



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2014

Enrique Marshall
Vicepresidente



Introducción

- La actividad y la demanda crecieron menos que lo previsto en el IPoM anterior, especialmente en los sectores ligados a la inversión.
- La inflación anual fue algo mayor que la prevista, aproximándose a tasas del orden de 3%, influida en buena parte por alzas de la energía.
- Las expectativas de inflación a dos años siguen en torno a 3%, aunque para el corto plazo han aumentado levemente.
- En el escenario externo, se observa la disminución del precio del cobre, lo que lleva a un deterioro de los términos de intercambio relevantes para Chile.



Introducción

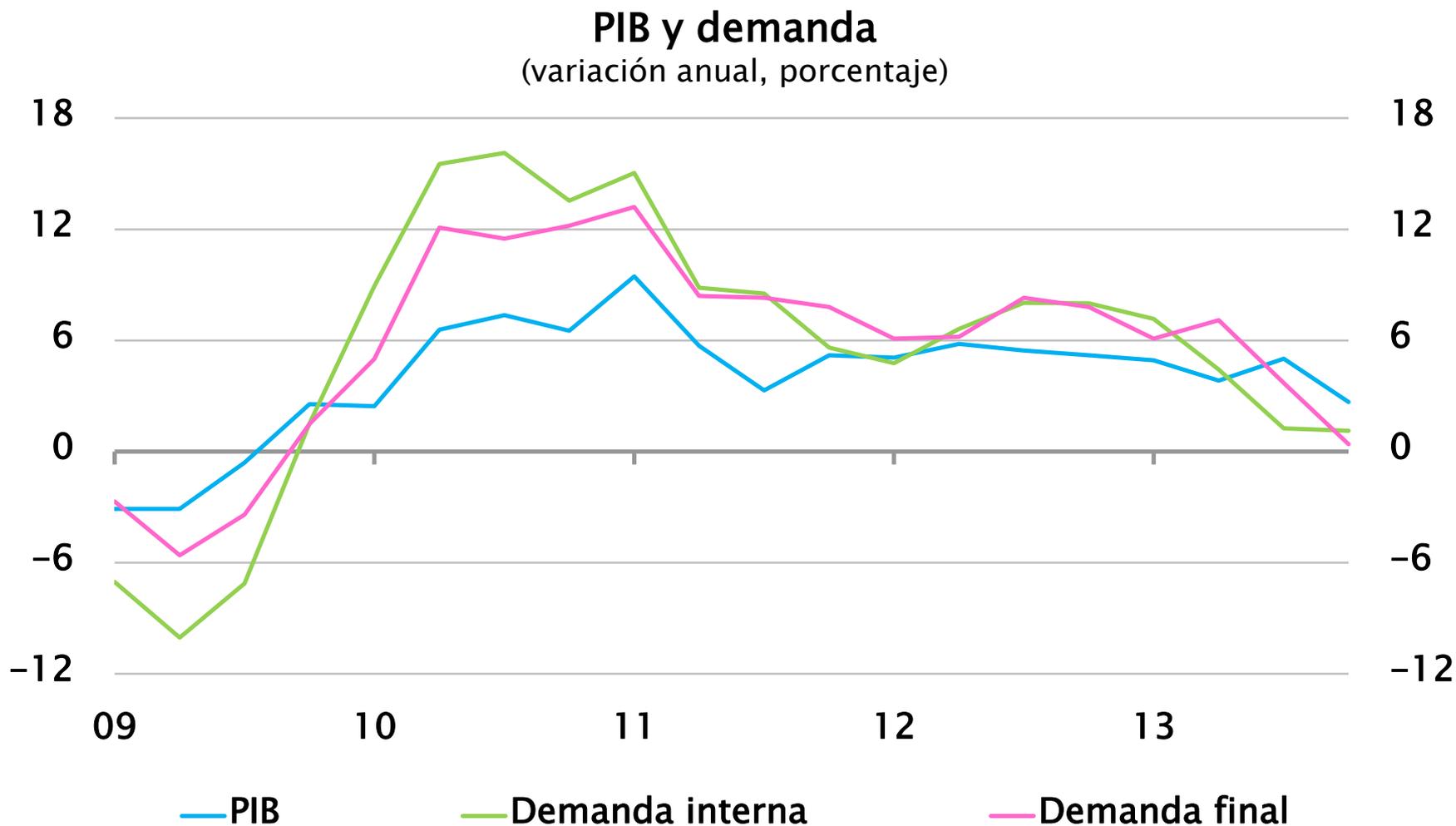
- El escenario de crecimiento mundial y de condiciones financieras externas no muestran cambios significativos en los últimos meses. Con todo, han habido episodios de volatilidad financiera y una depreciación generalizada de las monedas de países emergentes, incluido el peso.
- Las respuestas del tipo de cambio y las tasas de interés chilenas han sido coherentes con el marco de política.
- En este contexto, el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) llevándola a 4%. Además, señaló que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de la TPM de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias



Escenario interno



La actividad creció 4,1% anual en 2013, con una marcada desaceleración en la segunda mitad del año. Un factor determinante fue el comportamiento de los sectores vinculados a la inversión.

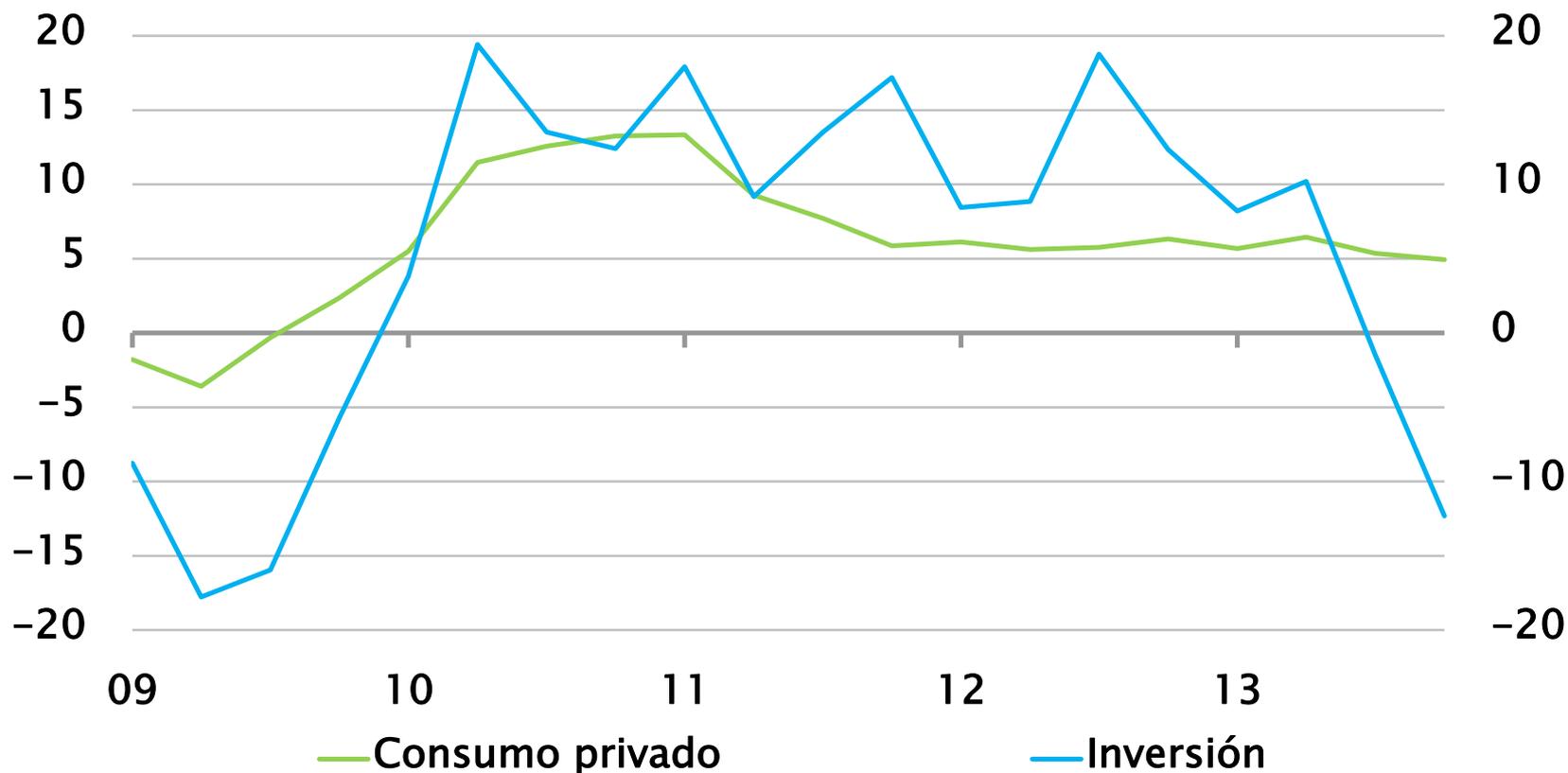




Por el lado del gasto, el consumo siguió desacelerándose gradualmente, mientras que la formación bruta de capital fijo presentó un ajuste importante a la baja.

