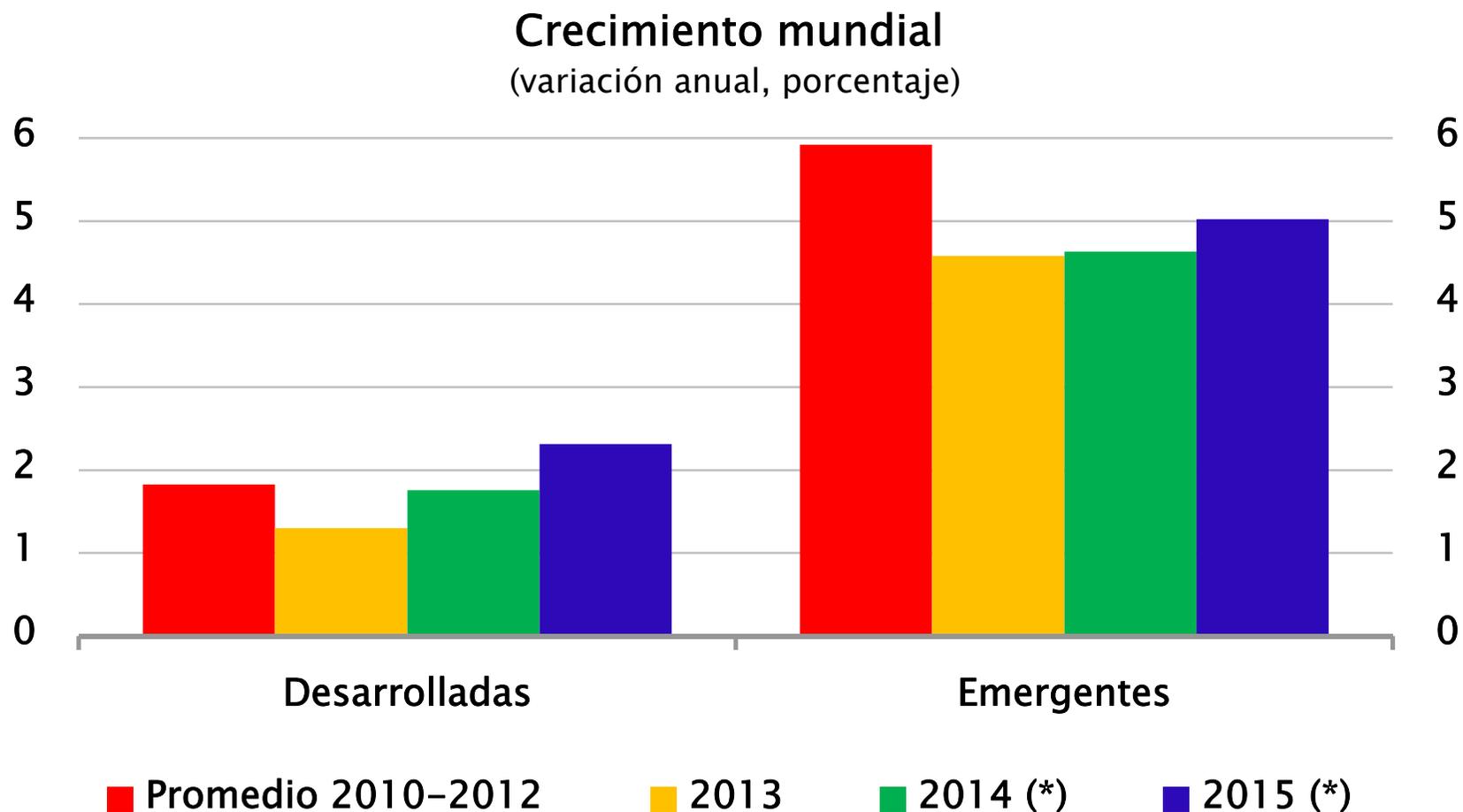
- La actividad y la demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo previsto hace unos meses.
- A la mayor caída de la inversión se sumó una desaceleración más marcada del consumo privado, lo que llevó a reducir la proyección de crecimiento para este año por debajo del rango anticipado en junio.
- La inflación anual, en cambio, ha ido en línea con lo esperado y sigue proyectándose que su alto nivel actual será transitorio. Las perspectivas a dos años plazo se han mantenido en torno a 3%.
- El escenario externo, si bien algo menos dinámico en términos de crecimiento, no es muy diferente del de junio, con cambios menores en los precios de las materias primas y condiciones financieras internacionales que siguen siendo favorables.
- El Consejo recortó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base (pb) desde junio, ubicándola en 3,5%, y ha seguido comunicando que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.



# Escenario internacional



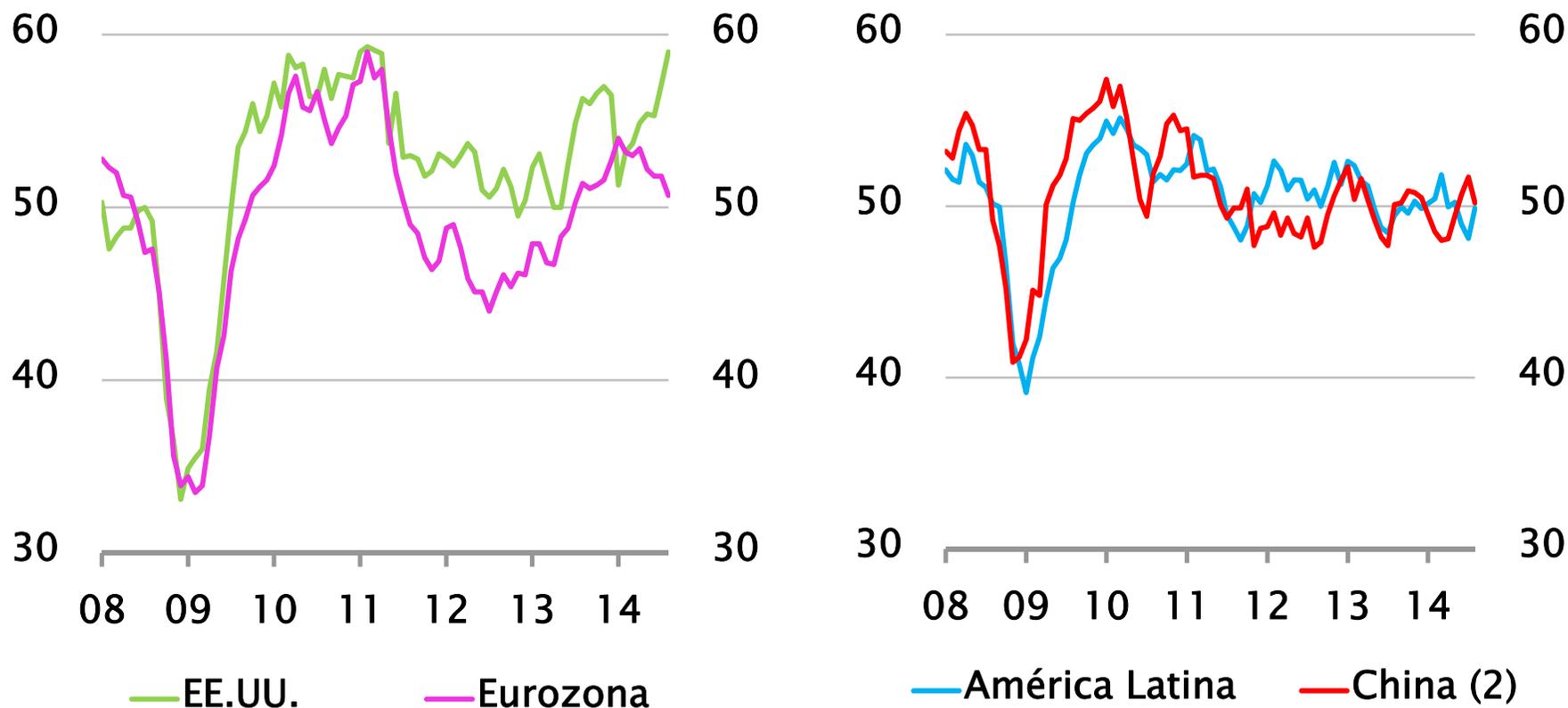
Las proyecciones de crecimiento mundial se han corregido a la baja para el 2014. Con todo, se siguen esperando tasas de crecimiento superiores en 2015 respecto de este año.





Los datos de EE.UU. confirman la recuperación de su economía. En la Eurozona las expectativas son de una recuperación más lenta. Destaca que el crecimiento de China se estabilizó. En América Latina, aunque existe heterogeneidad en su desempeño, las expectativas son de una mayor debilidad.

### PMI Manufacturero (1) (índice de difusión)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Índice estimado por HSBC.

Fuente: Bloomberg.



Las condiciones de financiamiento externo, más allá de vaivenes temporales, se han mantenido favorables desde una perspectiva histórica.

## Mercados financieros emergentes

(índice promedio 01/01/2012 - 03/09/2014 = 100)

### EMBI global



### Monedas emergentes (\*)



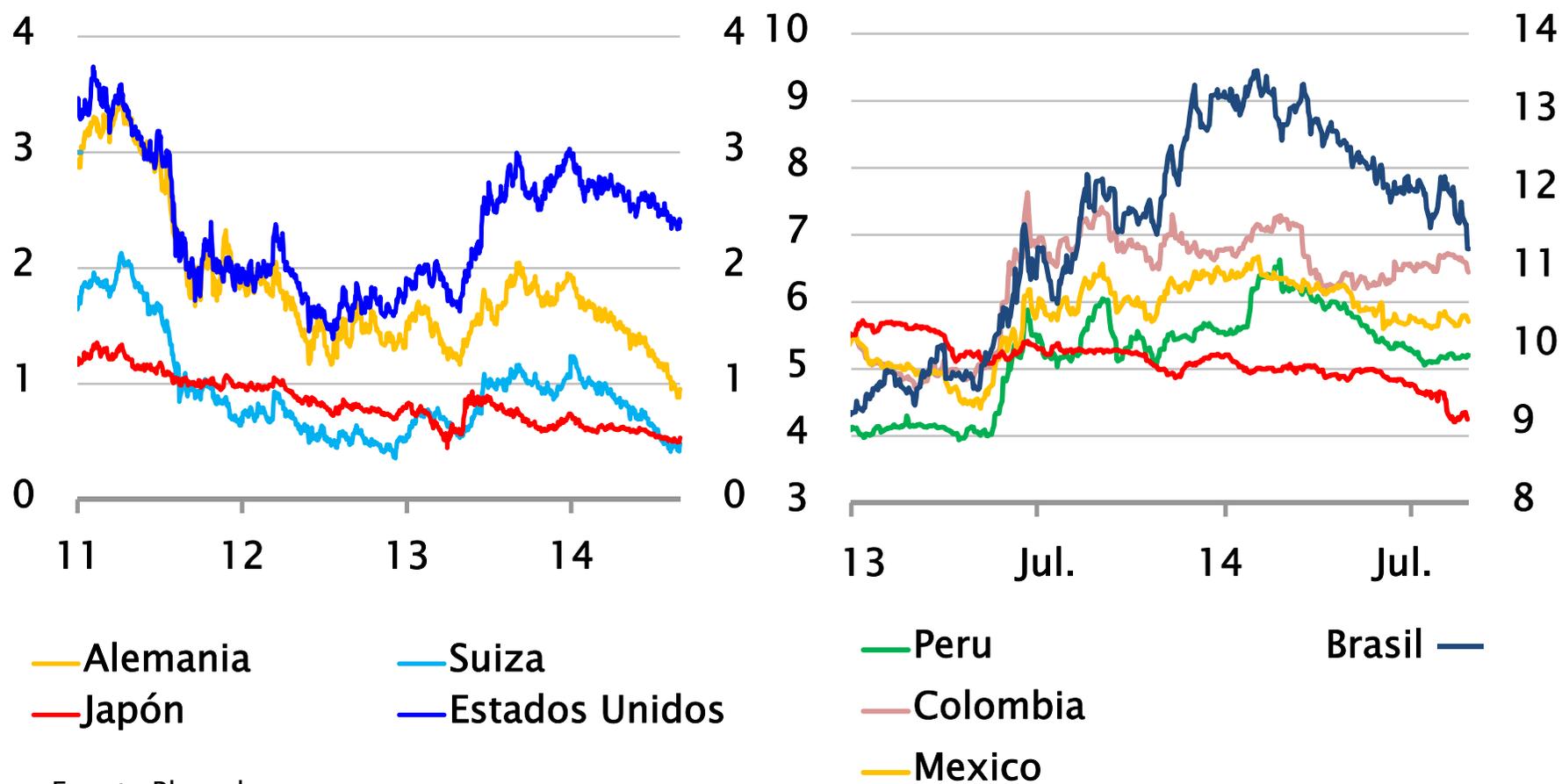
(\*) Aumento indica una depreciación respecto del dólar estadounidense. Índice construido en base a un promedio ponderado de Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO abril 2014.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



Resalta la caída de las tasas de interés de largo plazo, especialmente en las economías desarrolladas.

Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo  
(porcentaje)



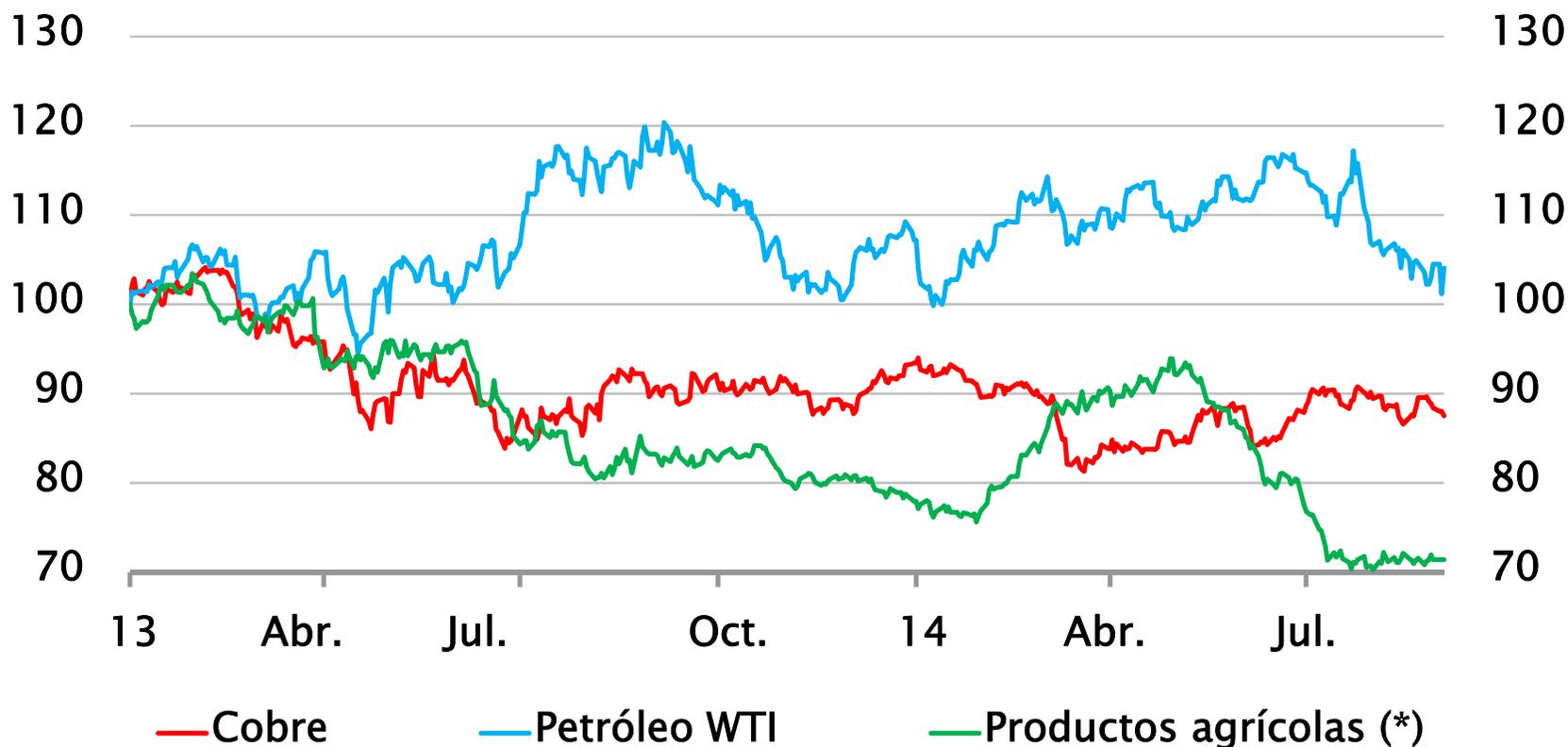
Fuente: Bloomberg.



En este contexto, los precios de las materias primas mostraron un comportamiento dispar en los últimos meses. Los precios del petróleo y productos agrícolas descendieron. El precio del cobre aumentó y se ubica en torno a US\$3,15 la libra.

### Precio de materias primas

(índice, 01/01/2013=100)



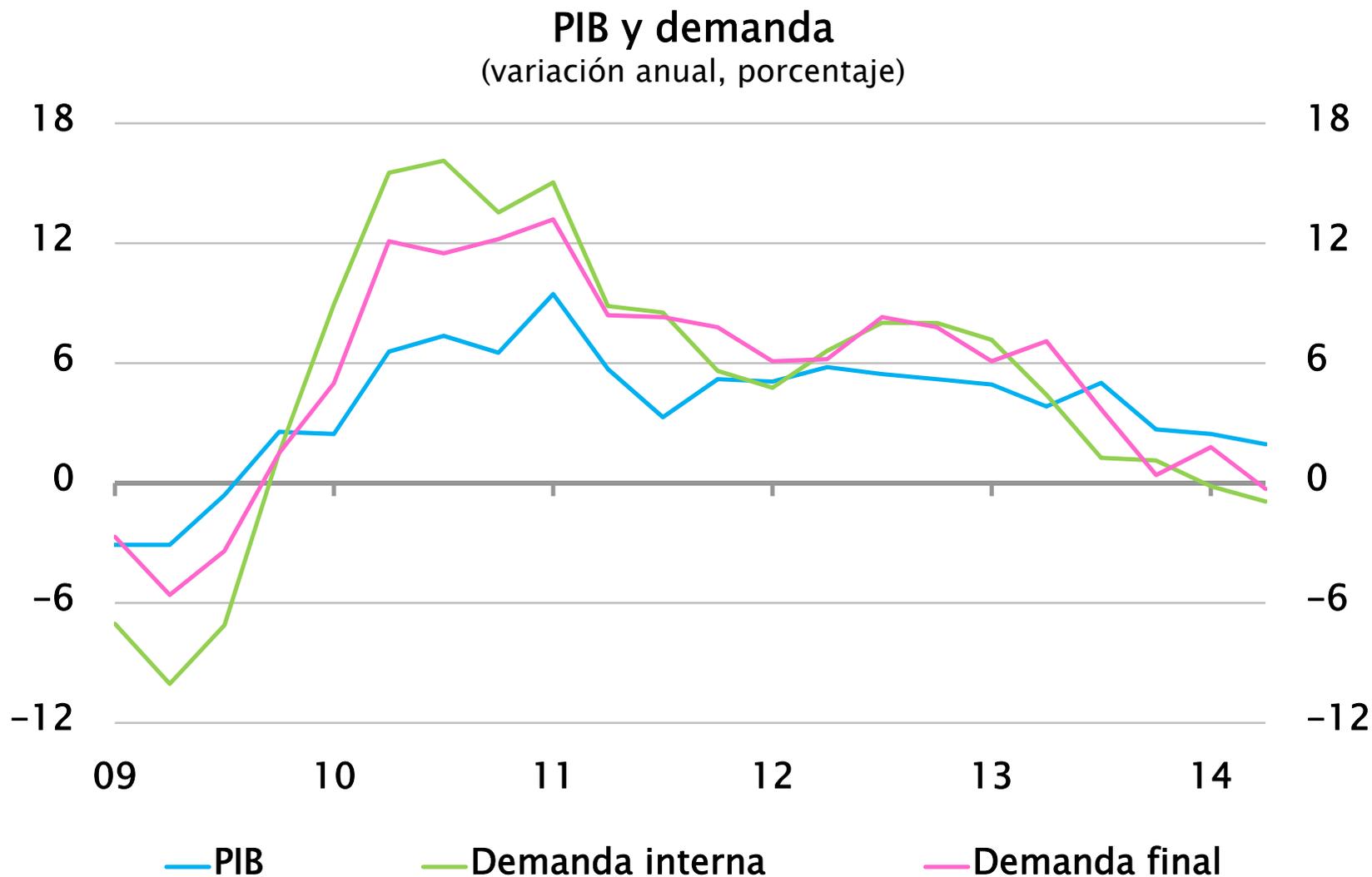
(\*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.



# Escenario interno

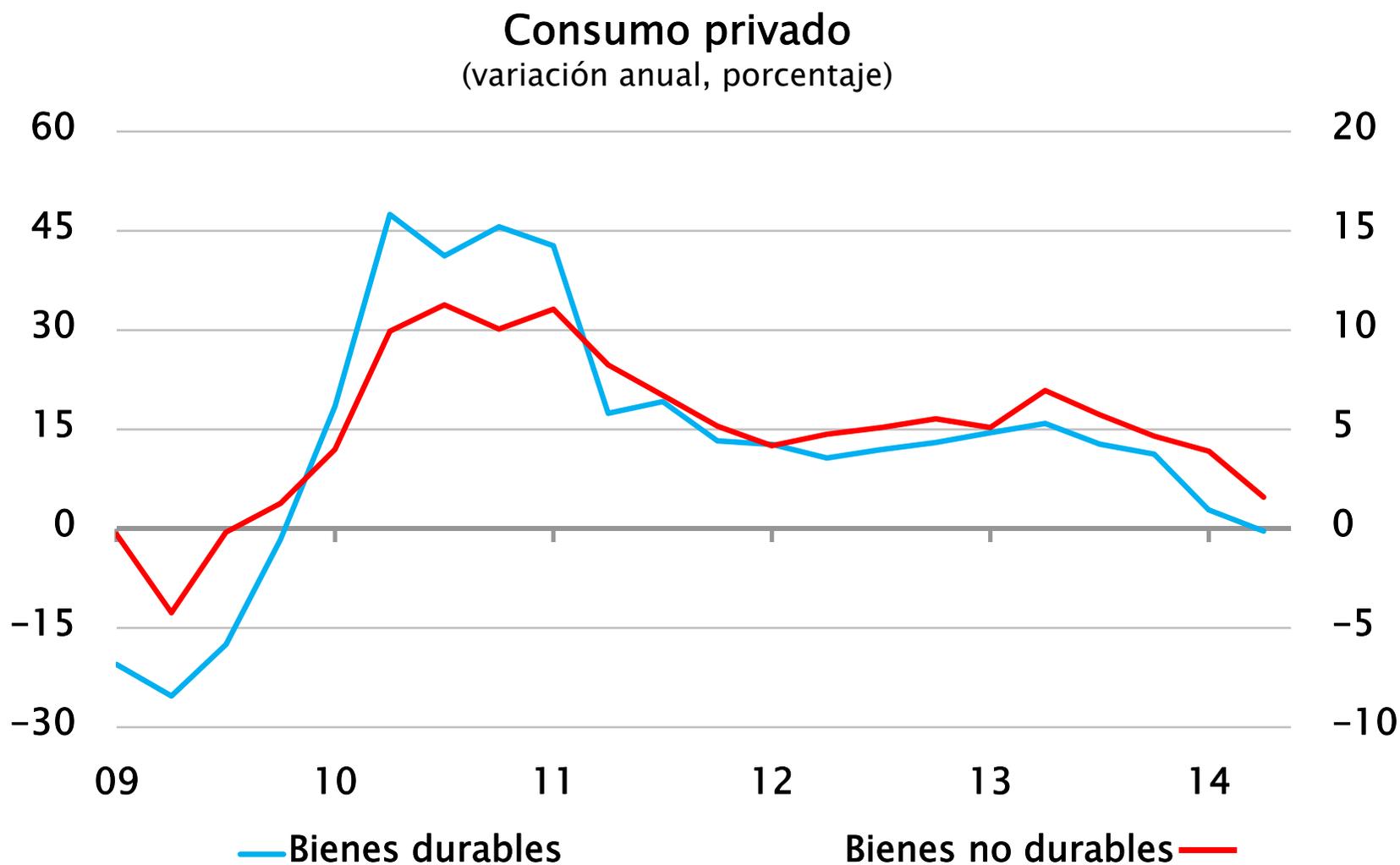


En el segundo trimestre, el PIB creció 1,9% y la demanda interna cayó 0,9 %. Resalta que el bajo desempeño del gasto se extendió a todos sus componentes.



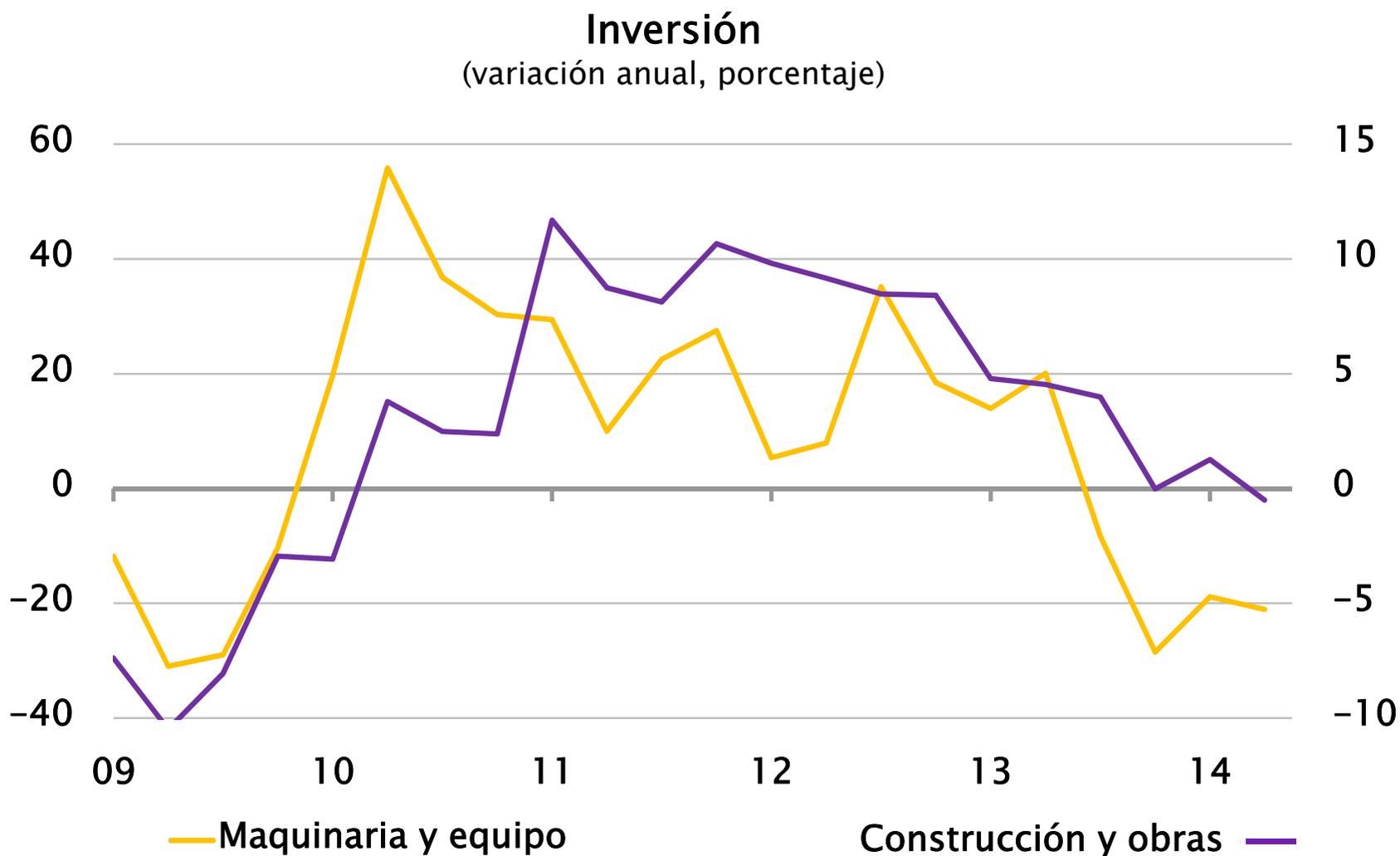


El menor crecimiento del consumo privado se explica principalmente por el débil desempeño del consumo de bienes durables. También llama la atención el rápido descenso del consumo de bienes no durables.



