



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2014

Rodrigo Vergara
Presidente



Introducción

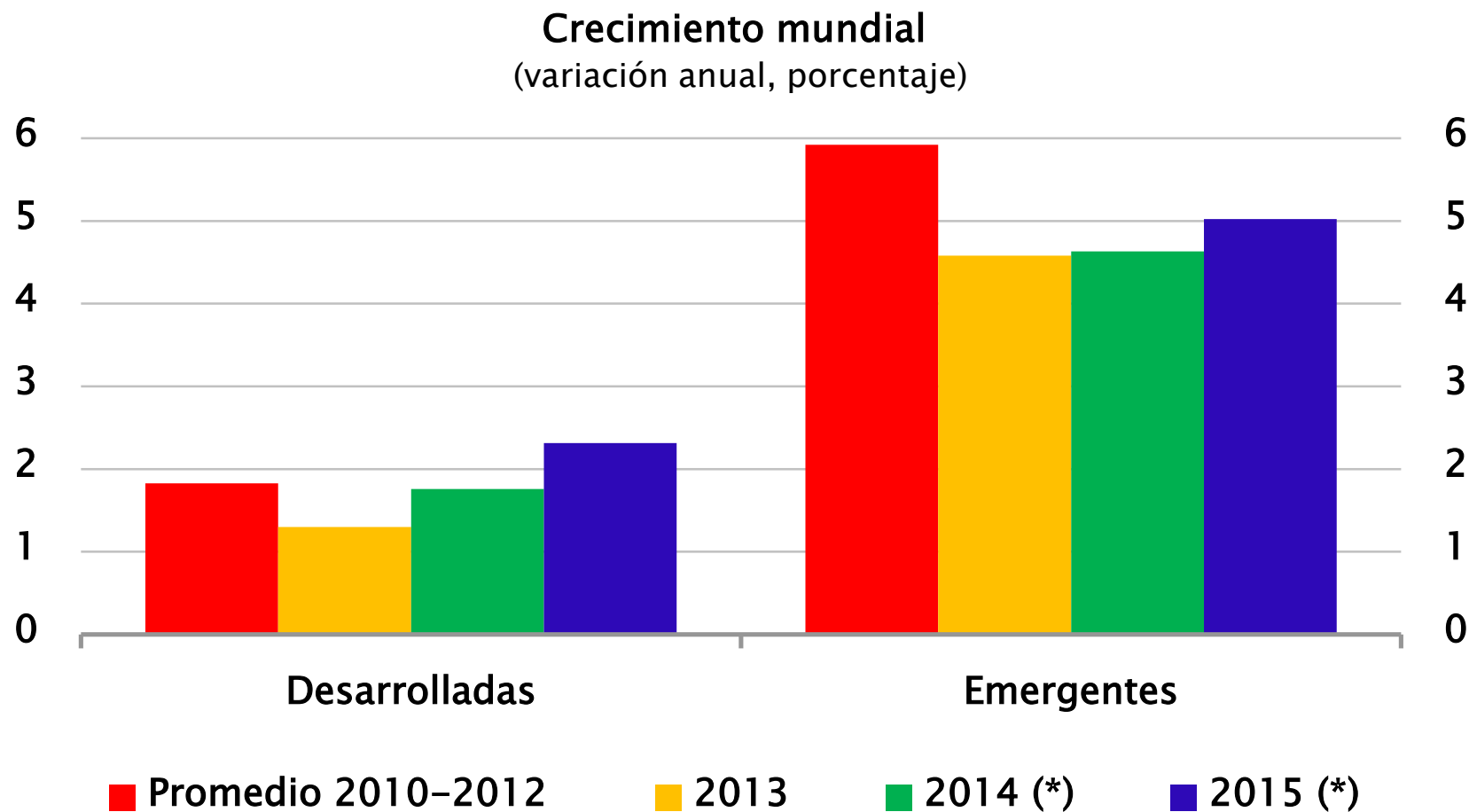
- La actividad y la demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo previsto hace unos meses.
- A la mayor caída de la inversión se sumó una desaceleración más marcada del consumo privado, lo que llevó a reducir la proyección de crecimiento para este año por debajo del rango 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 2014. Con todo, se siguen esperando tasas de crecimiento superiores en 2015 respecto de este año.

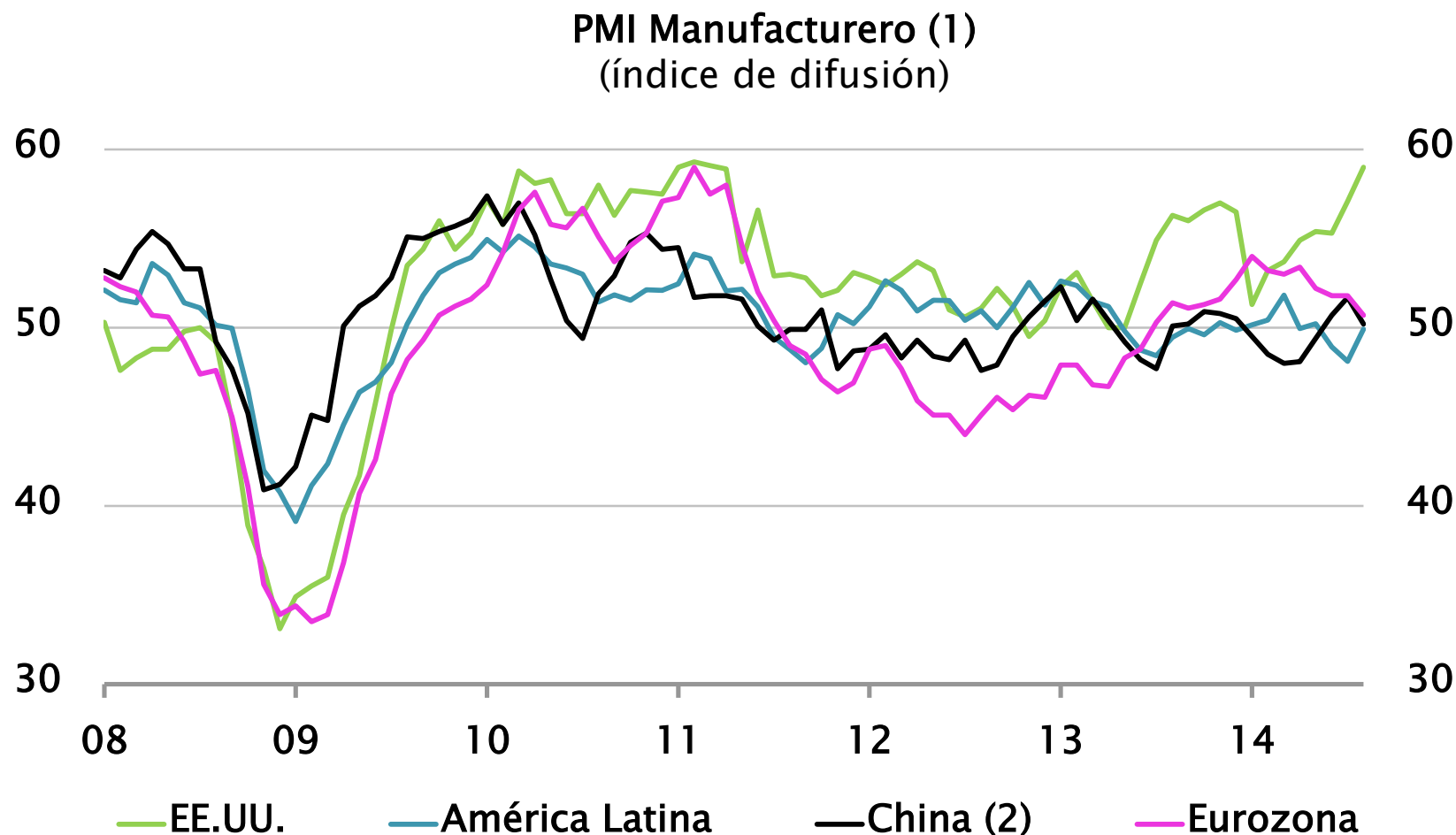


(*) Corresponde a la proyección de Consensus Forecasts de agosto 2014.

Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



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, con heterogeneidad en su desempeño, las expectativas son de una mayor debilidad.