Componentes de la demanda

(variación anual, porcentaje)

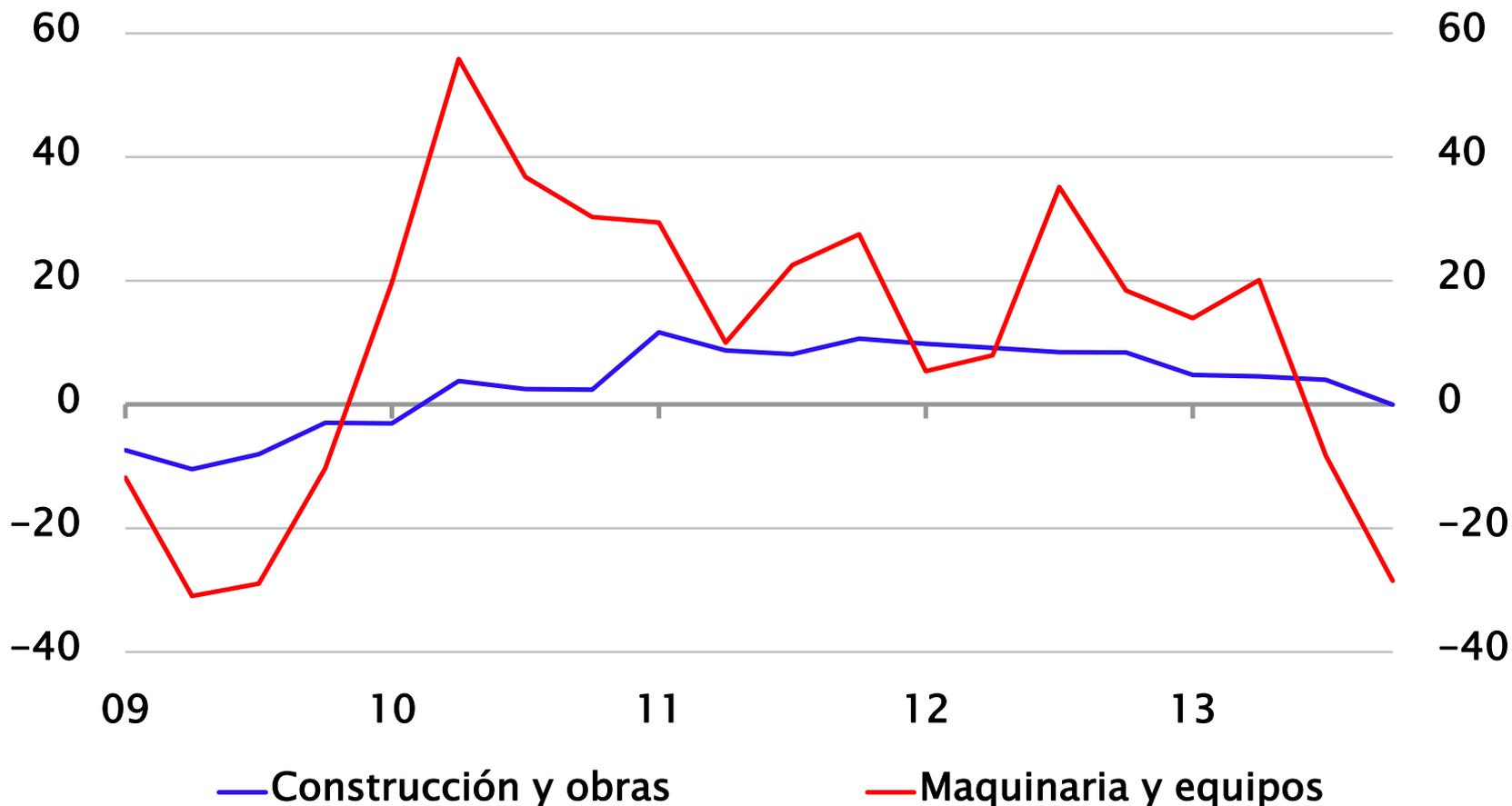




Esto es especialmente notorio en maquinaria y equipos, que mostró tasas de expansión anual negativas en los dos últimos trimestres del 2013. Construcción y obras también redujo de su variación anual en ese lapso.

Componentes de la inversión

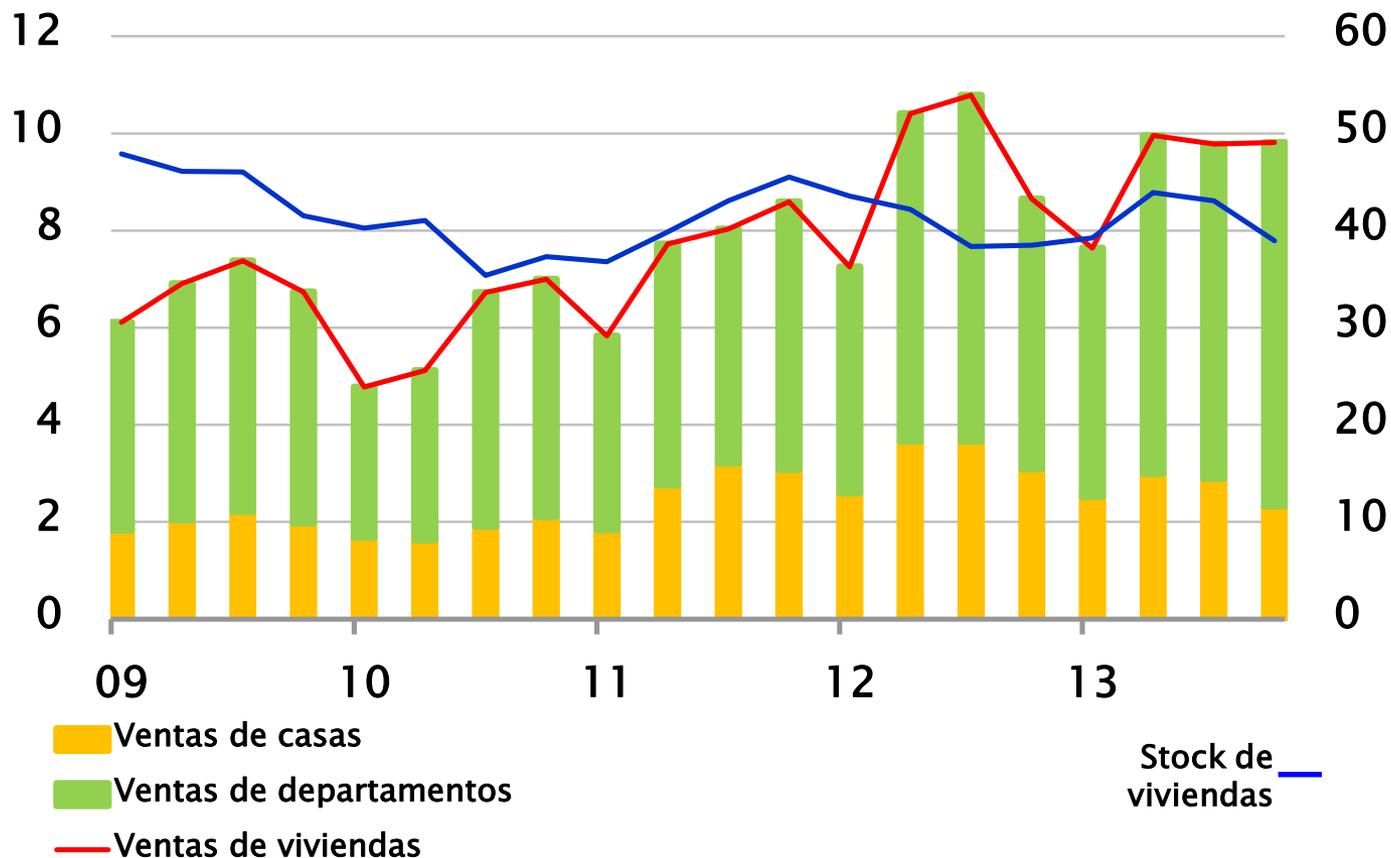
(variación anual, porcentaje)





Con todo, hay elementos que hacen prever una estabilización de la inversión. Como la mayor inversión que prevé el catastro de la CBC para la segunda mitad de 2014. Además, las existencias de viviendas continúan en niveles bajos y las ventas siguen dinámicas.

Ventas y stock de viviendas (*) (miles de unidades)



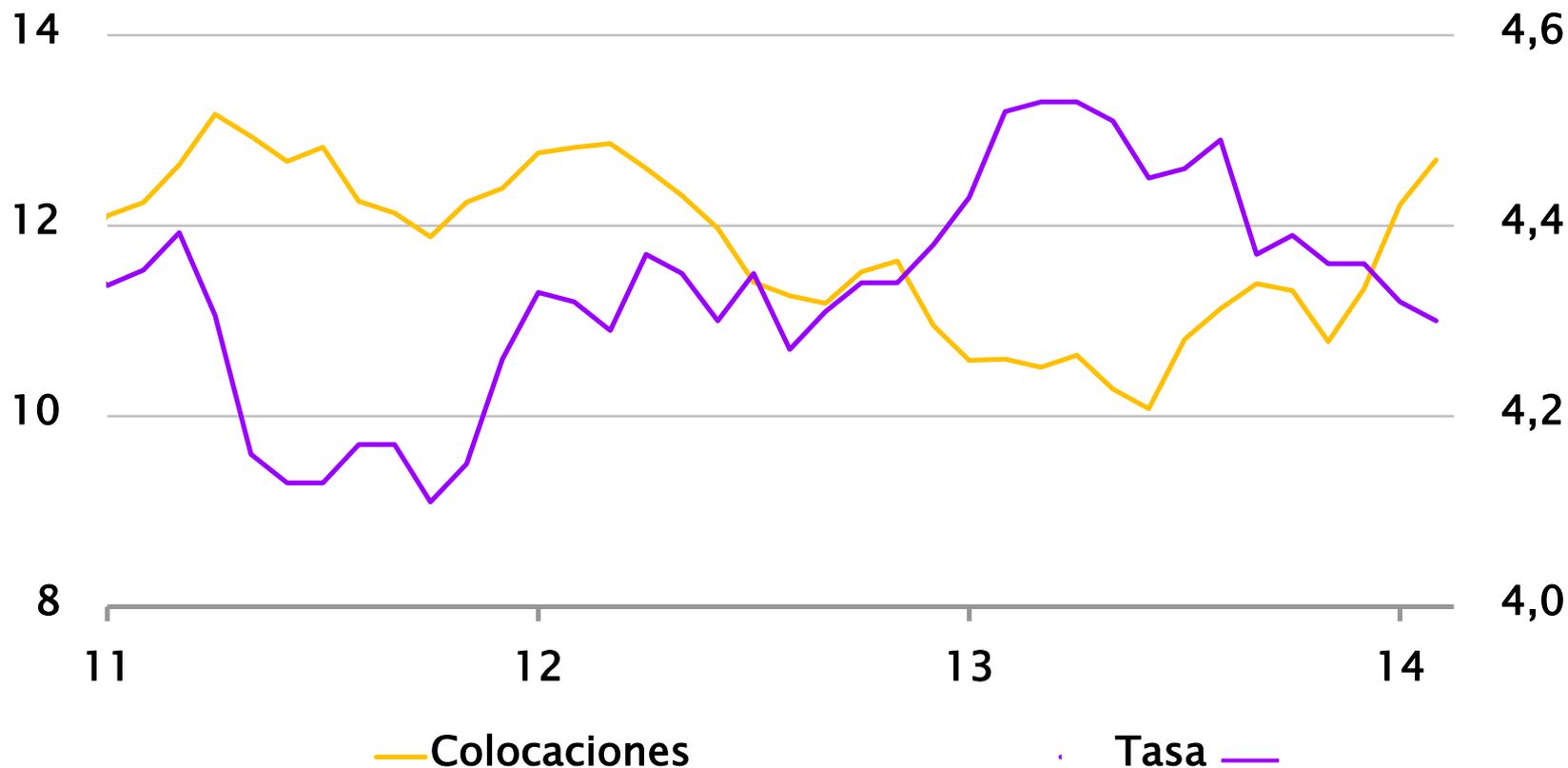
(*) Gran Santiago.

