



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2014

Enrique Marshall
Vicepresidente



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 ha llevado 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 ubicación actual, por sobre el 4%, será transitoria. Las perspectivas a dos años plazo se mantienen 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 Banco Central 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.

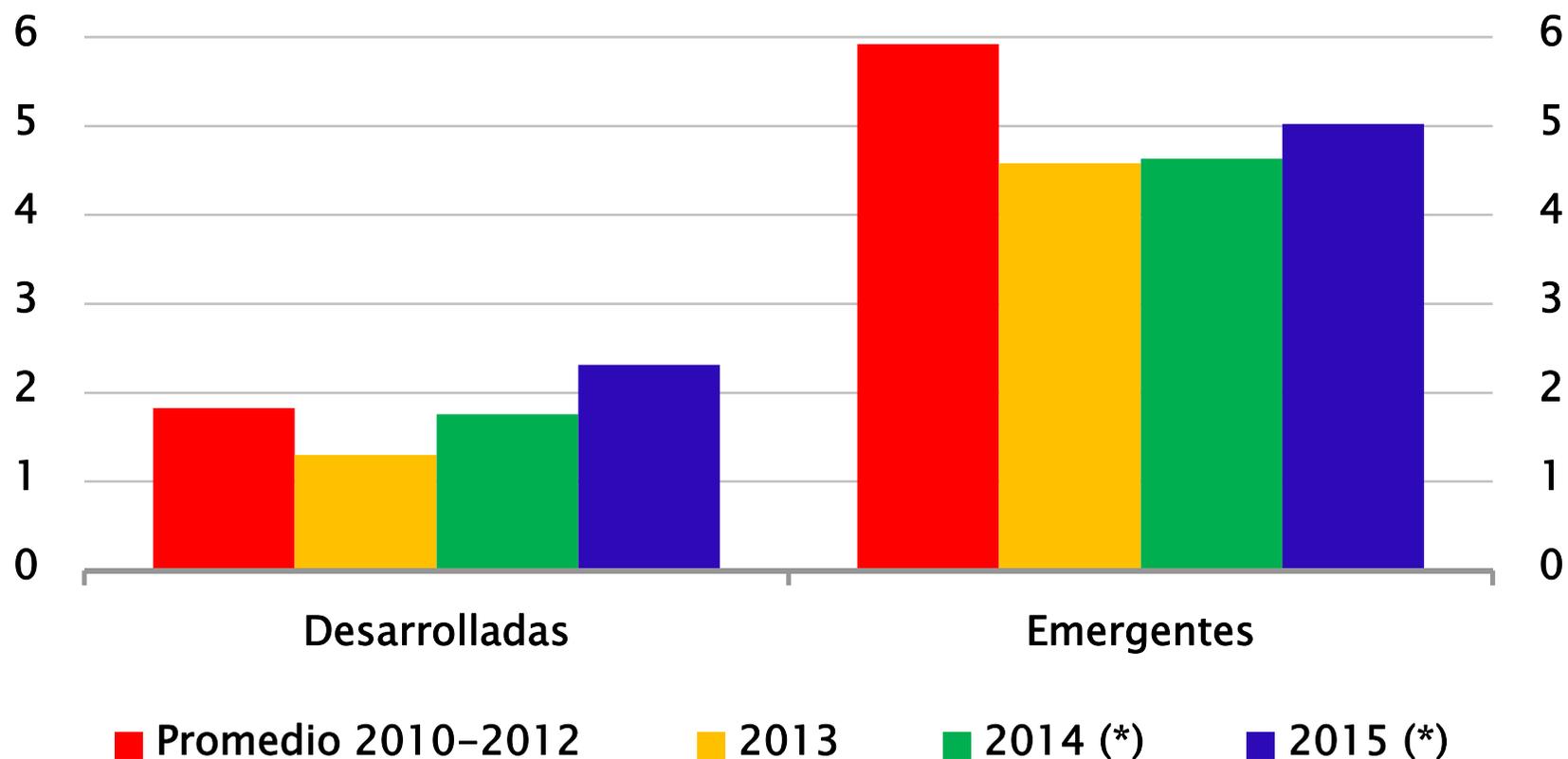


Escenario internacional



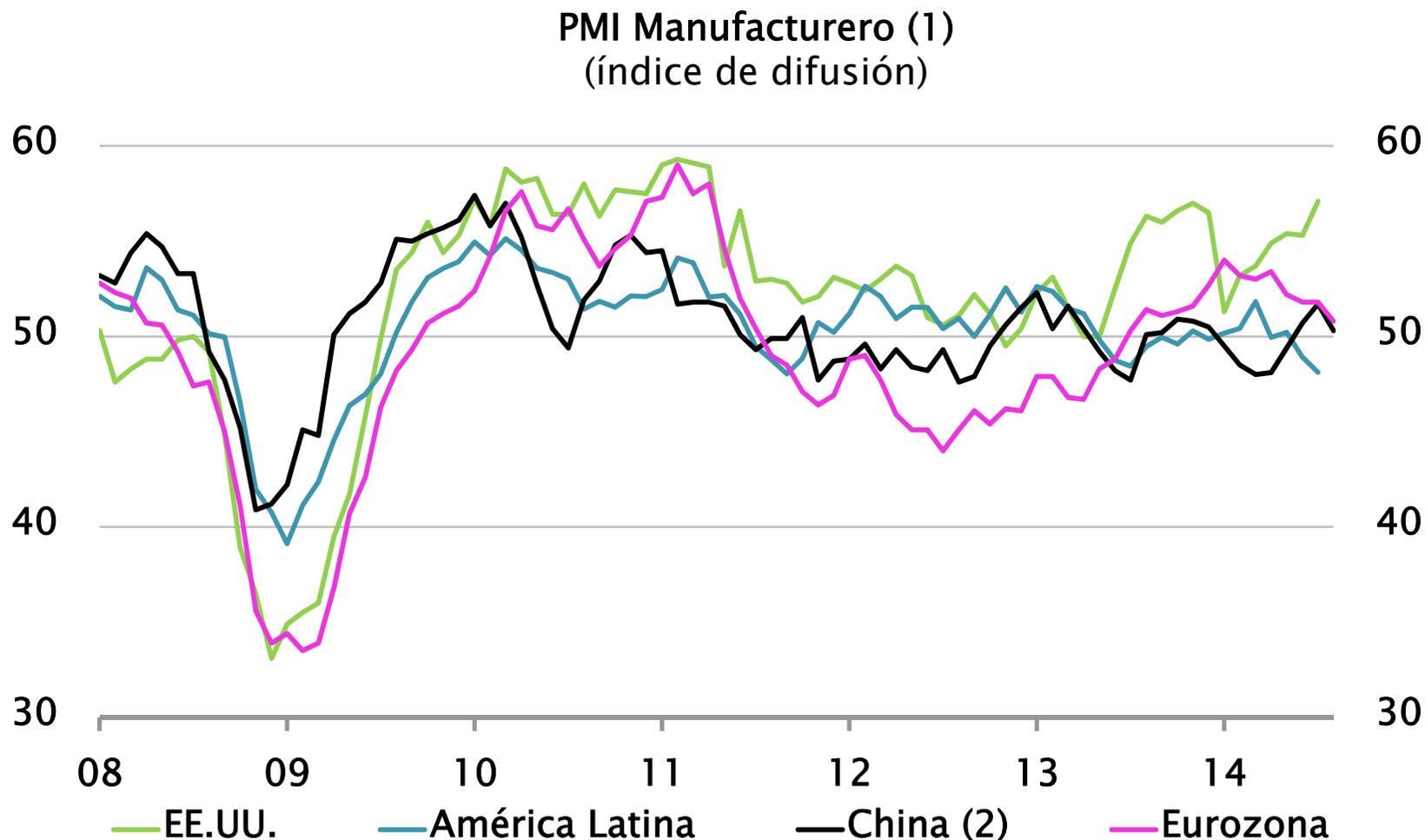
Las proyecciones de crecimiento mundial se han corregido a la baja para el 2014. Con todo, se siguen esperando tasas de crecimiento superiores en el 2015 respecto de este año.

Crecimiento economías desarrolladas y emergentes
(variación anual, porcentaje)





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.



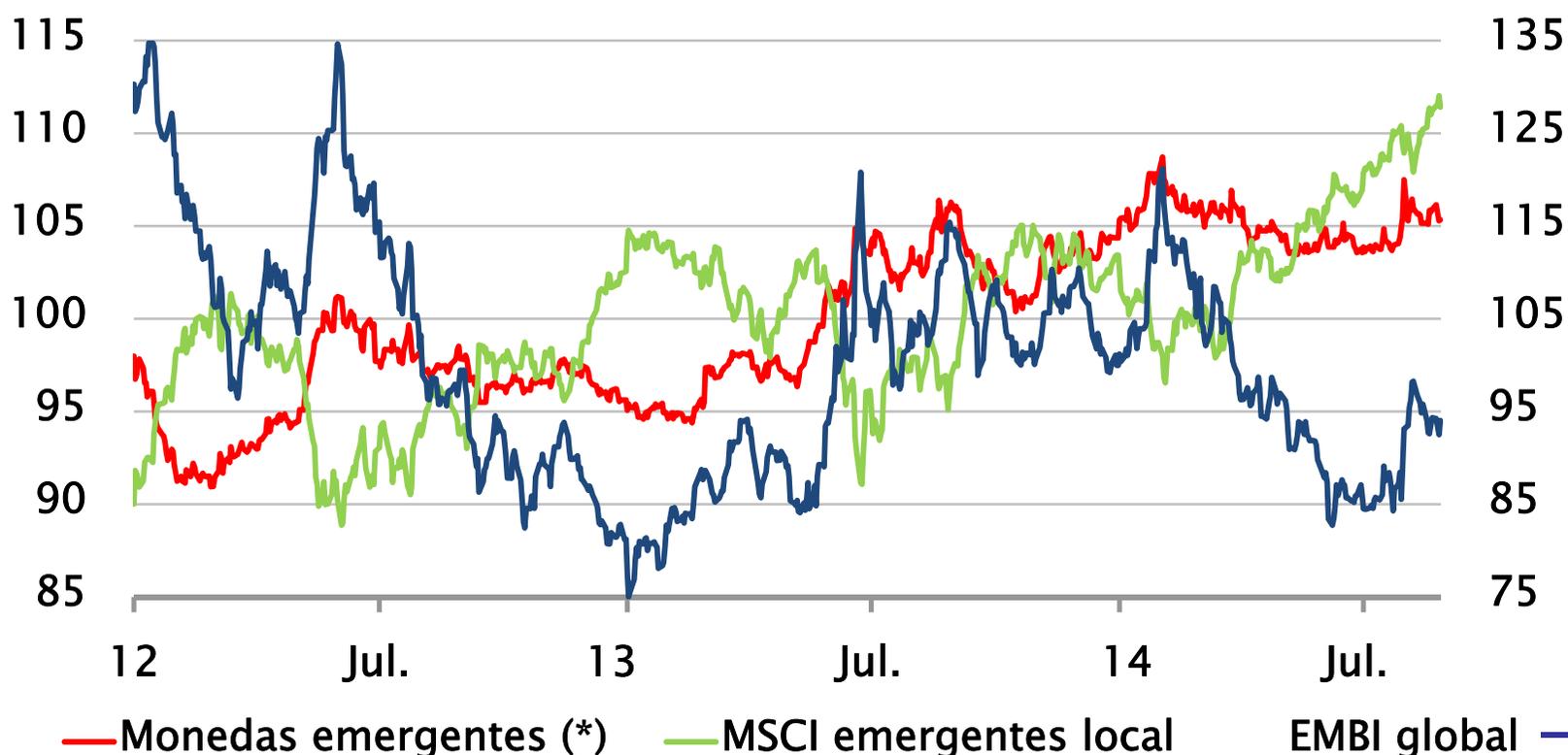
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Índice estimado por HSBC.