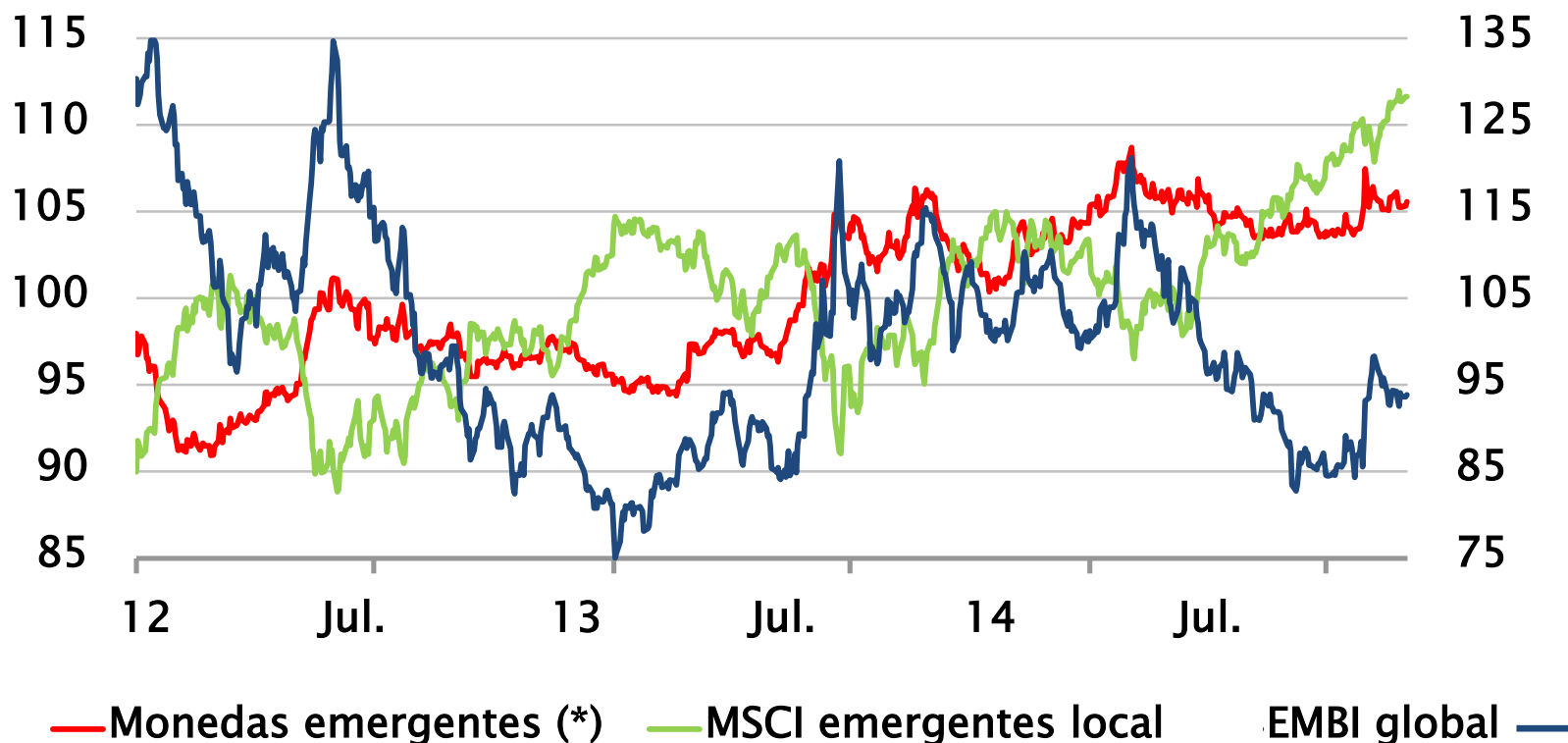


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Índice estimado por HSBC.
Fuente: Bloomberg.



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 - 02/09/2014 = 100)

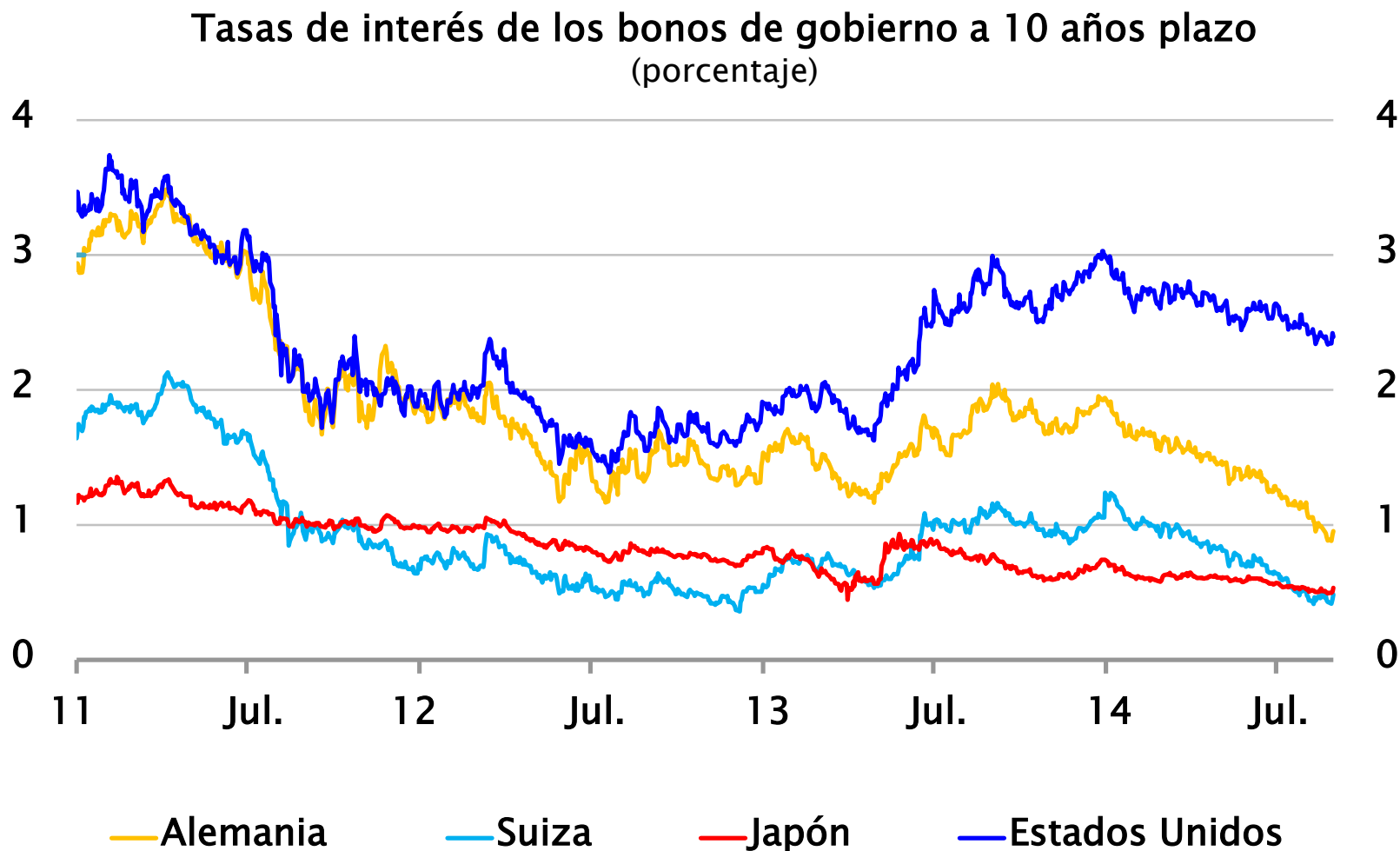


(*) Aumento indica una depreciación respecto del dólar estadounidense. Índice construido en base a un promedio ponderado de Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO abril 2014.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



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



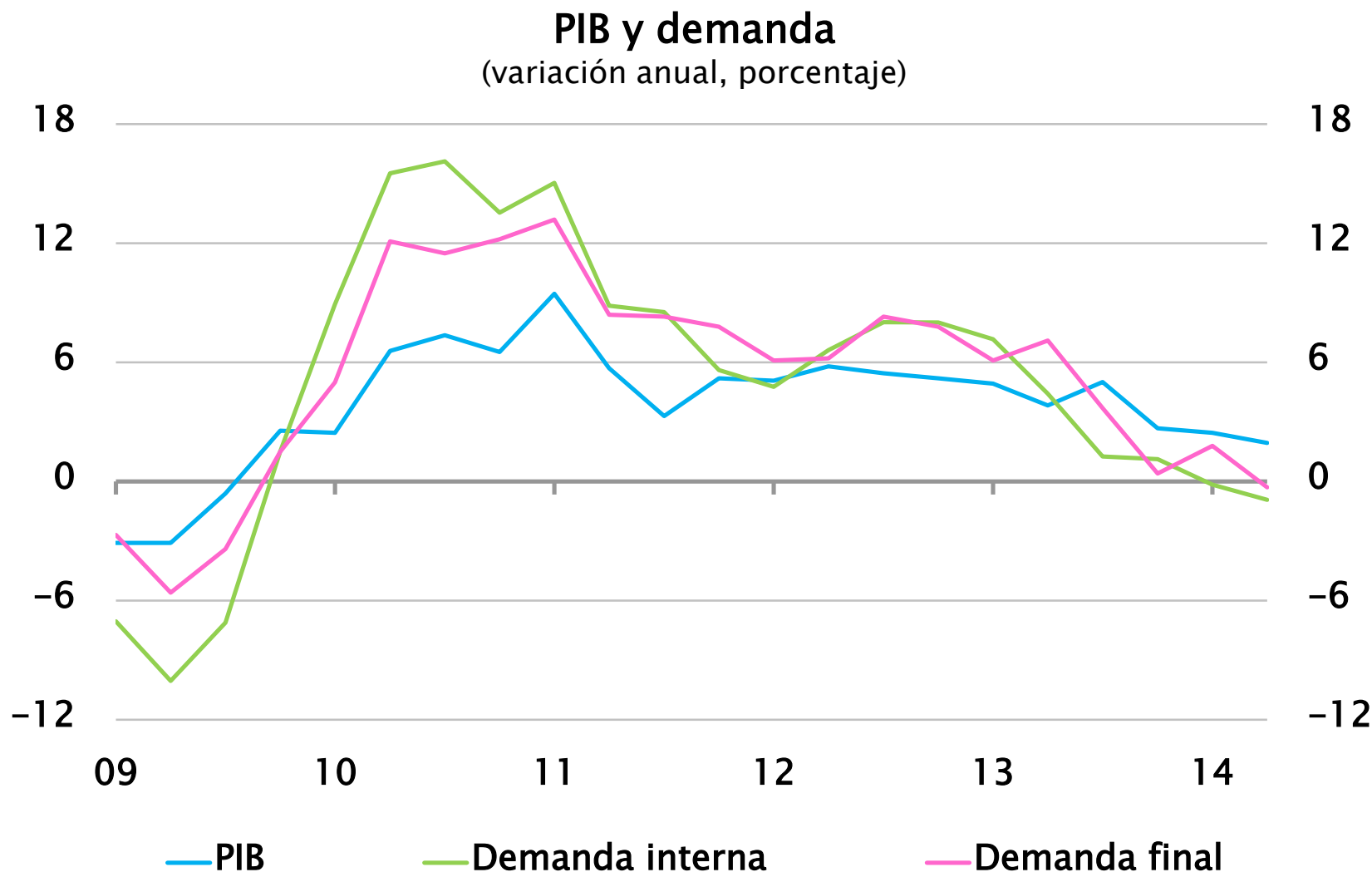
Fuente: Bloomberg.