Fuente: Chilena de la Construcción.



De igual manera, las condiciones financieras continúan favorables.

Créditos hipotecarios (*) (variación anual, porcentaje; porcentaje)



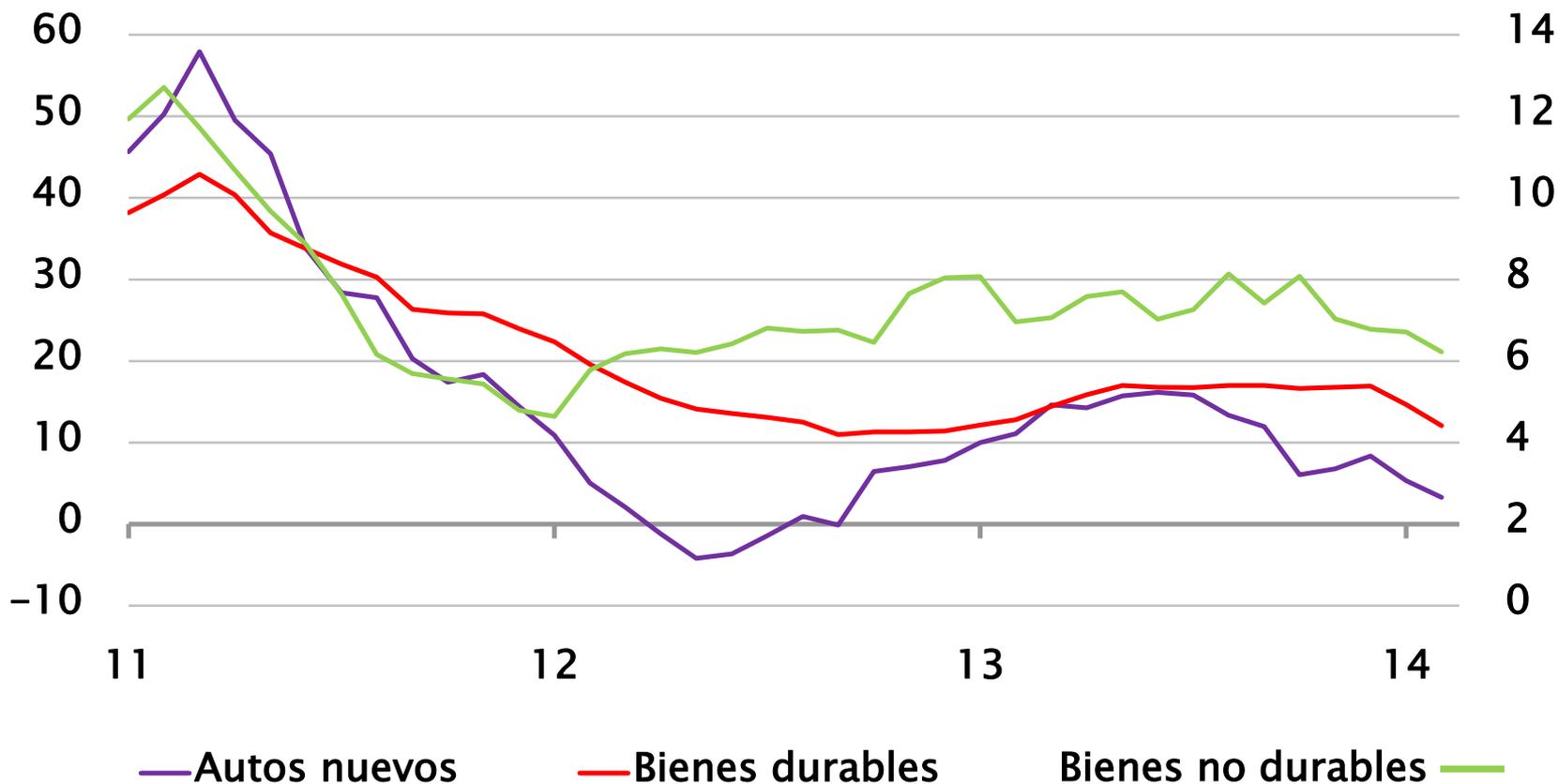
(*) Tasas de interés en UF a más de 3 años.
Fuente: Banco Central de Chile.



Por el lado del consumo privado destaca el menor dinamismo que comienzan a mostrar los indicadores de consumo durable.

Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (*)

(variación anual, porcentaje)

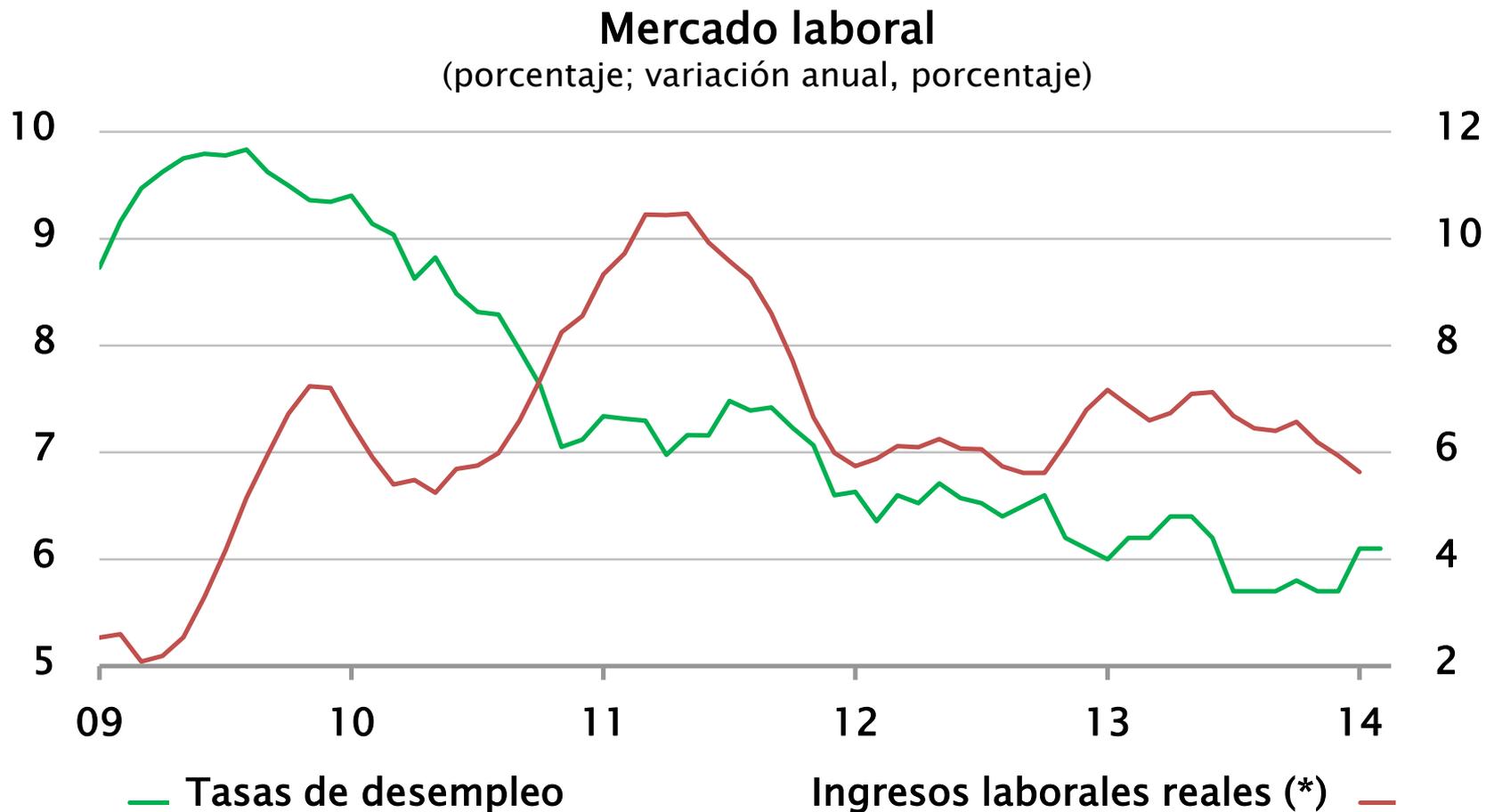


(*) Promedio móvil semestral.

Fuente: Asociación Nacional Automotriz de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En todo caso, la paulatina moderación del consumo privado está en línea con fundamentales que crecen a tasas inferiores a las del pasado reciente.



(*) Promedio móvil trimestral.

