



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2014

Joaquín Vial  
Consejero Banco Central de Chile



# Introducción

- La economía creció 4,1% en el 2013. Tanto la actividad como la demanda crecieron menos que lo previsto en el IPoM anterior, especialmente los sectores ligados a la inversión.
- La inflación anual fue algo mayor que la prevista, retornando a tasas del orden de 3%. Las expectativas de inflación a dos años siguen en torno a 3%, aunque para el corto plazo han aumentado levemente.
- En lo externo, se observa disminución del precio del cobre, lo que lleva a un deterioro de los términos de intercambio relevantes para Chile.
- El escenario de crecimiento mundial y de condiciones financieras externas no muestran cambios significativos en los últimos meses. Con todo, ha habido episodios de volatilidad financiera y una depreciación generalizada de las monedas de países emergentes, incluido el peso.
- 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.

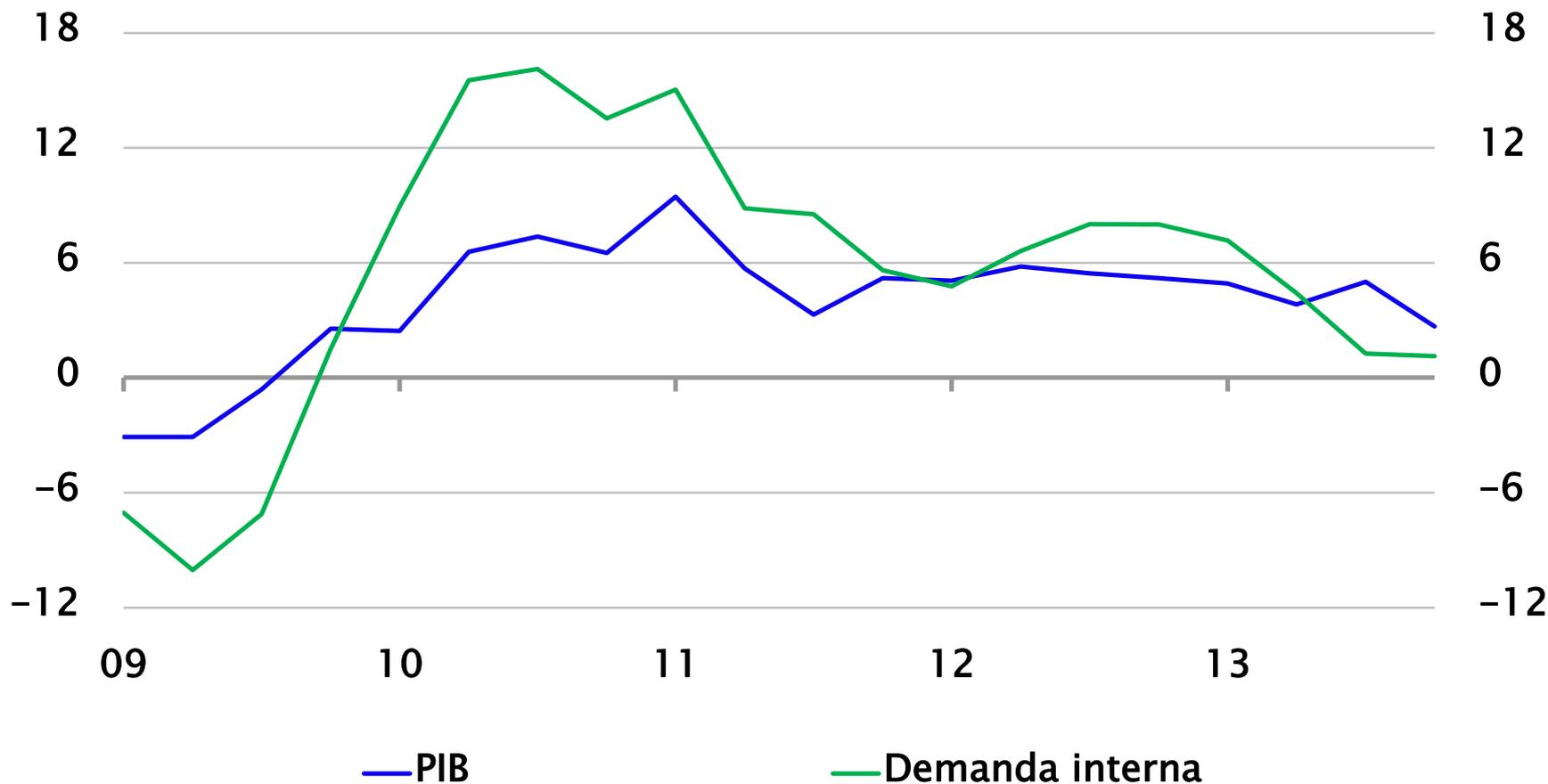


# Escenario interno en 2013



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.

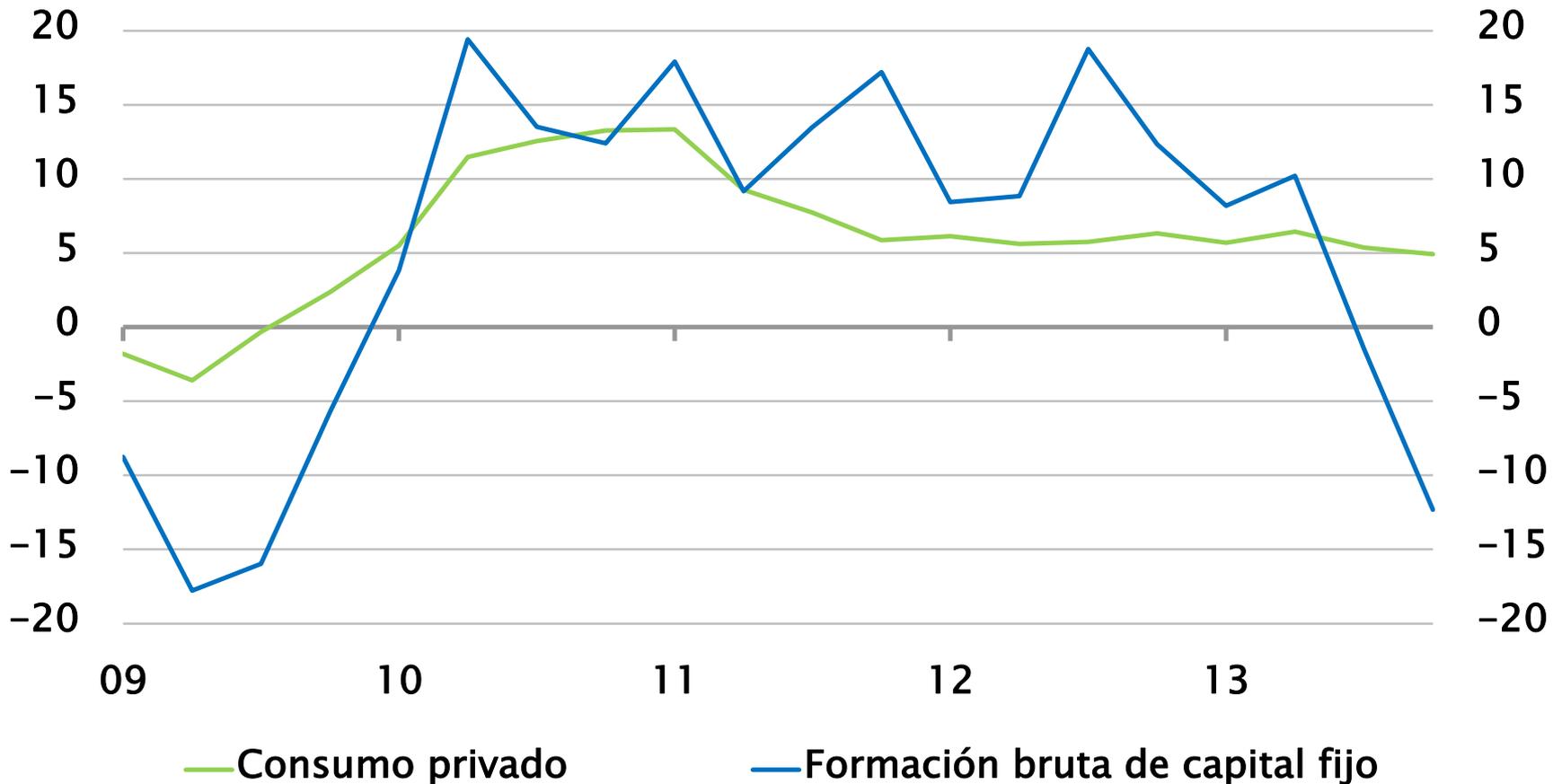
**PIB y demanda interna**  
(variación anual, porcentaje)