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 - 28/08/2014 = 100)



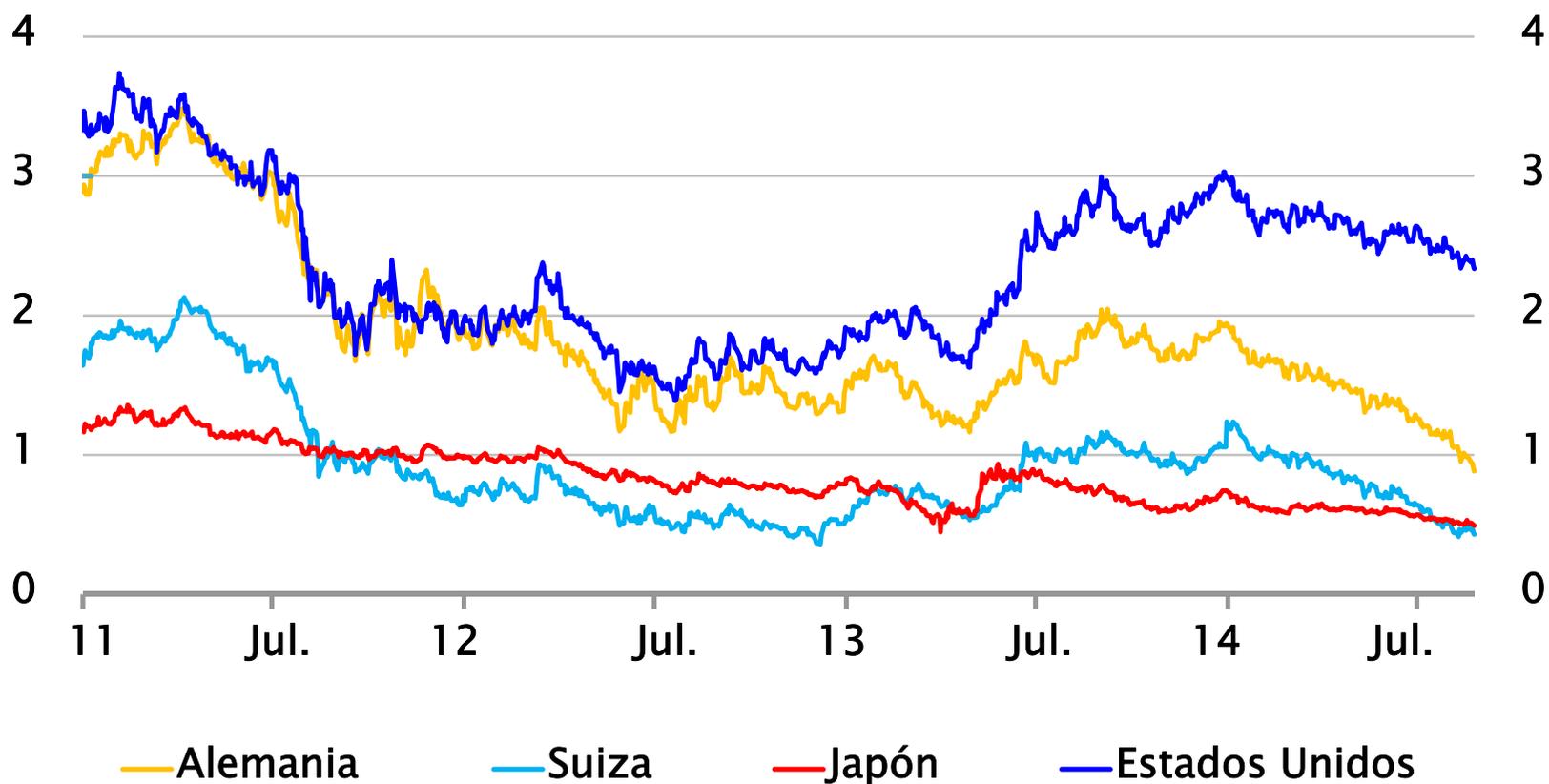
(*) Aumento indica una depreciación respecto del dólar estadounidense. Índice construido en base a un promedio ponderado de Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO abril 2014.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



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

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

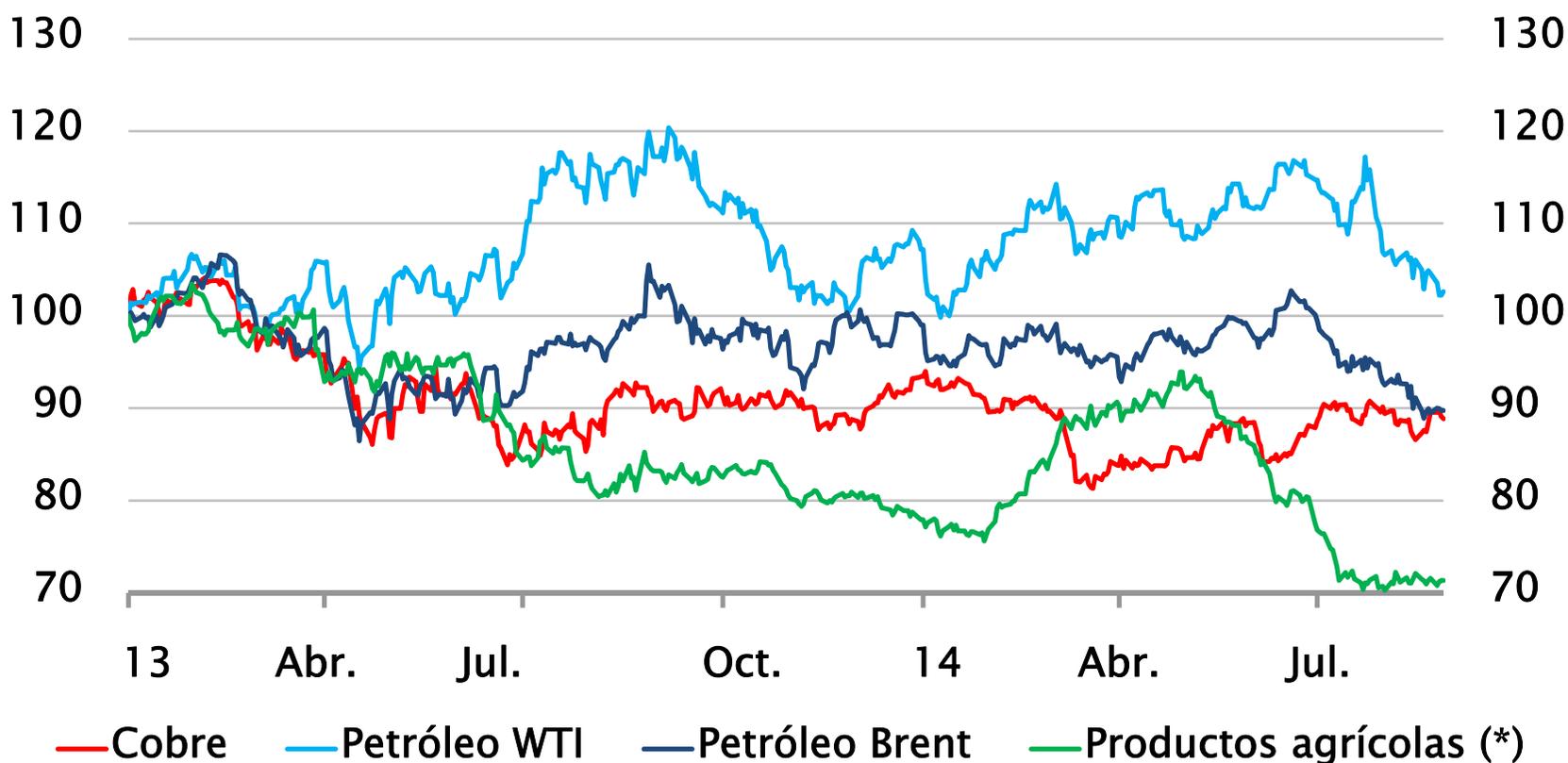


Fuente: Bloomberg.



En este contexto, los precios de las materias primas han mostrado un comportamiento dispar en los últimos meses. Los precios del petróleo y los productos agrícolas han descendido, mientras el precio del cobre ha aumentado, ubicándose en torno a US\$3,15 la libra.

Precio del petróleo y del cobre
(índice, 01/01/2013=100)



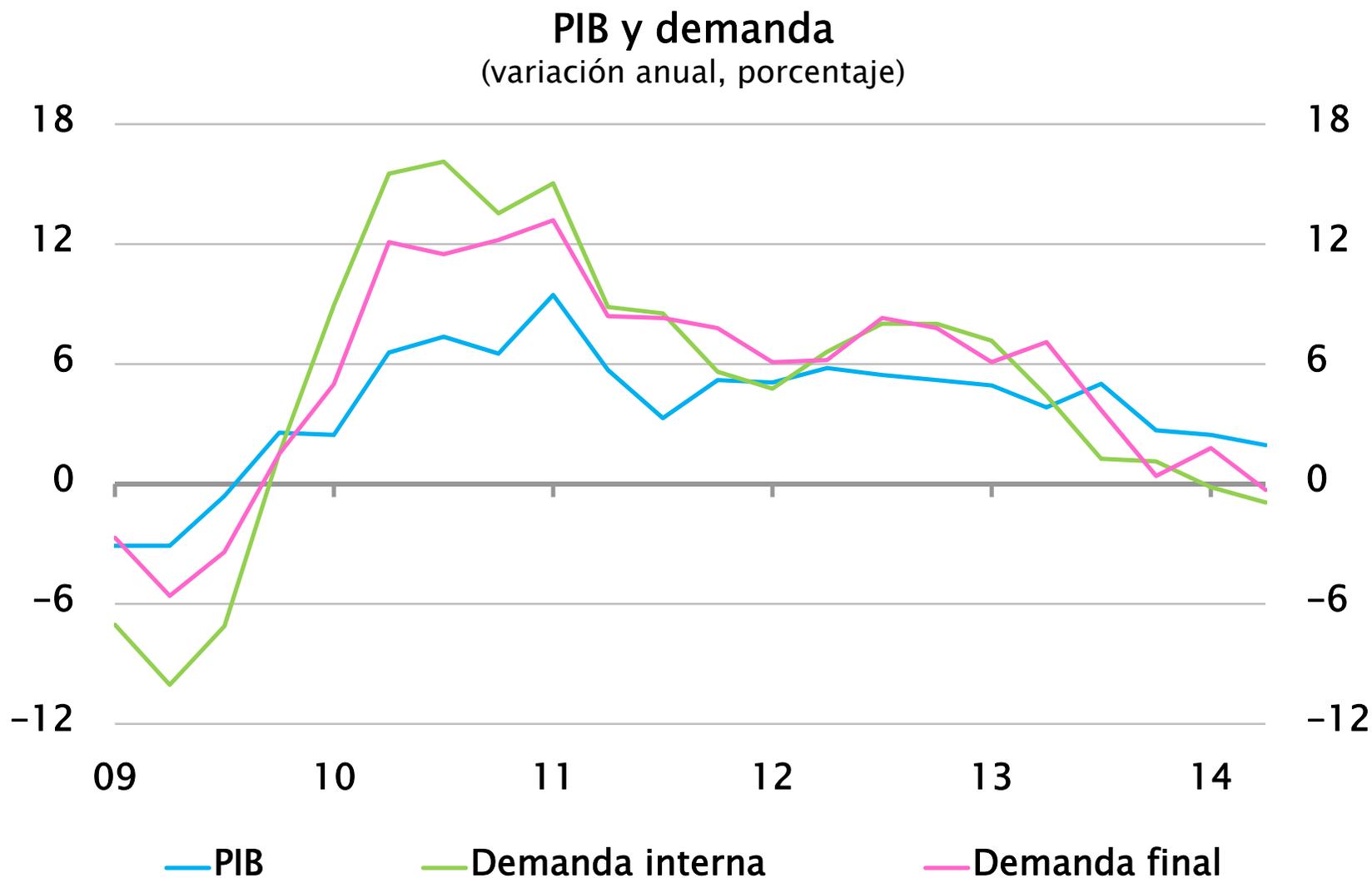
(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.



Escenario interno

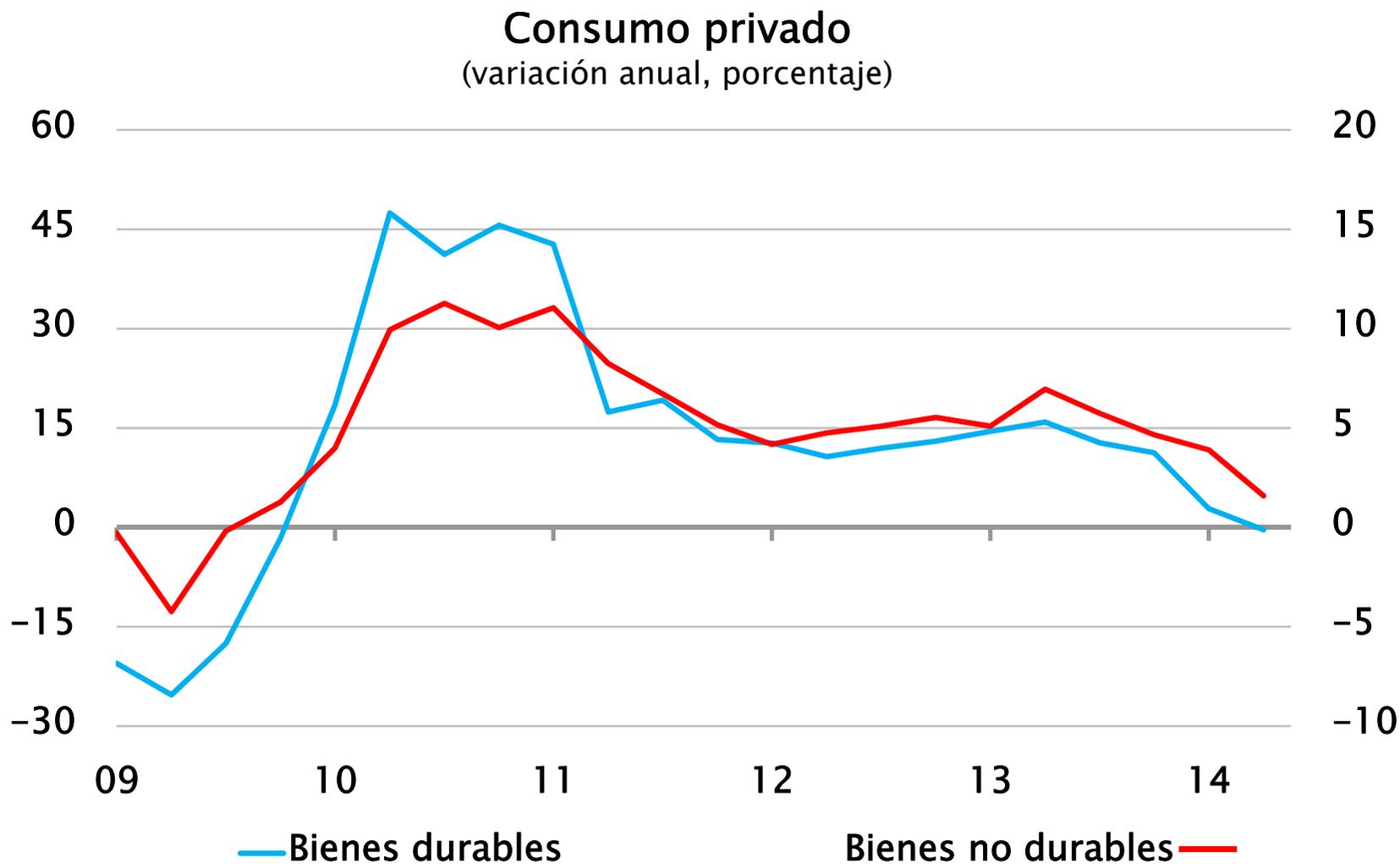


En el segundo trimestre, el PIB creció 1,9% y la demanda interna cayó 0,9 %. El bajo desempeño del gasto se ha extendido a todos sus componentes.