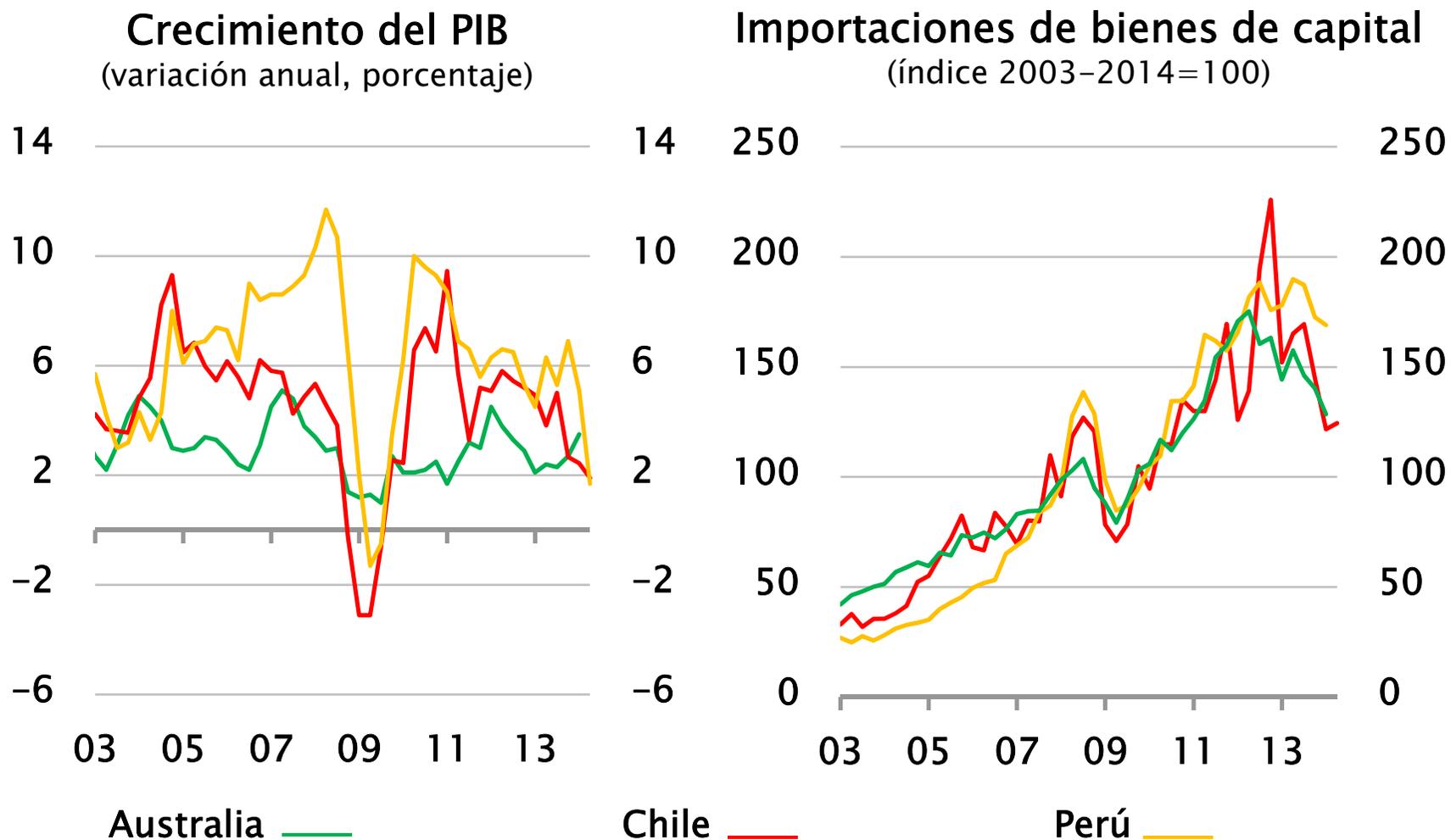


El segundo trimestre la inversión tuvo una contracción más intensa que el cuarto previo. Esta siguió siendo más marcada en el componente de maquinaria y equipos, aunque el componente de construcción y obras también se contrajo.





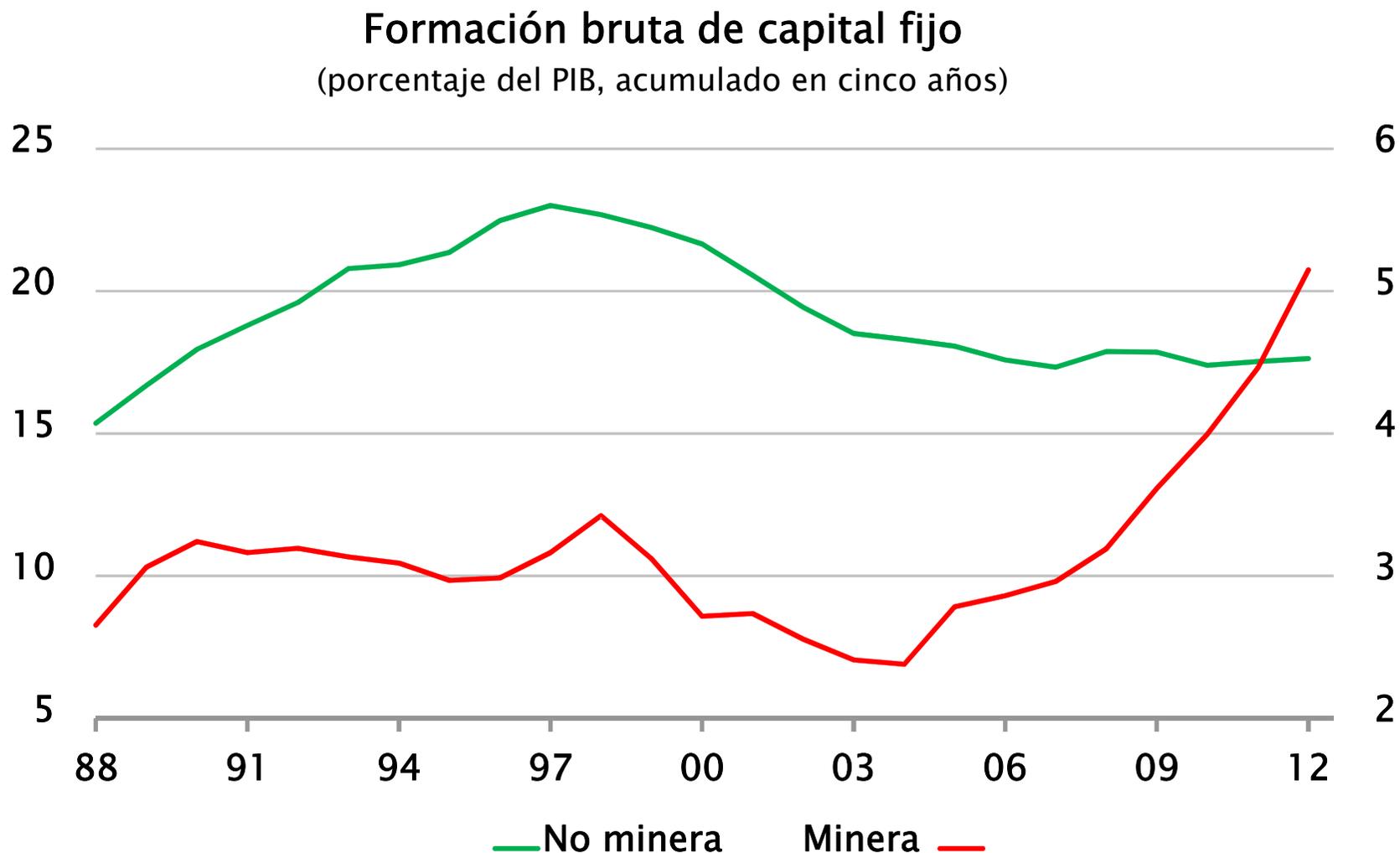
El fin del ciclo de inversión minera ha sido un factor importante en la menor inversión y demanda. Lo mismo se observa en otros países exportadores de cobre.



Fuentes: Banco Central de Chile, Banco Central de Reserva del Perú, Banco de la Reserva de Australia y Bloomberg.



El menor crecimiento de la inversión, es coherente con la ausencia proyectada de algunos factores que han empujado el aumento de capital en los últimos años.

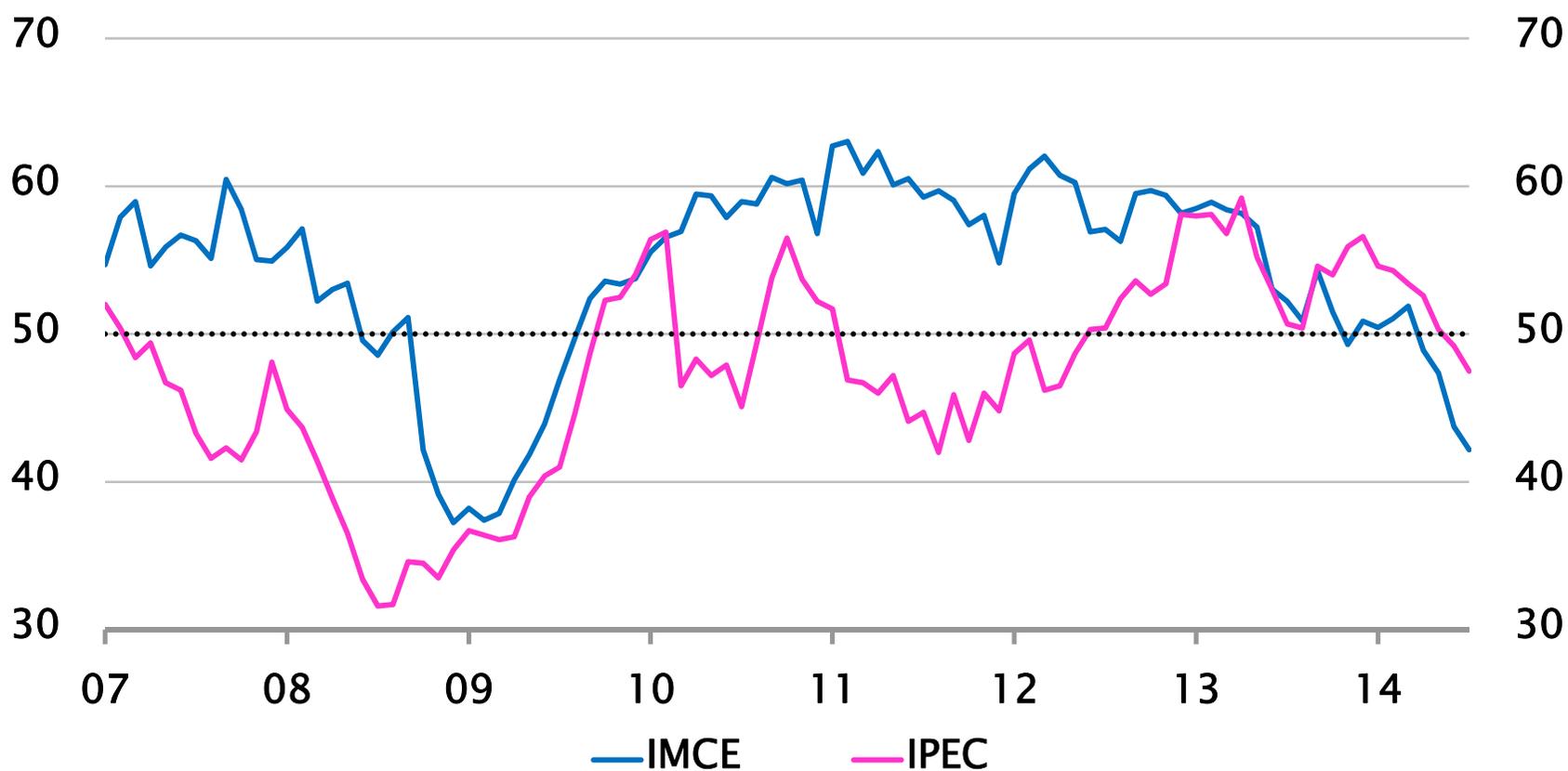




A ello se agrega el continuo deterioro de las expectativas empresariales y de los consumidores durante el 2014. A julio, se ubican en la zona pesimista.