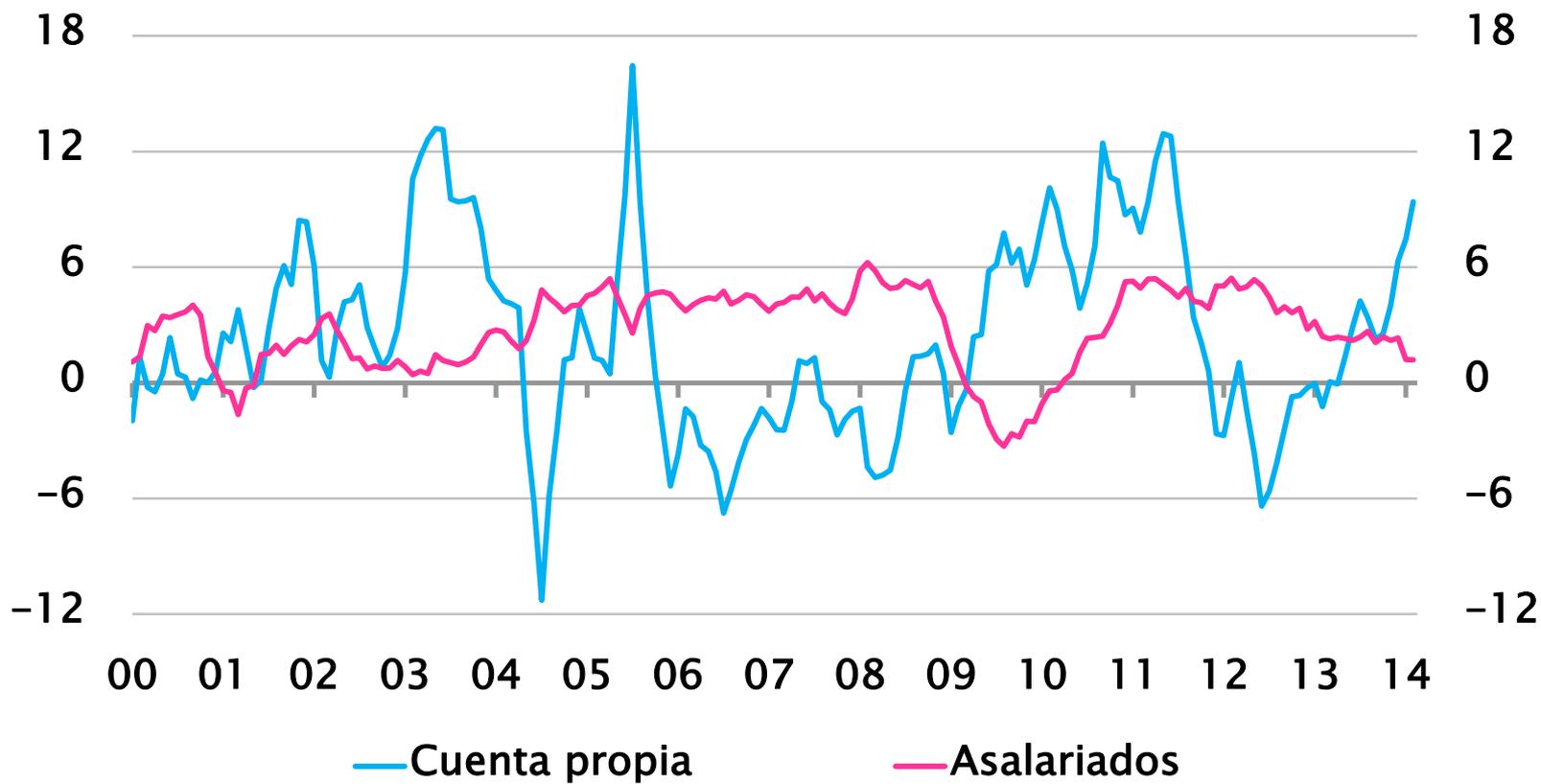
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



No obstante, otros indicadores dan cuenta de un respaldo más débil de esta parte de la demanda. En particular, la recomposición del empleo, con mayor dinamismo del empleo por cuenta propia.

Empleo por categoría ocupacional (*)

(variación anual, porcentaje)



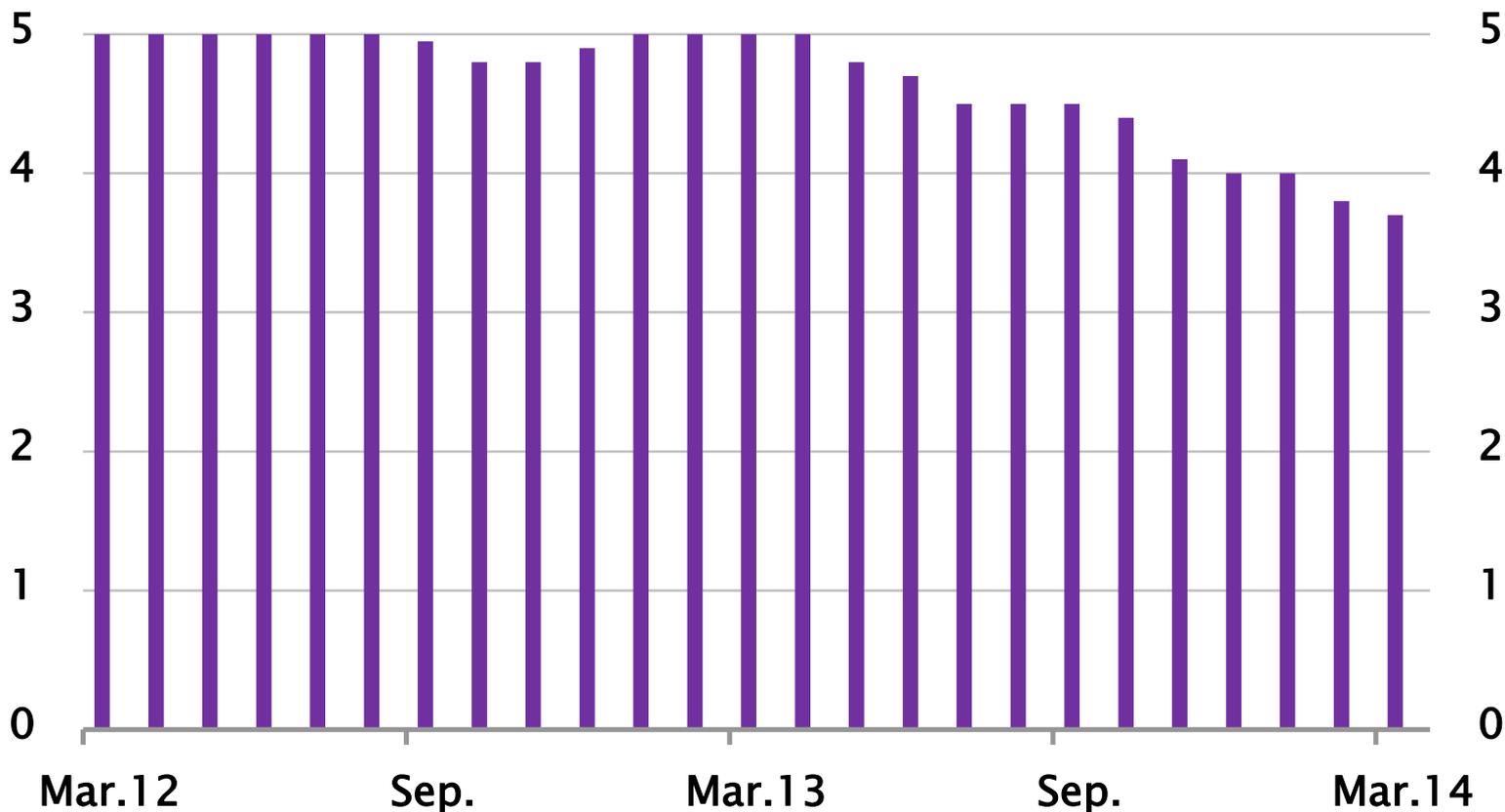
(*) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



En este contexto, las proyecciones privadas de crecimiento para este año se han ajustado a la baja.

Evolución de las proyecciones del PIB 2014 (*) (porcentaje)



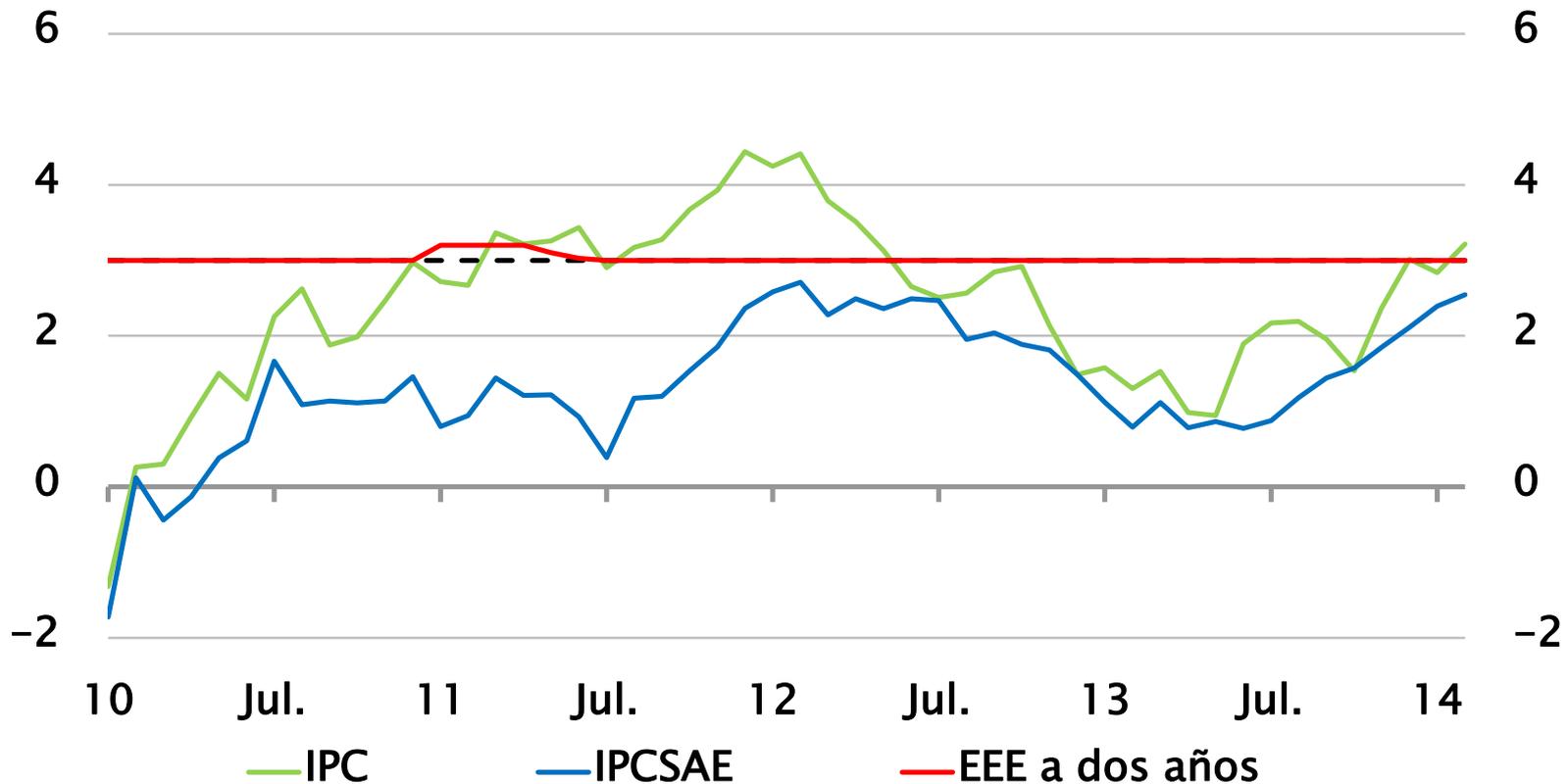
(*) Corresponde a las expectativas que se extraen de la Encuesta de Expectativas Económicas en el mes indicado.

Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación anual del IPC ha vuelto a niveles en torno a 3%. La variación mensual ha estado dominada por los aumentos de la energía, debido al mayor precio de los combustibles y la depreciación del peso. Las expectativas de inflación a dos años siguen en 3%.

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.



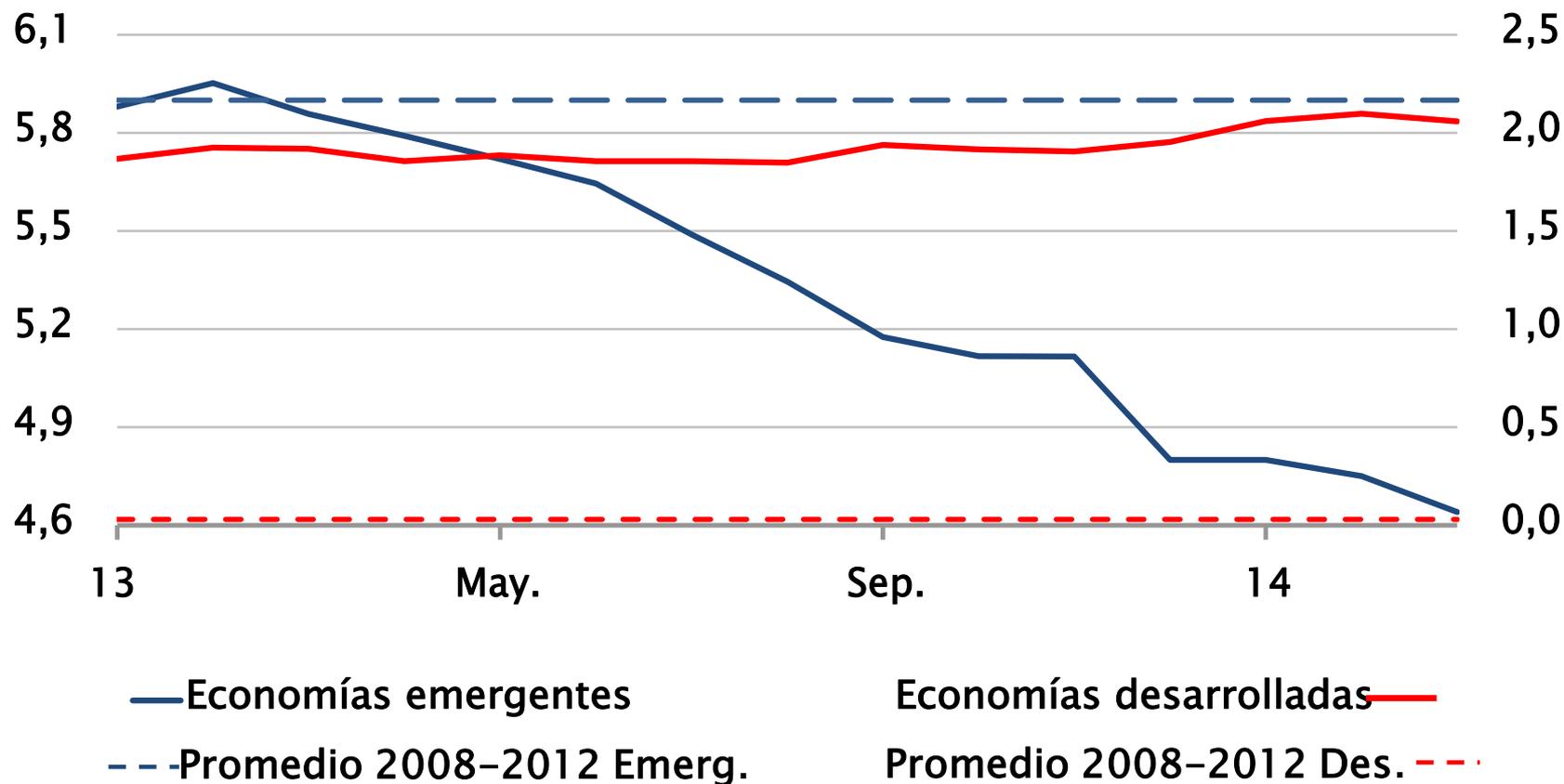
Escenario internacional



Se ha ido asentando un panorama de recuperación lenta pero sostenida del mundo desarrollado, en tanto que el emergente reducirá sus tasas de expansión respecto de años previos.

Evolución de las proyecciones de crecimiento para el 2014 (*)

(variación anual, porcentaje)



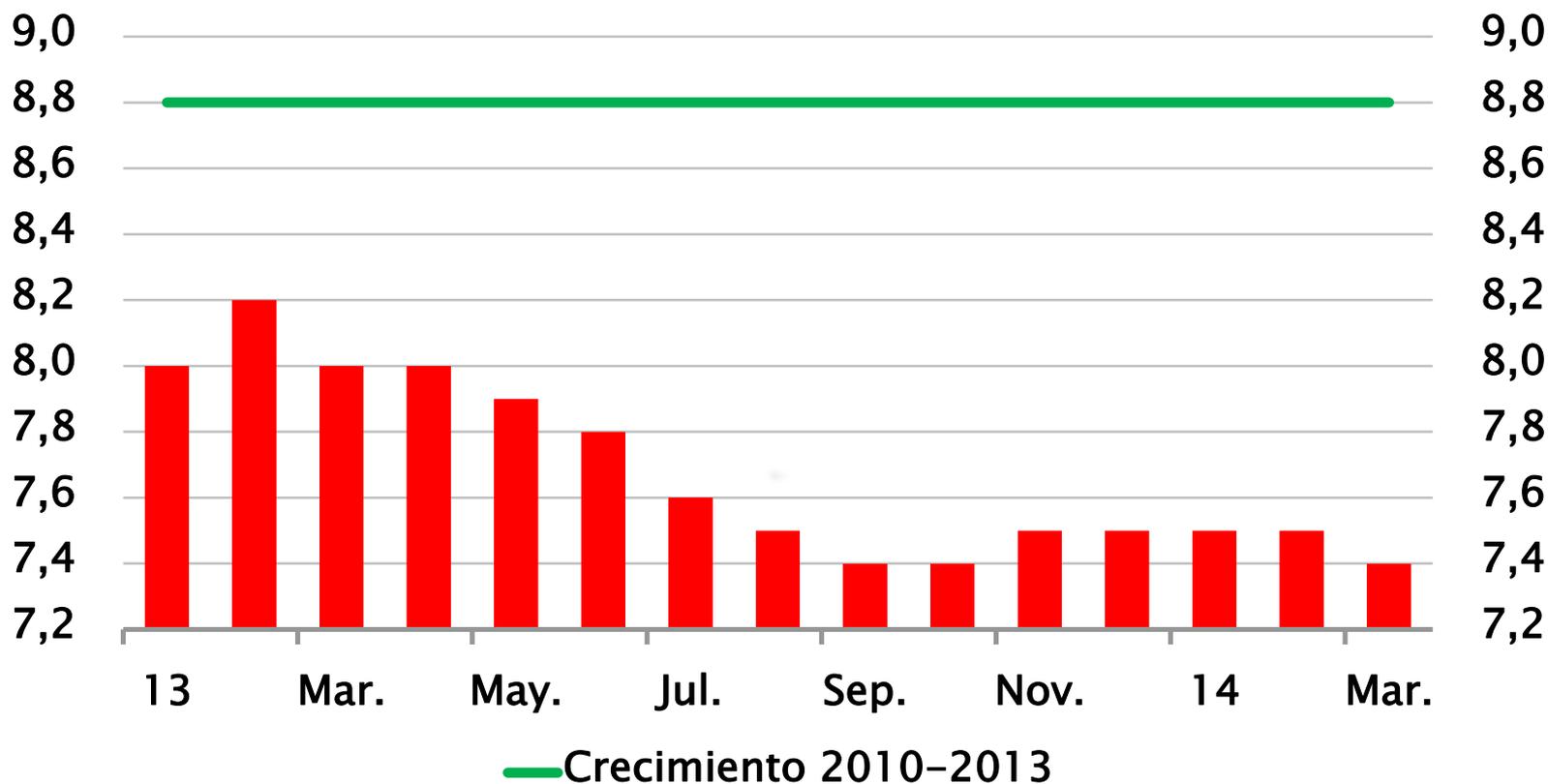
(*) Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).

Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.



Destaca China, cuyo crecimiento para el 2014 se ubica incluso por debajo de la meta de 7,5% expresada por sus autoridades. Además, los riesgos se han exacerbado por las crecientes dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero.