Escenario interno

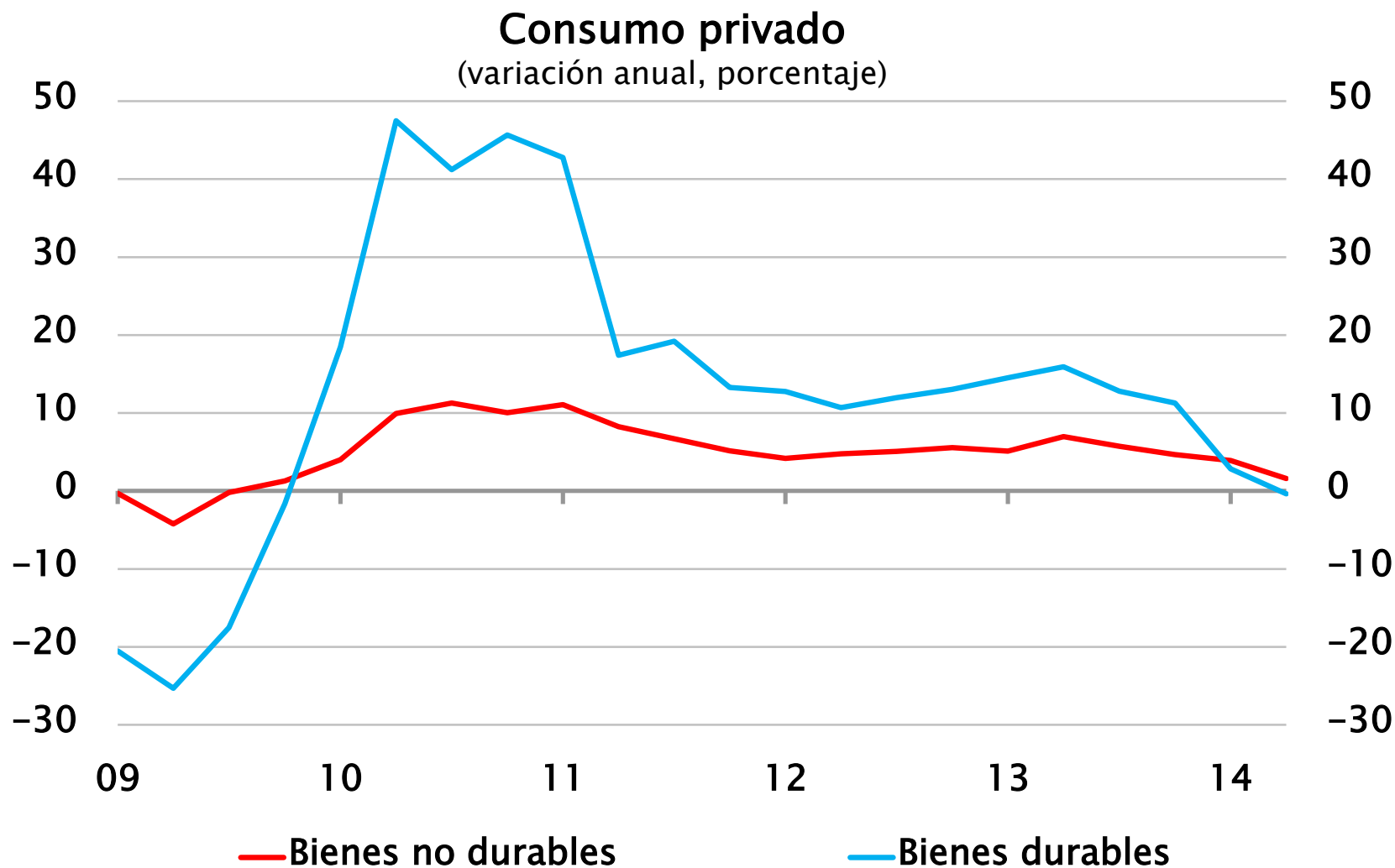


En el segundo trimestre, el PIB creció 1,9% y la demanda interna cayó 0,9%. Resalta que el bajo desempeño del gasto se extendió a todos sus componentes.



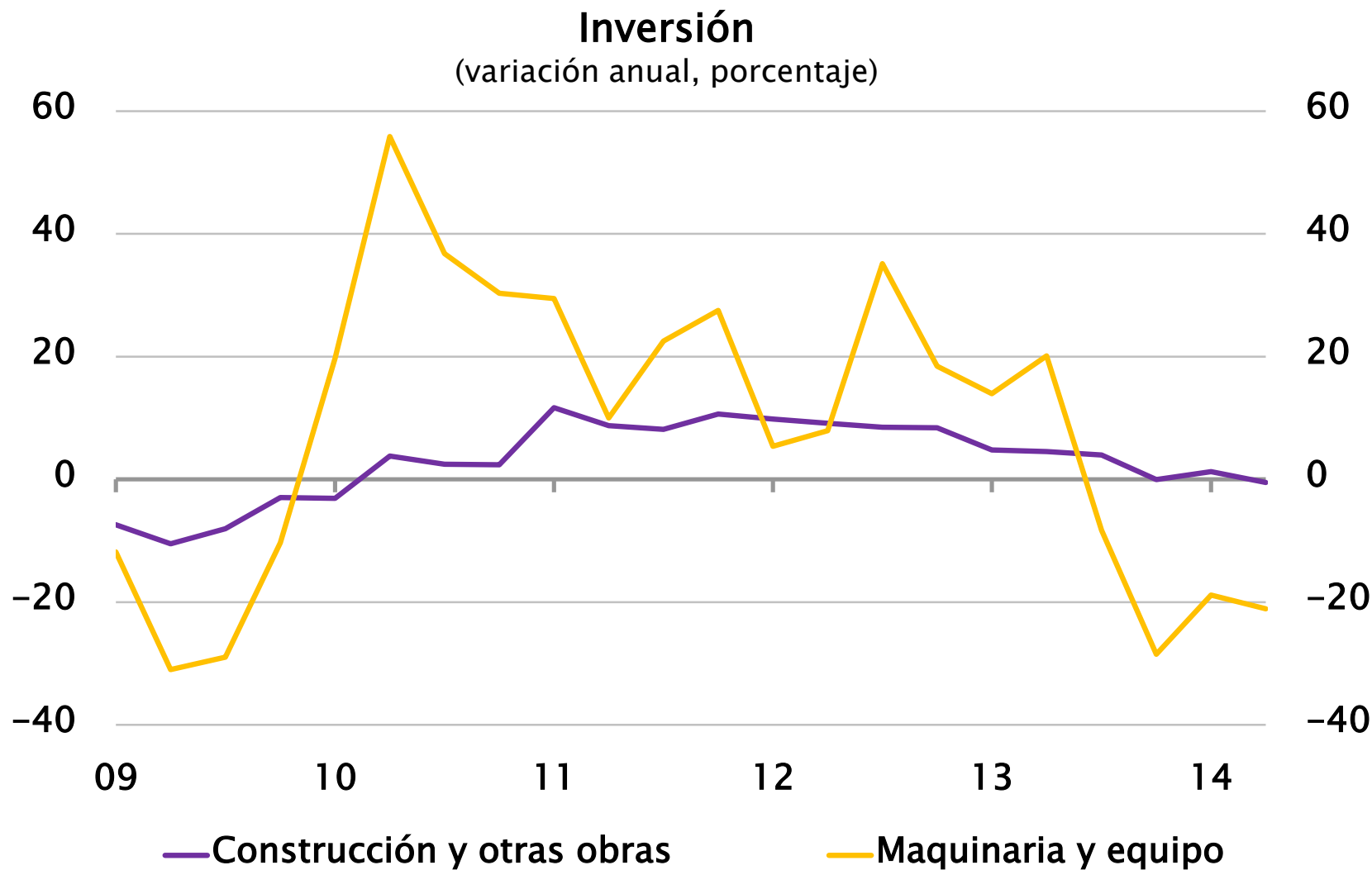


El menor crecimiento del consumo privado se explica principalmente por el débil desempeño del consumo de bienes durables. No obstante, llamó la atención el rápido descenso del consumo de bienes no durables.





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 resaltó que el componente de construcción y obras también se contrajo.