## Expectativas de las empresas y consumidores (\*)

(serie original)

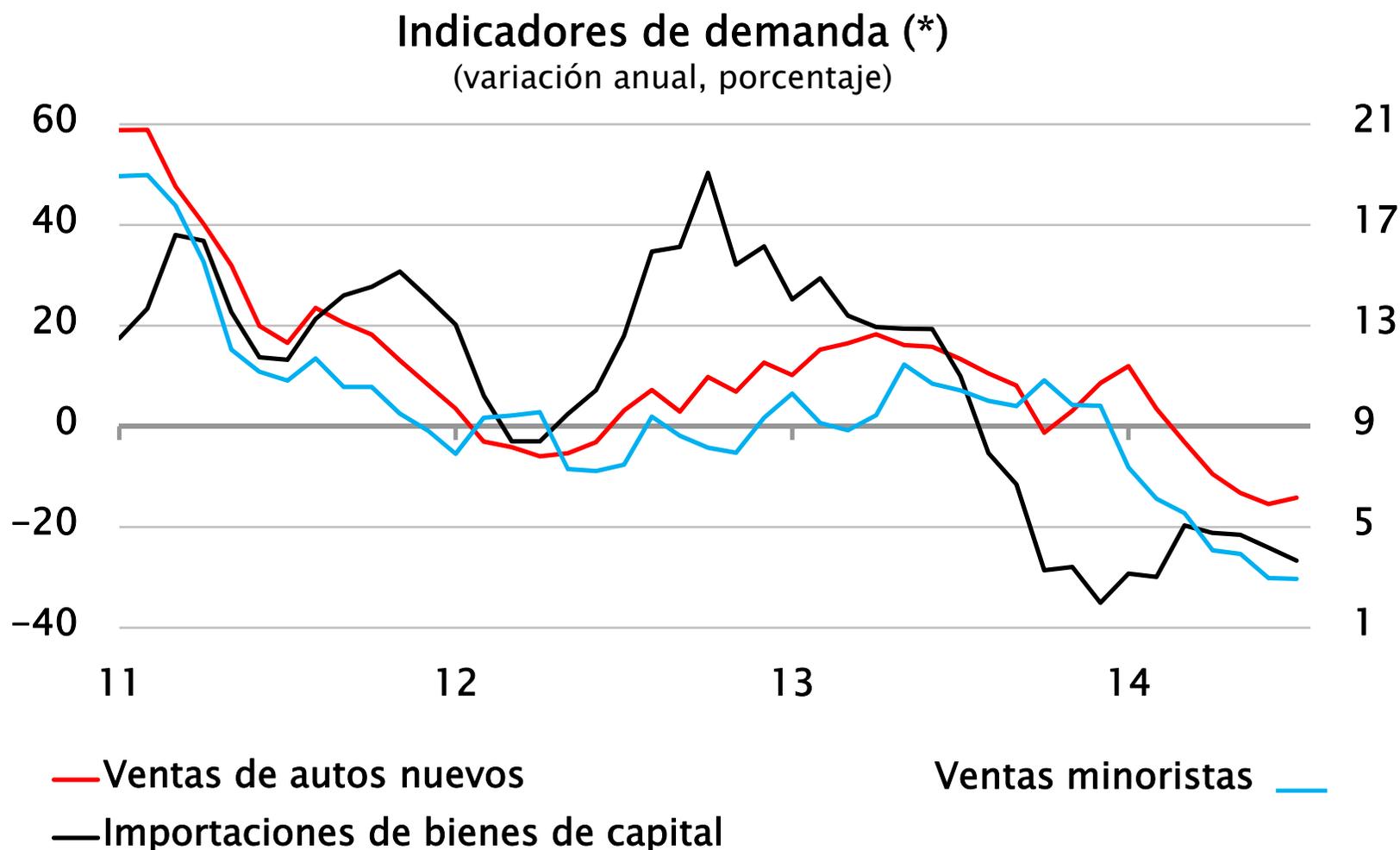


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



Indicadores parciales de comienzos del tercer trimestre, muestran que el desempeño de la inversión y consumo se mantienen débil.

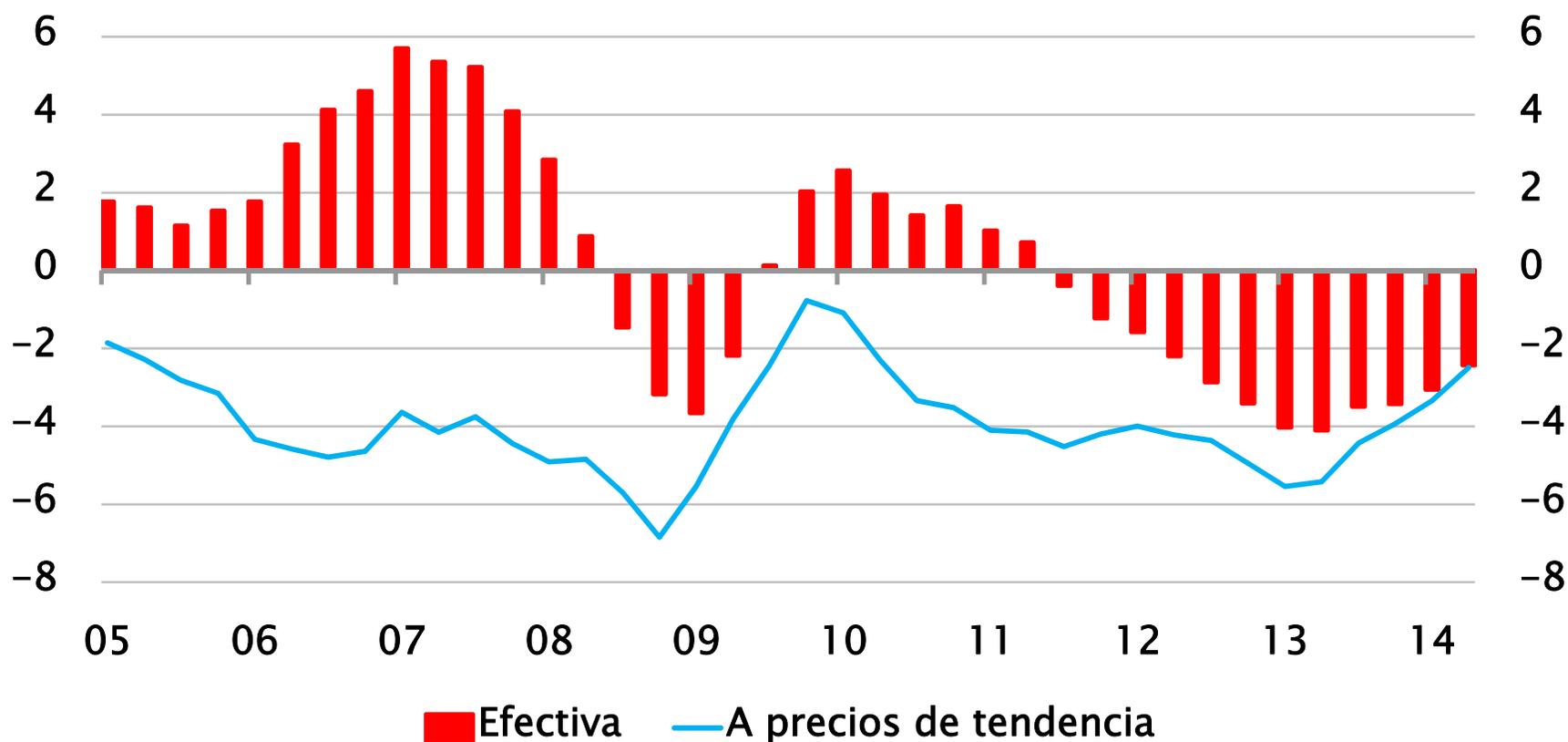


(\*) Promedio móvil trimestral.



La evolución del gasto interno se ha traducido en una reducción más acelerada del déficit de la cuenta corriente, que al cierre del segundo trimestre se situó en 2,4% del PIB.

### Cuenta corriente (\*) (porcentaje del PIB)



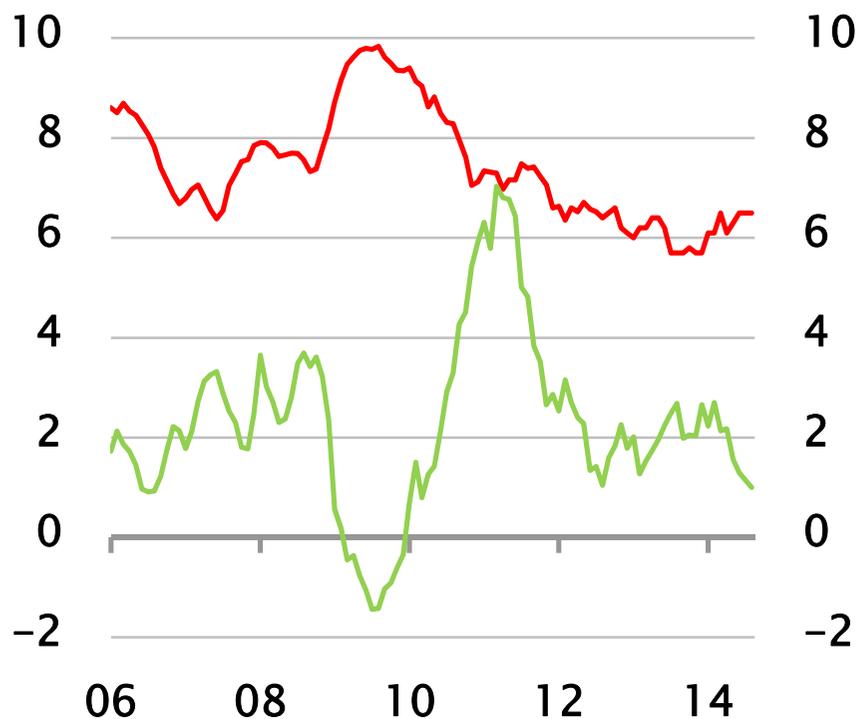
(\*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.



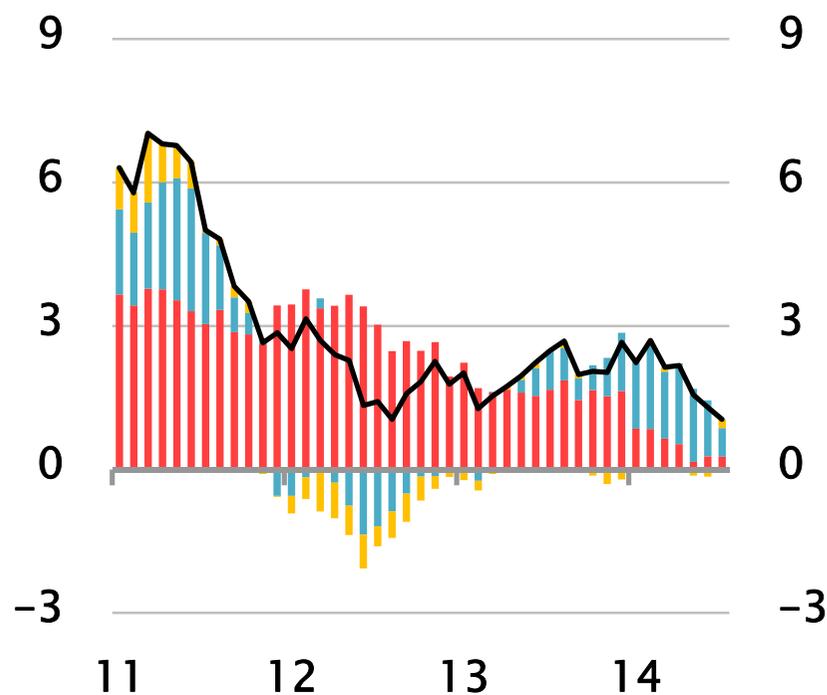
La tasa de desempleo ha aumentado en el margen, pero continúa en niveles históricamente bajos. El empleo total sigue creciendo en términos anuales, pero a una tasa menor, y con una composición en la que la parte asalariada se ha estacando desde hace unos meses.