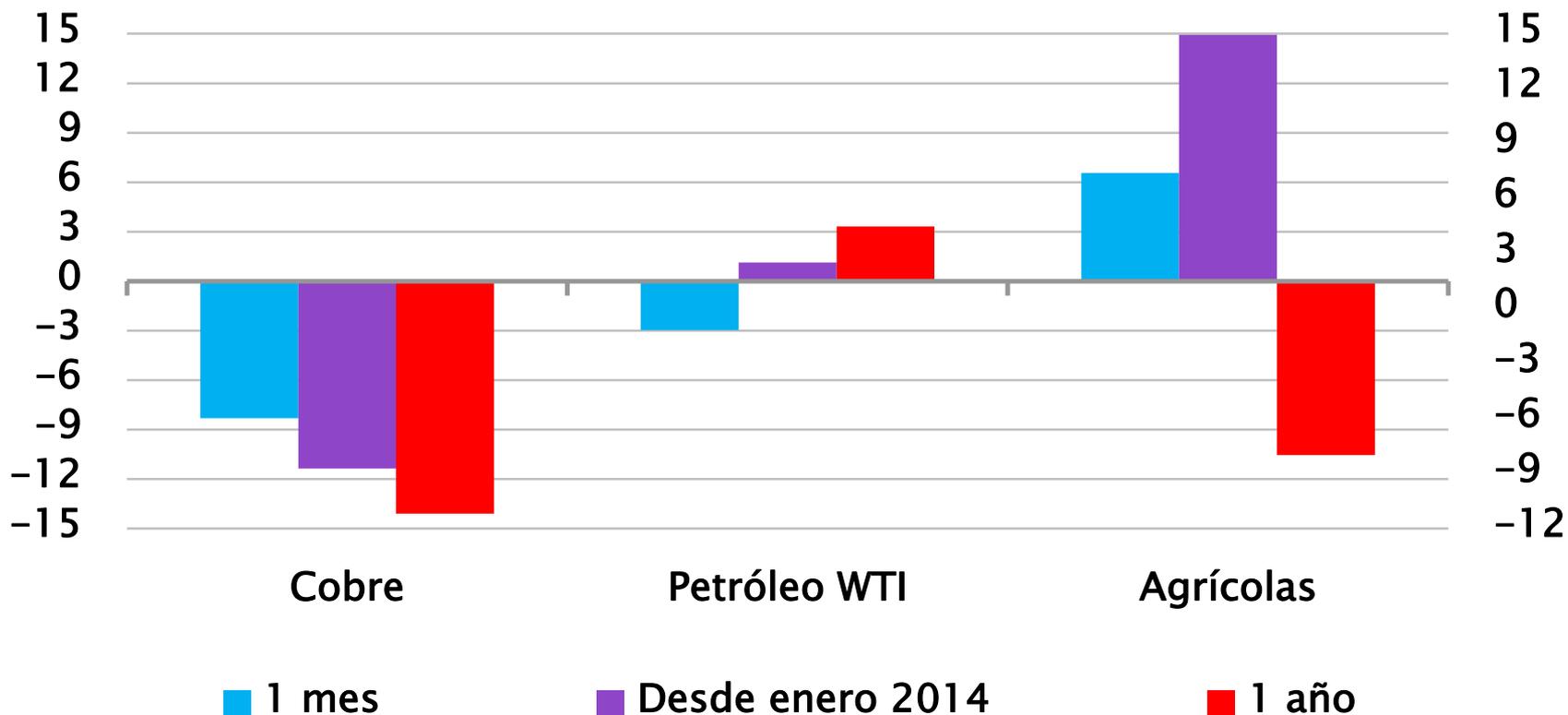
Evolución de la proyección de crecimiento 2014 para China (porcentaje)





Ello ha afectado el precio de las materias primas, en particular de los metales. En el precio del petróleo y los alimentos han predominado factores de oferta.

Cambio de los precios de materias primas (*) (porcentaje)

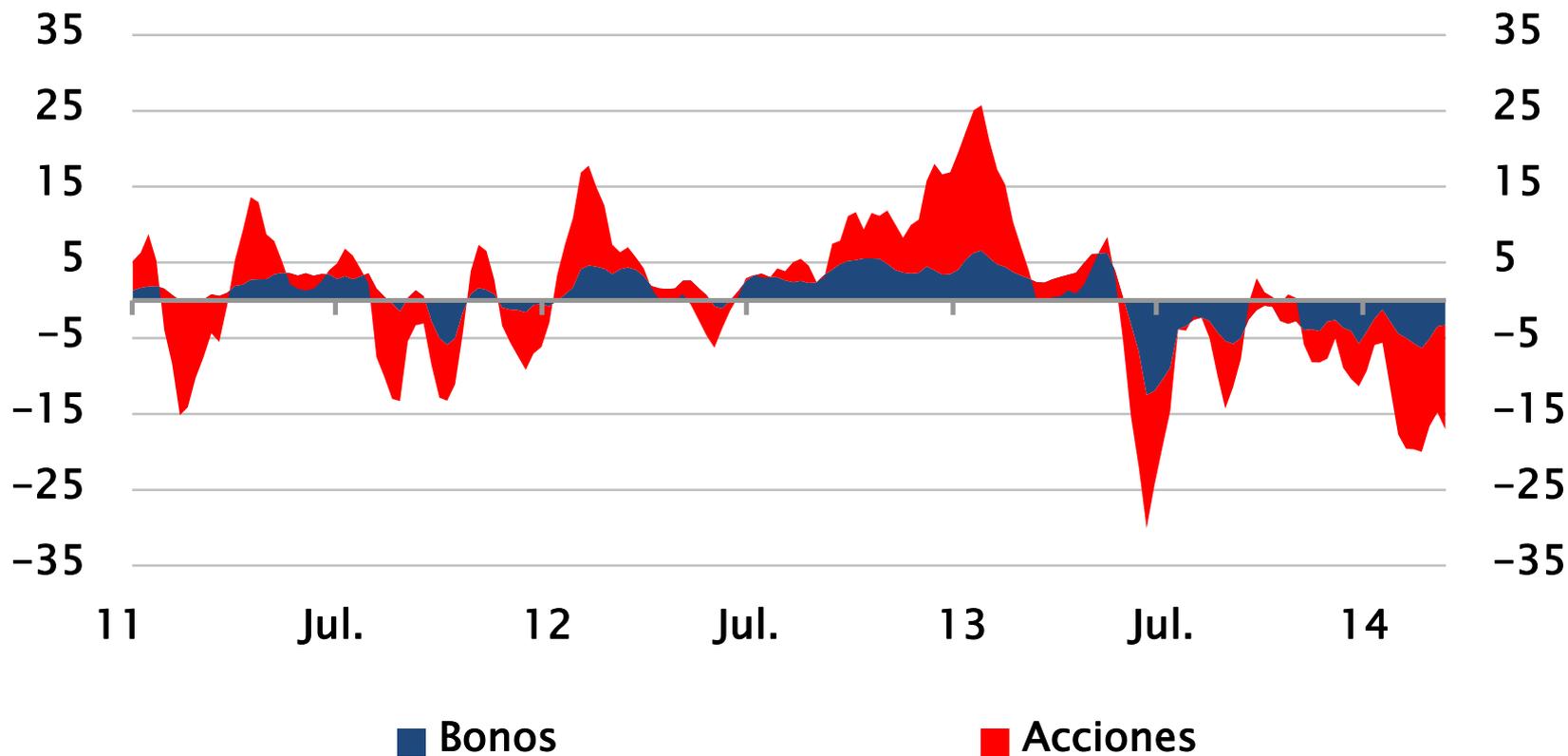


(*) El precio de los productos agrícolas está medido por el índice de Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg.



Además, se ha profundizado la salida de capitales desde las economías emergentes y sus bolsas han caído.

Flujos de capitales a economías emergentes (miles de millones de dólares, mes móvil)

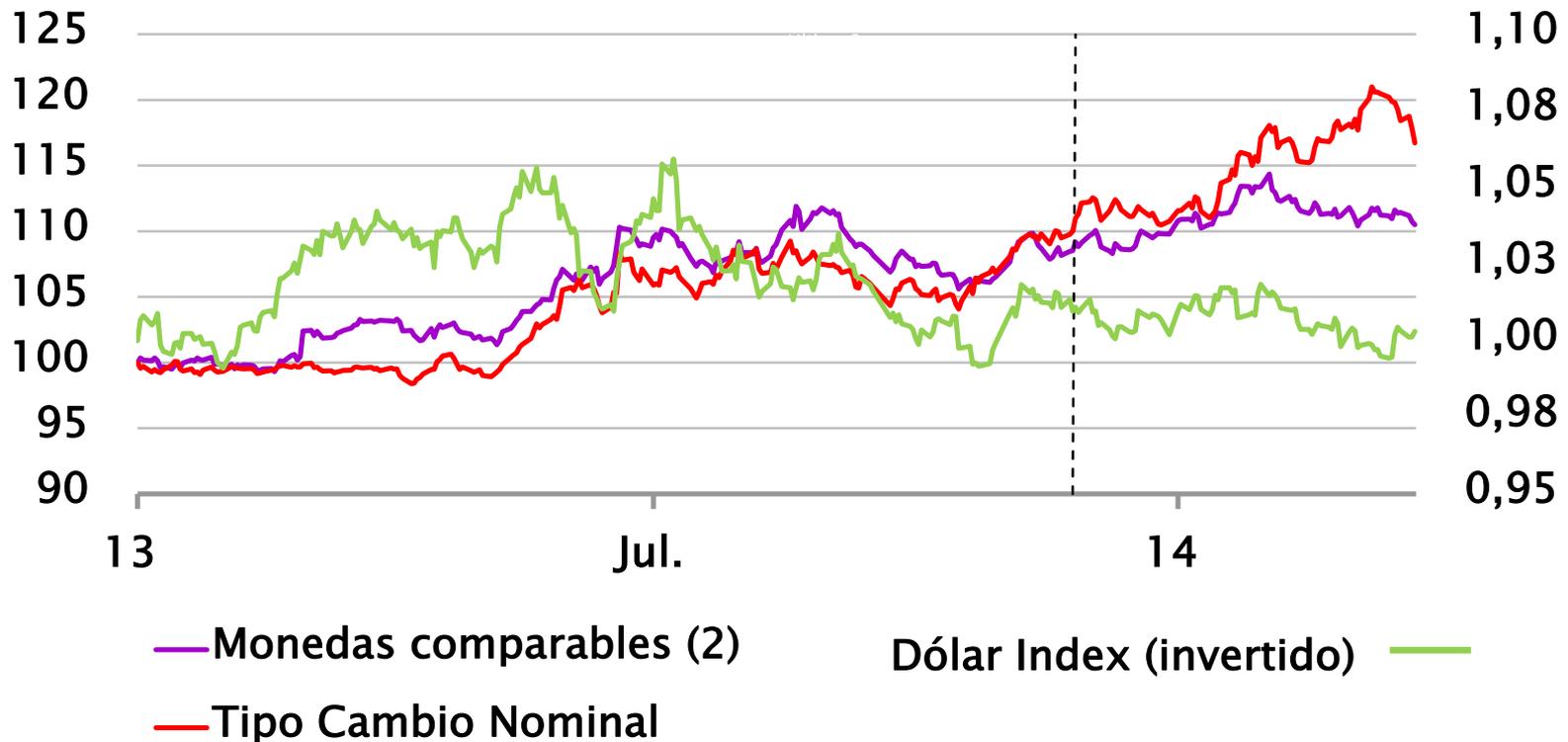


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



Las monedas de las economías emergentes se han depreciado. La depreciación del peso chileno ha sido importante e incluso superior a la del promedio de las economías emergentes.