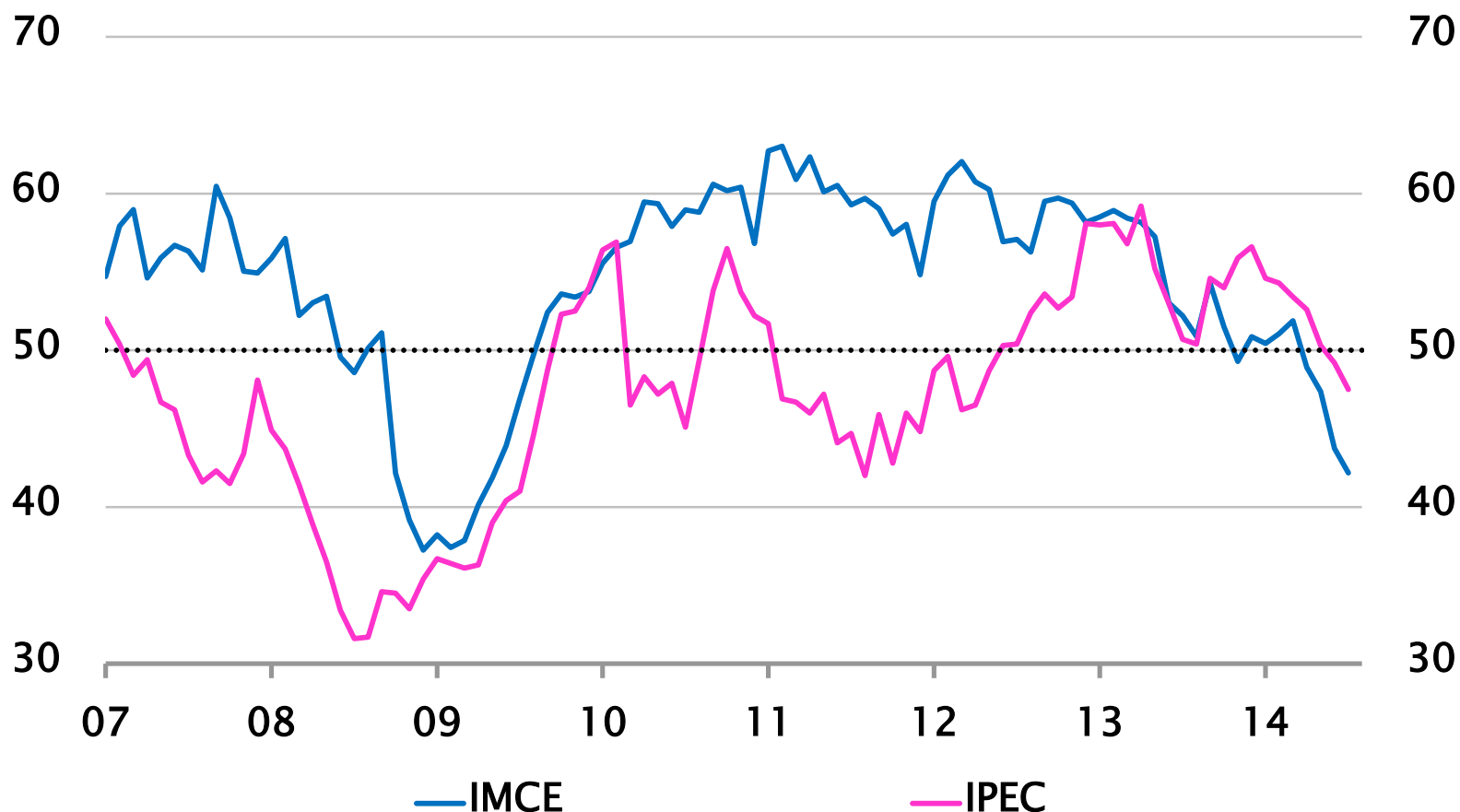
Factores detrás de la desaceleración

- La desaceleración de la economía era un fenómeno, en parte, esperado.
- El menor crecimiento se explica por un conjunto de factores externos e internos. Entre ellos:
 - Fin del ciclo de altos precios de las materias primas
 - Condiciones financieras internacionales se han deteriorado algo y se espera seguirán estrechándose.
 - Maduración del ciclo de inversión minero.
 - Menor impulso por avance de la reconstrucción post 27-F.
 - Menor crecimiento real de los ingresos laborales.



A ello se agregan factores inesperados, como el continuo deterioro de las expectativas empresariales y de los consumidores. A julio, se ubican en la zona pesimista.

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

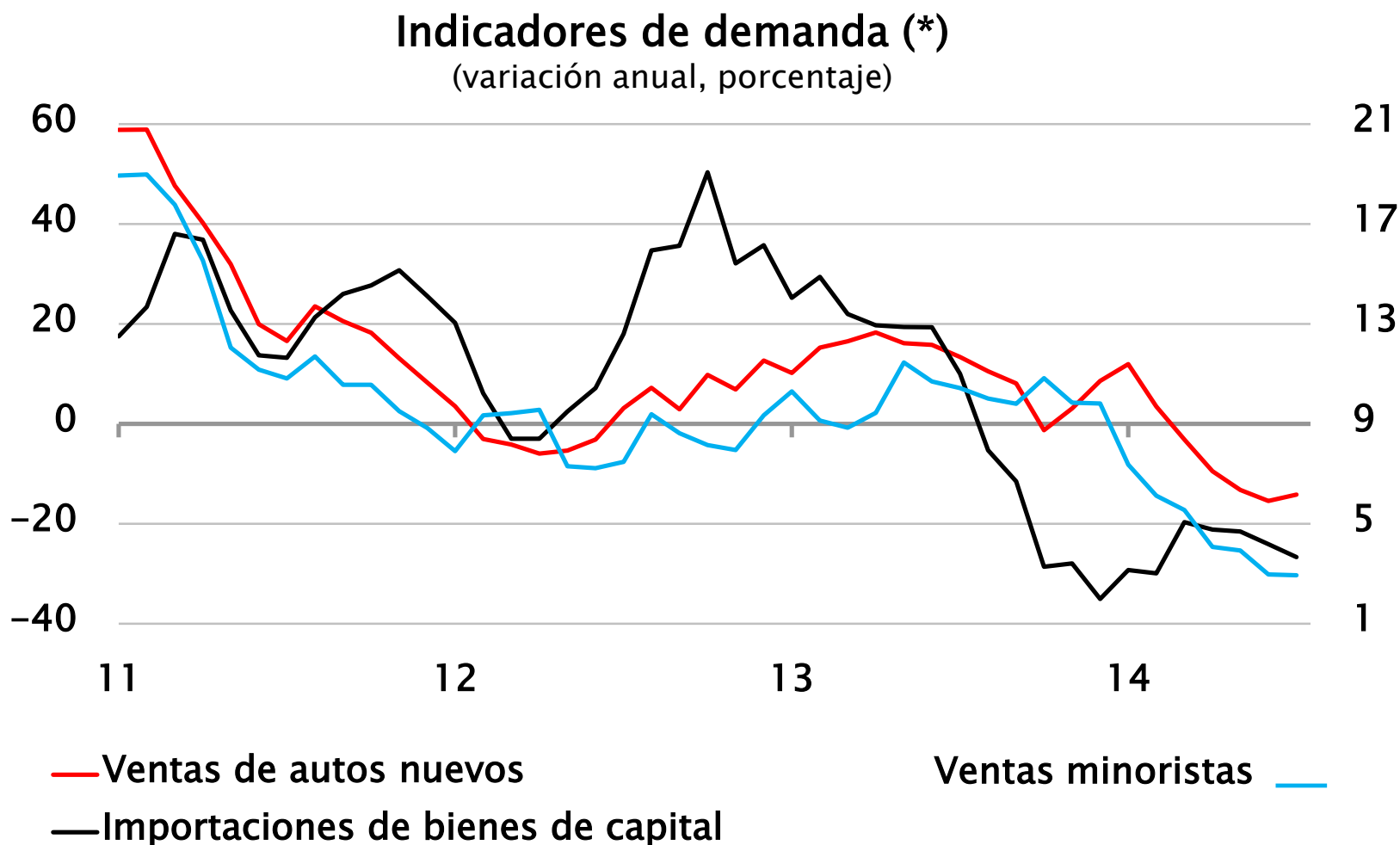


(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

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.



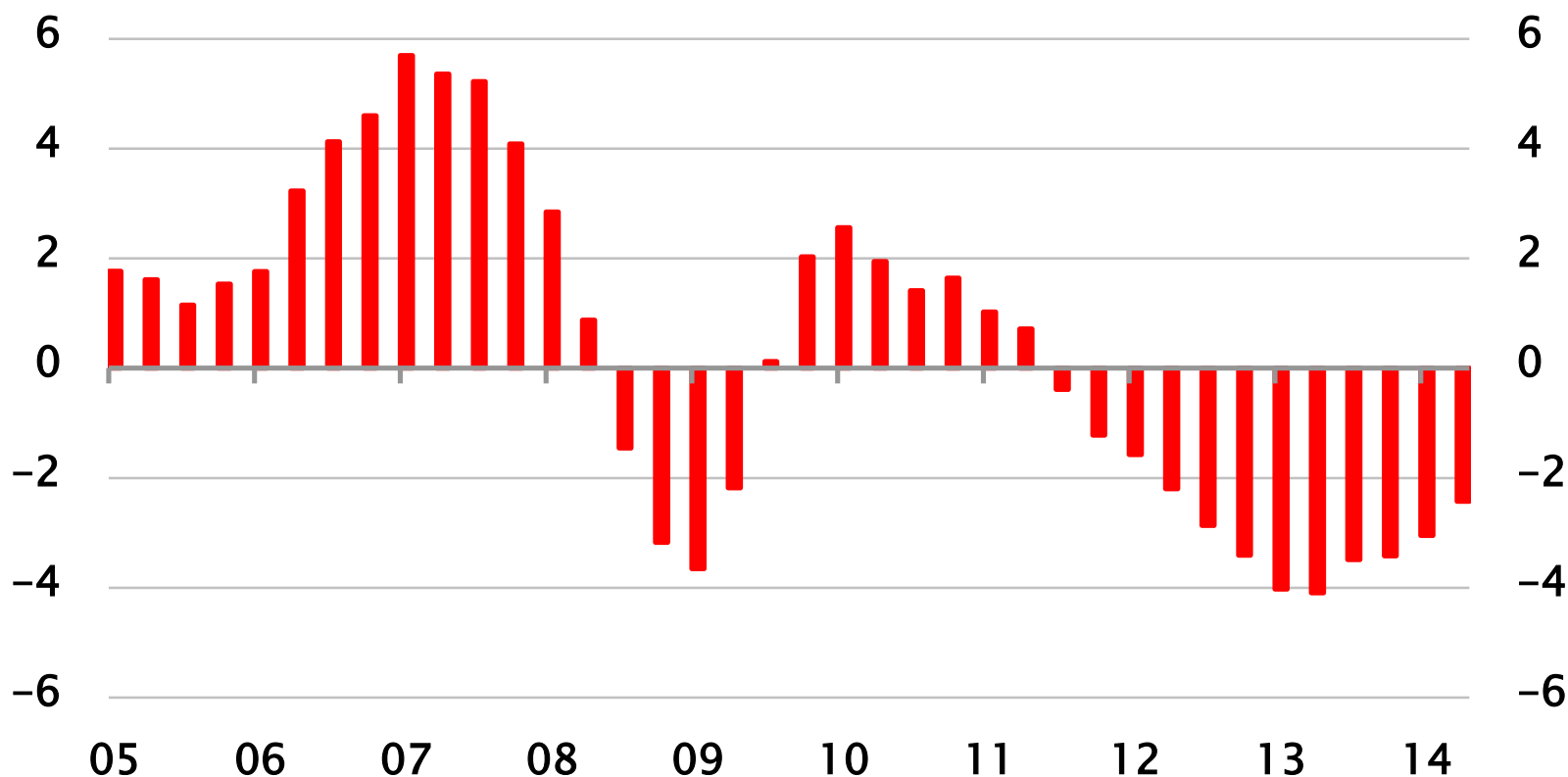
(*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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)