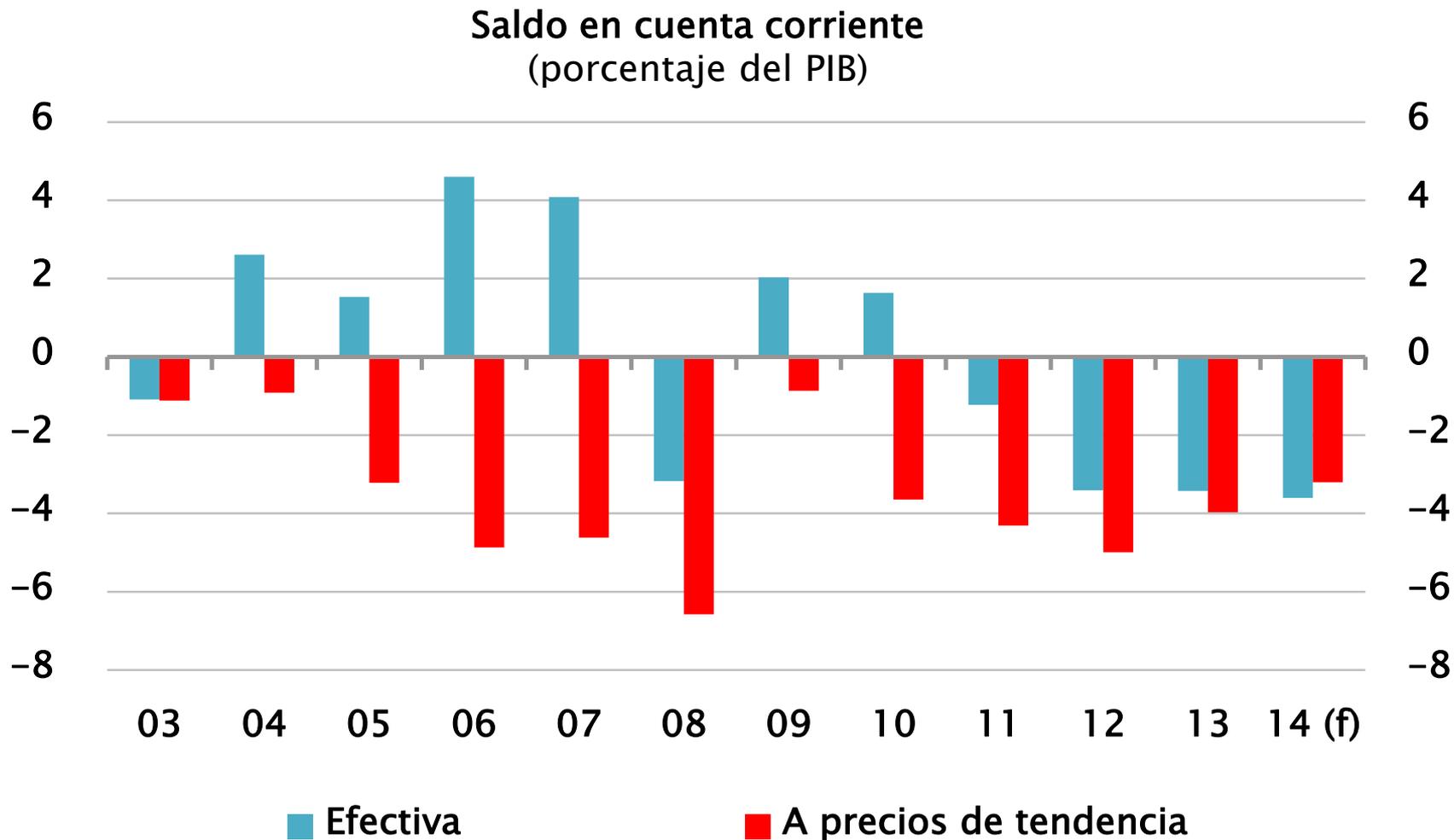
Por el lado del gasto, la formación bruta de capital fijo presentó el mayor ajuste a la baja. Mientras que el consumo siguió desacelerándose gradualmente.

### Componentes de la demanda (variación anual, porcentaje)



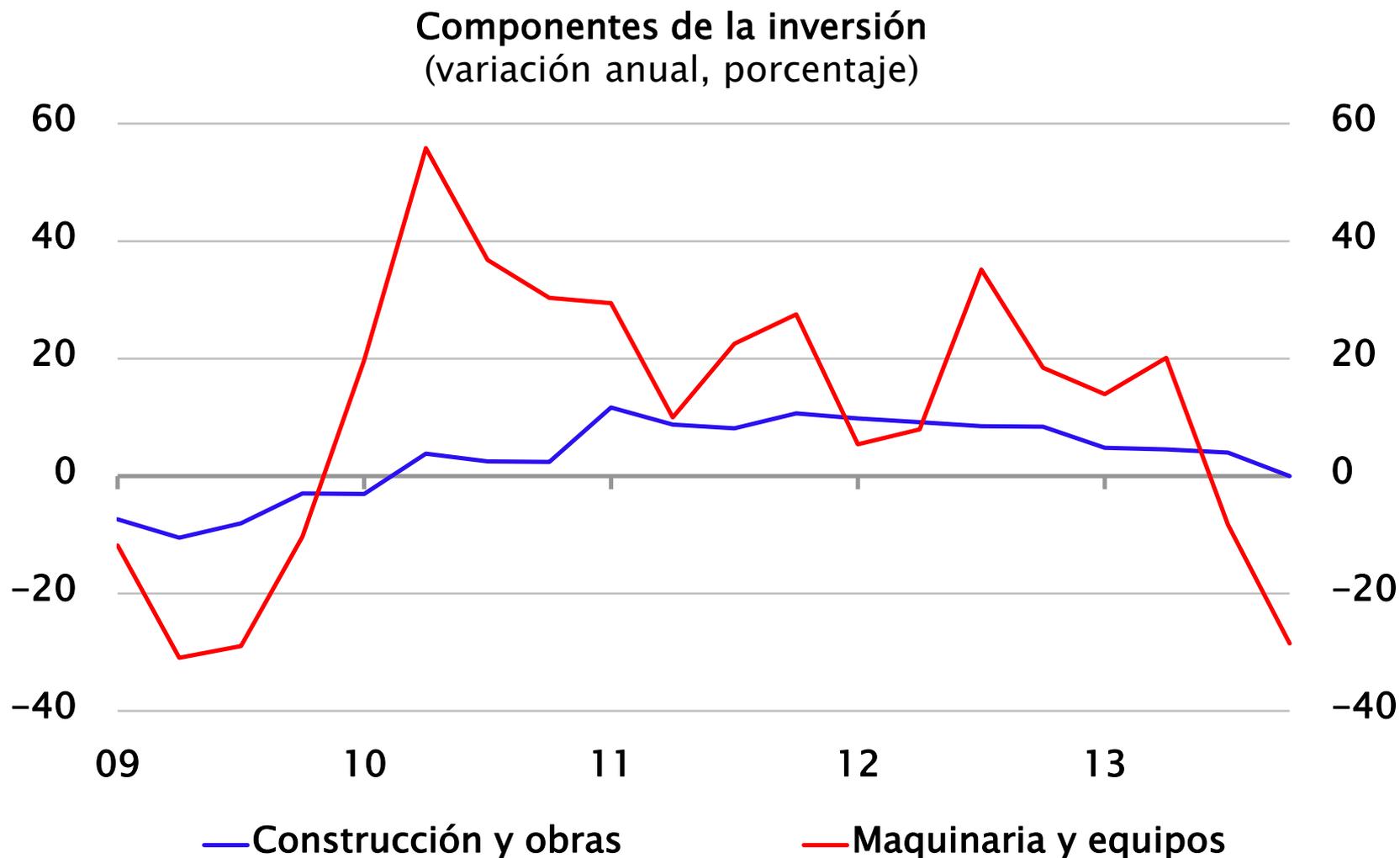


Este ajuste en la demanda interna, principalmente de la inversión, ha contribuido a reducir el déficit de la cuenta corriente, tanto en su medición nominal como a precios de tendencia.





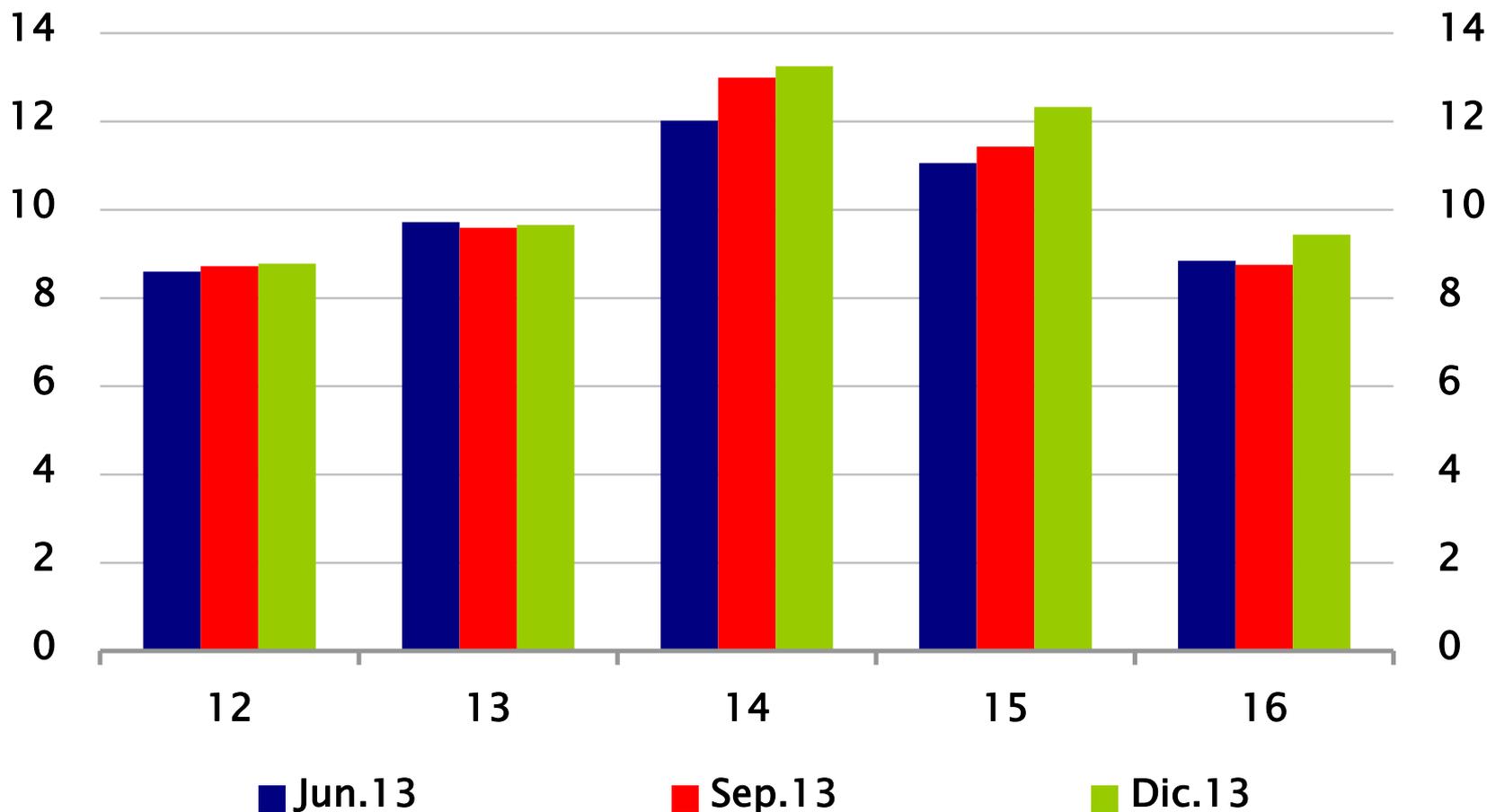
En la inversión, su componente maquinaria y equipos mostró tasas de expansión anual negativas en los dos últimos trimestres del 2013, y el de construcción y obras redujo de modo importante su variación anual en ese lapso.