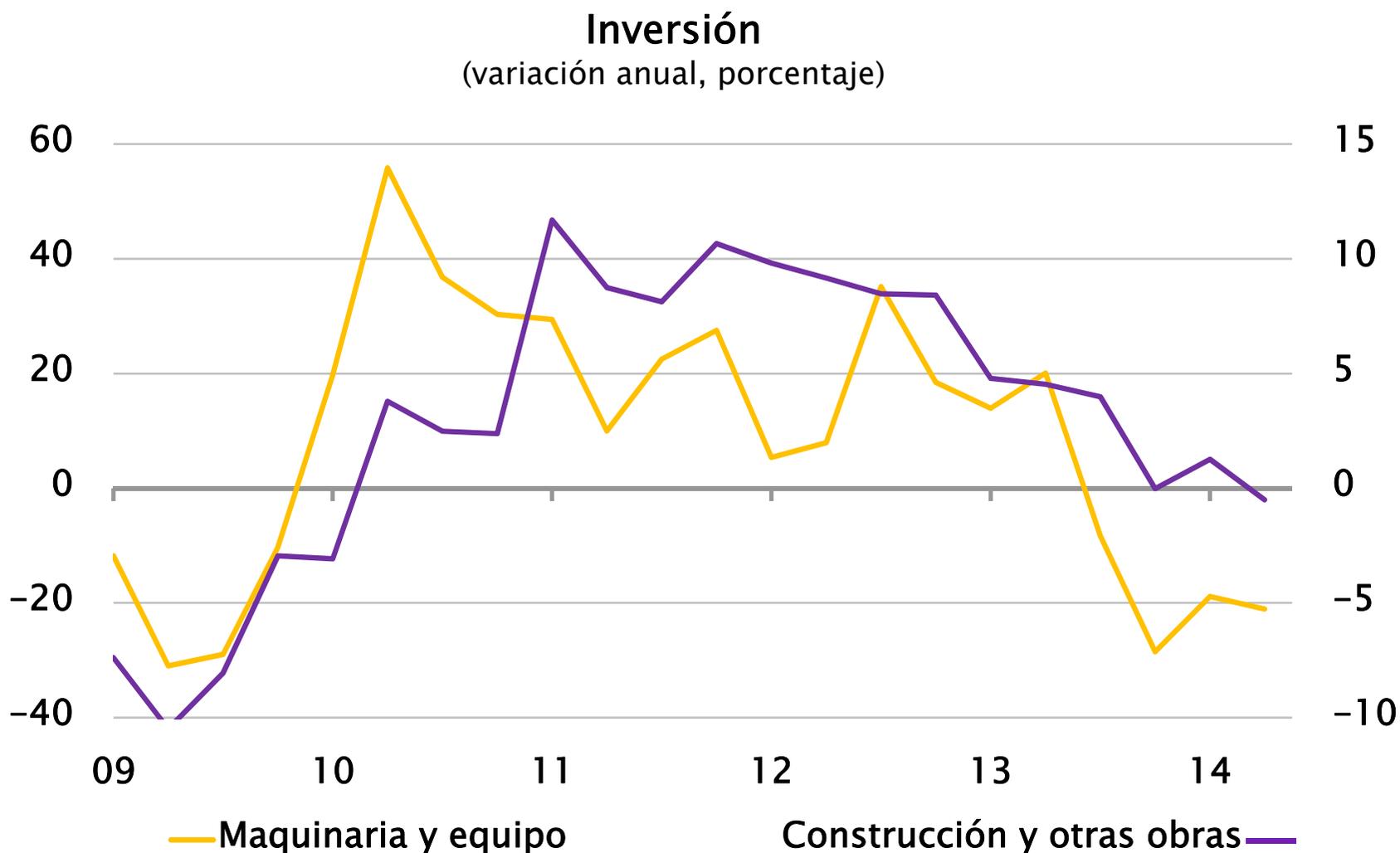


El menor crecimiento del consumo privado se asocia principalmente con el débil desempeño del componente de bienes durables, pero llama la atención al mismo tiempo el rápido descenso del consumo de bienes no durables.





En el segundo trimestre, la inversión tuvo una contracción más intensa que en el cuarto previo y siguió siendo más marcada en el componente de maquinaria y equipos que en el componente de construcción y obras.





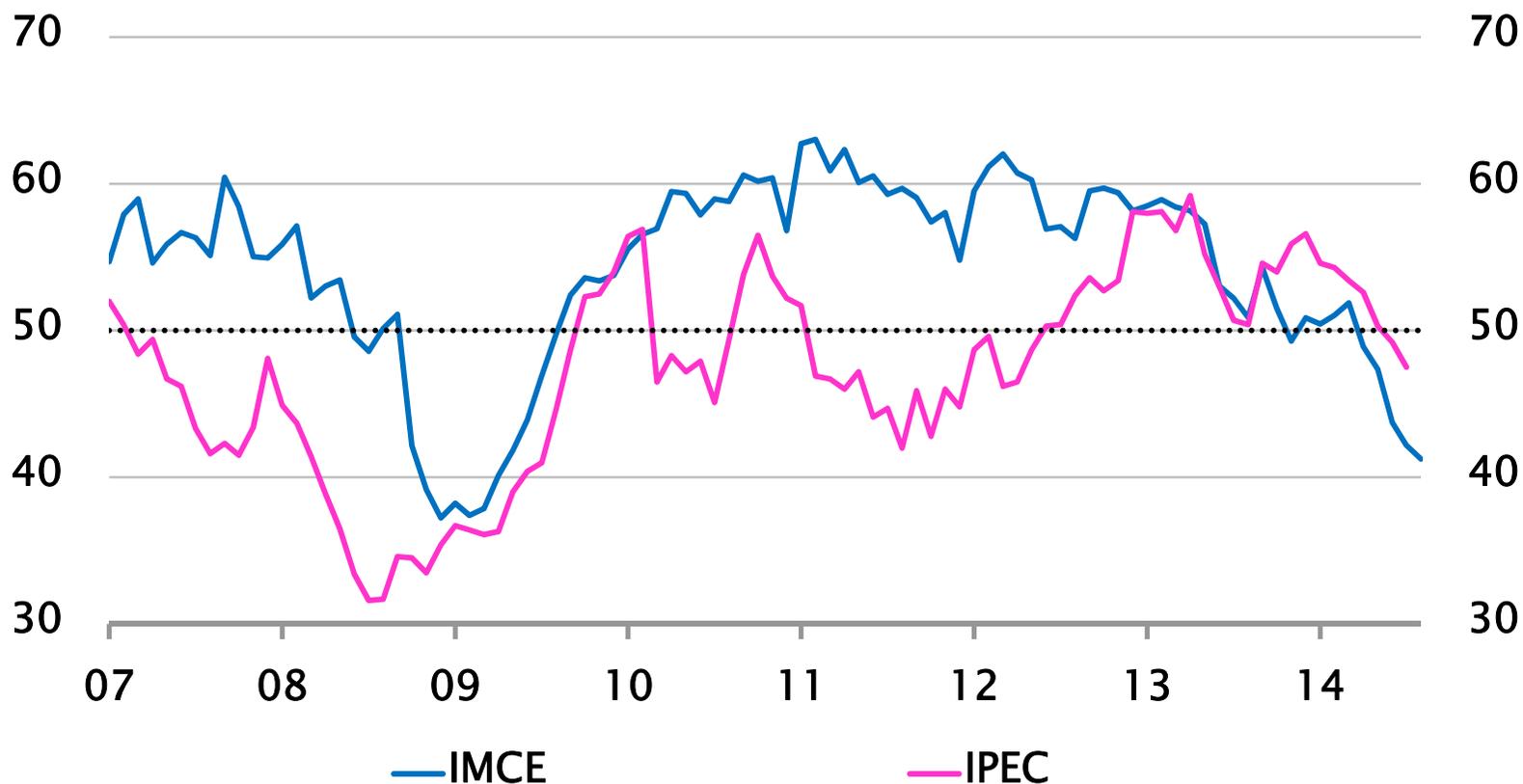
La desaceleración se explica por un conjunto de factores externos e internos, algunos esperados y otros más sorprendidos. Entre los factores esperados están:

- El término de un período de muy altos precios para el cobre junto con la maduración del ciclo de inversiones mineras.
- La reducción y tendencia a desaparecer del impulso fiscal asociado a la reconstrucción post 27-F.
- La necesaria convergencia del crecimiento interno a tasas sostenibles en el mediano plazo después de varios años en que éstas se ubicaron por sobre sus niveles de tendencia.
- La postergación y/o cancelación de proyectos de inversión debido a restricciones o limitaciones relacionadas con la provisión y precios de la energía, con la obtención de permisos para ejecutar los proyectos y, en general, con el aumento de los costos de producción.



A ello se agrega, como un factor más sorpresivo, el continuo deterioro de las expectativas empresariales y de los consumidores en el curso de este año hasta ubicarse en niveles que denotan pesimismo.

Expectativas de las empresas y consumidores (*)
(serie original)