Tipo de cambio nominal (1) (índice 02/01/2013=100)



(1) Aumento indica depreciación. (2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, República Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO octubre 2013.

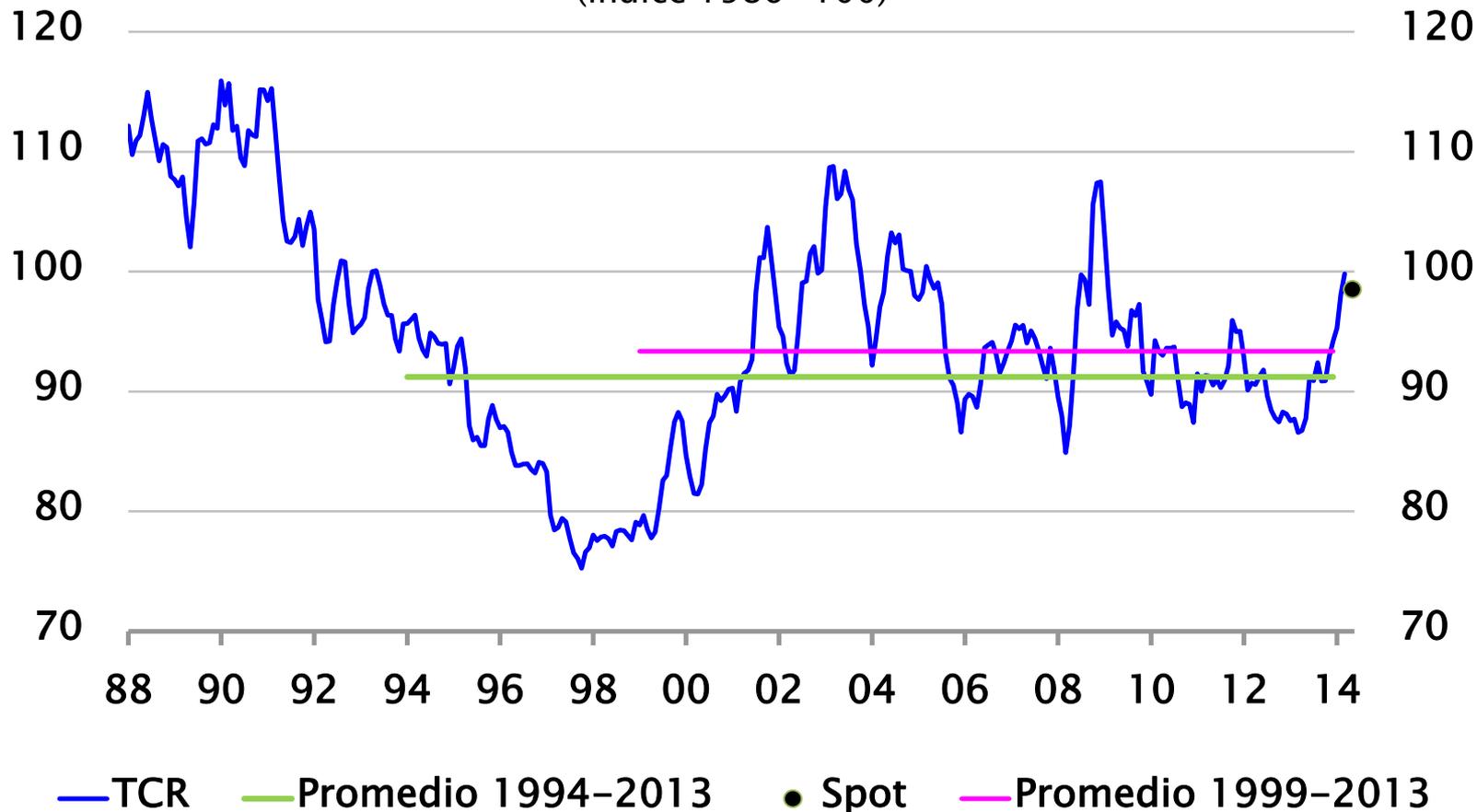
Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



Con esto, el tipo de cambio real en Chile ha aumentado y se ubica en niveles algo por sobre sus promedios de los últimos 15 a 20 años.

Tipo de cambio real (*)

(índice 1986=100)



(*) Cifra de marzo incluye información hasta el 26 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



Perspectivas



En el escenario base se estima que los socios comerciales tendrán tasas de crecimiento algo por sobre de lo que se consideró en diciembre. Ello, principalmente, por el ajuste al alza en el crecimiento de las economías desarrolladas.

Supuestos del escenario base internacional

	2012	2013 (f)			2014 (f)			2015 (f)		
		IPoM Mar. 13	IPoM Dic. 13	IPoM Mar. 14	IPoM Mar. 13	IPoM Dic. 13	IPoM Mar. 14	IPoM Dic. 13	IPoM Mar. 14	
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)								
PIB socios comerciales	3,4	3,6	3,4	3,4	4,2	3,6	3,7	3,8	3,9	
PIB mundial a PPC	3,1	3,3	3,0	3,0	3,9	3,5	3,5	3,7	3,8	
Estados Unidos	2,8	1,9	1,7	1,9	2,5	2,6	2,7	2,7	2,9	
Eurozona	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	1,3	1,0	1,2	1,4	1,5	
Japón	1,9	1,1	1,8	1,6	1,3	1,3	1,5	1,0	1,1	
China	7,7	8,1	7,6	7,7	8,2	7,4	7,3	7,2	7,2	
India	5,1	6,3	4,1	4,5	6,4	5,3	5,4	6,3	6,3	
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,8	4,3	3,8	3,9	4,7	4,0	4,1	4,5	4,5	
América Latina (excl. Chile)	2,7	3,3	2,6	2,4	3,7	2,9	2,3	3,4	3,4	
		(en niveles)								
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	361	350	332	332	340	310	300	290	285	
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	112	108	109	109	101	106	106	100	101	
		(variación anual, porcentaje)								
Términos de intercambio	-4,1	-0,4	-3,9	-3,2	-1,6	0,2	-0,9	-1,5	-1,1	

(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.



Los términos de intercambio serán menores, debido a la importante reducción del precio del cobre.



(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



El escenario base proyecta que el PIB crecerá entre 3 y 4% este año, rango por debajo de lo considerado en diciembre.

Crecimiento económico y cuenta corriente

(variación anual, porcentaje)

	2012	2013 (e)		2014 (f)	
		IPoM Dic.13	IPoM Mar.14	IPoM Dic.13	IPoM Mar.14
PIB	5,4	4,2	4,1	3,75-4,75	3,0-4,0
Demanda interna	6,9	3,9	3,4	4,8	3,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	7,1	5,1	4,2	4,5	3,3
Formación bruta de capital fijo	12,2	3,9	0,4	4,1	0,8
Consumo total	5,6	5,4	5,4	4,7	4,1
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	5,3	4,3	3,1	3,2
Importaciones de bienes y servicios	5,0	4,4	2,2	4,6	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-3,2	-3,4	-3,7	-3,6
Ahorro nacional bruto(% PIB)	21,7	21,1	20,5	20,6	19,5
IPC diciembre	1,5	2,6	3,0	2,5	3,0
IPC SAE diciembre	1,5	1,9	2,1	2,9	2,8

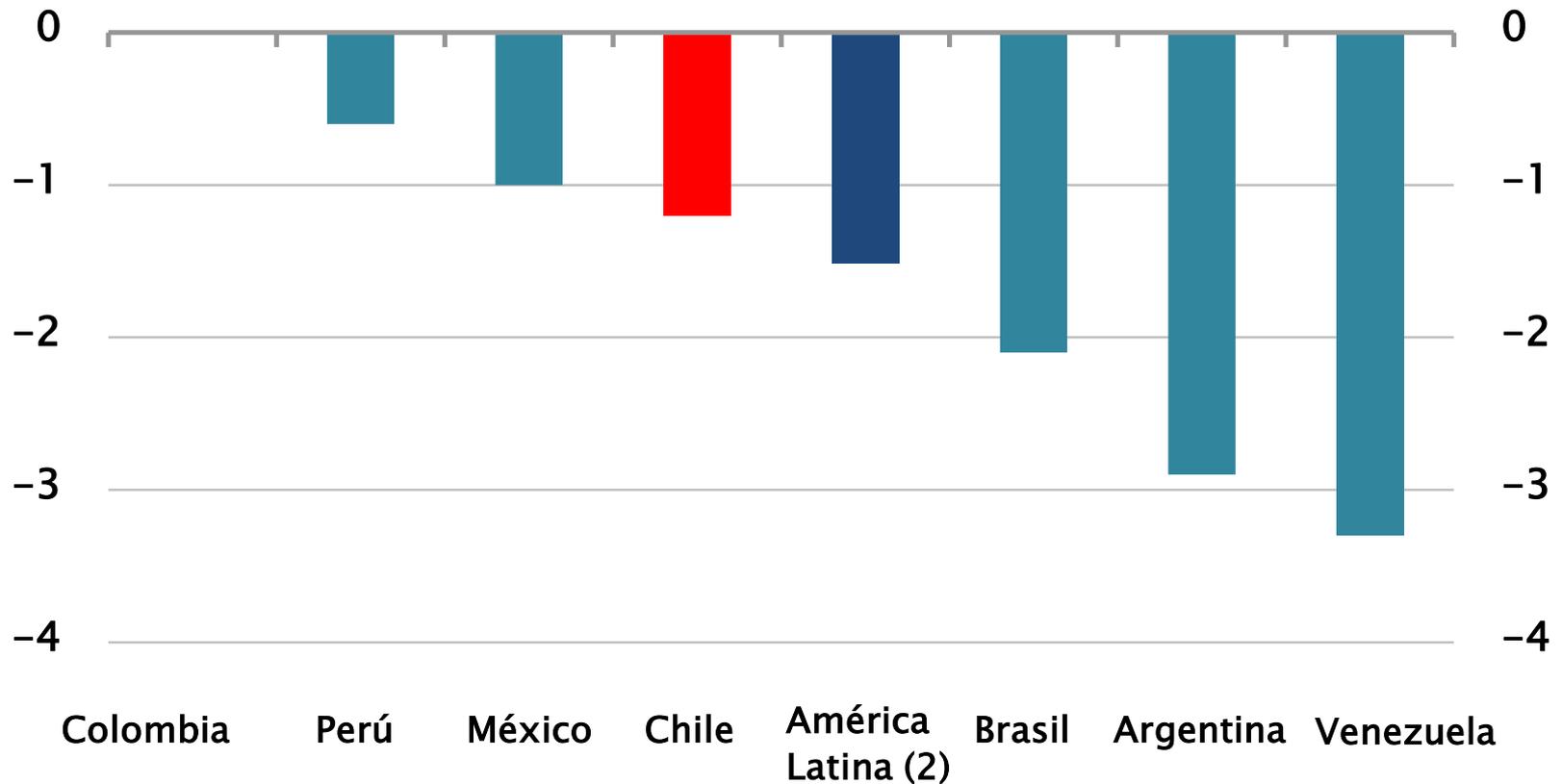
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



La corrección del crecimiento chileno es un fenómeno común a las economías emergentes. América Latina es una de las regiones que han visto reducir sus perspectivas de crecimiento con mayor fuerza.