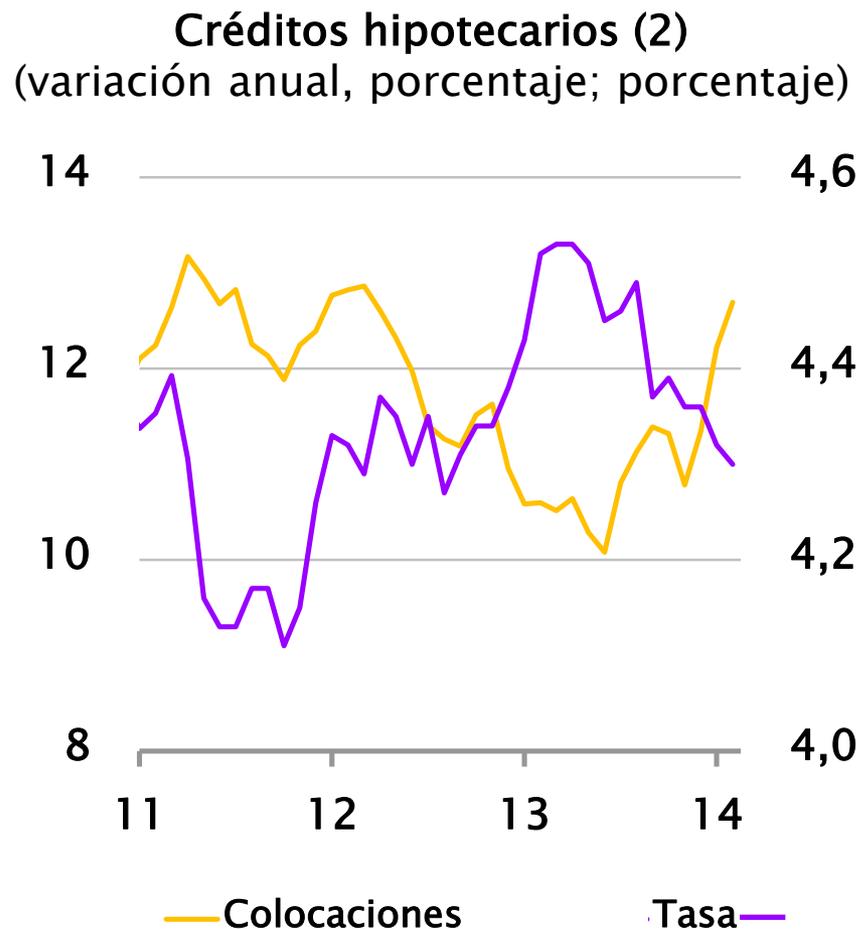
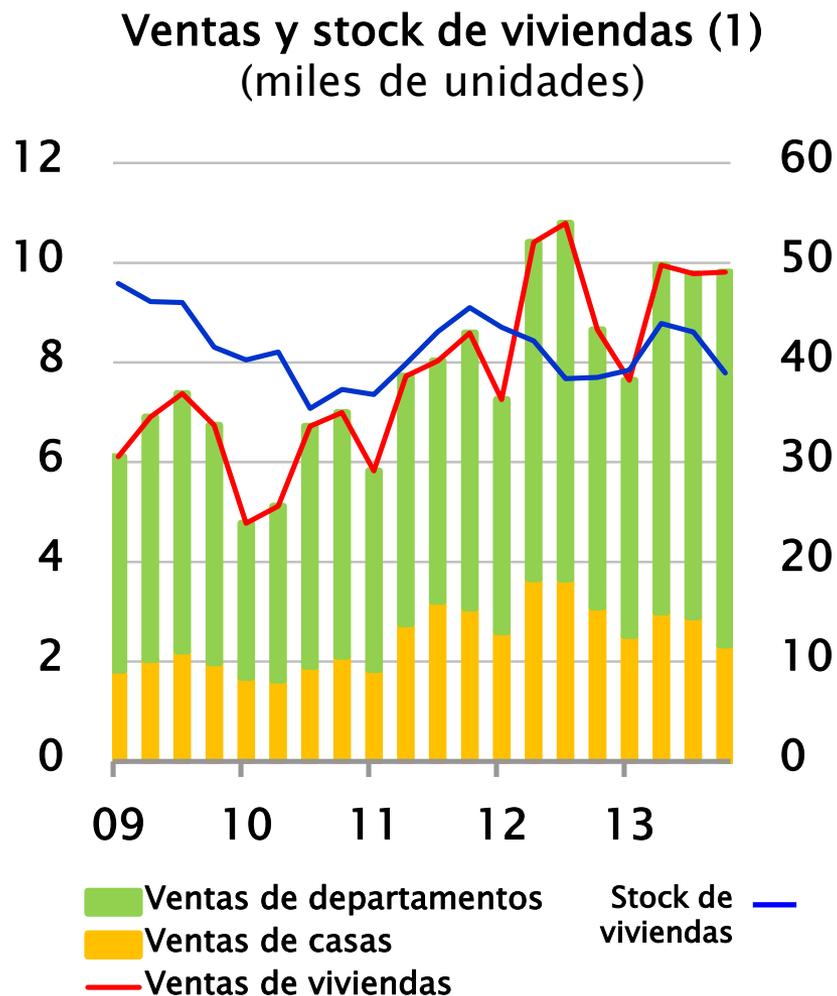
Con todo, algunos elementos hacen prever una estabilización del nivel de inversión. Esto, por las mayores perspectivas contenidas en el catastro de la CBC para la inversión en obras de ingeniería en la segunda mitad de este año.

Inversión en obras de ingeniería  
(miles de millones de dólares)





Además, en la construcción habitacional las existencias continúan bajas, las ventas siguen estables y las condiciones financieras continúan favorables.



(1) Gran Santiago. (2) Tasas de interés en UF a más de 3 años.

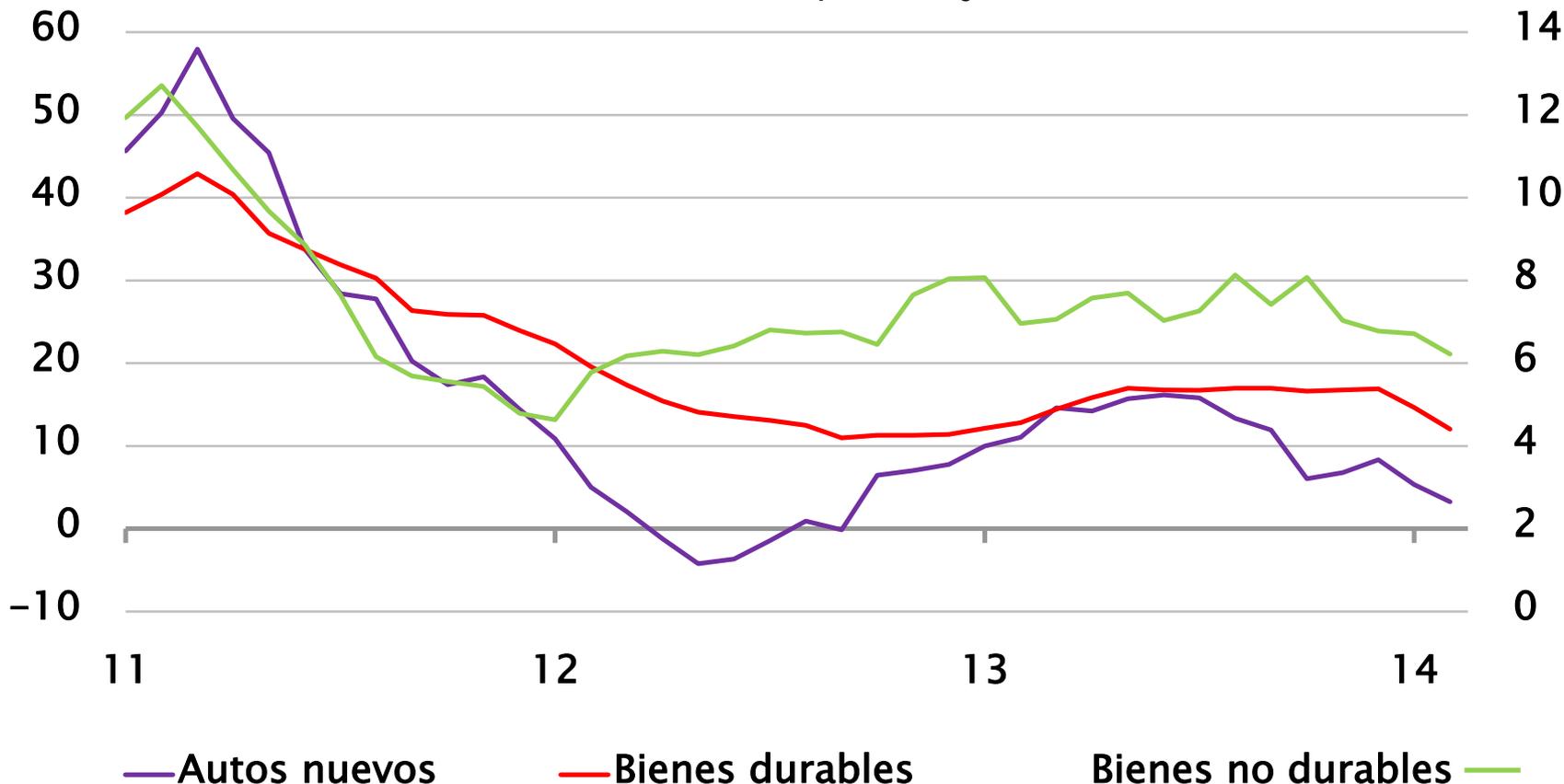
Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.