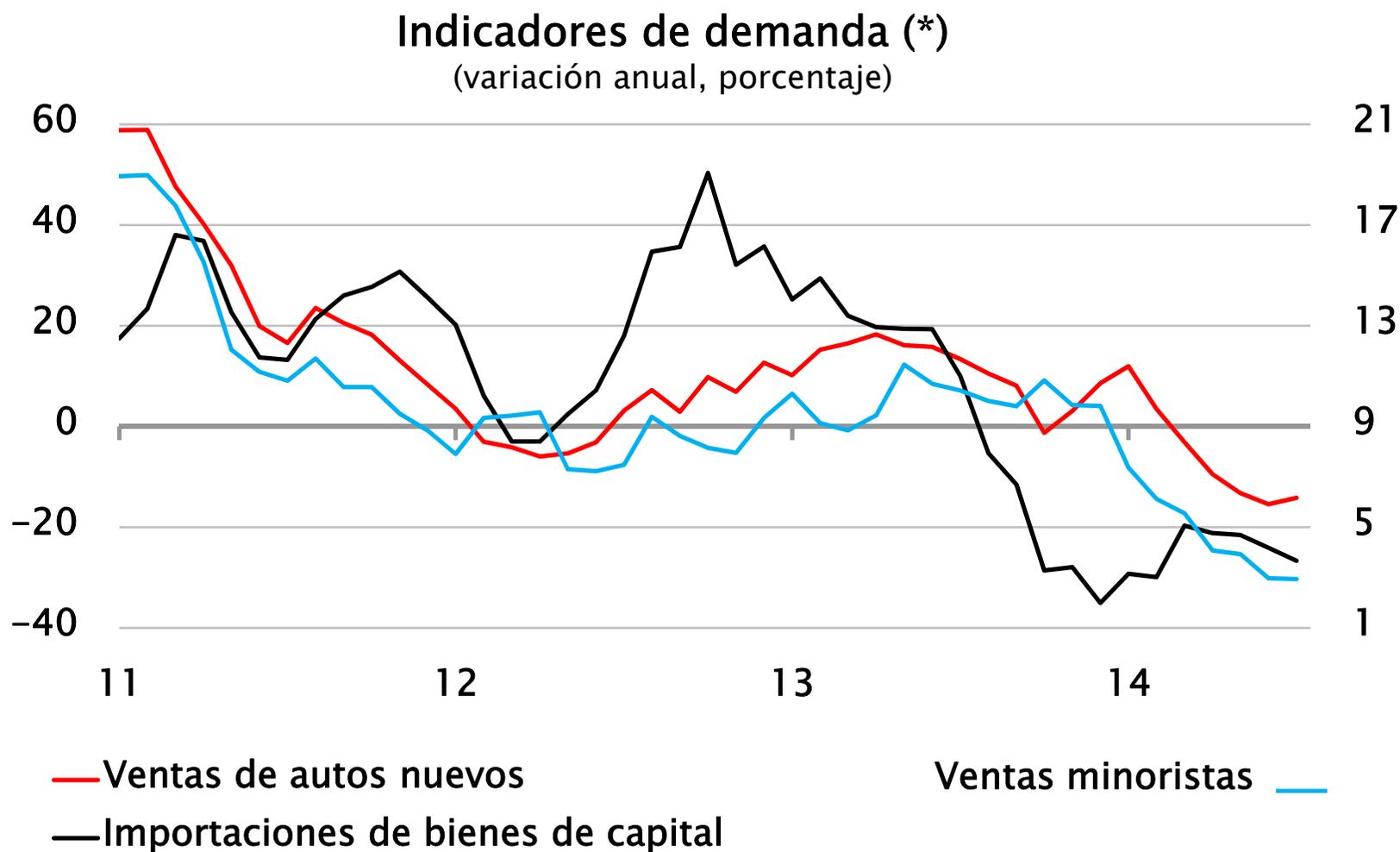


(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



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

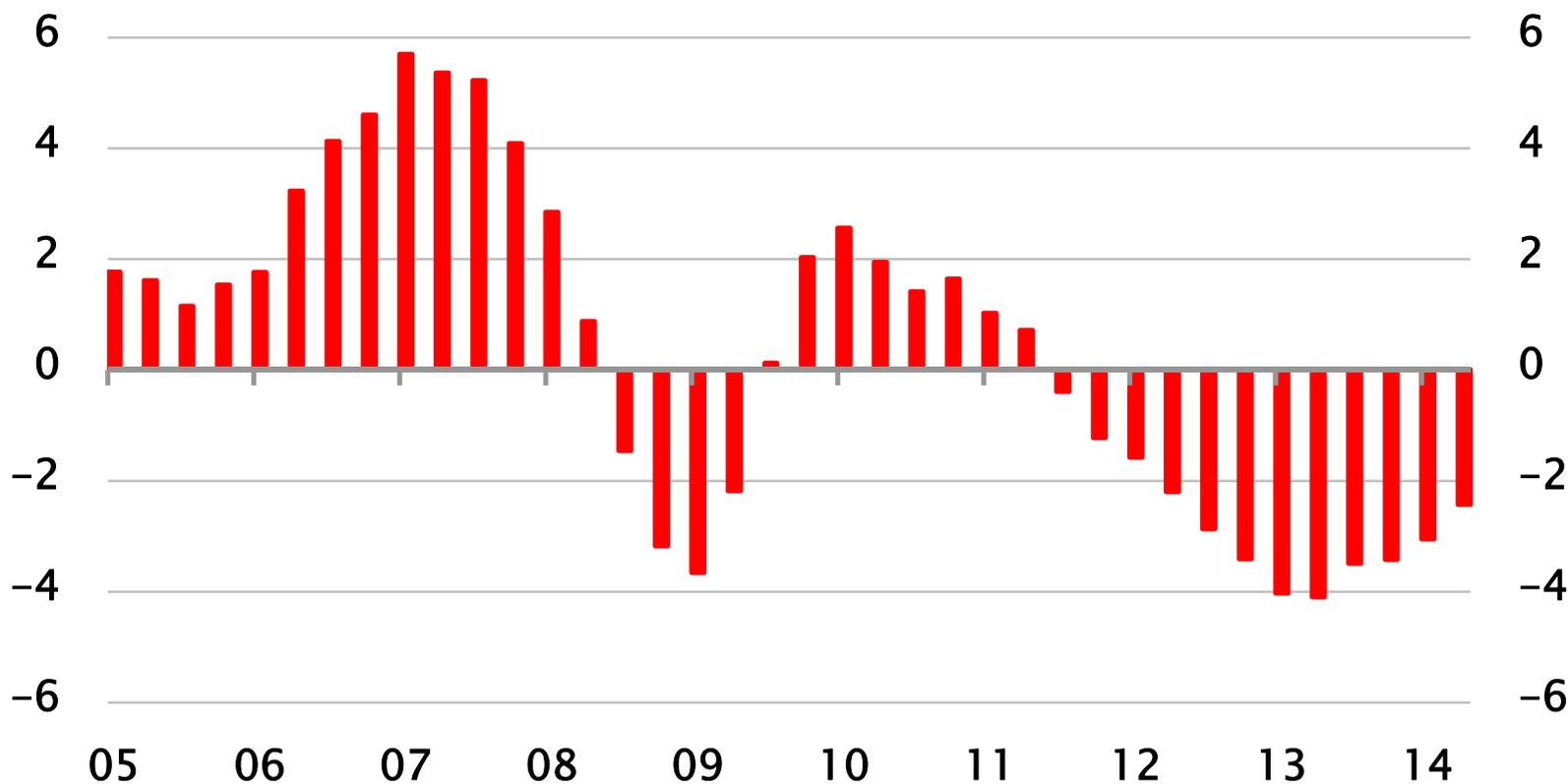


(*) Promedio móvil trimestral.



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

Cuenta corriente (*) (porcentaje del PIB)

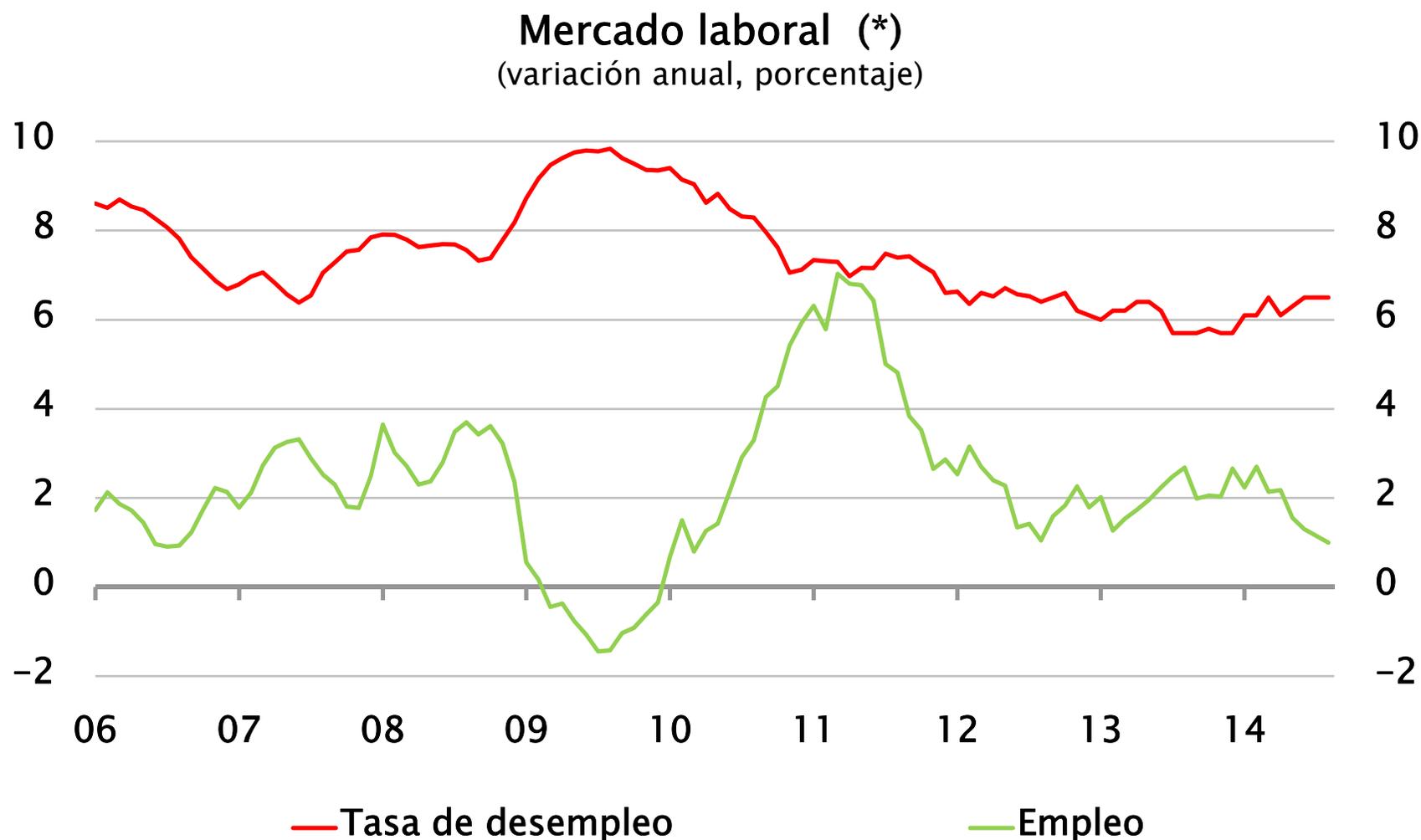


(*) Acumulado en un año móvil.

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 aparece estancada desde hace algunos meses.



(*) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas.

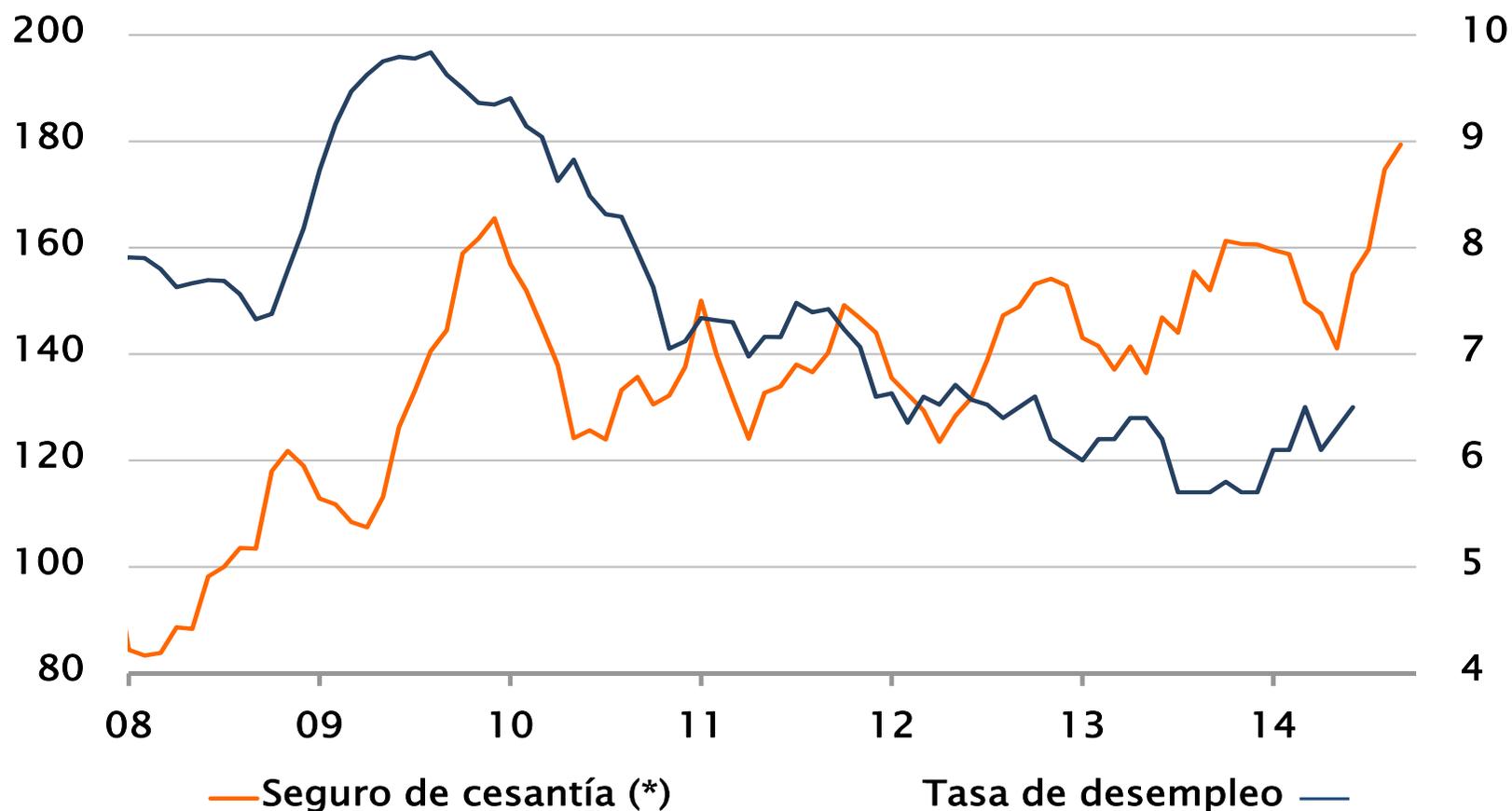
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



La disponibilidad de nuevas vacantes se ha reducido y las solicitudes de pago del seguro de cesantía han aumentado.