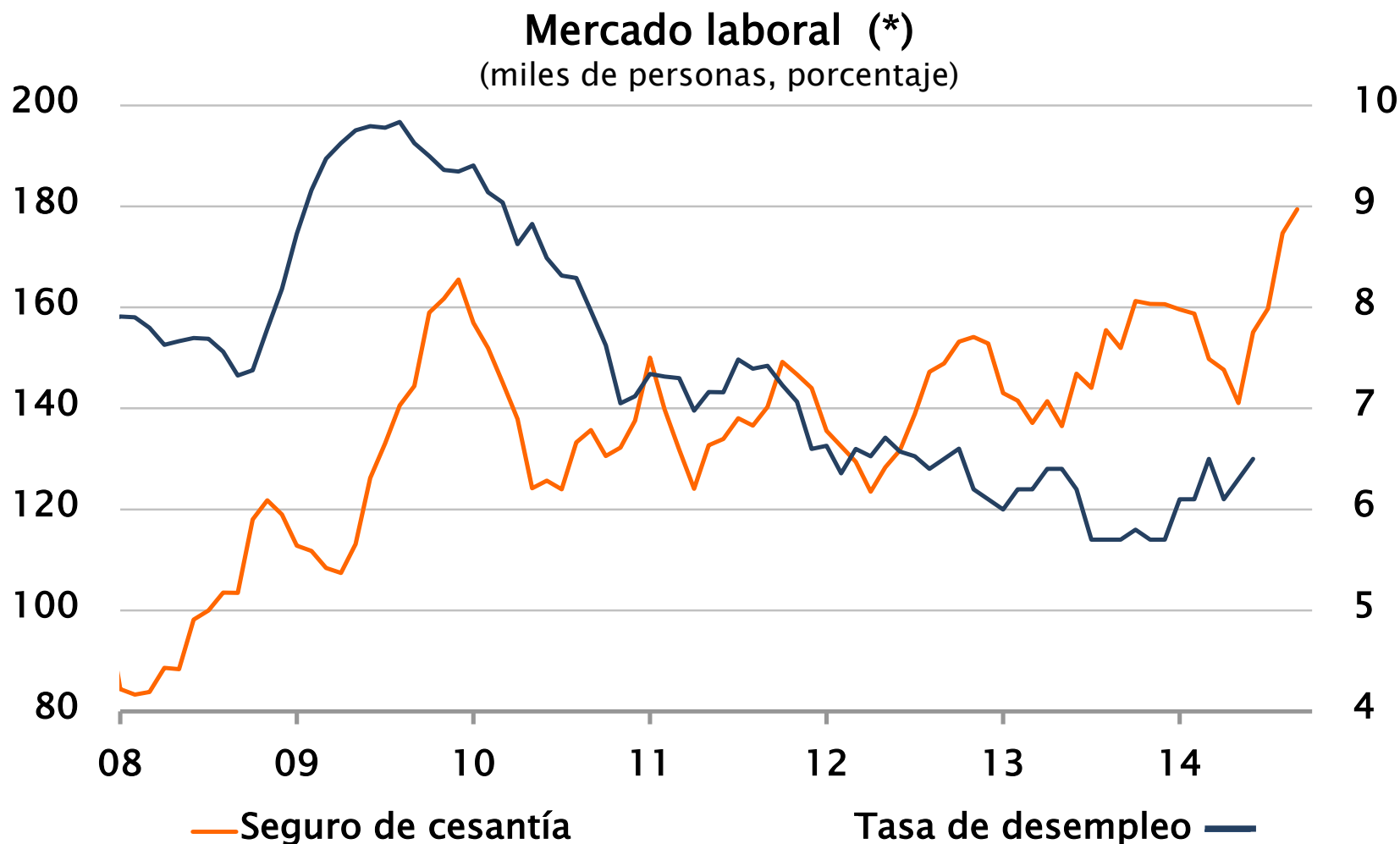


(*) Acumulado en un año móvil.

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.

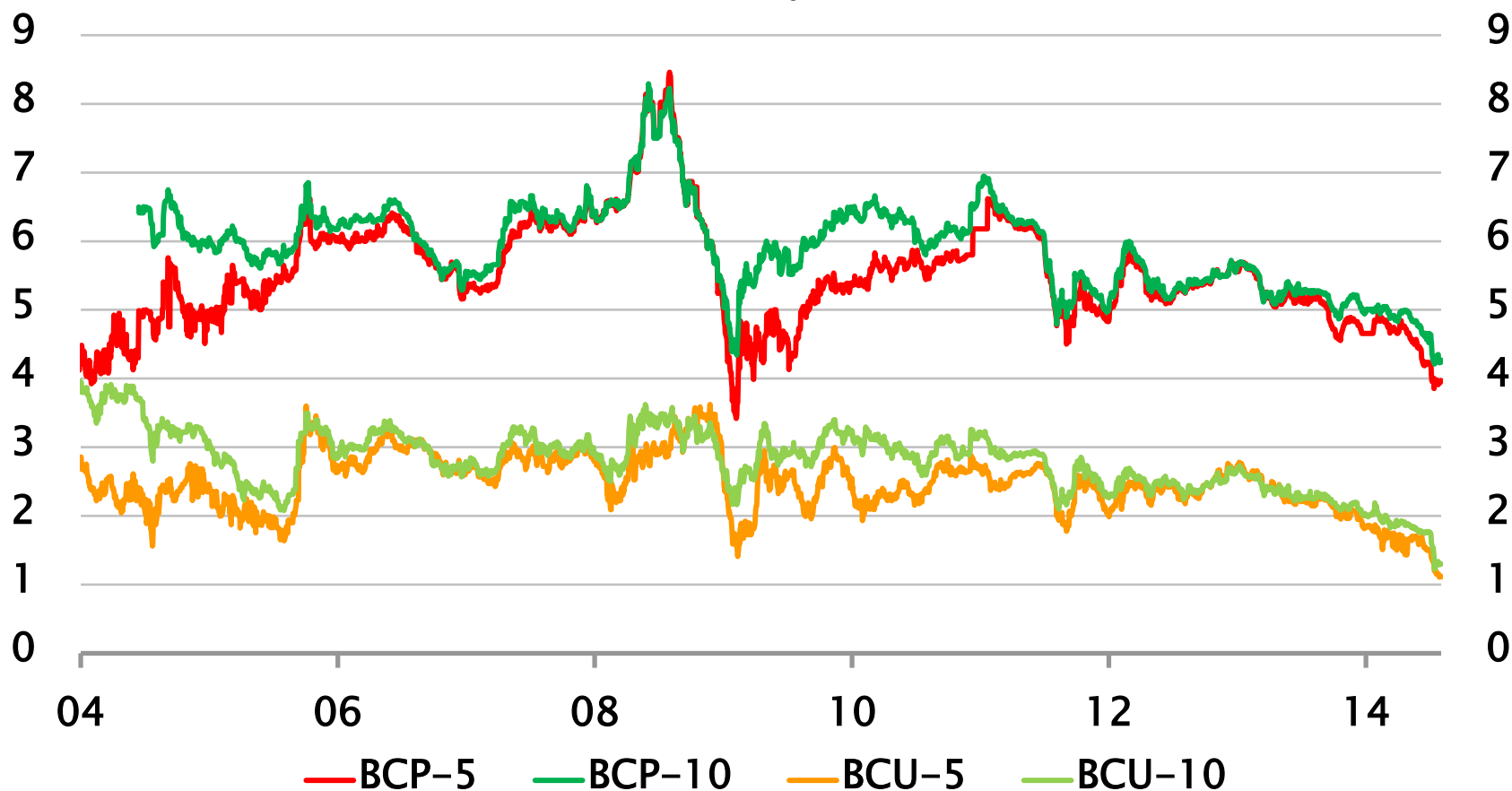


(*) Corresponde al promedio móvil trimestral de personas que solicitaron y recibieron pago por el seguro de cesantía. Esta serie se encuentra adelantada en 4 meses. Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile.