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)

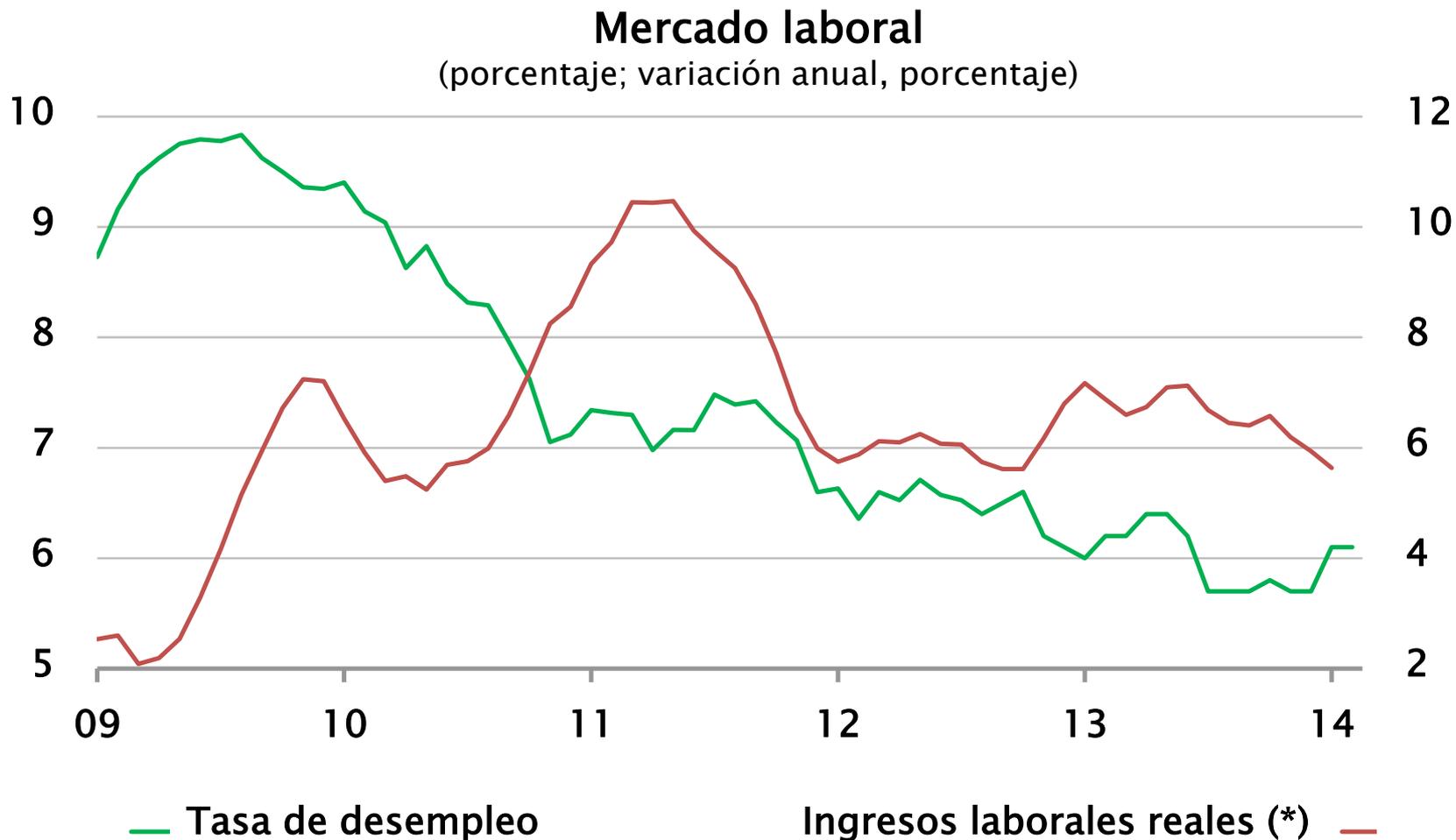


(\*) Promedio móvil semestral.

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



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

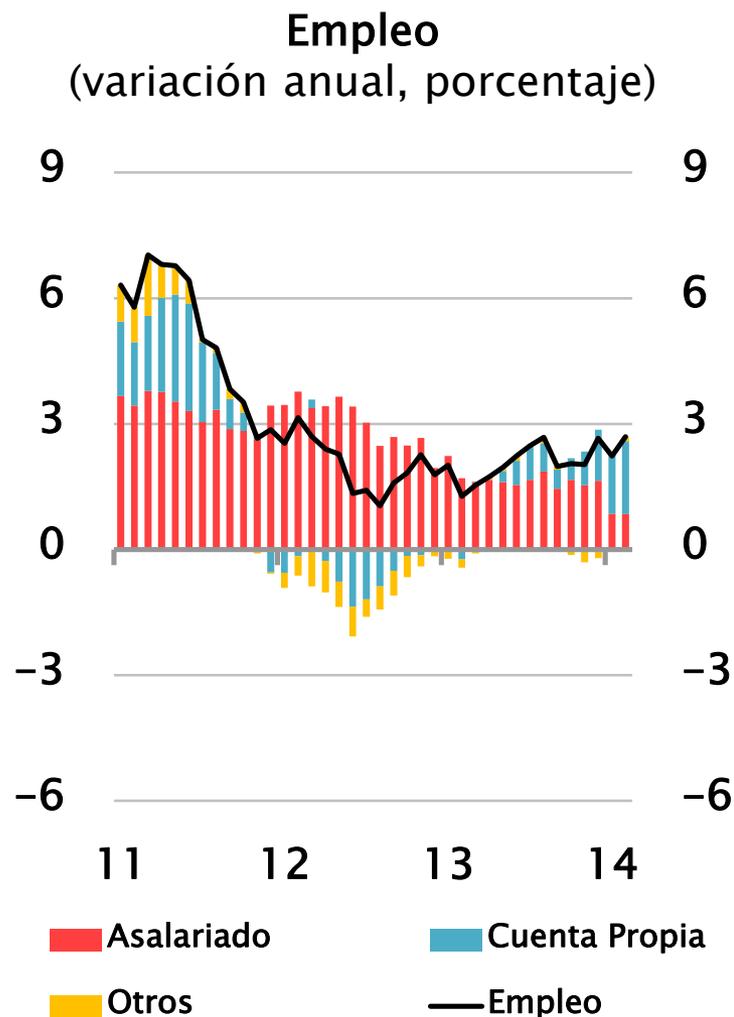
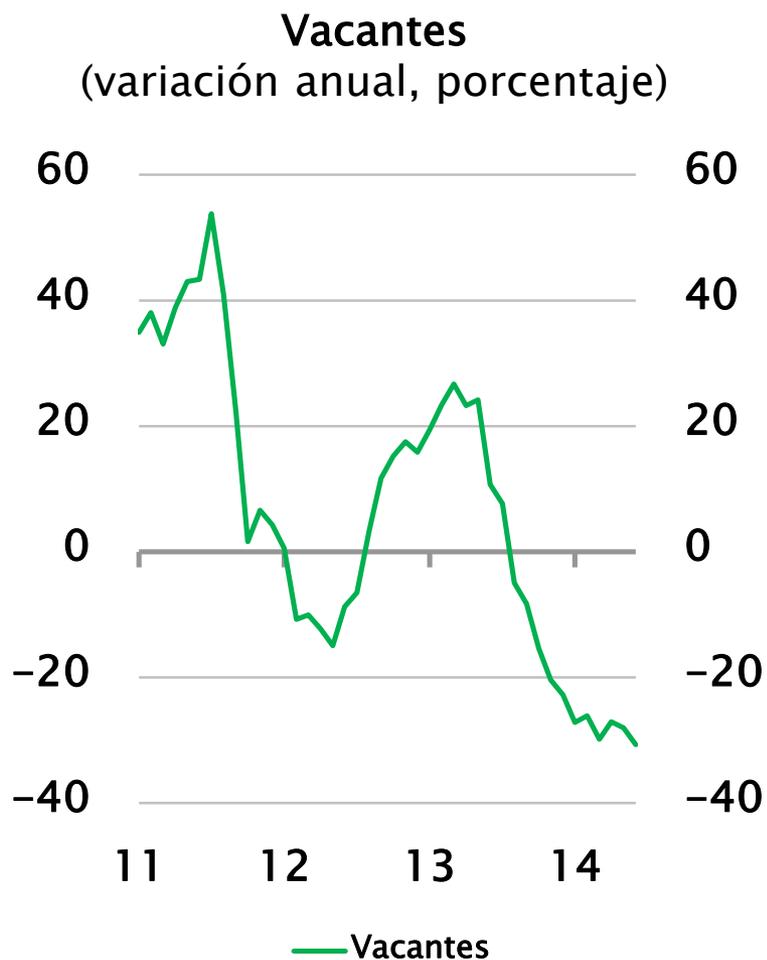


(\*) Promedio móvil trimestral.