**Mercado laboral (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



— Tasa de desempleo    — Empleo

**Empleo (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



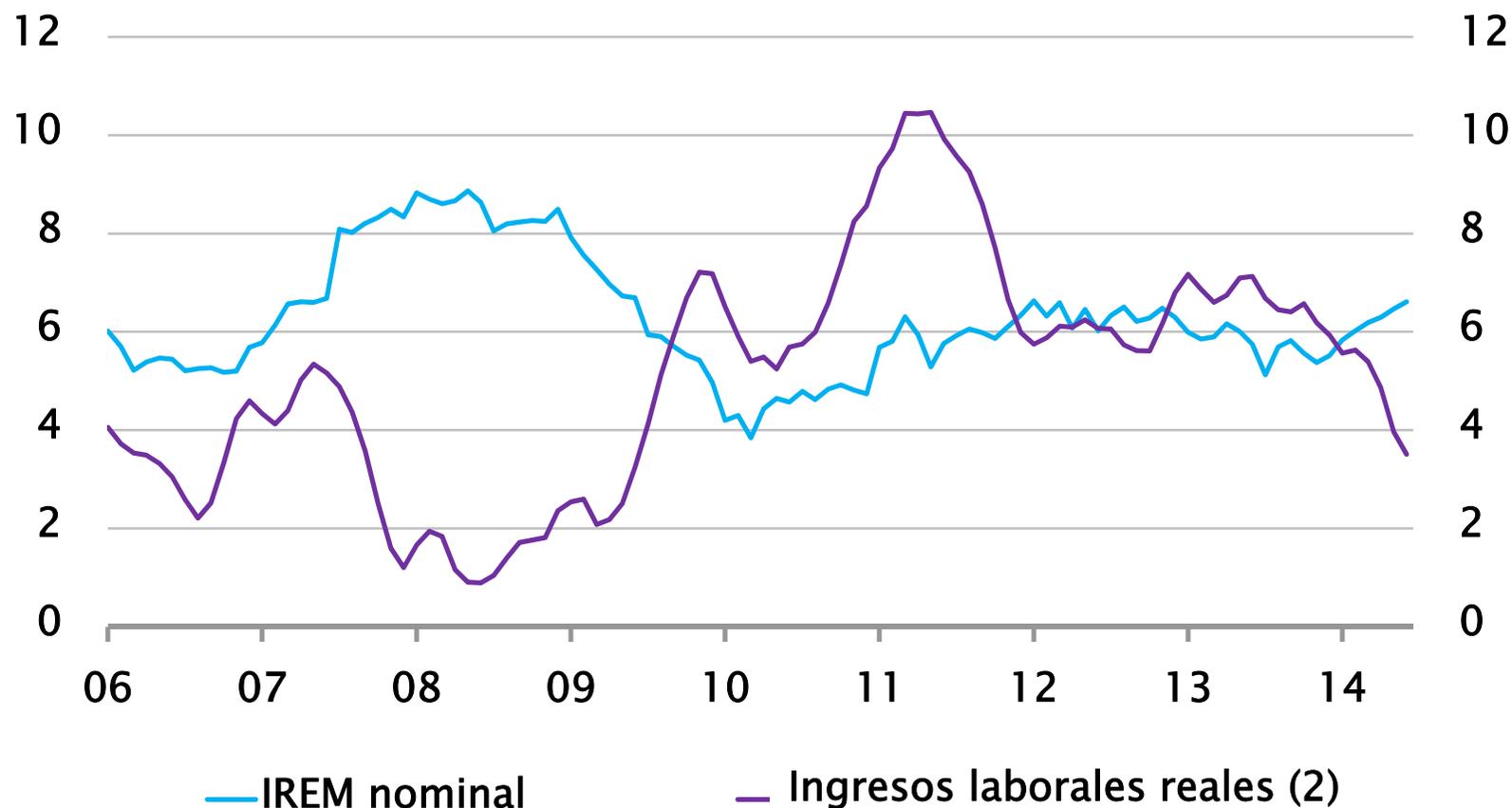
■ Asalariado    ■ Cuenta Propia  
■ Otros    — Empleo

(\*) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas.



El crecimiento de los salarios nominales sigue alto, aunque en términos reales ha descendido, de acuerdo con los mayores registros de inflación en los últimos meses. Esto último, junto con la menor expansión del empleo, ha repercutido en un menor crecimiento de los ingresos laborales reales.

### Salarios e ingresos (1) (variación anual, porcentaje)

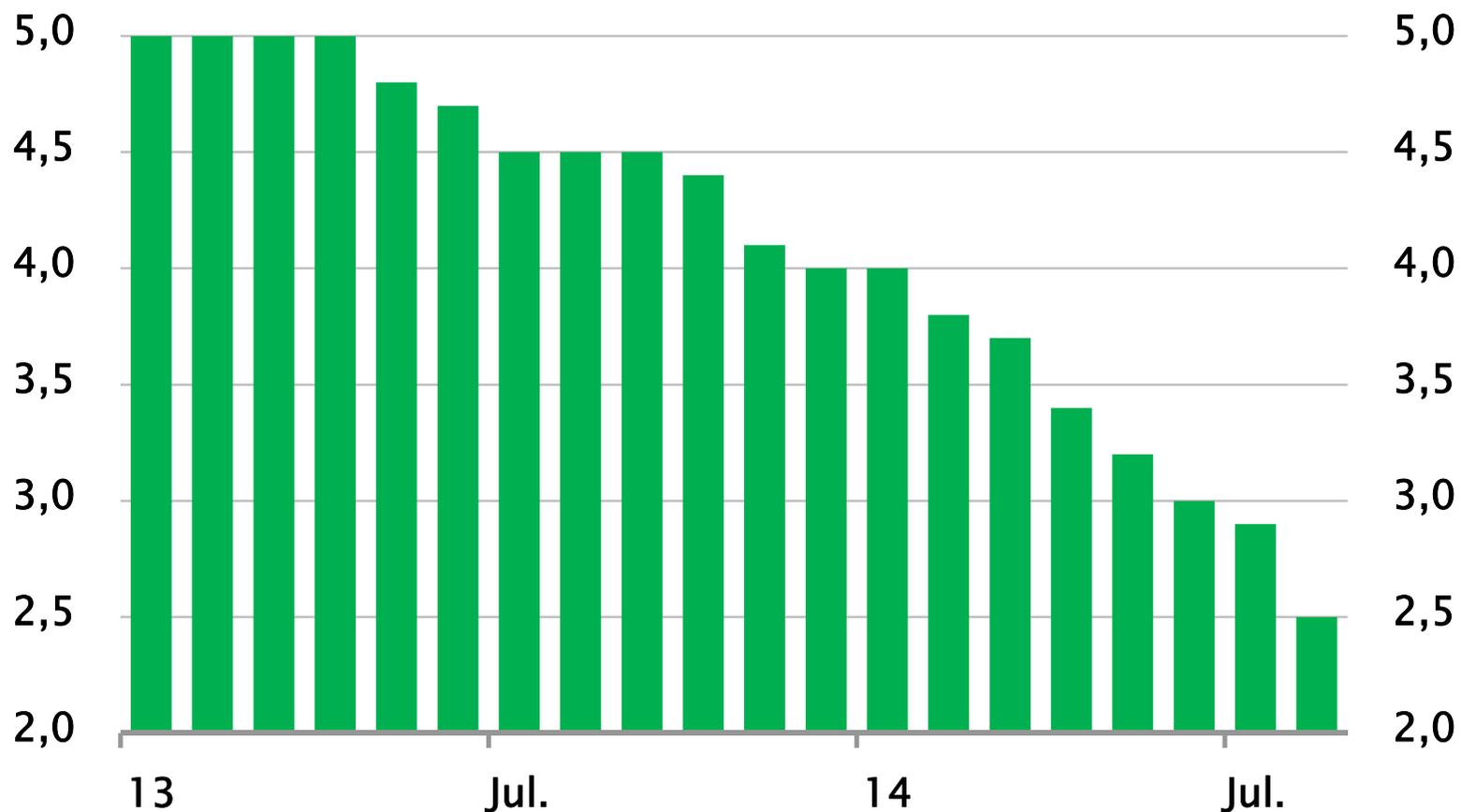


(1) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas. (2) Promedio móvil trimestral.



En este contexto, las proyecciones privadas de crecimiento para este año han descendido de modo importante.

EEE: proyecciones para el PIB del 2014  
(porcentaje)



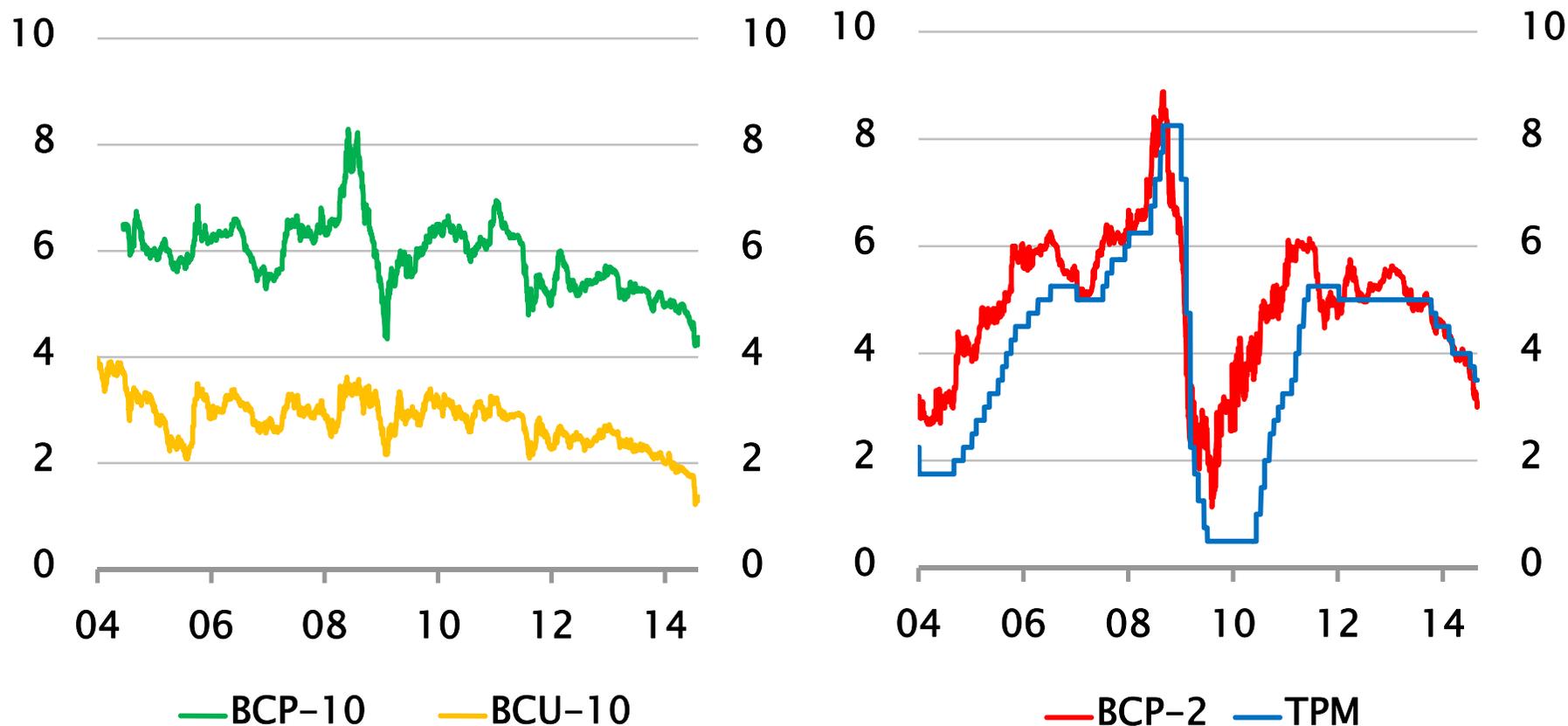
Fuente: Banco Central de Chile.



Todo ello, en un contexto en que el impulso monetario ha aumentado significativamente. Esto, junto con la evolución del escenario macroeconómico, ha tenido un efecto importante en la estructura de tasas de interés de mercado. Las tasas de largo plazo se ubican en sus mínimos históricos o en torno a ellos.

## Tasa de interés de los documentos del Banco Central de Chile

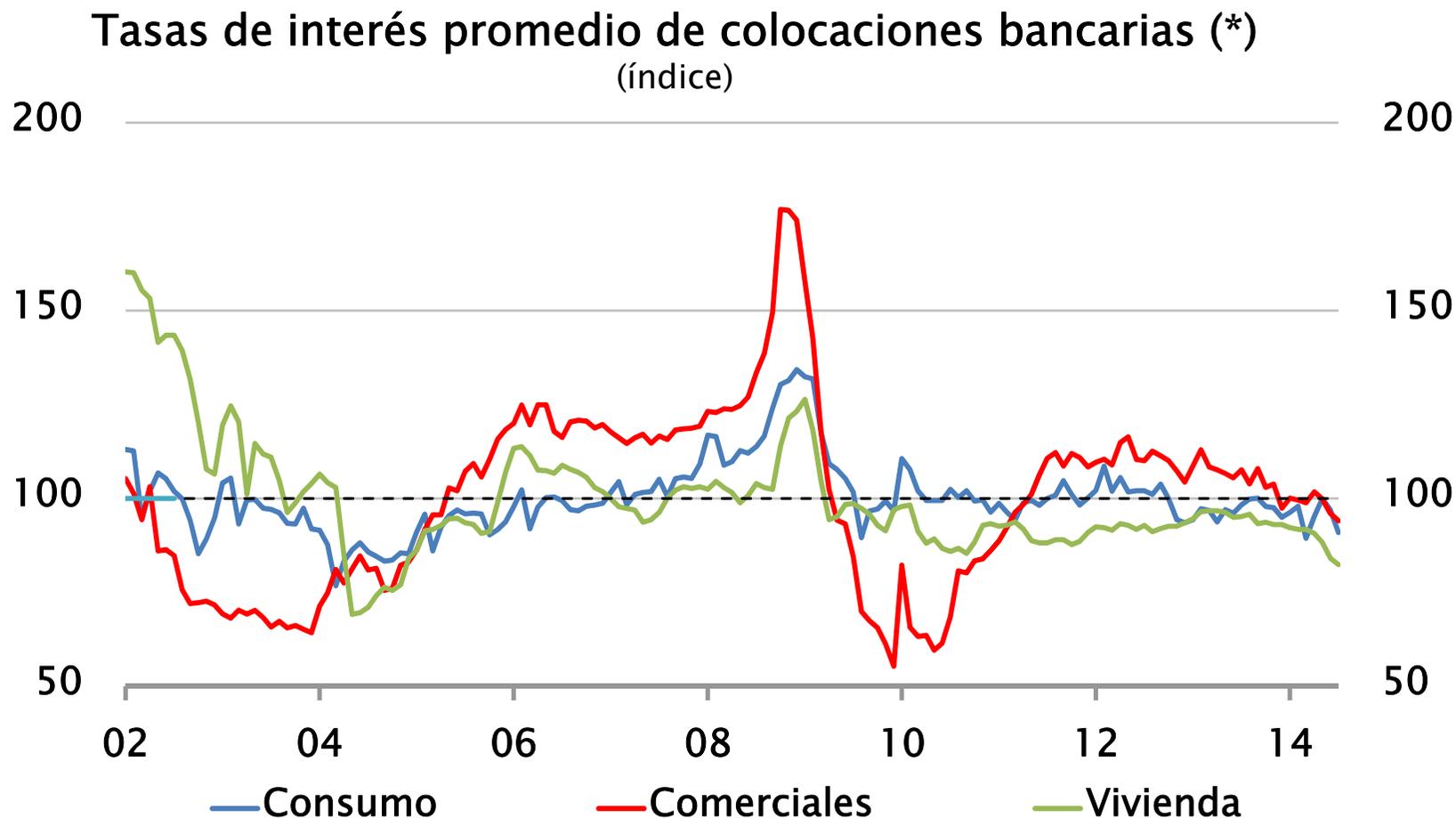
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



Al mismo tiempo, el menor costo de financiamiento bancario se ha traspasado a las tasas de los créditos para empresas y personas, las que han caído desde octubre del año pasado.