Indicadores del mercado laboral

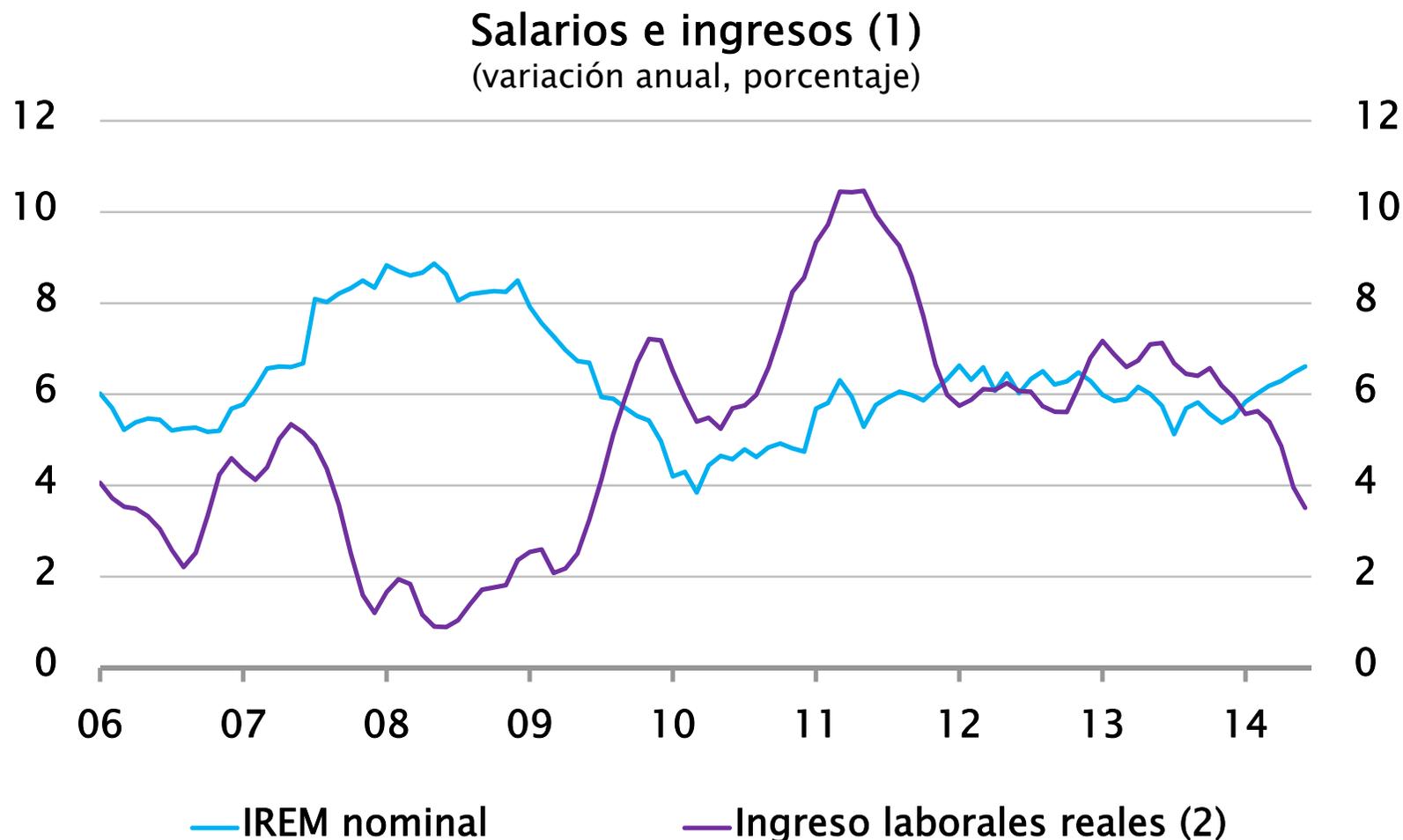
(miles de personas, porcentaje)



(*) Corresponde a los afiliados que solicitaron y recibieron pago por el seguro de cesantía.
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.



Sin perjuicio de lo anterior, los salarios nominales han mantenido el dinamismo de trimestres anteriores. Los ingresos laborales reales, en cambio, se han visto afectados y muestran una declinación en sus tasas de variación anual.

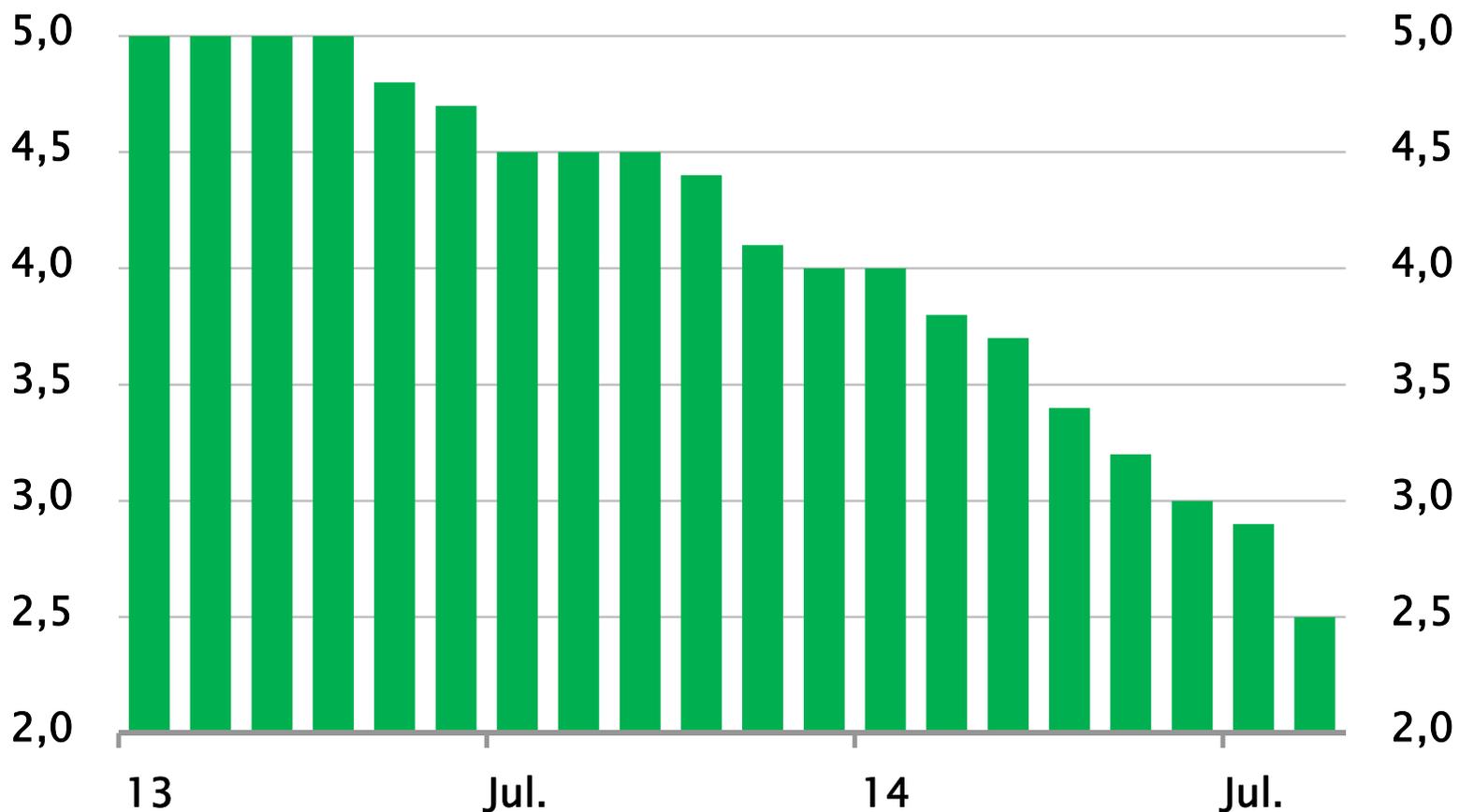


(1) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas. (2) Promedio móvil trimestral.



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

EEE: Proyecciones para el PIB del 2014
(porcentaje)

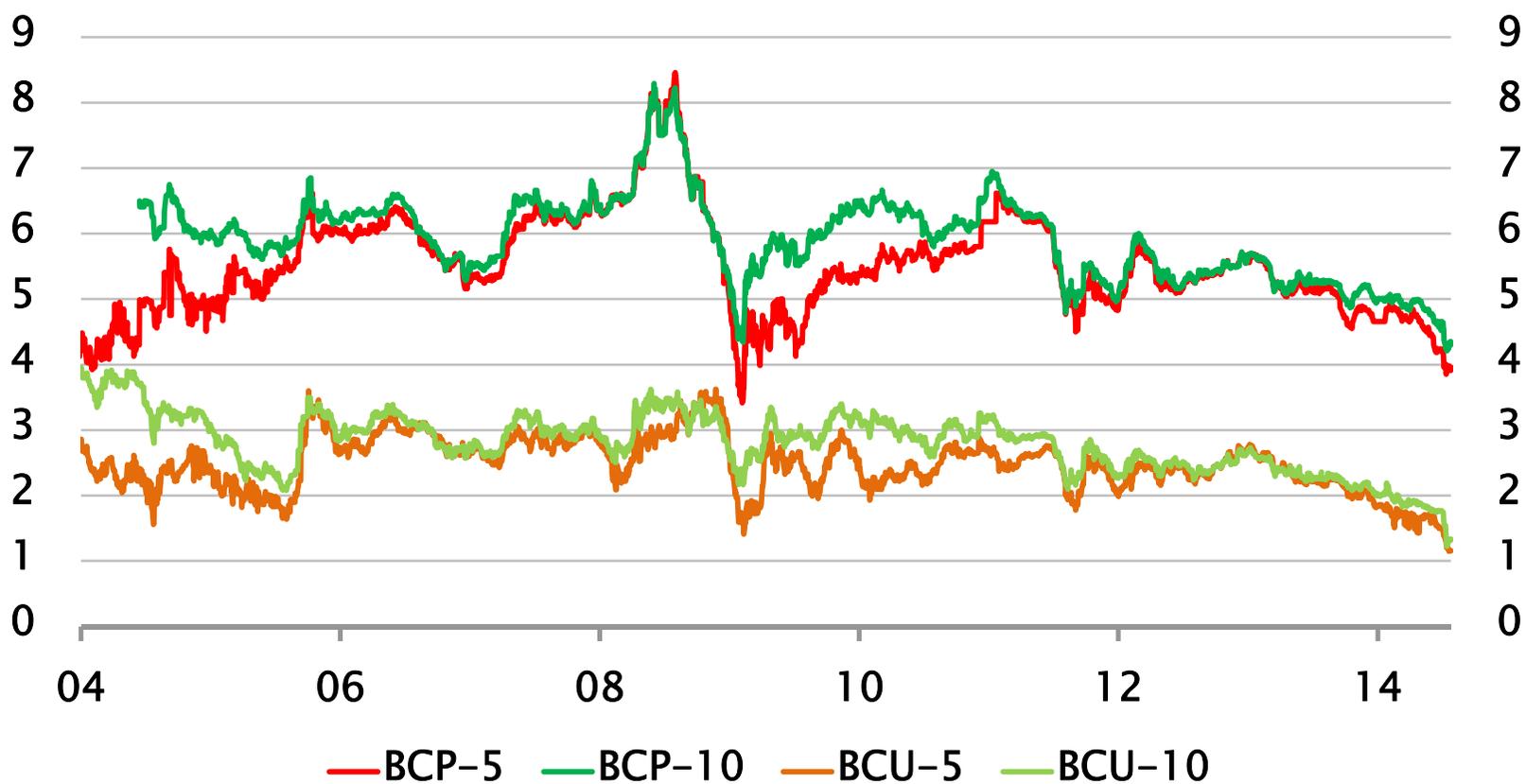


Fuente: Banco Central de Chile.



La evolución del escenario macroeconómico ha tenido un efecto importante en las tasas de interés de mercado. Las de largo plazo se ubican en sus mínimos históricos o en torno a ellos.

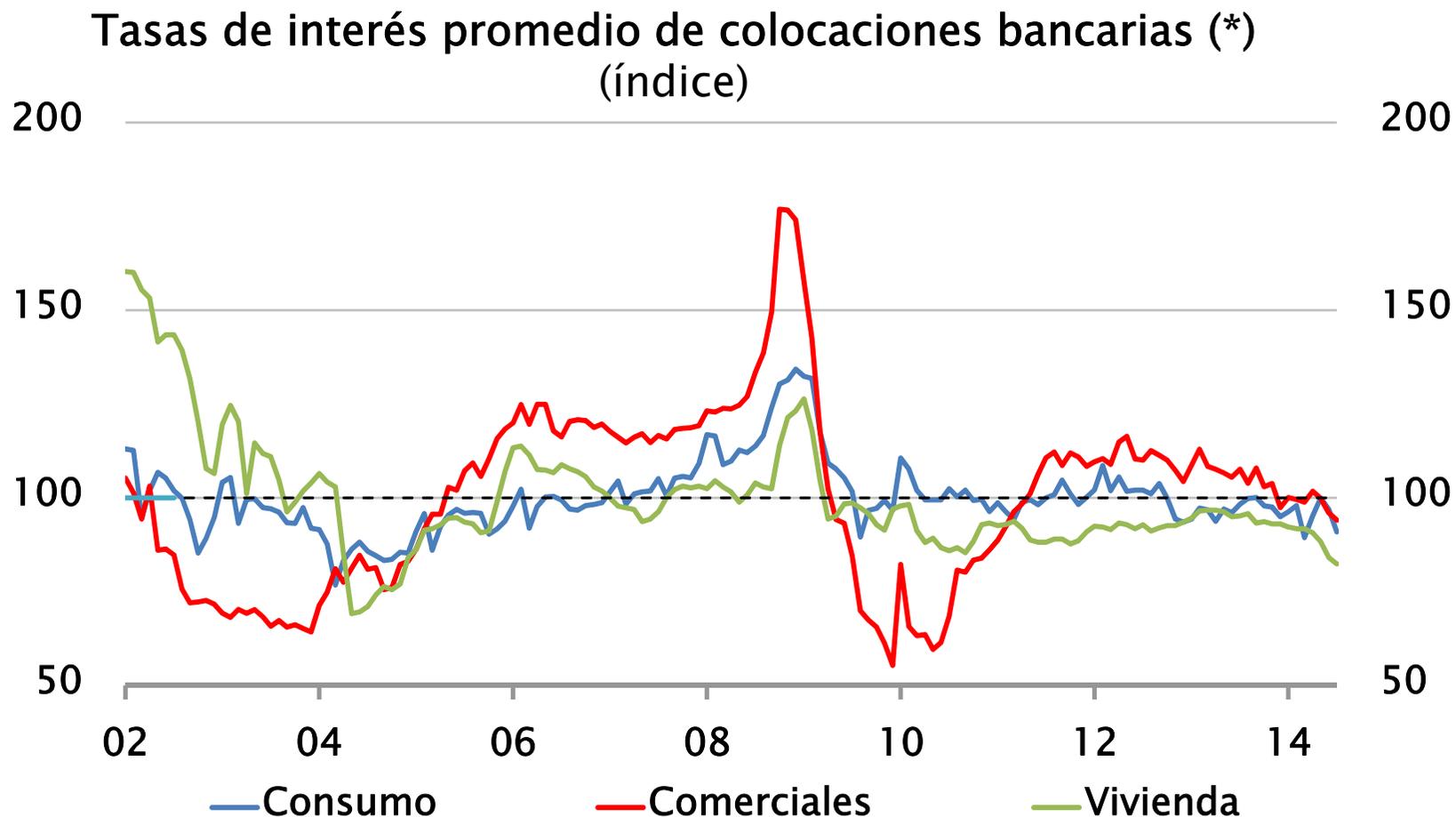
Tasa de interés de los documentos del Banco Central de Chile (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



El menor costo de financiamiento bancario se ha traspasado a las tasas de los créditos para empresas y personas.