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



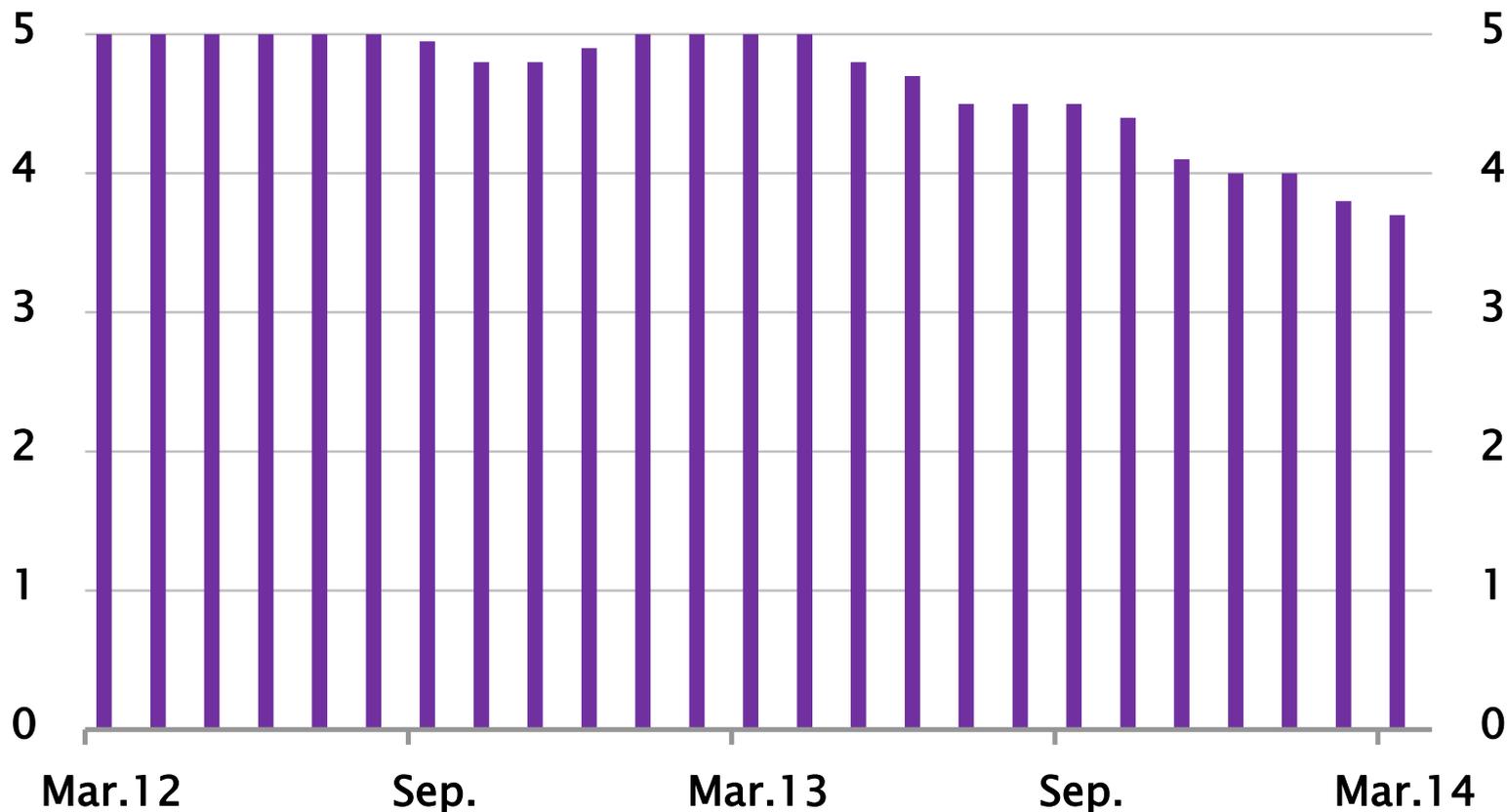
De todos modos, el mercado laboral da algunas señales de que la estrechez de los últimos trimestres comienza a amainar.





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)

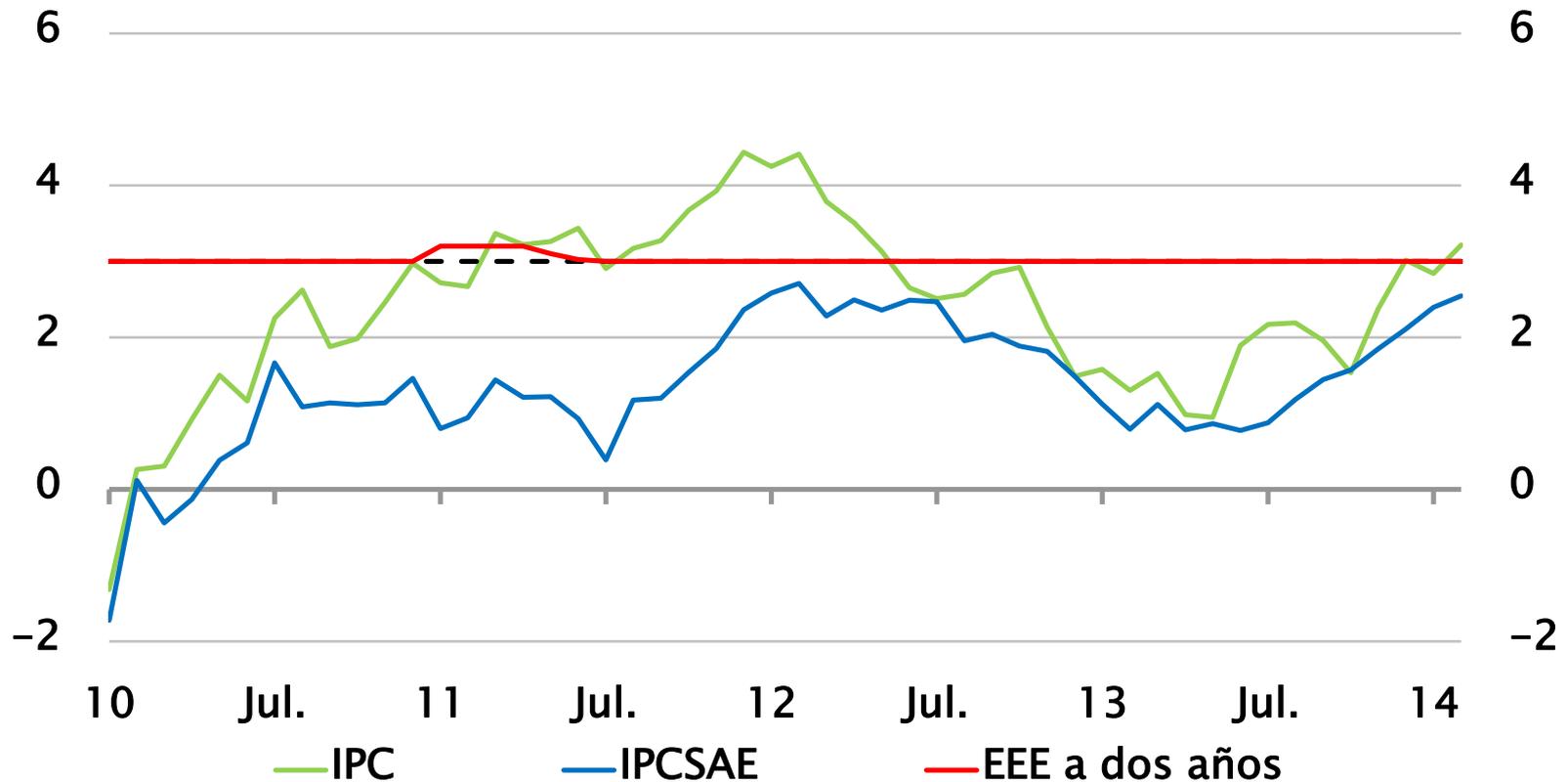


Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación del IPC ha vuelto a niveles en torno a 3%. La variación mensual del IPC ha estado dominada por los aumentos en los precios de la energía, debido al mayor precio de los combustibles en dólares y a la depreciación del peso. Las expectativas de inflación a 2 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.