Todo ello, en un ambiente 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)



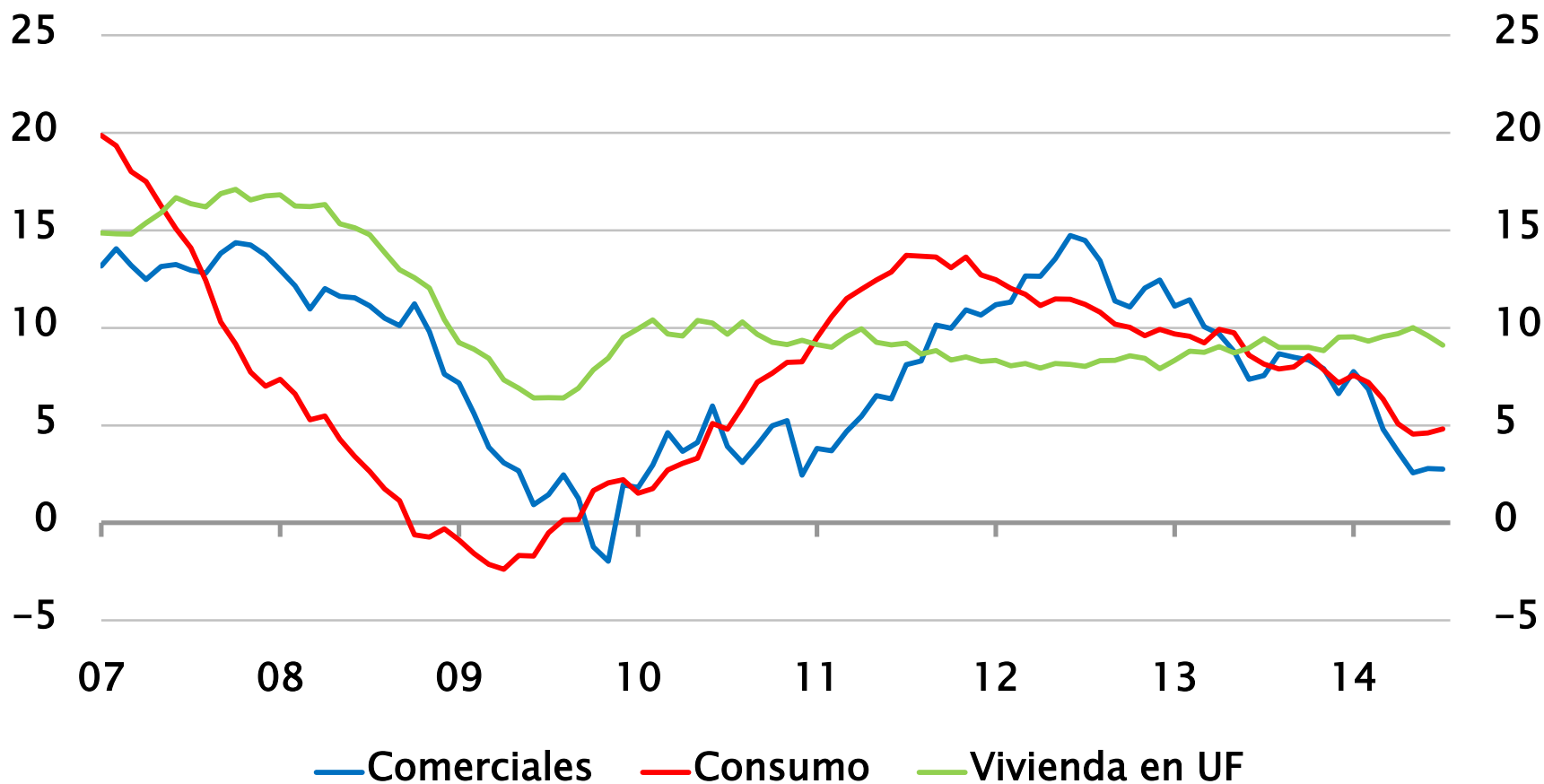
Fuente: Banco Central de Chile.



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

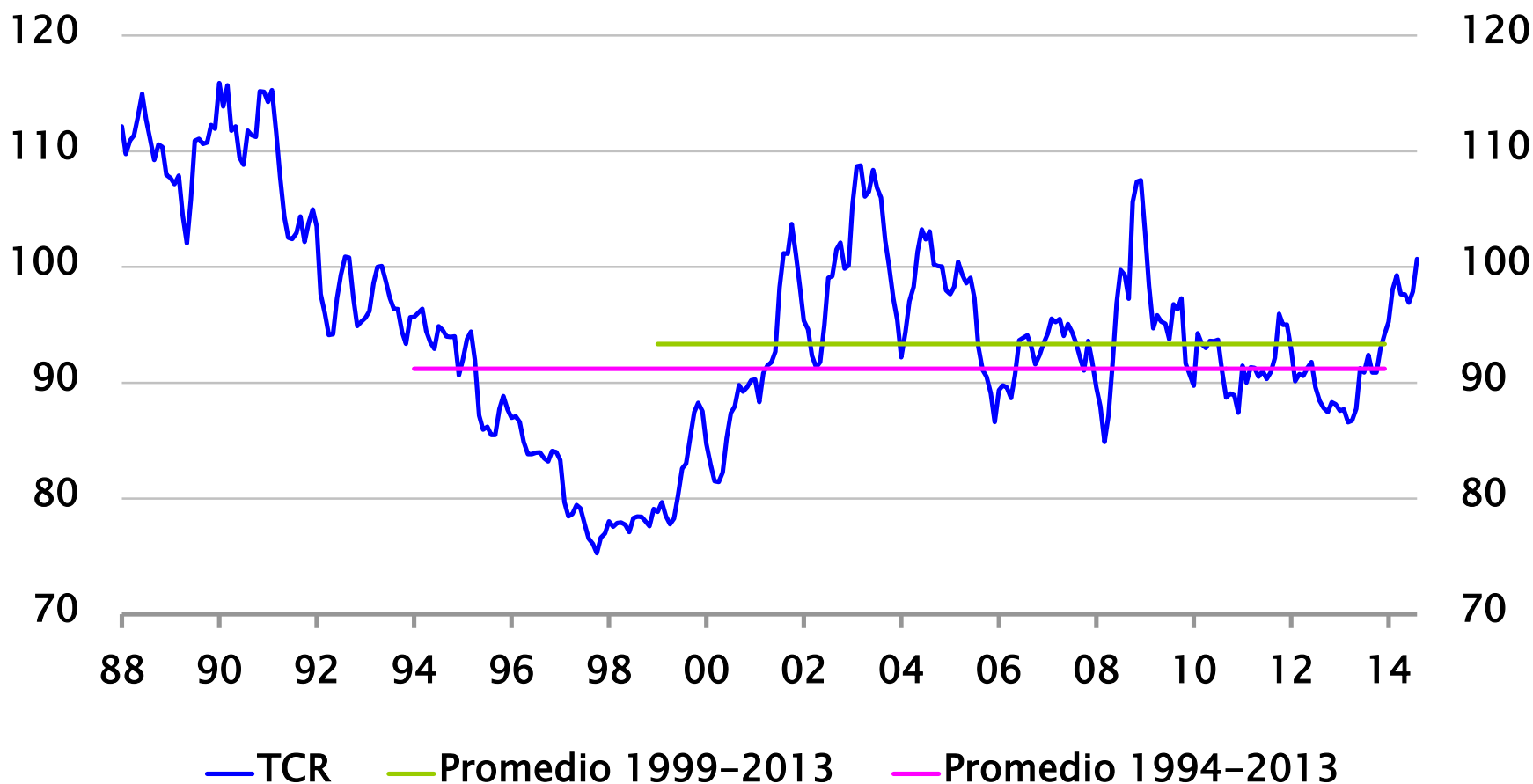
(variación anual, porcentaje)





En 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)



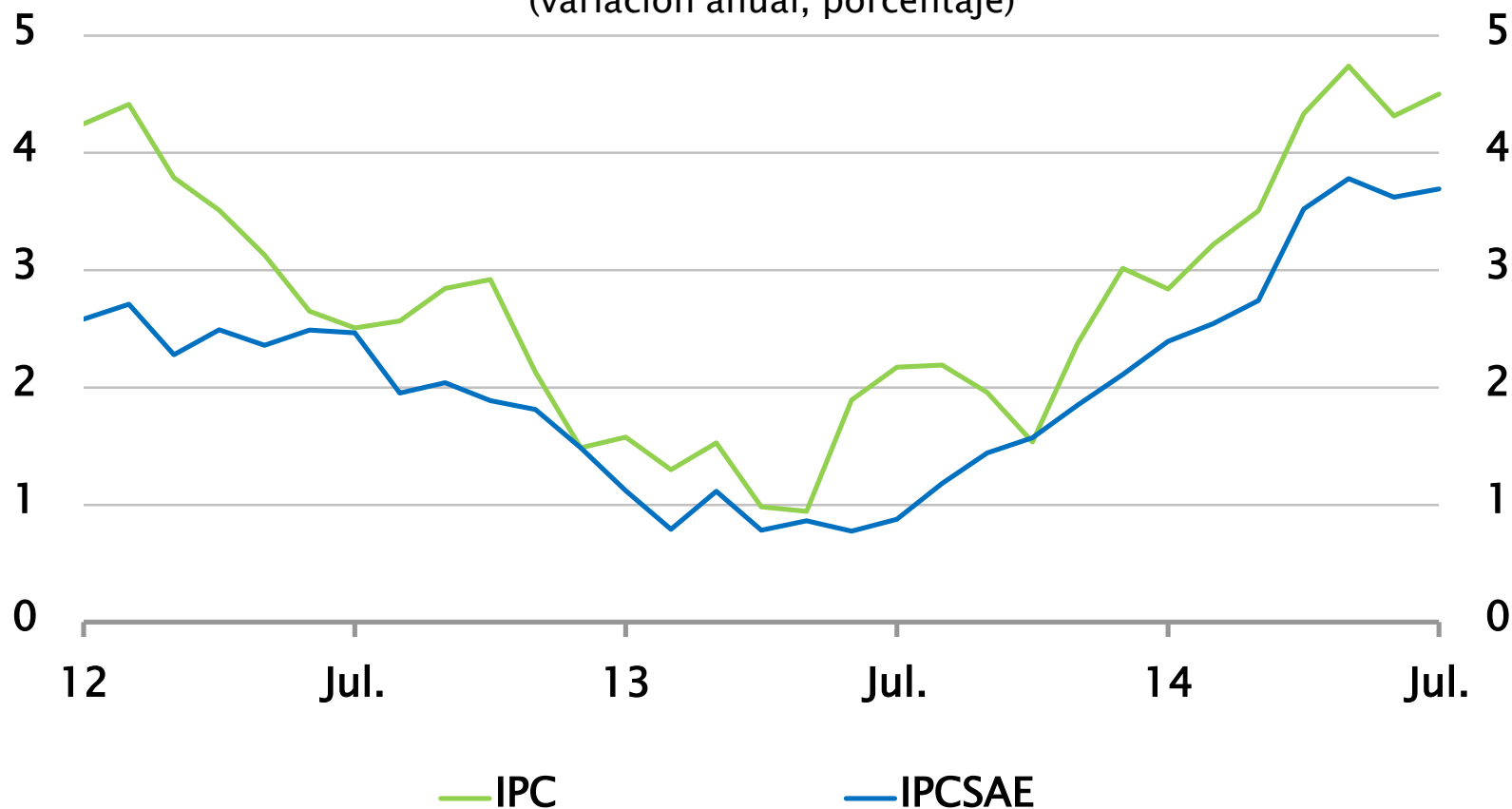
Fuente: Banco Central de Chile.