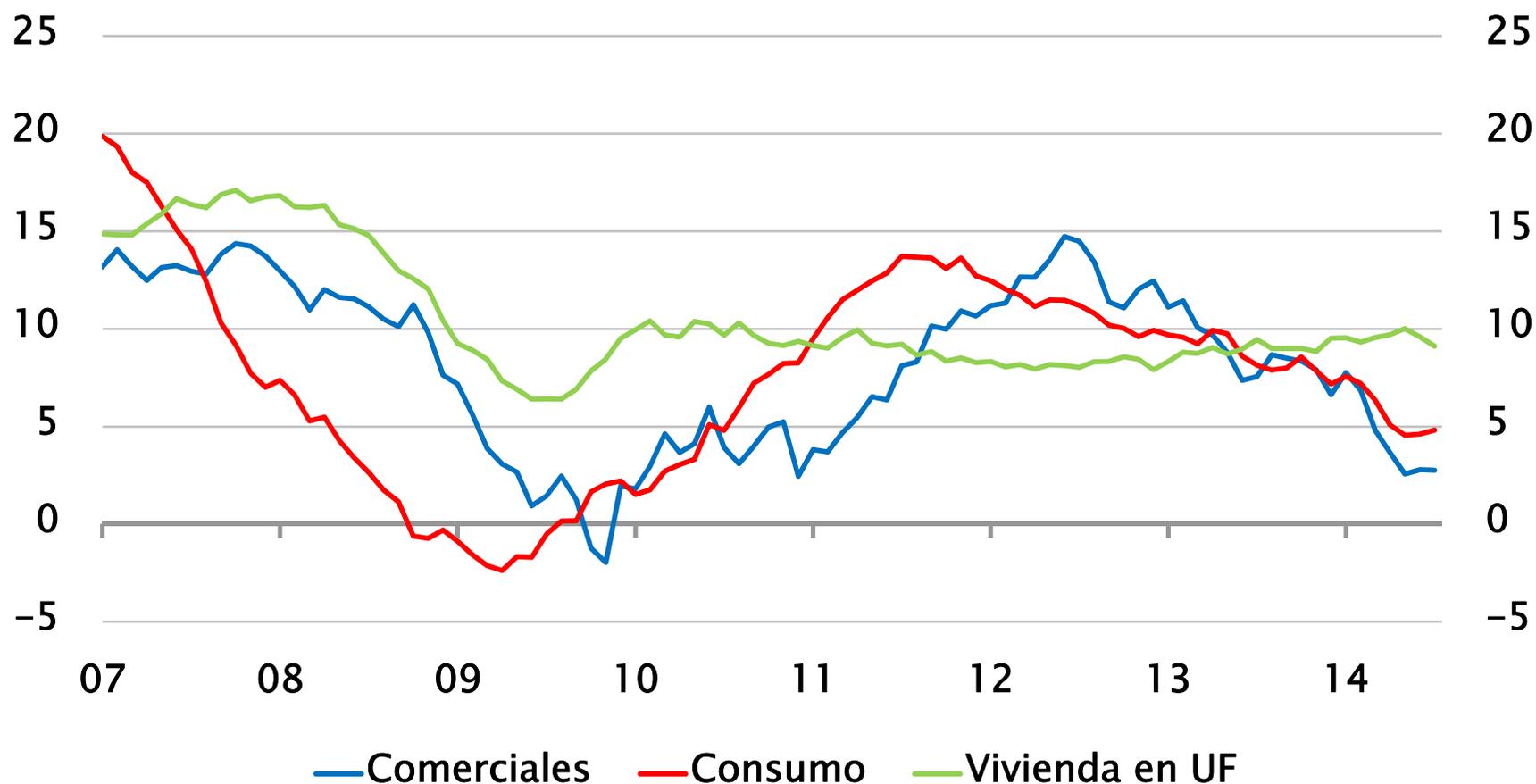
(\*) Índice calculado como la tasa efectiva de cada mes respecto de la tasa promedio del período 2002-2014.



No obstante, las tasas de variación de las colocaciones comerciales y de consumo se han reducido, mientras las hipotecarias se han mantenido estables. En esto ha contribuido la conducta más cautelosa tanto de oferentes como de demandantes de crédito.

### Colocaciones reales por tipo de crédito

(variación anual, porcentaje)

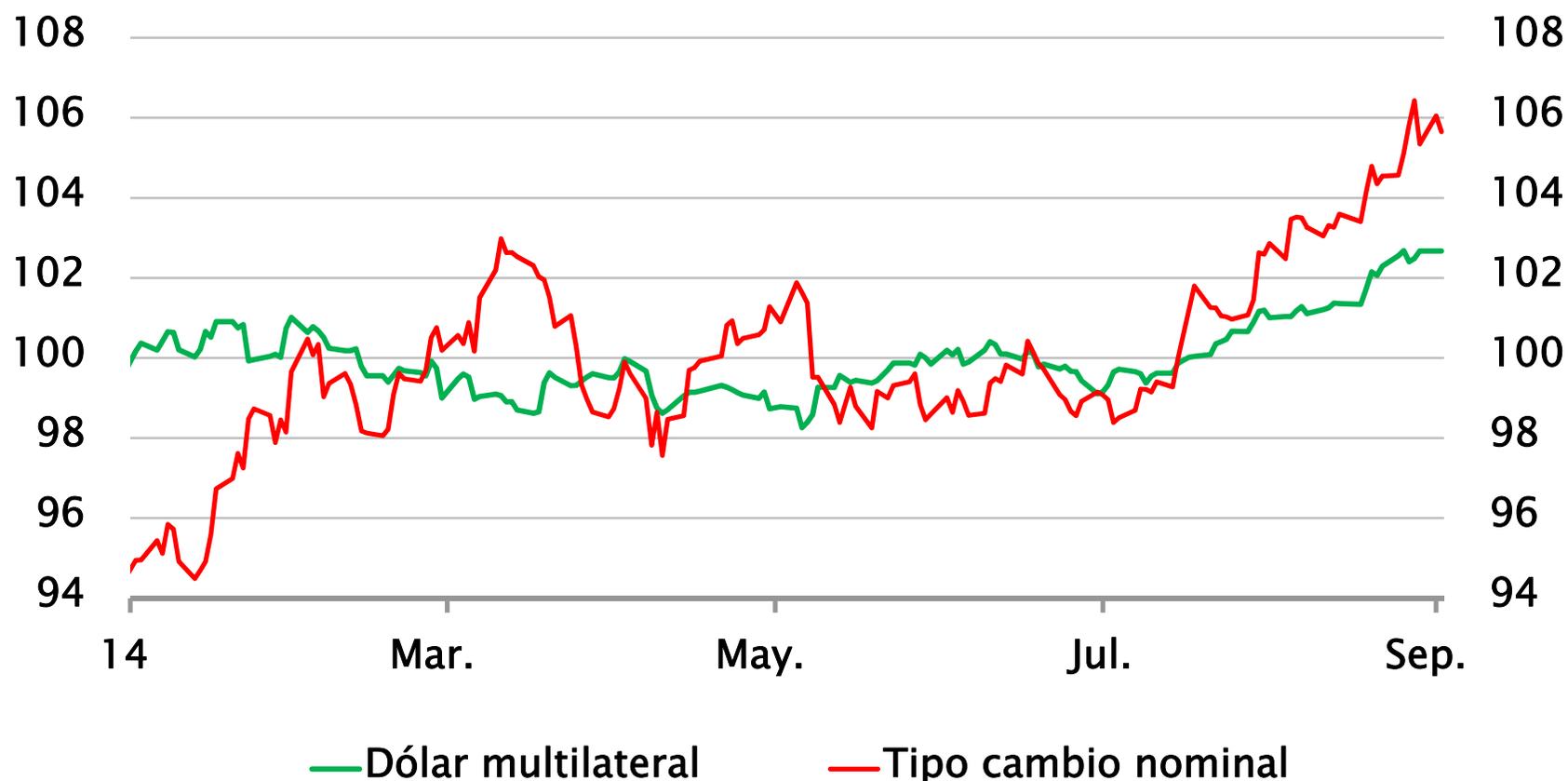




En este contexto, el peso chileno se depreció fuertemente, por sobre lo observado en otras economía emergentes. Esto, en respuesta a condiciones cíclicas internas menos favorables y a una política monetaria local más expansiva

### Tipo de cambio nominal (\*)

(índice 02/01/2014 - 02/09/2014 = 100)



(\*) Aumento indica depreciación.

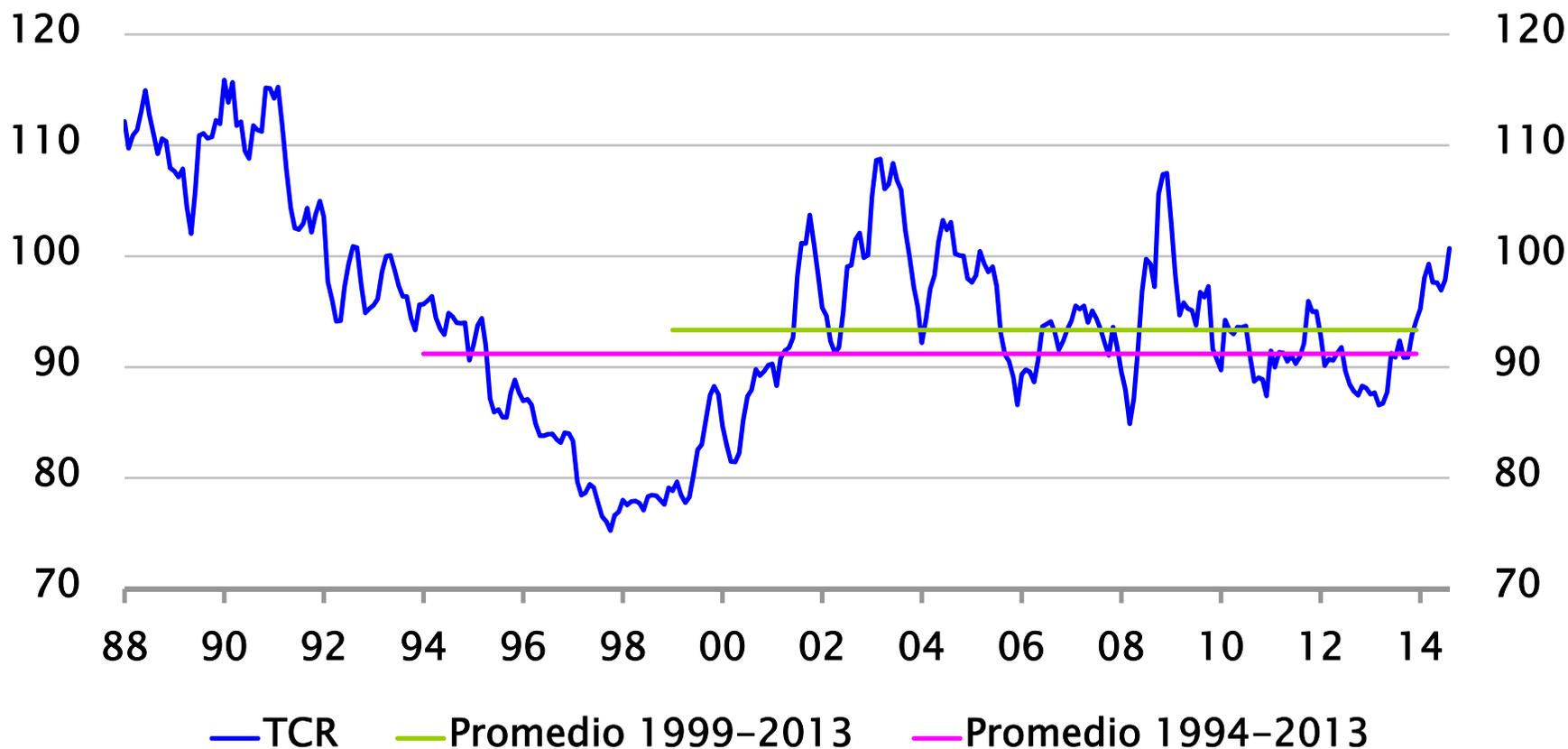
Fuente: Bloomberg.