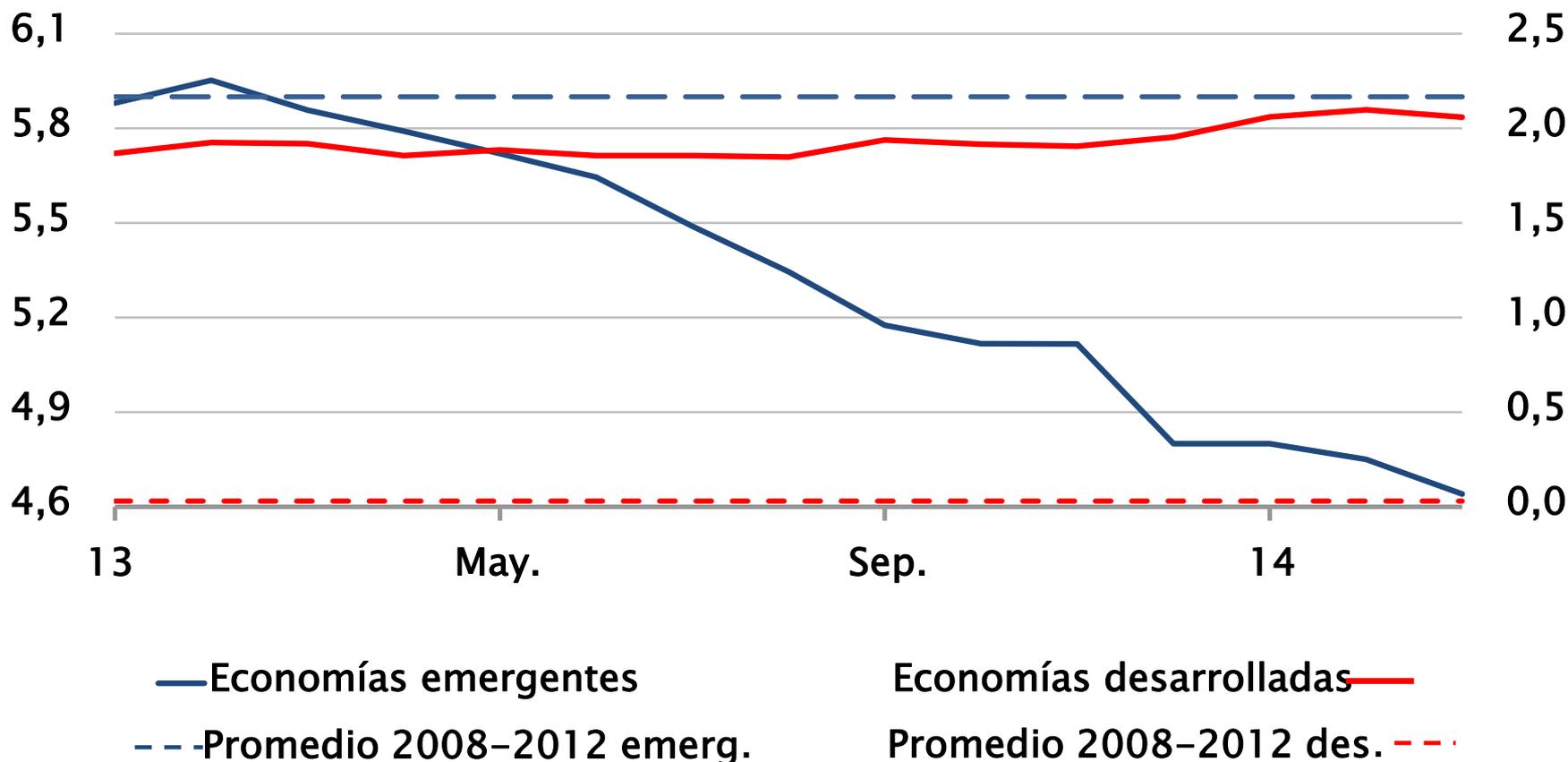


# Escenario internacional en 2014



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)

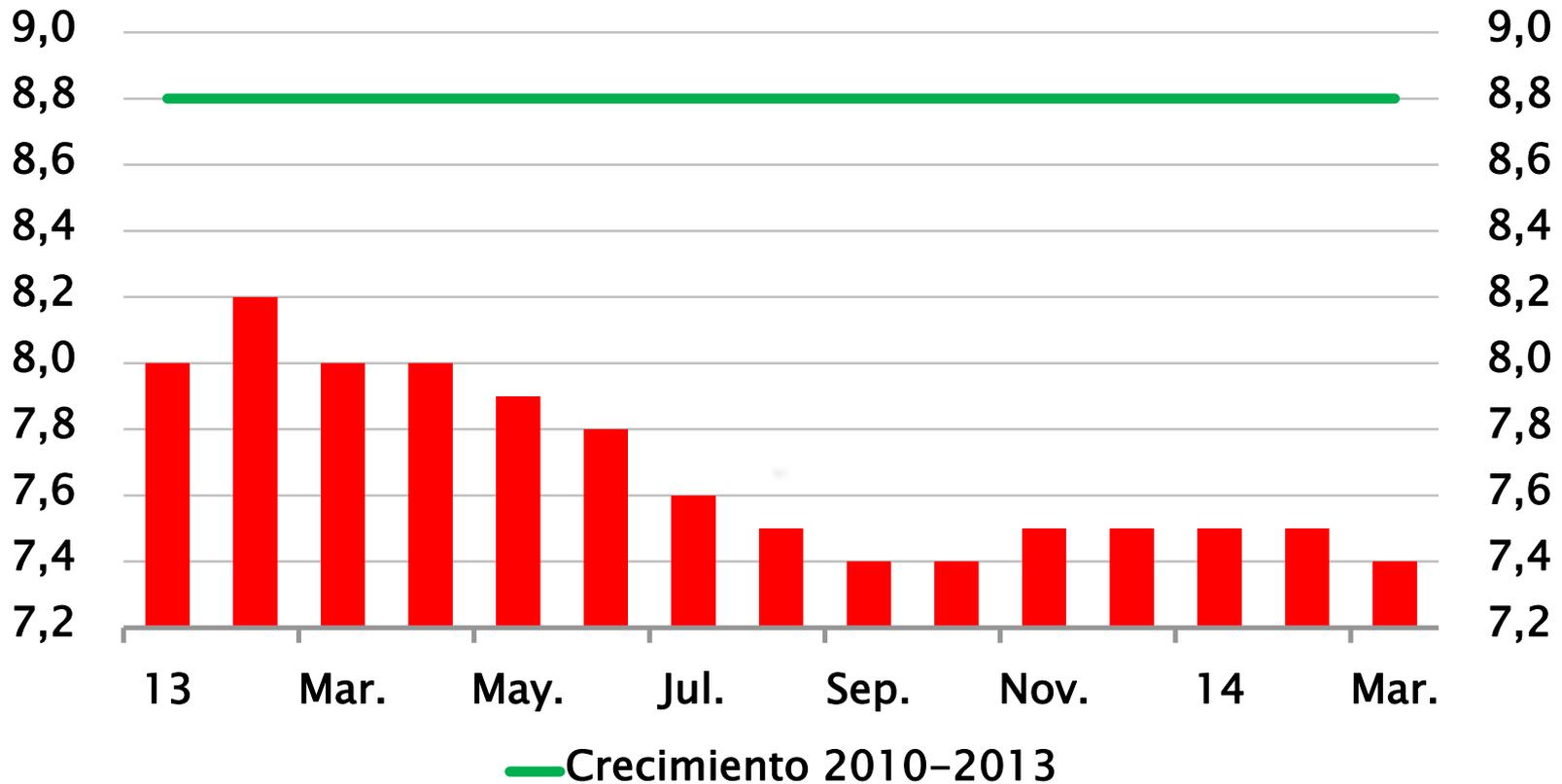


(\*) Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).  
Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.



Destaca lo que ha sucedido en China, cuyo crecimiento para el 2014 se ubica incluso por debajo de la meta de 7,5 por ciento expresada por sus autoridades.

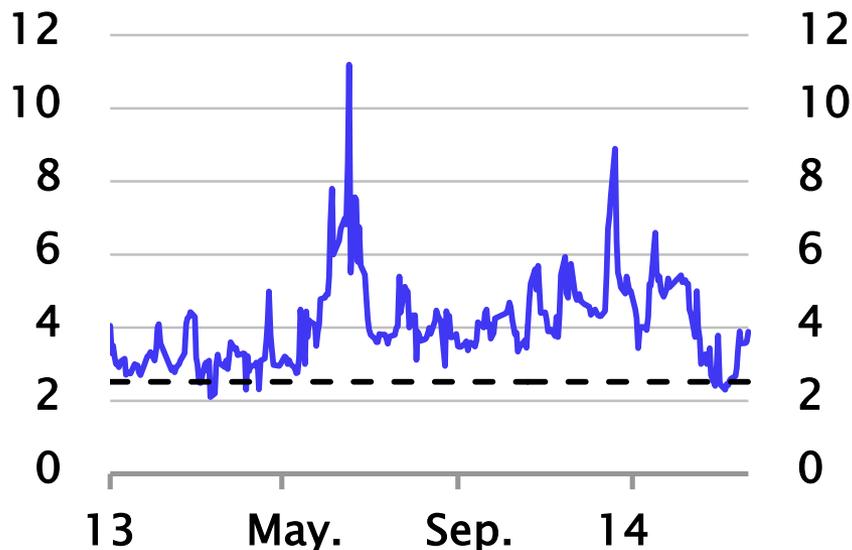
Evolución de la proyección de crecimiento 2014 para China  
(porcentaje)





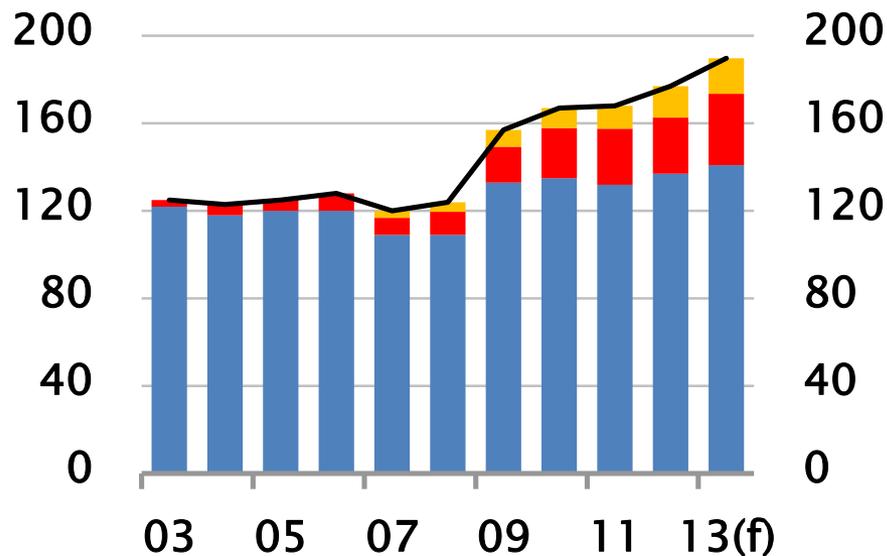
# Además los riesgos sobre China se han exacerbado a raíz de las crecientes dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero.