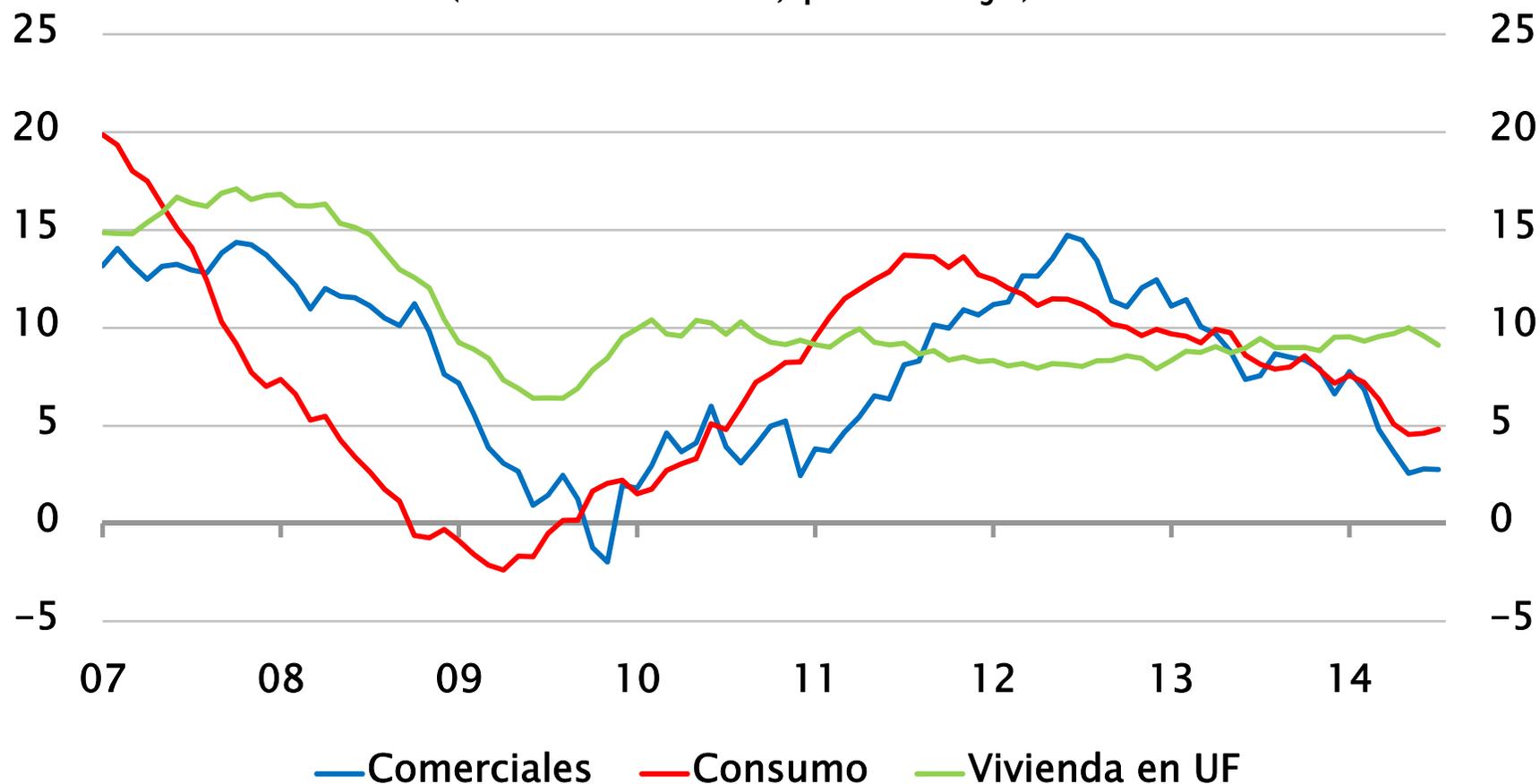


(*) Índice calculado como la tasa efectiva de cada mes respecto de la tasa promedio del período 2002-2014.



No obstante, el ritmo de crecimiento de las colocaciones comerciales y de consumo se ha reducido, mientras el de las hipotecarias se ha mantenido estable. En esto ha contribuido la conducta más cautelosa tanto de los bancos como de sus clientes.

Colocaciones reales por tipo de crédito
(variación anual, porcentaje)

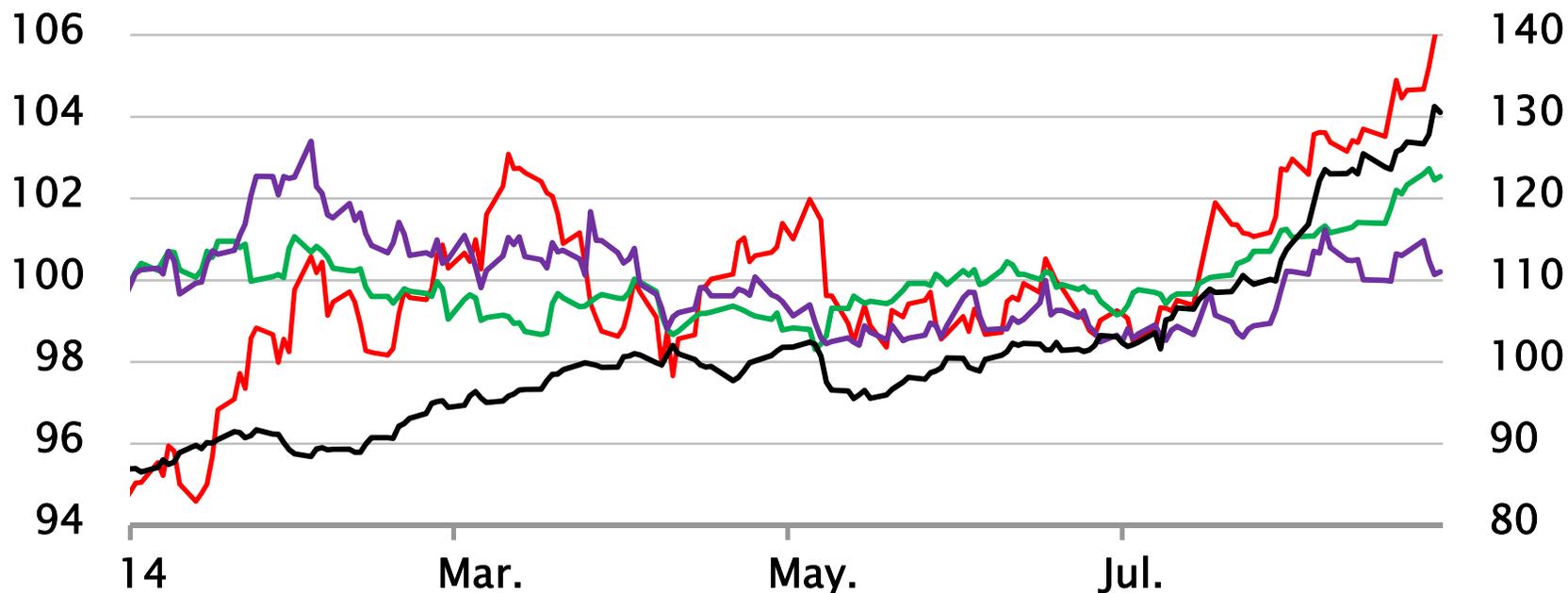




En este contexto, el peso chileno se depreció fuertemente, por sobre lo observado en otras economías emergentes. Han incidido en ello las condiciones cíclicas internas menos favorables y una política monetaria local más expansiva

Tipo de cambio nominal (1)

(índice 02/01/2014 - 28/08/2014 = 100)

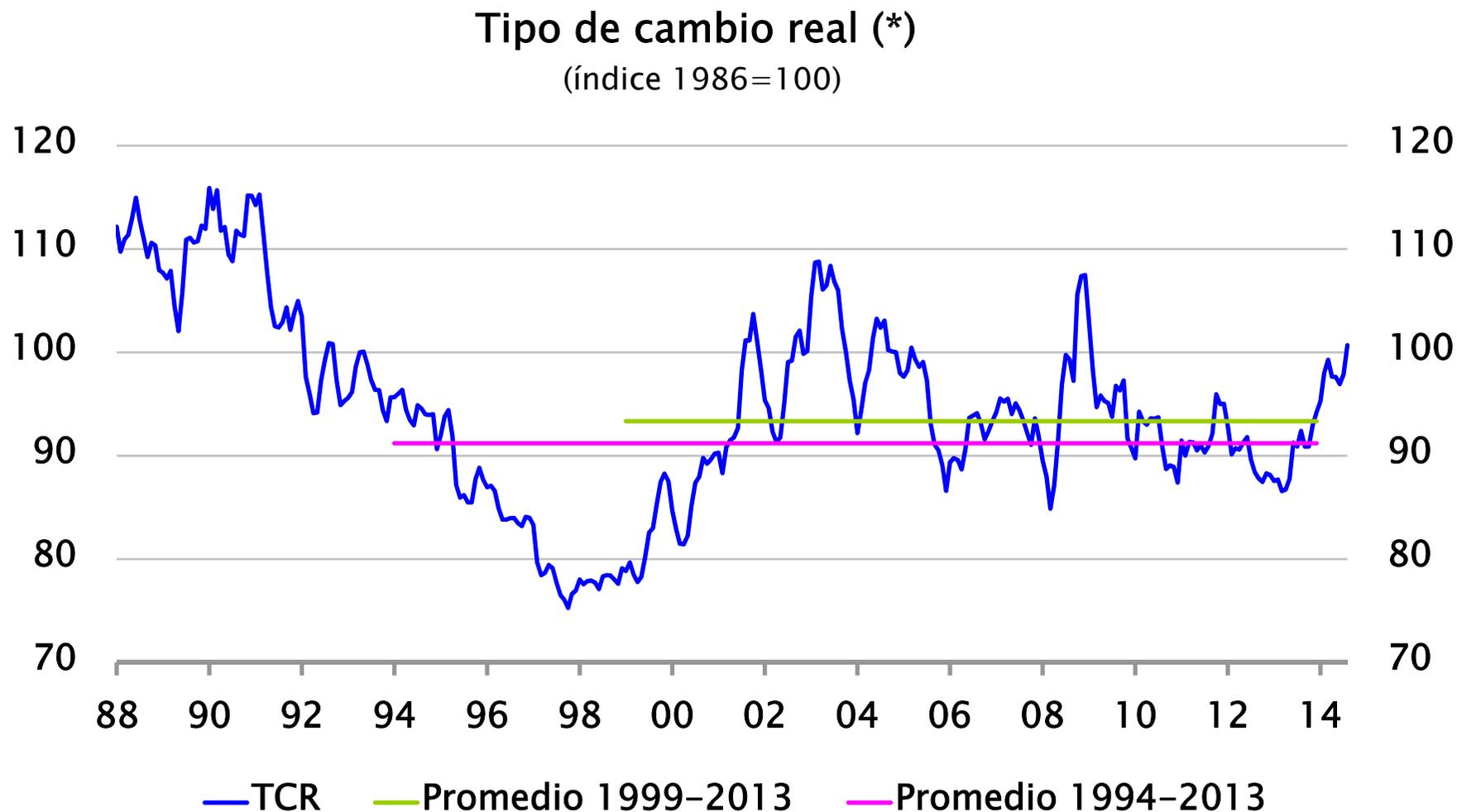


- Tipo cambio nominal
- Monedas comparables (2)
- Dólar multilateral (invertido)
- Diferencia tasas *swap* (invertido)

(1) Aumento indica depreciación. (2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, República Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO abril 2014. Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