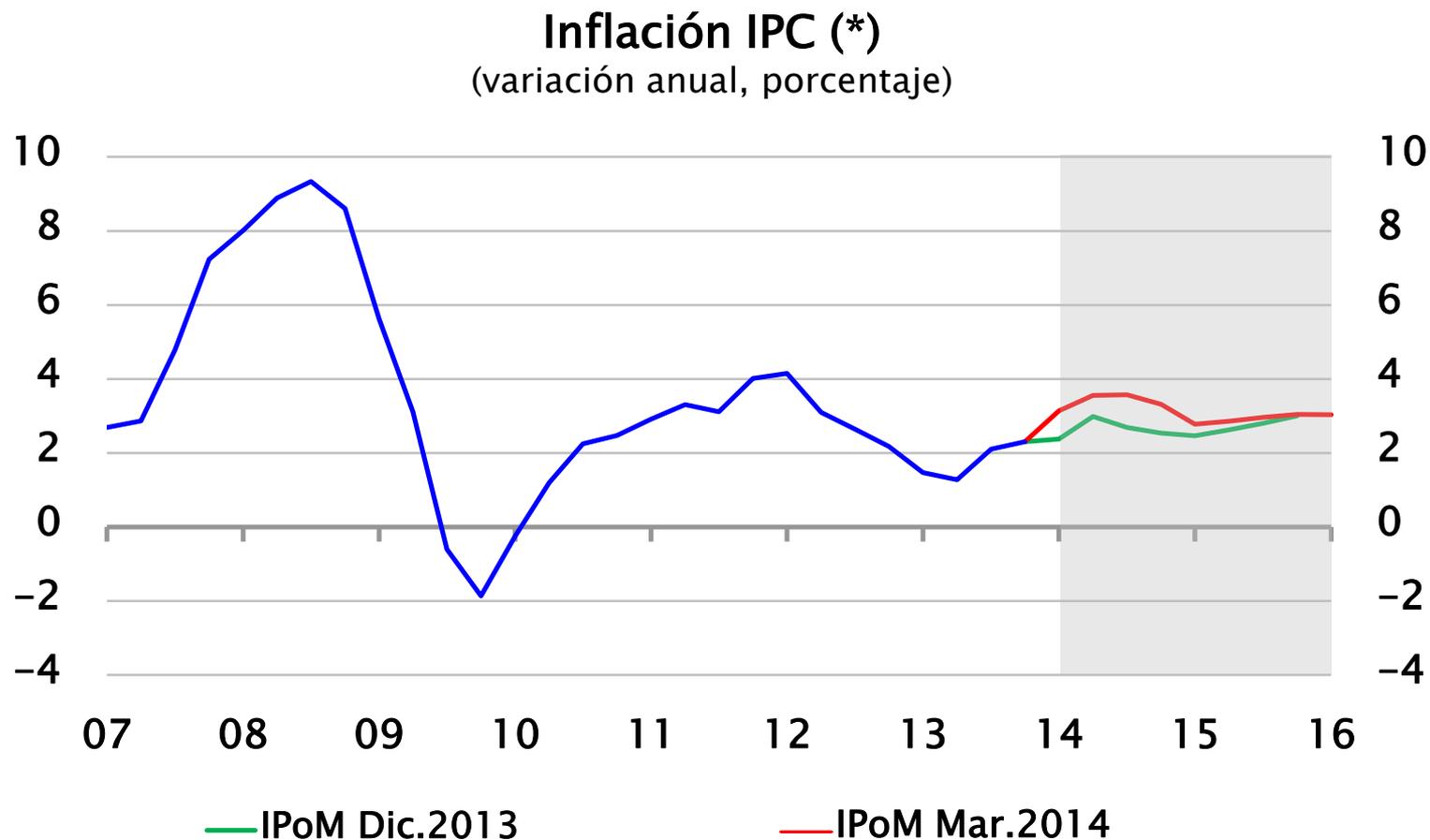
Ajuste acumulado de la proyección de crecimiento 2014 para América Latina (1)
(puntos porcentuales)



(1) Entre enero 2013 y marzo 2014. (2) Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



La inflación del IPC aumentará transitoriamente a cifras entre 3,5 y 4% y a partir de fines del 2014 volverá a valores más cerca de 3%, donde se ubicará hasta fines del horizonte de proyección.

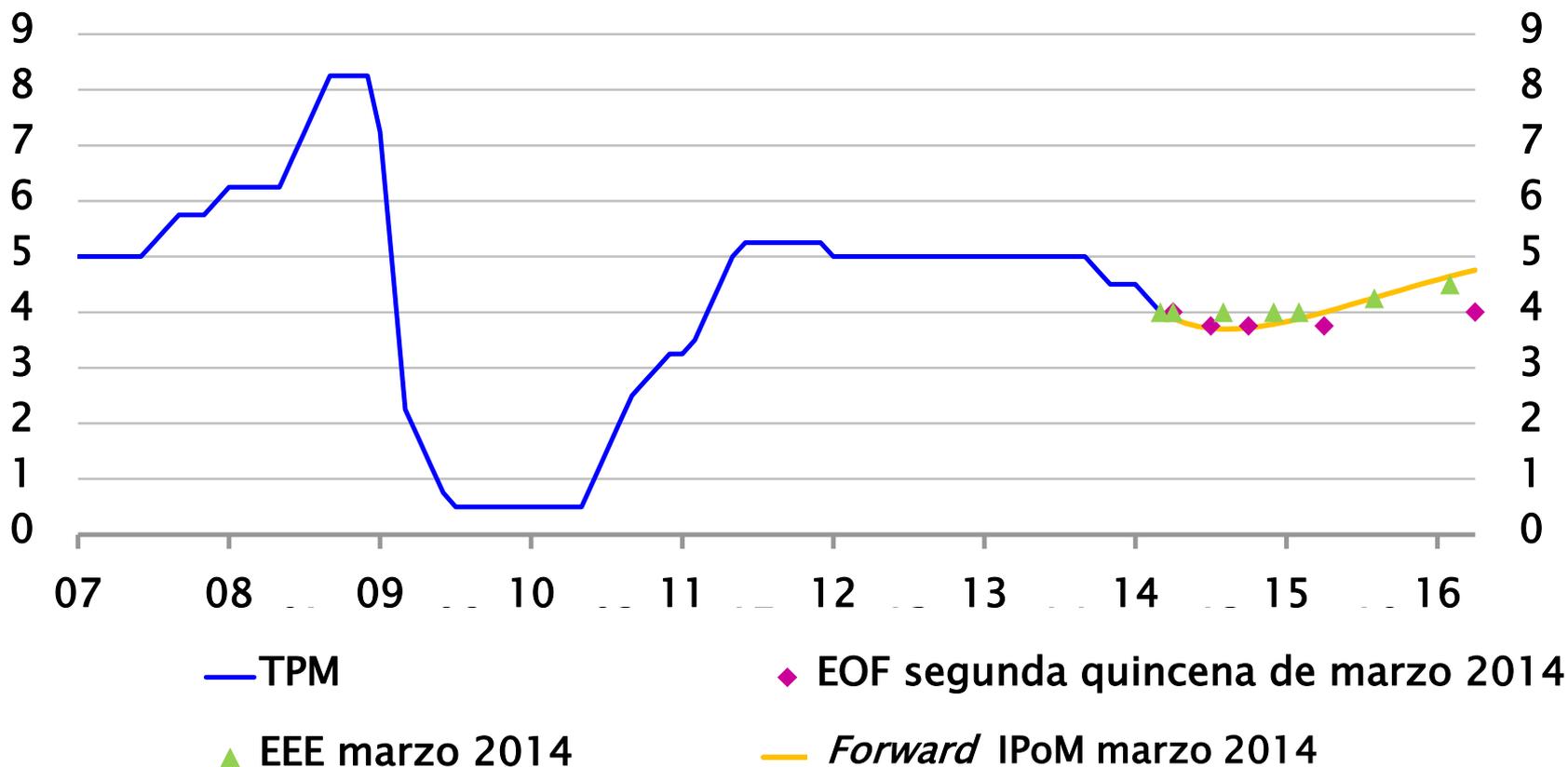


(*) El área gris, a partir del primer trimestre de 2014, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El escenario base utiliza como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

TPM y expectativas (porcentaje)





Evaluados los escenarios alternativos el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja y para la inflación balanceado.

- En lo externo:
 - Evolución de las economías emergentes y, en particular, de China.
 - Recuperación de Estados Unidos y episodios de volatilidad financiera en el corto plazo.
 - Riesgos en la Eurozona y tensiones en Ucrania.

- En lo interno:
 - Desaceleración de la inversión más fuerte y persistente.
 - Mayor traspaso de la depreciación cambiaria a la inflación.



Comentarios finales

- El escenario macroeconómico muestra una desaceleración de la economía más allá de la prevista hace unos meses, con una inflación que se ha aproximado al 3% más rápido que lo anticipado.
- El panorama externo de corto plazo para Chile es menos favorable que hace un año, especialmente por el deterioro de los términos de intercambio.
- El Consejo ha agregado impulso monetario a la economía, reduciendo la TPM en 100 puntos base en los últimos seis meses.
- En la medida que las condiciones macroeconómicas lo justifiquen, el Banco Central tiene espacio y la decisión de seguir aportando para aminorar la desaceleración cíclica de la economía.
- El Consejo 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

Marzo 2014

Enrique Marshall
Vicepresidente