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. Además, que el bajo desempeño de la economía ya está teniendo efectos en los precios.

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.

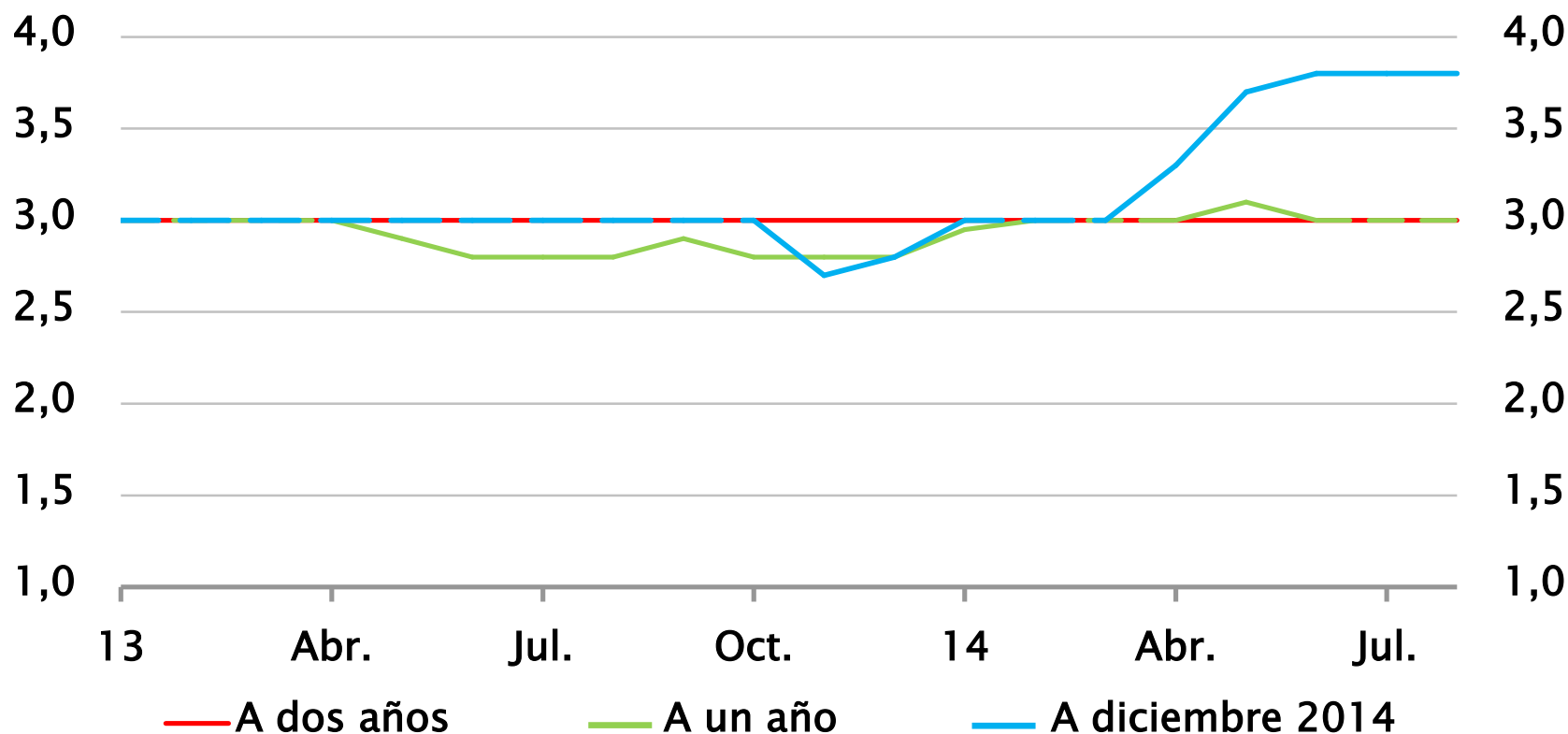
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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

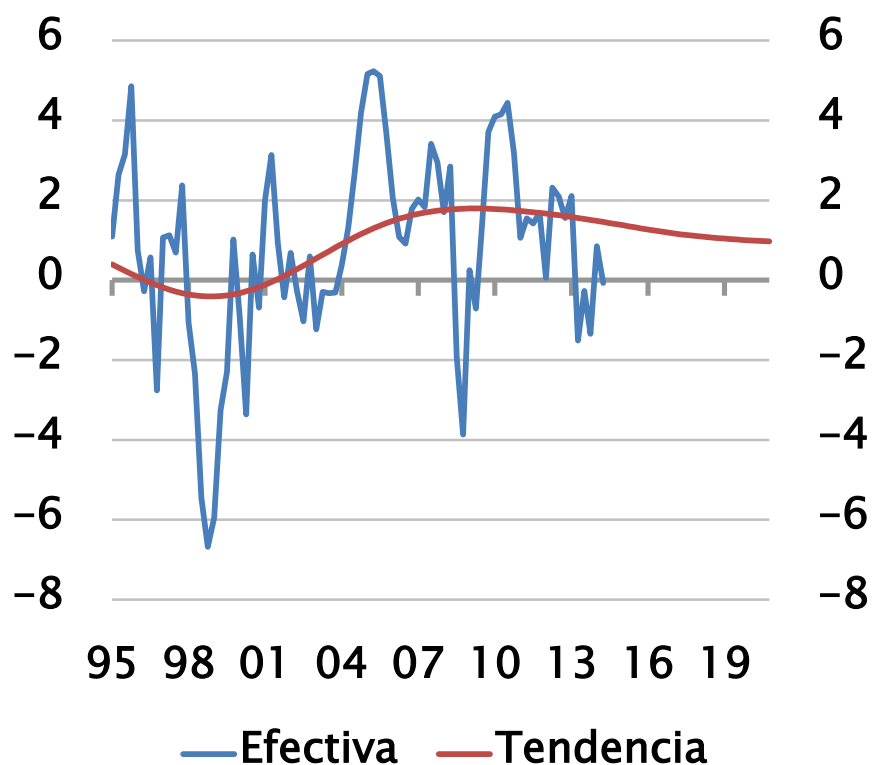
(e) Estimación. (f) Proyección.

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

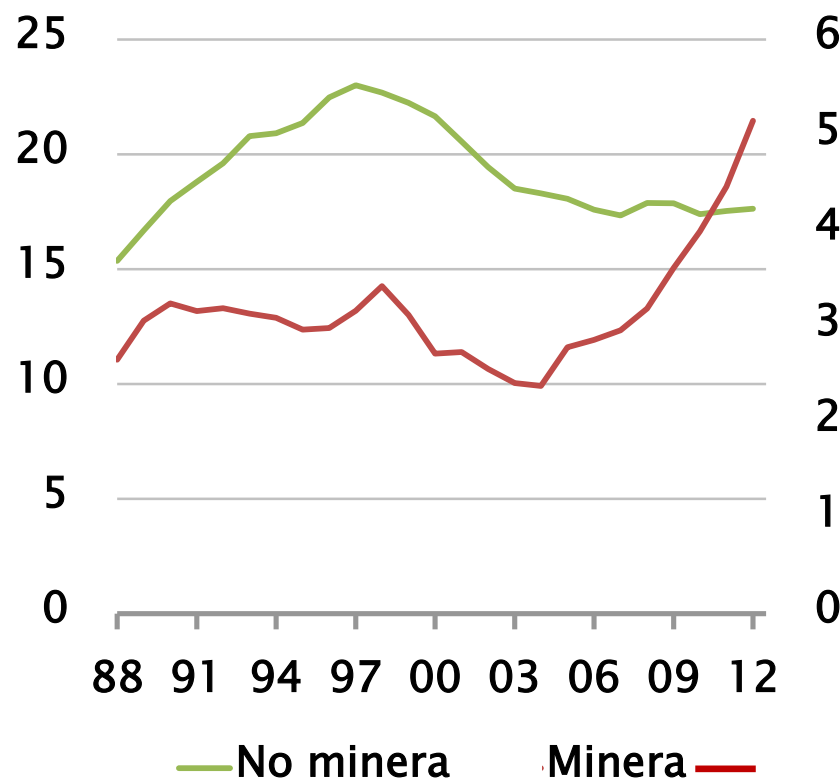


Dado los antecedentes, se estima que crecimiento de mediano plazo para Chile se ubica entre 4 y 4,5% y no en una cifra en torno a 5%, como antes. Una menor acumulación de capital y una PTF que crece menos explican el cambio.