En línea con lo sucedido con el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real también aumentó y se ubica algo por sobre el rango de valores considerados de largo plazo.

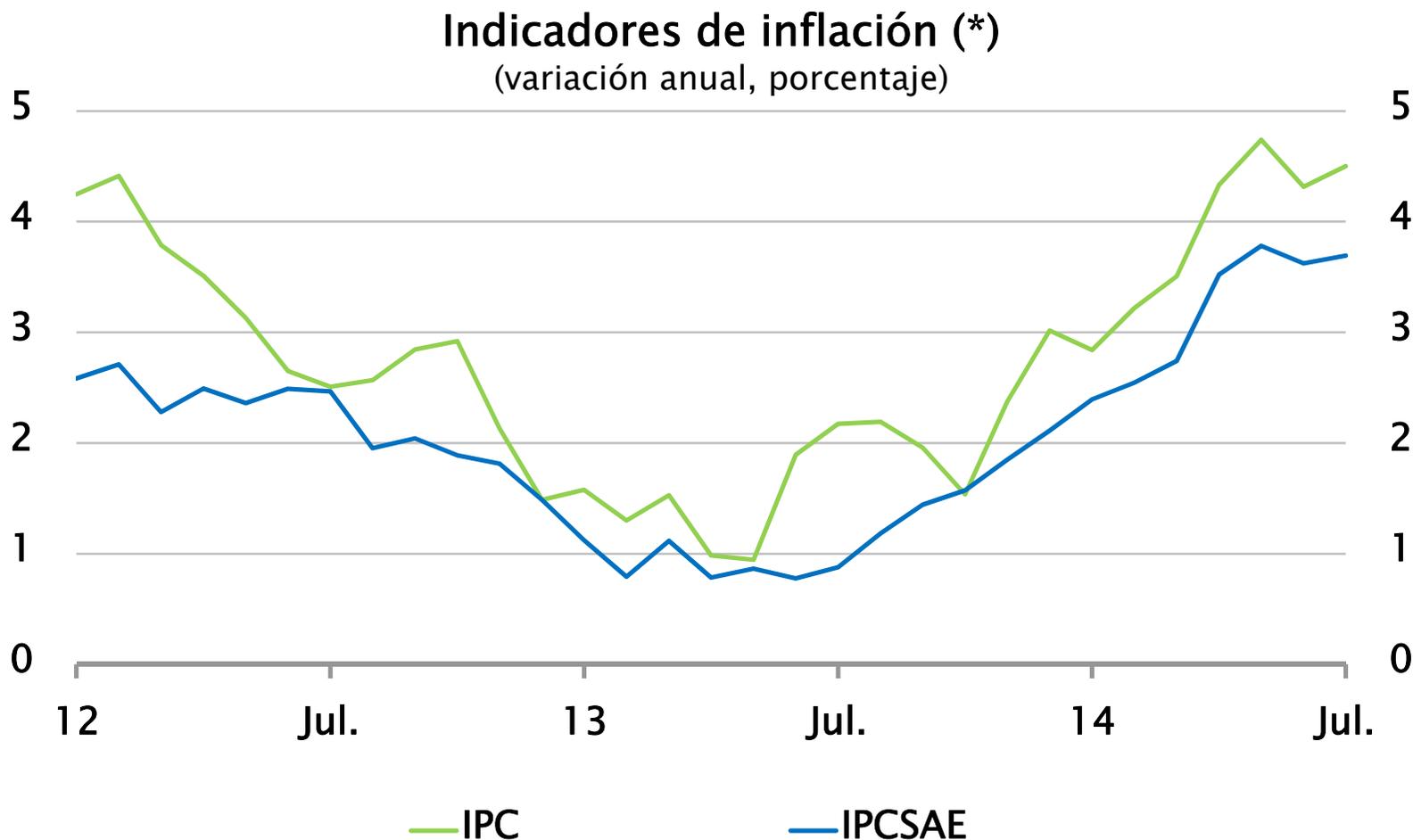
### Tipo de cambio real (\*)

(índice 1986=100)





La inflación anual del IPC sigue sobre 4%, pero sus variaciones mensuales han descendido. Esto último fue más visible en el IPCSAE, dando cuenta que, la depreciación del peso tiene un impacto importante sobre los precios, pero cuya intensidad disminuye en el tiempo.

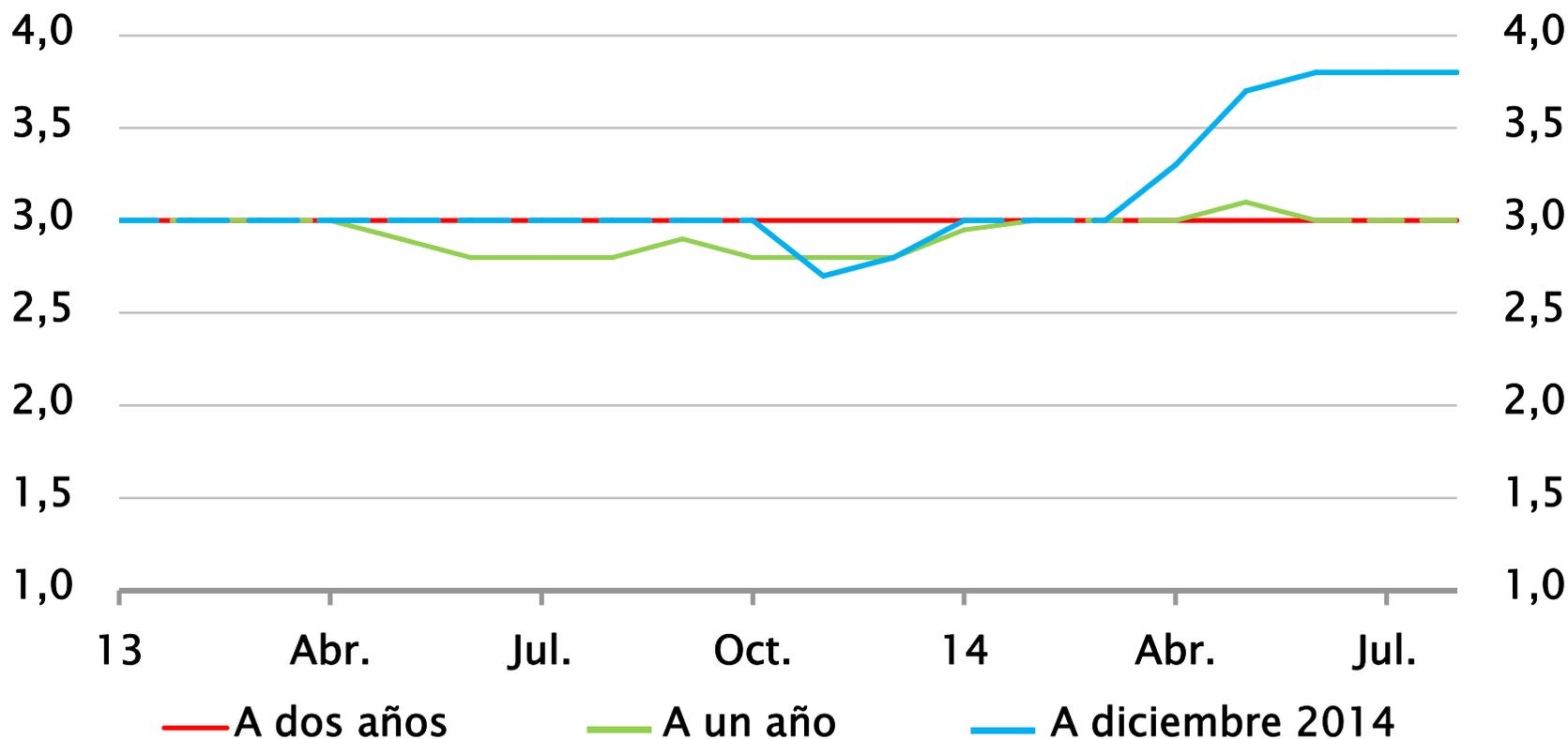


(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.



Así, sigue estimándose que el elevado nivel actual de la inflación será transitorio, visión que es compartida por las expectativas para la inflación a uno y dos años plazo que se han mantenido en torno a 3%.

### Expectativas de inflación (variación anual, porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.



# Perspectivas



El escenario base sigue considerando un mundo desarrollado que se recupera y uno emergente menos dinámico. Con todo, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales se ajustan levemente a la baja a 3,6% en promedio el 2014–2015, aunque con tasas de expansión ascendentes.

## Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (f)			2015 (f)			2016 (f)
		IPoM Mar. 14	IPoM Jun. 14	IPoM Sept. 14	IPoM Mar. 14	IPoM Jun. 14	IPoM Sept. 14	IPoM Sept. 14
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)						
PIB socios comerciales	3,5	3,7	3,6	3,4	3,9	3,9	3,8	3,9
PIB mundial a PPC	3,1	3,5	3,3	3,2	3,8	3,7	3,7	4,4
Estados Unidos	2,2	2,7	2,4	2,1	2,9	3,1	3,0	3,2
Eurozona	-0,4	1,2	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,8
Japón	1,5	1,5	1,6	1,0	1,1	1,0	1,5	1,2
China	7,7	7,3	7,3	7,3	7,2	7,2	7,2	7,0
India	4,4	5,4	5,4	5,4	6,3	6,2	6,2	6,5
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	4,1	4,1	4,0	4,5	4,4	4,5	4,8
América Latina (excl. Chile)	2,6	2,3	2,0	1,7	3,4	3,0	2,6	3,3
		(en niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	300	310	315	285	290	305	300
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	109	106	108	106	101	103	104	101
		(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	-3,2	-0,9	-0,5	0,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,5

(f) Proyección.

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



En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB para este año se corrige a una cifra entre 1,75 y 2,25%, por debajo de lo considerado en junio. En el 2015, coherente con bajas bases de comparación y un dinamismo acotado de la economía, se prevé que el PIB crecerá entre 3,0 y 4,0% anual

## Crecimiento económico y cuenta corriente (variación anual, porcentaje)

	2012	2013 (e)		2014 (f)			2015 (f)
		IPoM Jun.14	IPoM Sep.14	IPoM Mar.14	IPoM Jun.14	IPoM Sep.14	IPoM Sep.14
PIB	5,4	4,1	4,1	3,0-4,0	2,5-3,5	1,75-2,25	3,0-4,0
Demanda interna	6,9	3,4	3,4	3,3	1,7	0,1	3,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	7,1	4,2	4,2	3,3	2,4	1,0	3,2
Formación bruta de capital fijo	12,2	0,4	0,4	0,8	-0,7	-4,1	1,8
Consumo total	5,6	5,4	5,4	4,1	3,4	2,6	3,6
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	4,3	4,3	3,2	3,2	2,4	3,8
Importaciones de bienes y servicios	5,0	2,2	2,2	2,4	-1,1	-3,9	4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-3,4	-3,4	-3,6	-2,5	-1,8	-2,2
Ahorro nacional bruto(% PIB)	21,7	20,5	20,5	19,5	19,9	19,8	19,7
IPC diciembre	1,5	3,0	3,0	3,0	4,0	4,1	2,8
IPCSAE diciembre	1,5	2,1	2,1	2,8	3,7	3,4	2,5

(e) Estimación. (f) Proyección.

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



Dado los antecedentes, se estima que crecimiento de mediano plazo para Chile se ubica entre 4 y 4,5% y no en una cifra en torno a 5%, como antes.