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

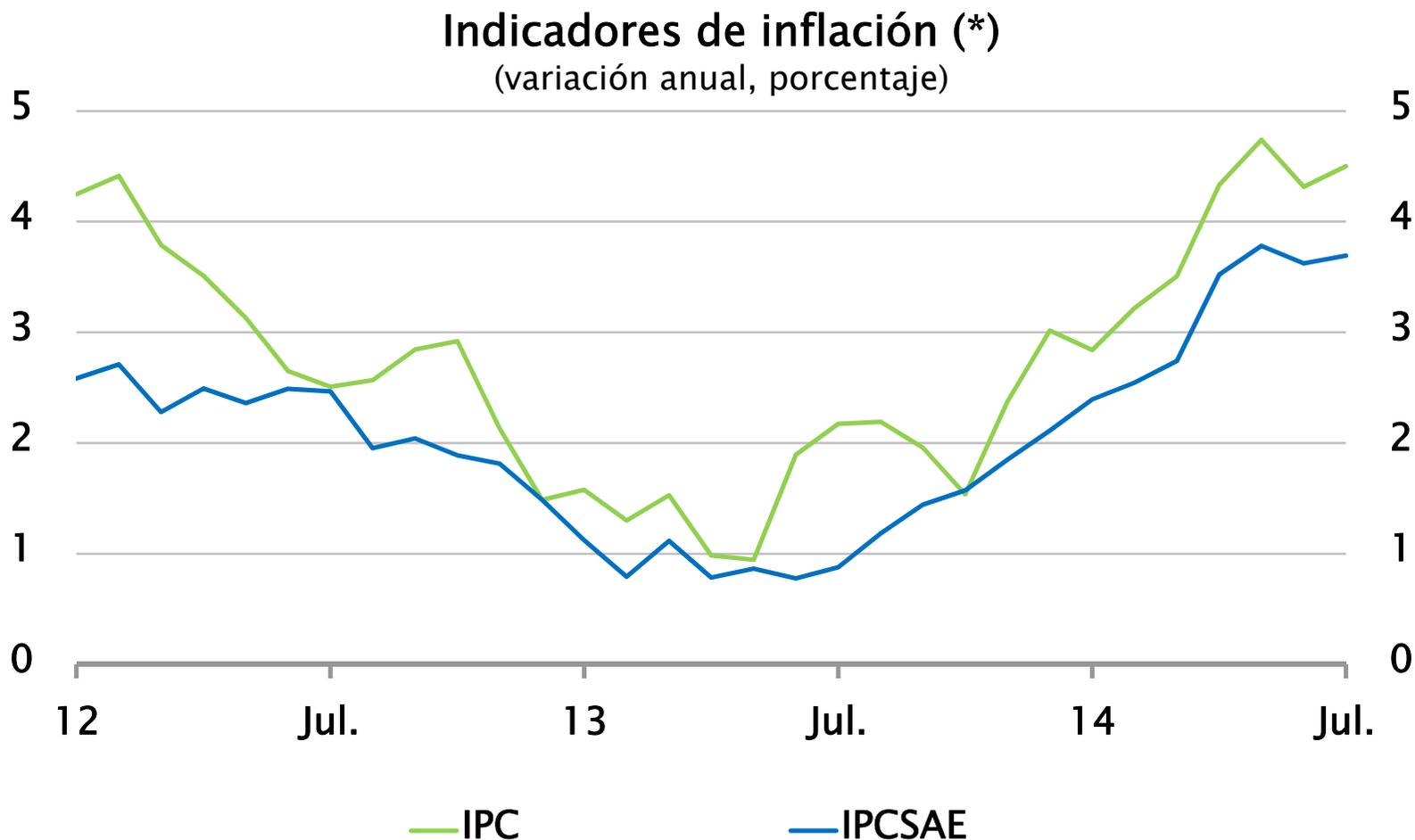


(*) Cifra de agosto incluye información hasta el 28 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación anual del IPC se ha mantenido algo por sobre el 4%, lo que se explica principalmente por la depreciación del peso, pero sus variaciones mensuales han descendido.



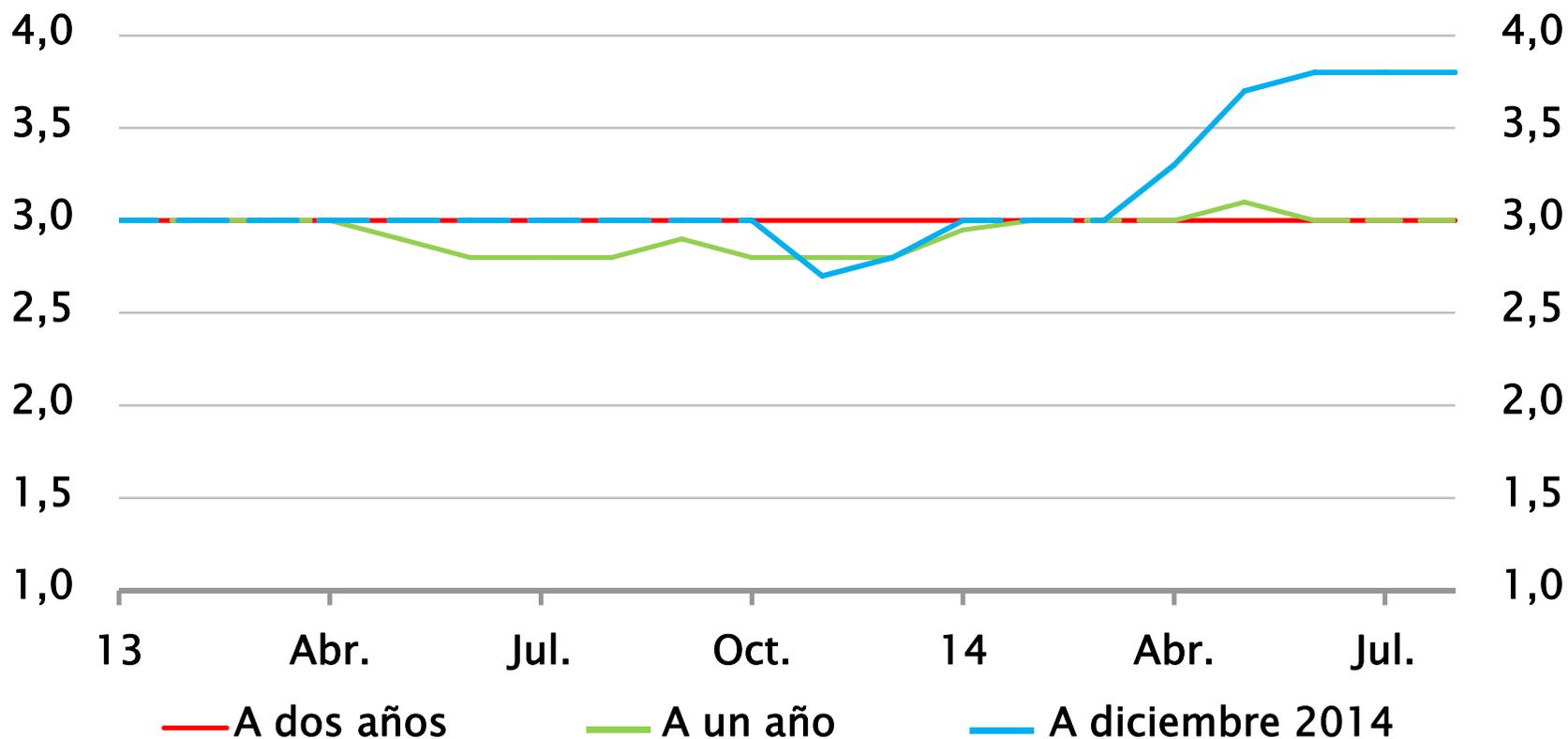
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



Así, sigue estimándose que el nivel actual de la inflación será transitorio, visión que es compartida por el mercado que mantiene expectativas para la inflación a uno y dos años plazo 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.

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, Bloomberg y oficinas de estadísticas de cada país.



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 y 4% 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.

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



Se estima, además, que crecimiento de mediano plazo para Chile se ubica entre 4 y 4,5%, por debajo de lo estimado con anterioridad.

Crecimiento de mediano plazo
(variación anual, porcentaje)

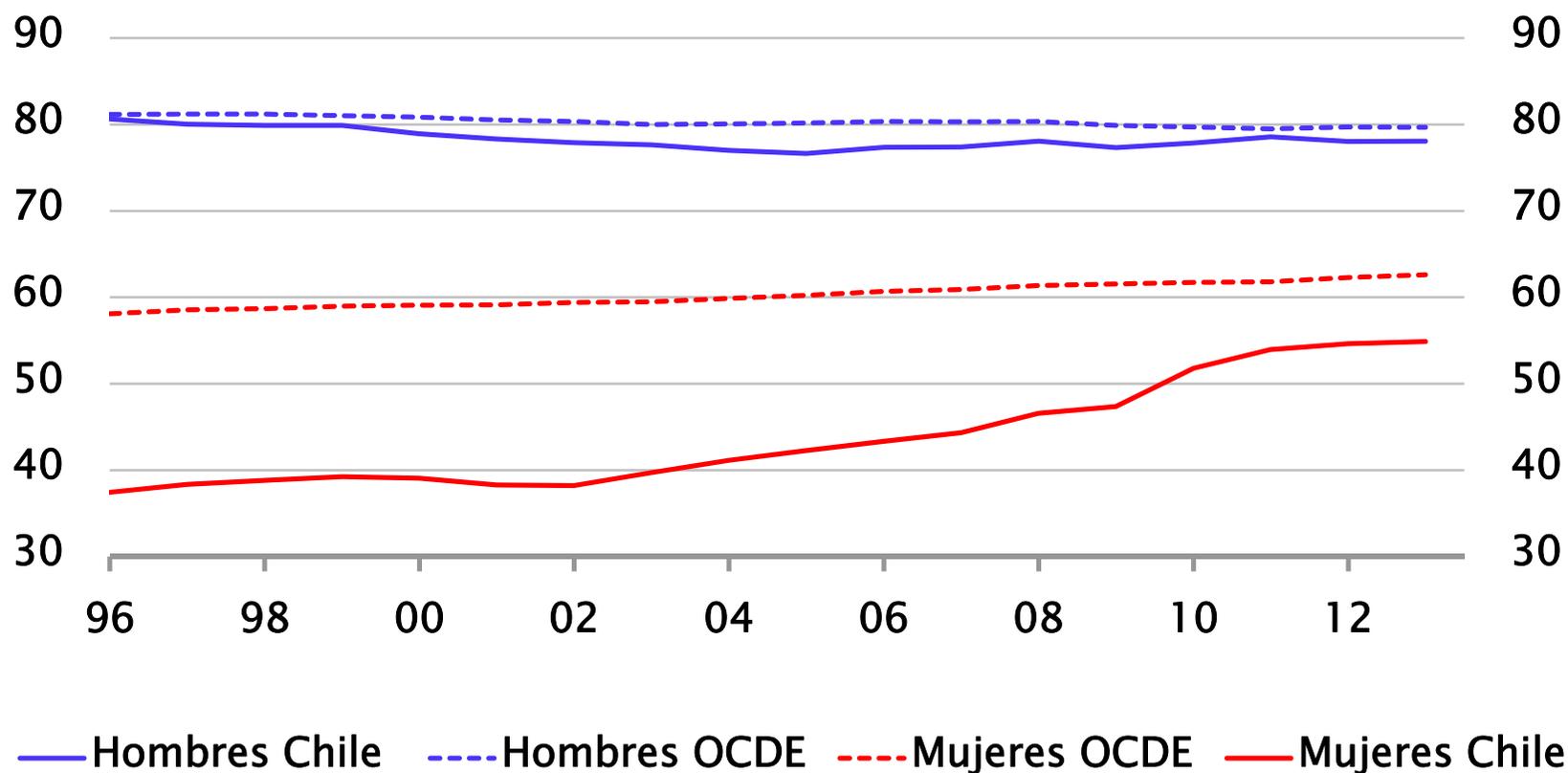
Período	PIB total	PIB resto (1)				PIB RR.NN.
		Total	PTF resto	Capital	Trabajo	
Descomposición Histórica del Crecimiento del PIB						
87-90	6,5	6,9	2,0	4,0	5,8	3,4
91-95	7,5	7,4	1,6	6,8	4,9	8,1
96-00	3,8	3,4	-1,4	6,5	3,3	6,9
01-05	4,3	4,8	1,6	3,8	2,8	0,8
06-10	3,6	4,5	1,8	3,9	1,6	0,6
11-14:2	4,7	5,1	0,8	5,8	2,8	2,7
Proyección Crecimiento PIB Mediano Plazo (2)						
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) Para 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 la posibilidad de que este crecimiento sea mayor, lo que implica enfrentar adecuadamente los desafíos que se plantean en el ámbito de la energía, la infraestructura, los recursos humanos, la educación, la participación de la mujer en la fuerza de trabajo, y las políticas públicas con mayor gravitación en el crecimiento.