Productividad total de factores
(variación anual, porcentaje)



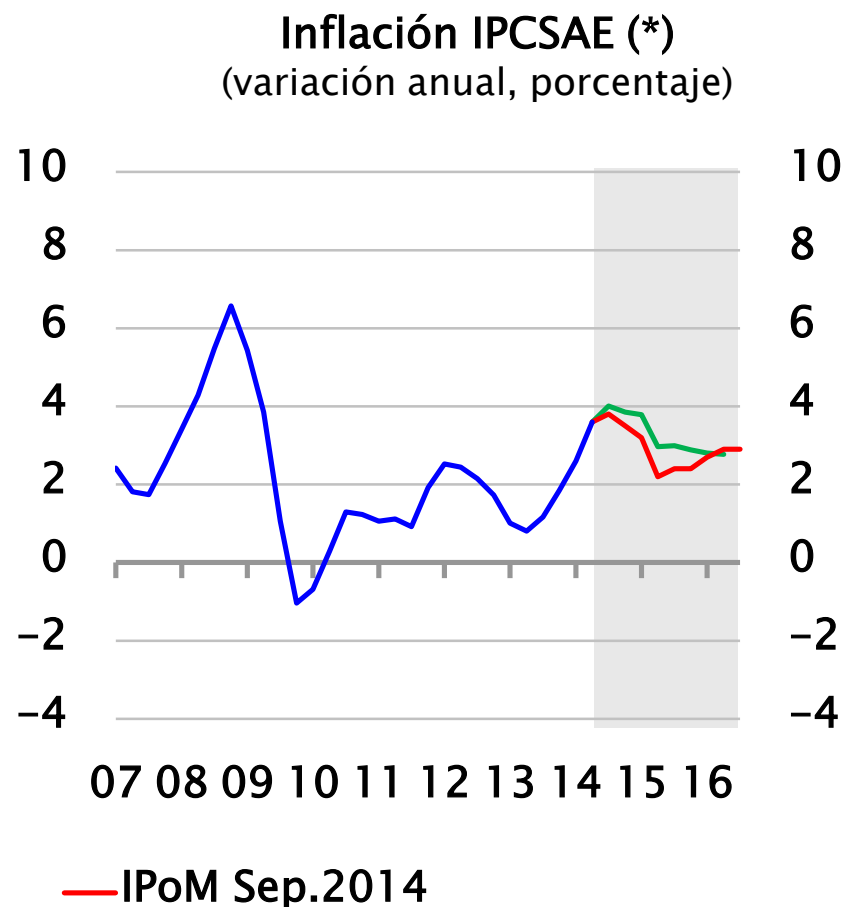
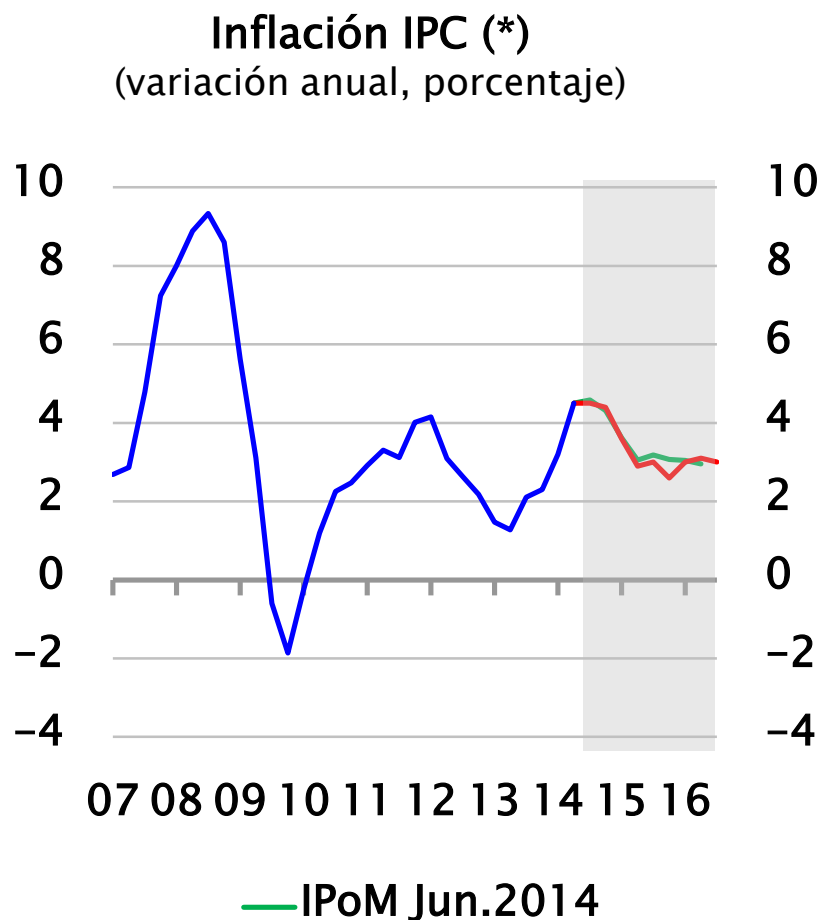
Formación bruta de capital fijo
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



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.



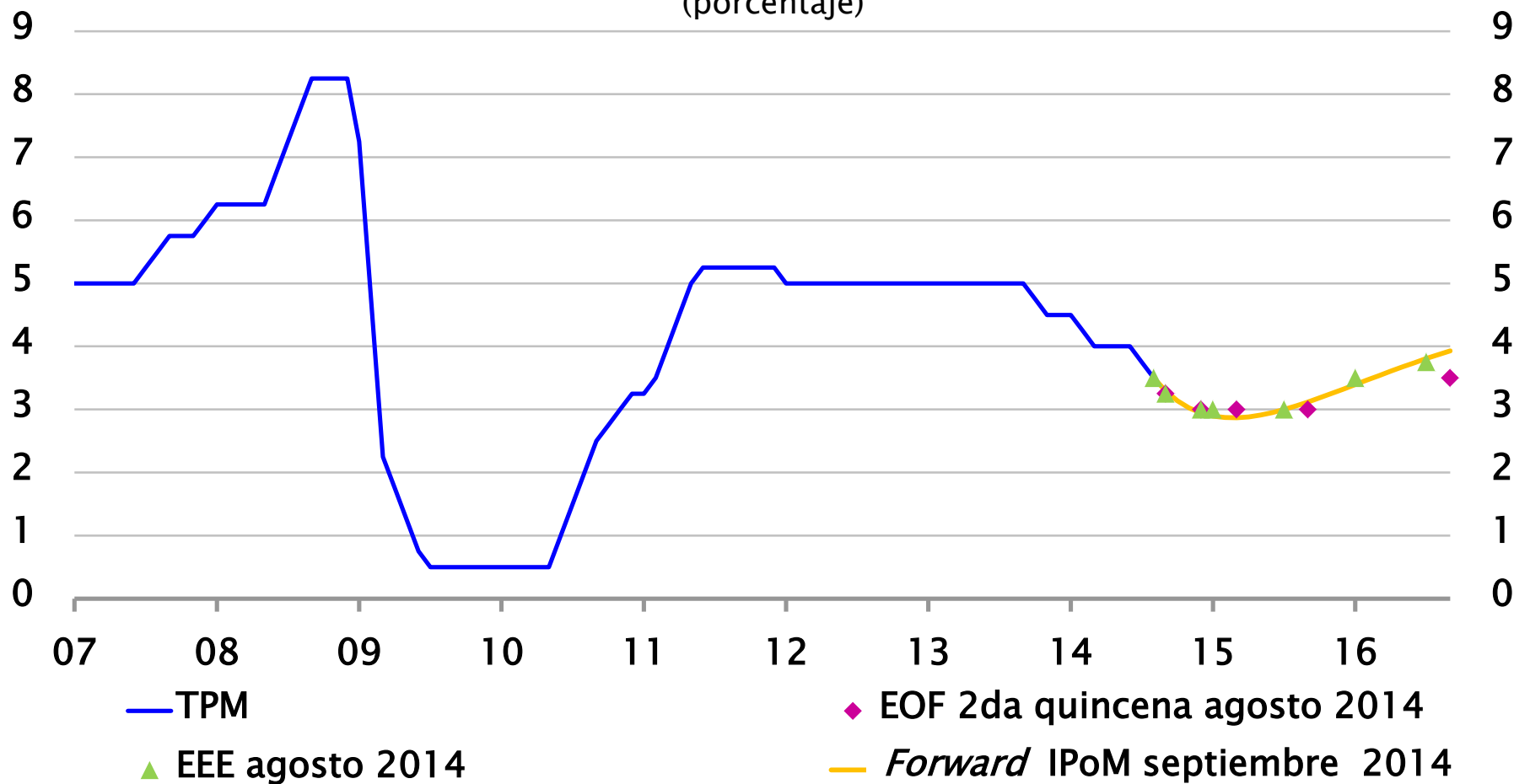
(*) El área gris, a partir del tercer trimestre de 2014, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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.

TPM y expectativas

(porcentaje)





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

Rodrigo Vergara
Presidente