### Crecimiento de mediano plazo (variación anual, porcentaje)

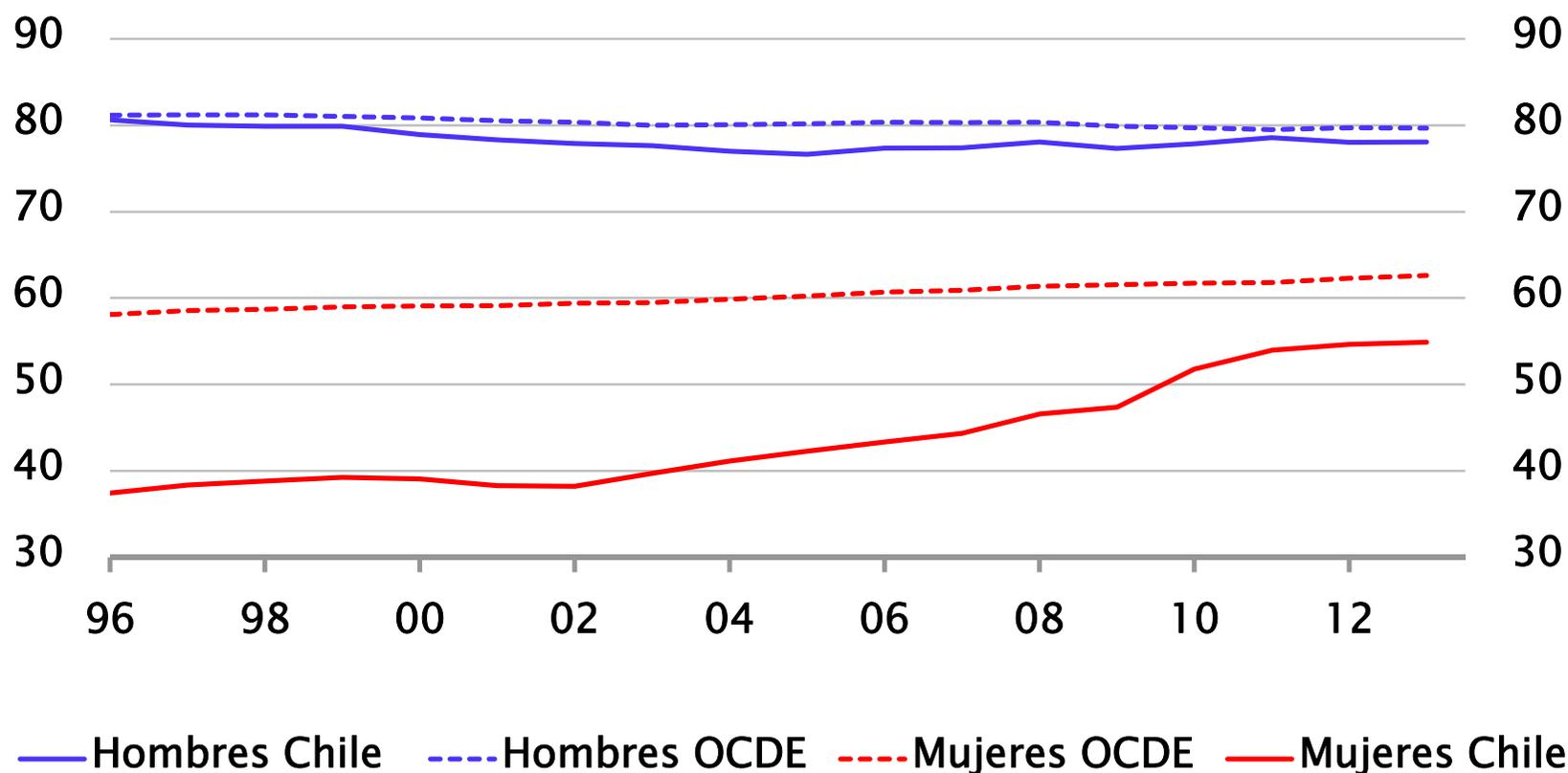
Período	PIB total	PIB resto (1)				PIB RR.NN.
		Total	PTF resto	Capital	Trabajo	
<b>Descomposición Histórica del Crecimiento del PIB</b>						
87-90	6,5	6,9	2,0	4,0	5,8	3,4
91-95	7,5	7,4	1,6	6,8	4,9	8,1
96-00	3,8	3,4	-1,4	6,5	3,3	6,9
01-05	4,3	4,8	1,6	3,8	2,8	0,8
06-10	3,6	4,5	1,8	3,9	1,6	0,6
11-14:2	4,7	5,1	0,8	5,8	2,8	2,7
<b>Proyección Crecimiento PIB Mediano Plazo (2)</b>						
15-20	4,0-4,5	4,1-4,6 (3)	1,0	4,5	2-2,5	2,5

(1) La participación del capital y el trabajo en el PIB resto son 48% y 52%, respectivamente. (2) ara la proyección de mediano plazo se asumen las participaciones de PIB Resto y de PIB RR.NN. en el PIB nominal del 2013. Para llegar al PIB total se asume que los impuestos indirectos crecen de acuerdo con patrones históricos, en un rango entre 5 y 6%. Fuente: Banco Central de Chile.



Sin embargo, Chile tiene a su alcance factores que podrían hacer que este crecimiento fuera mayor. Resolver los temas energéticos y mejorar la participación femenina son algunos de ellos.

Tasa de participación femenina en el mercado laboral  
(porcentaje)

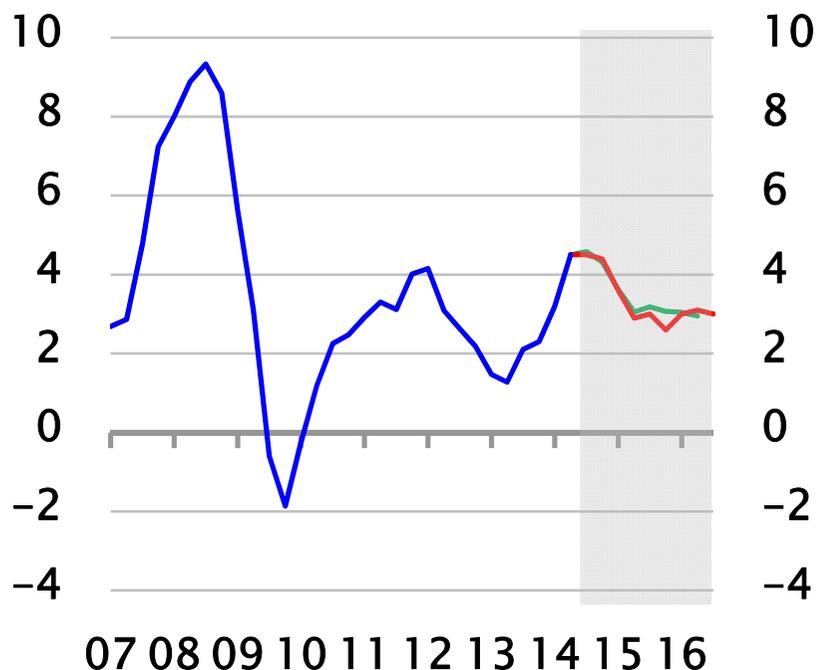


Fuente: OCDE.



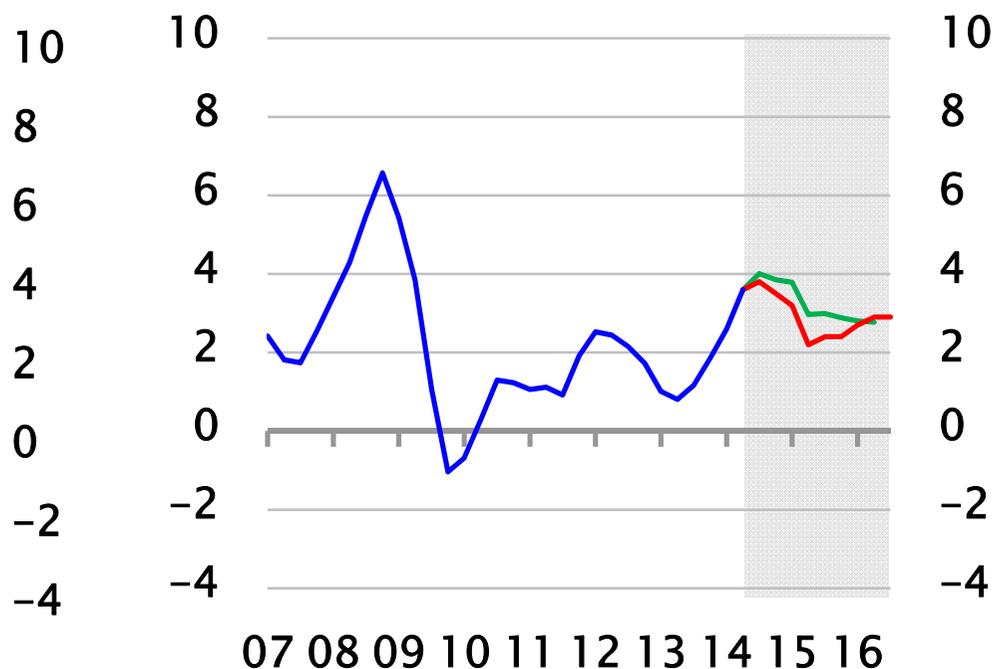
La inflación anual del IPC se mantendrá en niveles por sobre 4% durante todo lo que queda del 2014. Hacia el 2015, la inflación anual, tanto del IPC como del IPCSAE, tendrá un rápido descenso hacia 3%. Luego, ambas oscilarán en torno a esta cifra hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2016.

**Inflación IPC (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Jun.2014

**Inflación IPCSAE (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

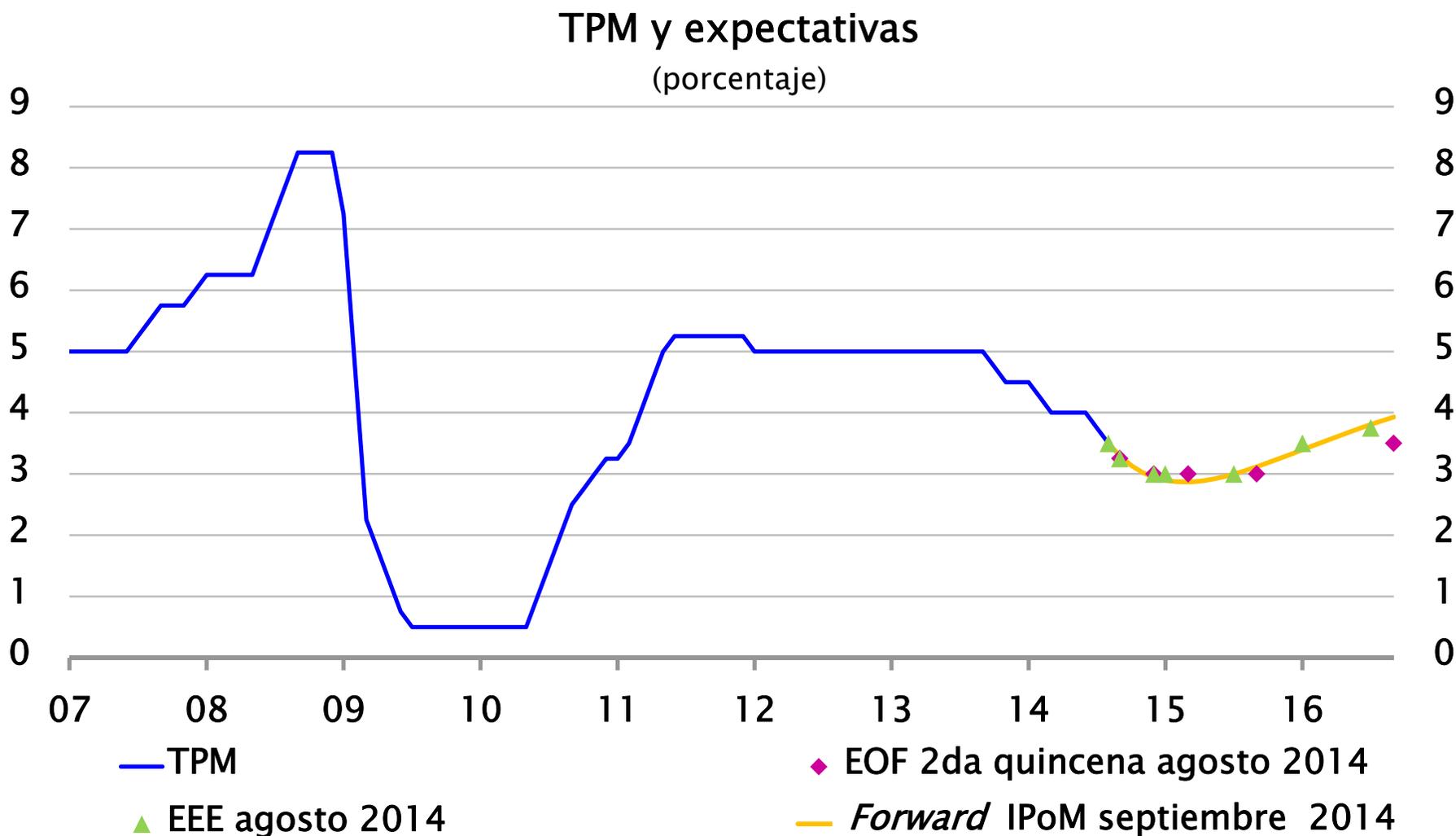


— IPoM Sep.2014

(\*) El área gris, a partir del tercer trimestre de 2014, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El escenario base utiliza como supuesto de trabajo, que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las distintas medidas de expectativas disponibles al cierre estadístico de este IPoM.





Evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado, mientras que para la actividad está equilibrado en el 2014 y sesgado a la baja en el 2015.

---

- Riesgos externos:
  - El desempeño futuro de China por la incertidumbre acerca de los desarrollos de su sistema financiero y sector inmobiliario.
  - Nuevos episodios de volatilidad debido a las vulnerabilidades en otras economías emergentes.
  - Una recuperación más lenta que la prevista en la Eurozona .
  - Efecto de un adelantamiento del momento en que comenzará a aumentar la tasa *Fed Funds* en Estados Unidos. Con todo, un mejor desempeño de la economía estadounidense implicará un mayor impulso externo y un escenario más favorable a mediano plazo.
- Riesgos internos:
  - Expectativas que no mejoren, prologándose el débil desempeño de la inversión y consumo.
  - Convergencia más lenta de la inflación a la meta por efectos de la depreciación cambiaria.



# Comentarios finales

---

- En los últimos meses, la actividad y demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo esperado.
- A partir de mediados del 2013, el Consejo comenzó a indicar que la política monetaria sería más expansiva para evitar que las mayores holguras en la economía afectaran el logro de la meta de inflación.
- Así, la TPM se ha recortado en 150pb en el último año y la estructura de tasas de interés se ha ajustado de forma importante, agregando un impulso monetario relevante a la economía.
- Además, el Consejo ha señalado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.
- Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2014