### Tasa de interés interbancaria (porcentaje)



— InterBank Repo rate 7 days  
- - Prom. 05-12

### Stock de deuda bancaria y no bancaria (porcentaje del PIB)



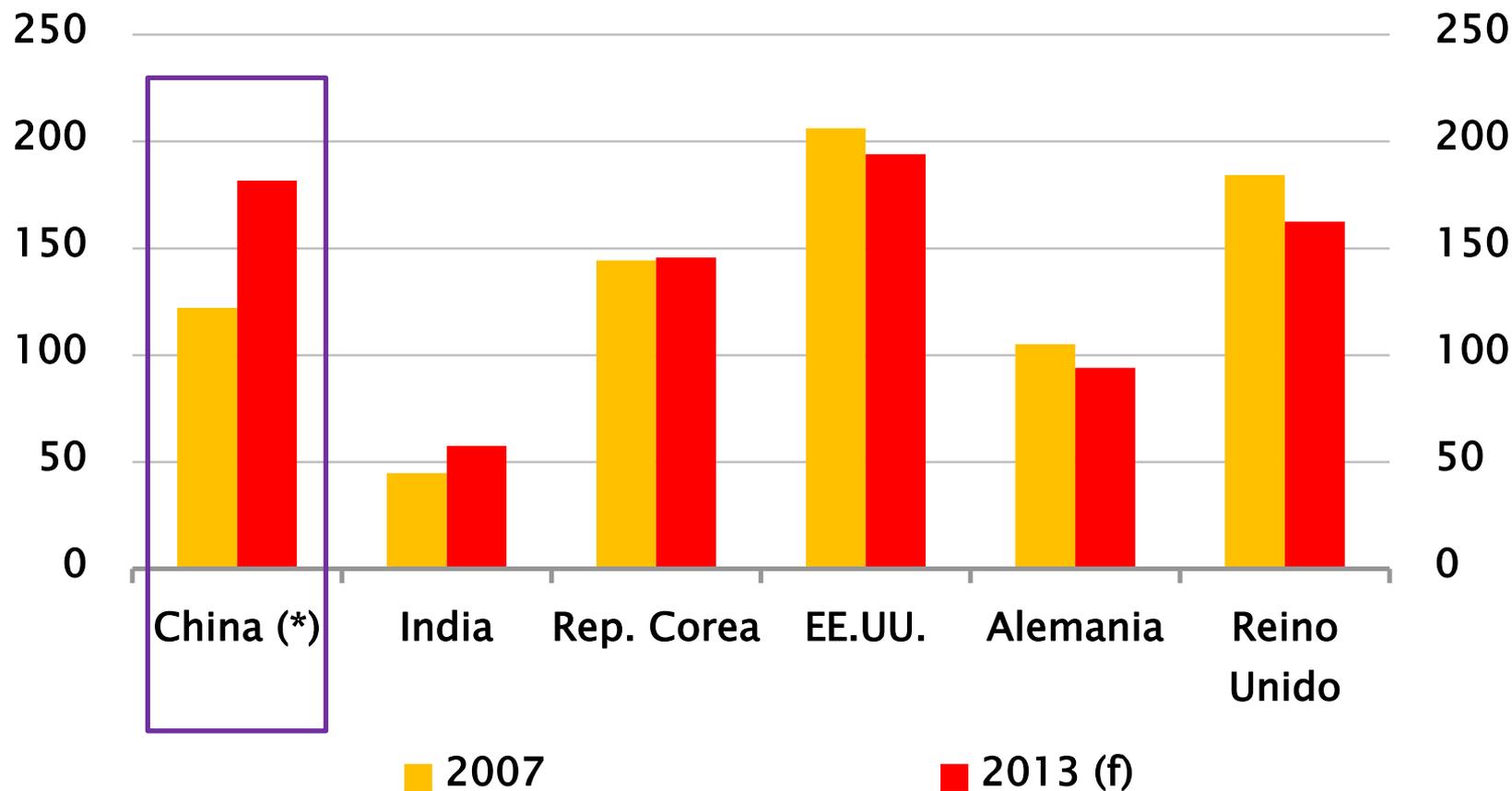
■ Bonos corporativos  
■ Préstamos no bancarios  
■ Préstamos bancarios  
— Total

(f) Estimación preliminar elaborada con datos de flujos de deuda extraídos del “All-system Financing Aggregate Statistics in 2013”.



El crecimiento del crédito en China ha sido muy rápido, en circunstancias que este ya representaba un porcentaje del PIB elevado, dado su nivel de desarrollo.

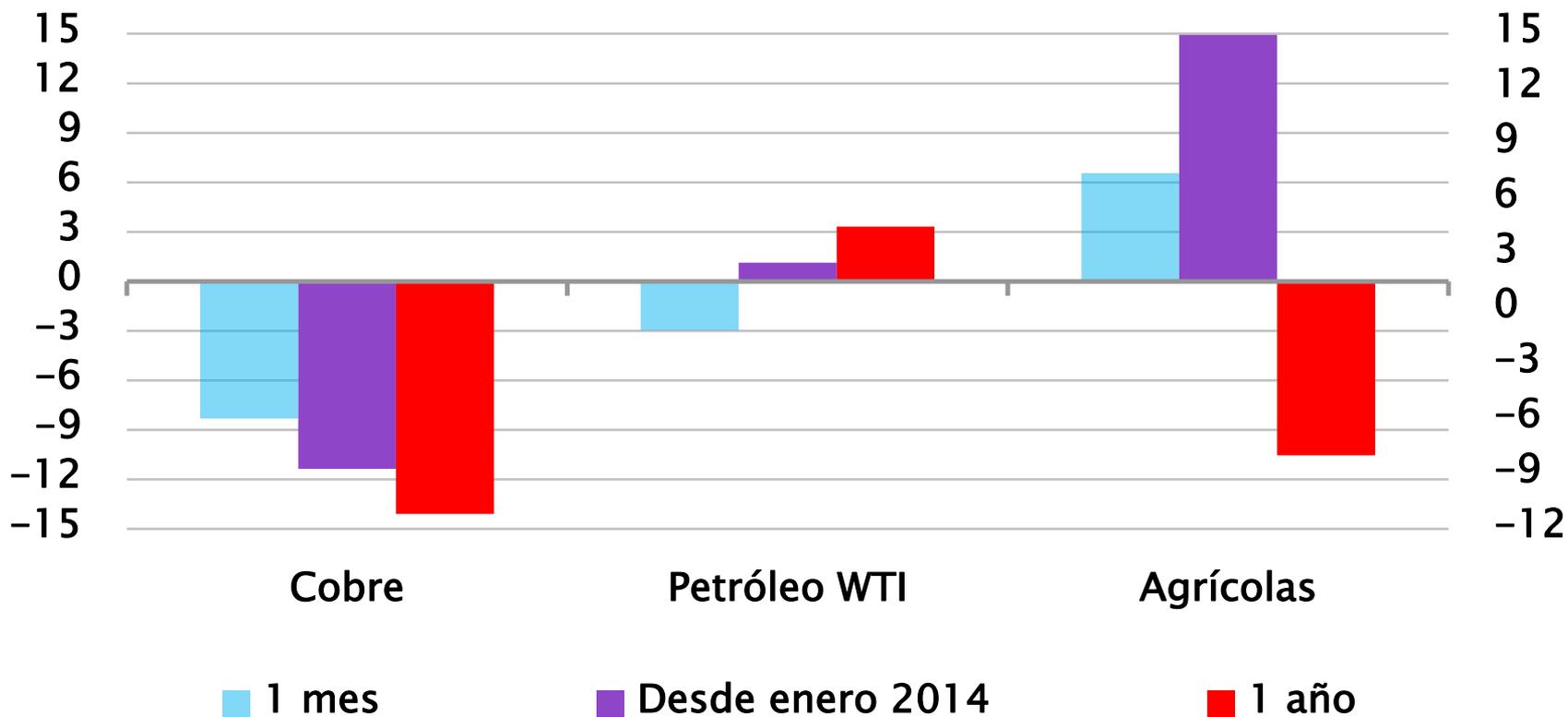
### Crédito al sector privado (porcentaje del PIB)





Las dudas sobre China han 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)

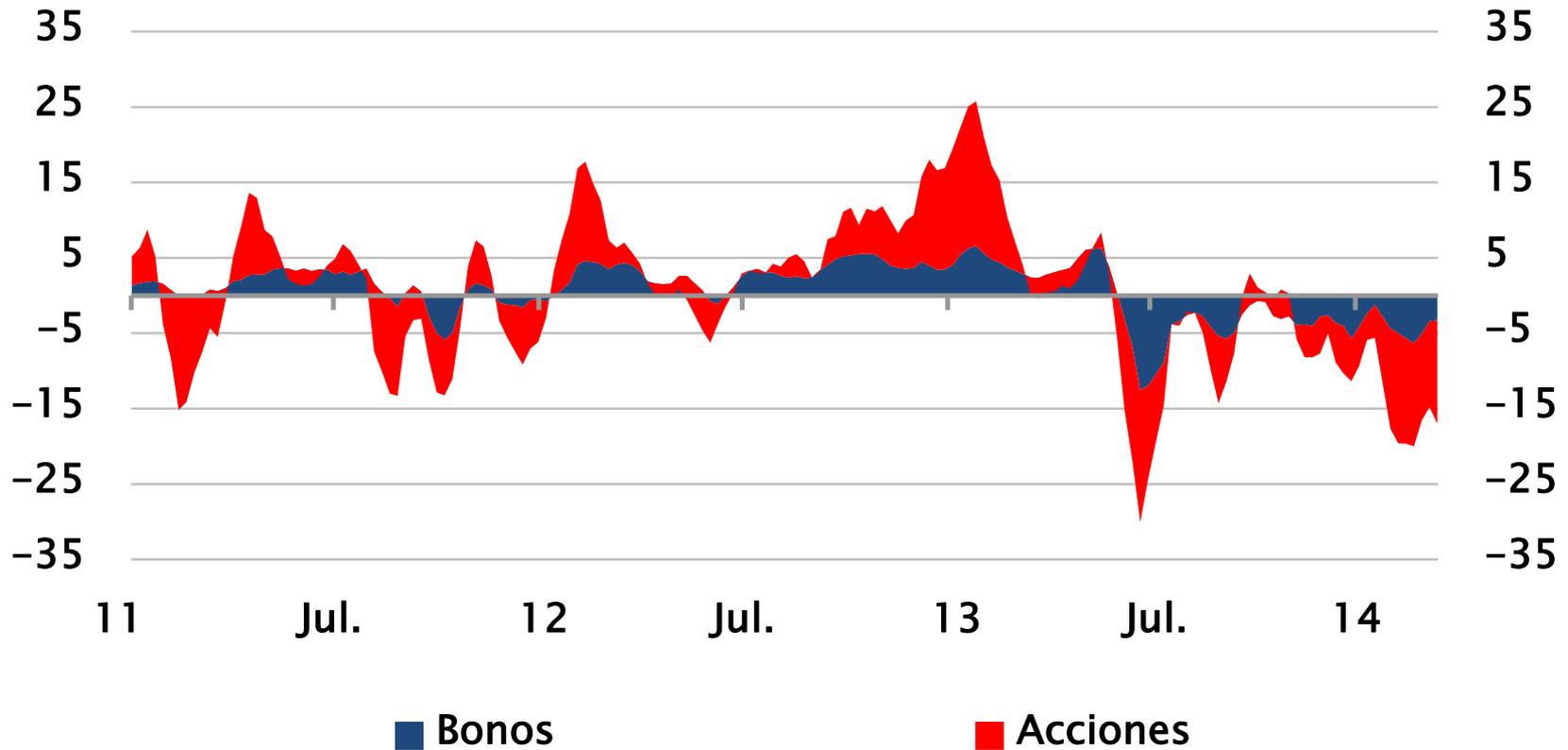


(\*) El precio de los productos agrícolas está medido por el índice de Goldman Sachs.  
Fuente: Bloomberg.