Tasa de participación femenina en el mercado laboral (porcentaje)

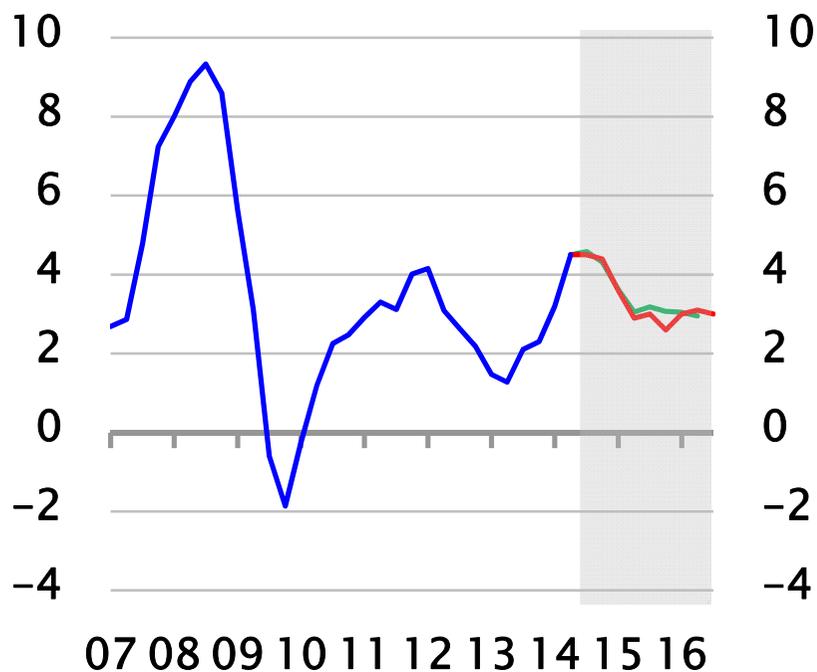


Fuente: OCDE.



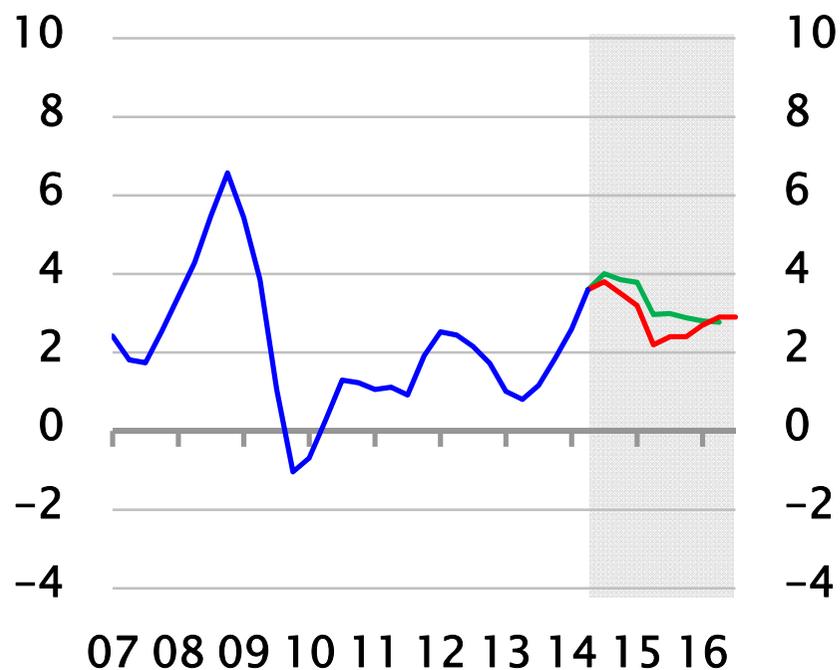
La inflación anual del IPC se mantendrá en niveles por sobre 4% durante todo lo que resta de este año y, hacia 2015, tendrá un rápido descenso hacia 3%.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Jun.2014

Inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)

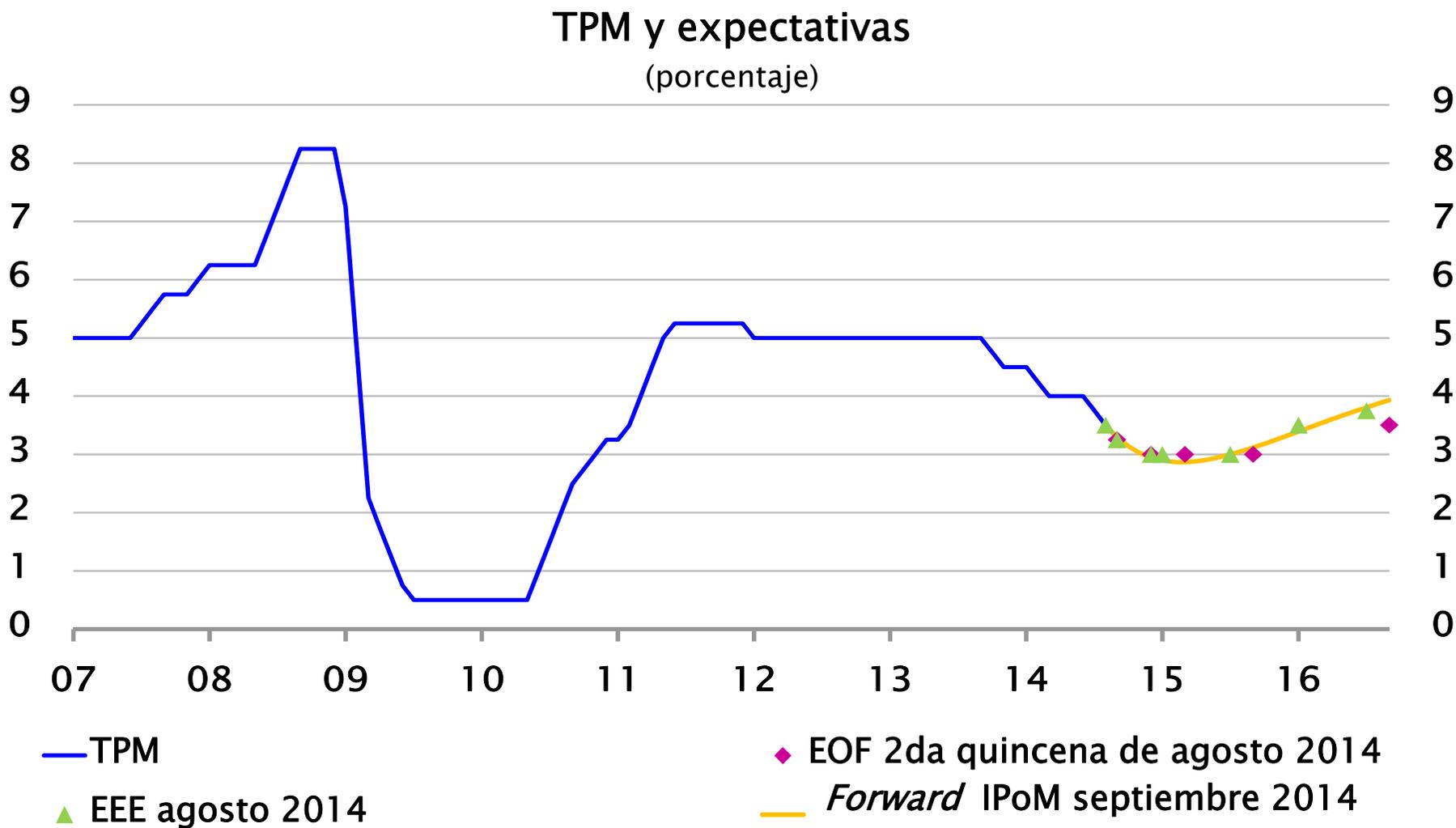


— IPoM Sep.2014

(*) 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.

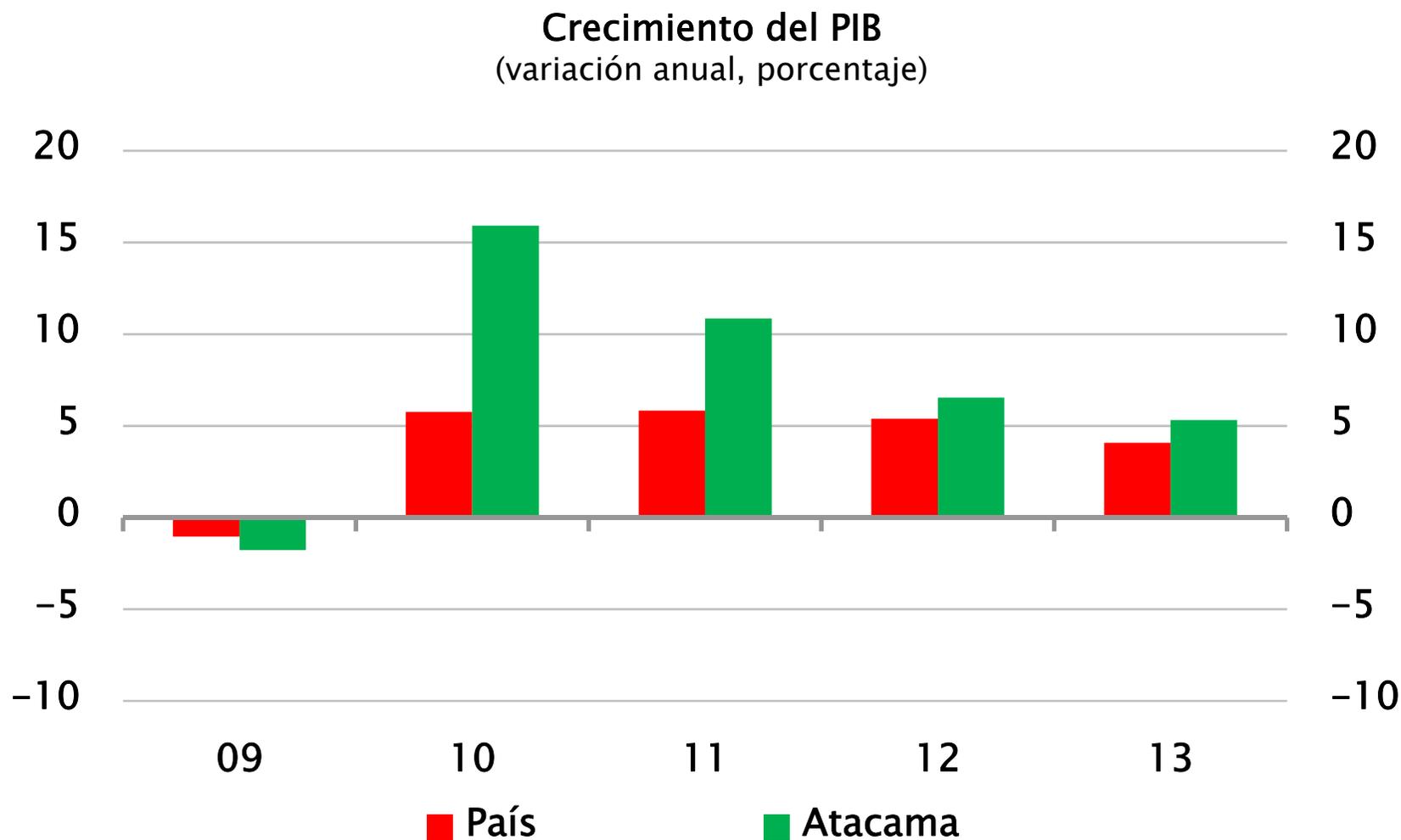
- Riesgos externos:
 - Desempeño de China por debajo de lo esperado.
 - Nuevos episodios de volatilidad financiera debido a vulnerabilidades en otras economías emergentes.
 - Recuperación de la Eurozona más lenta que lo previsto.
 - Tensiones en los mercados financieros internacionales relacionadas con el retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos.
- Riesgos internos:
 - Desaceleración interna más persistente que lo previsto.
 - Convergencia de la inflación a la meta más lenta que lo esperado por efectos de la depreciación cambiaria.



Escenario para la Región



El crecimiento regional en los últimos años se muestra muy relacionado con la expansión de la inversión minera y su posterior declinación.





Ello se ve corroborado por el Informe de Percepciones de Negocios preparado por el Banco Central.

- Las empresas proveedoras de servicios y productos para la minería indican que sus resultados fueron peores a lo esperado debido a la finalización y/o postergación de proyectos mineros.
- Estas empresas esperan que este cuadro continúe hasta fines de año, cuando podría observarse una mejoría. Sus clientes (minerías) estarían esperando definiciones en materia de políticas públicas y la aprobación de proyectos eléctricos para impulsar la actividad.
- Situación similar expresan las automotoras, con caídas en ventas y márgenes. Sin embargo, esperan un leve rebote en los próximos meses.
- El sector inmobiliario menciona un estancamiento de las ventas desde el 2013. Lo atribuyen a la menor actividad minera de la región.



Ello se ve corroborado por el Informe de Percepciones de Negocios preparado por el Banco Central.

- En el sector agrícola, las perspectivas han mejorado por mejores precios y por aumentos de productividad relacionados con la automatización de procesos y el uso de tecnología. Se percibe un cauteloso optimismo.
- En el mercado laboral, se observan mayores holguras en todos los sectores y se espera que esto continúe dada la menor actividad minera y de la construcción. Sin embargo, los salarios no han experimentado ajustes importantes y mantienen en general los niveles de los años de mayor dinamismo económico.



Comentarios finales

- En los últimos meses, la actividad y demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo esperado.
- Estos resultados y las proyecciones hacia adelante son sin duda poco auspiciosos, pero retomar una senda de mayor crecimiento está a nuestro alcance. Los pilares de nuestra economía permanecen sólidos.
- En el curso del último año, el Banco Central ha recortado la TPM en 150 puntos base, lo que ha implicado la introducción de un importante impulso monetario. Ha señalado, además, 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

Enrique Marshall
Vicepresidente