Además, se ha profundizado la salida de capitales desde las economías emergentes y sus bolsas han caído. Esto, ante la reducción del estímulo monetario no convencional en EE.UU. y la evolución dispar de las proyecciones de crecimiento entre desarrolladas y emergentes.

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

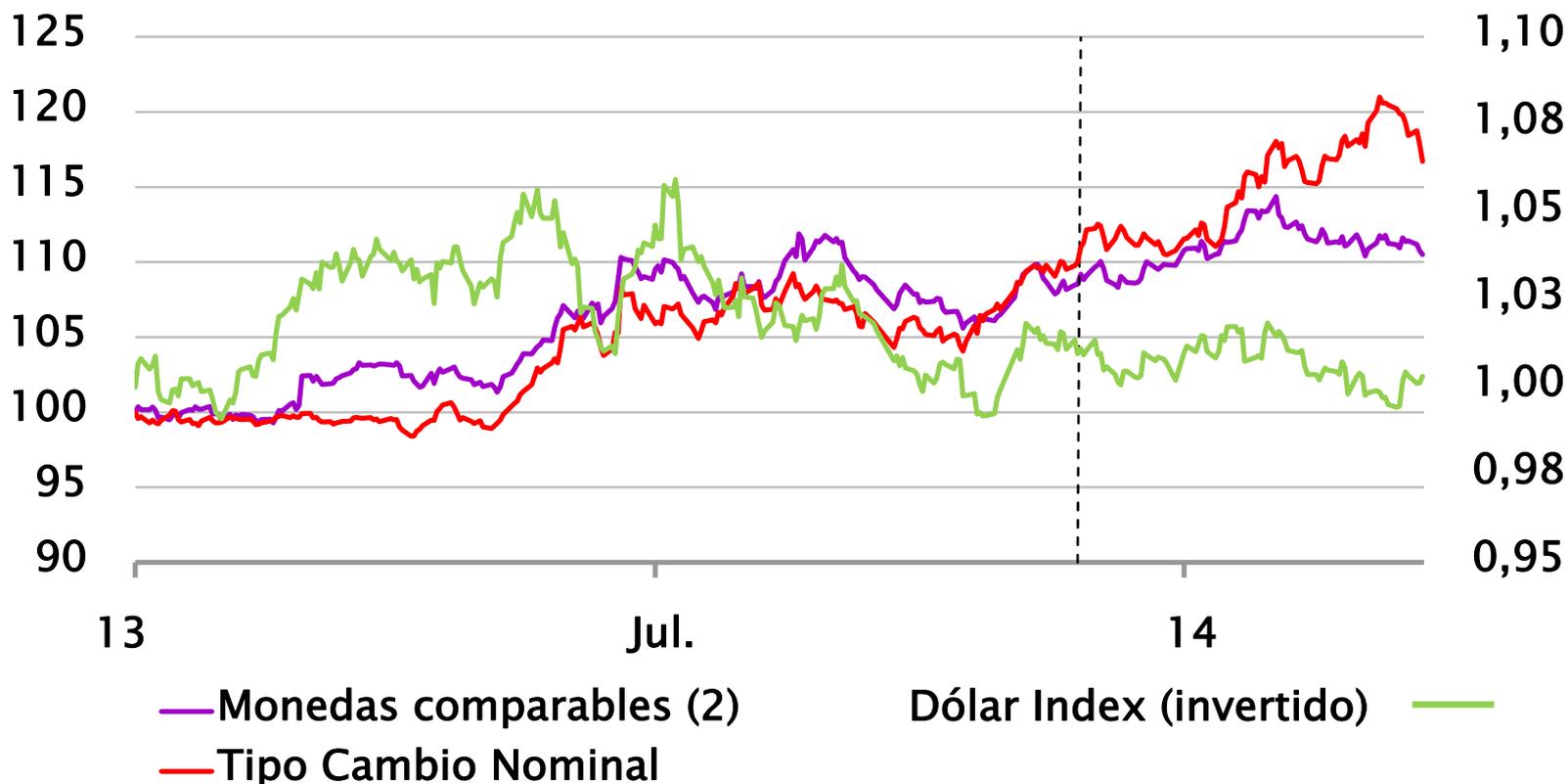


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



En este contexto las monedas de las economías emergentes se han depreciado. La depreciación del peso chileno ha sido importante y se ubica en la mitad superior respecto del promedio de las economías emergentes.

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

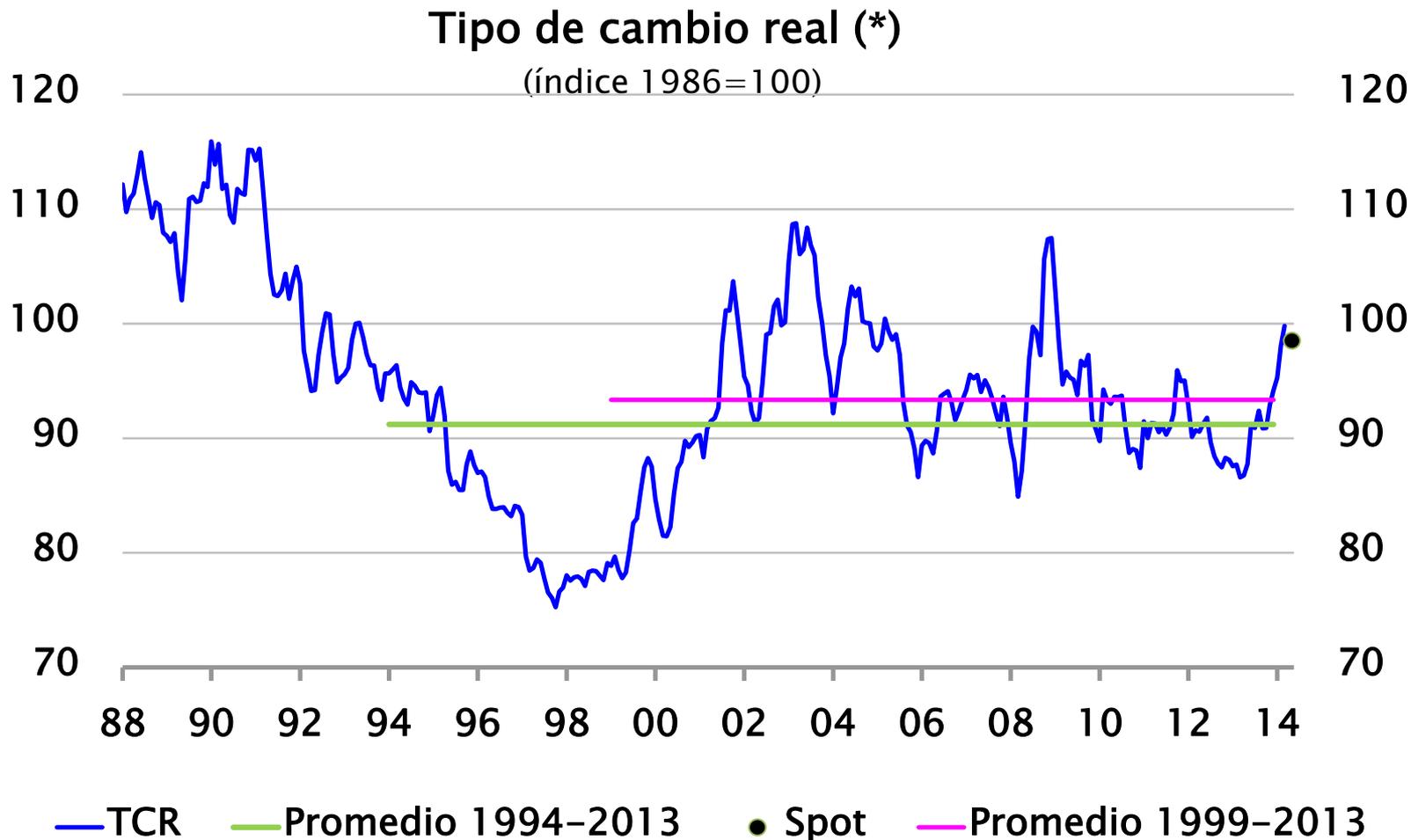


(1) Aumento indica depreciación. (2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, República Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO octubre 2013.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



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



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

Fuente: Banco Central de Chile.



# Perspectivas para Chile en 2014



El escenario base de este IPoM anticipa que los socios comerciales de Chile tendrán tasas de crecimiento algo por sobre 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.

### Precio del cobre (dólares la libra)



(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



El escenario base proyecta que el PIB crecerá entre 3 y 4%, 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
Ahorro privado	17,2	17,8	17,2	17,6	16,6
Ahorro público	4,5	3,3	3,3	3,0	2,9
IPC diciembre	1,5	2,6	3,0	2,5	3,0
IPCSAE diciembre	1,5	1,9	2,1	2,9	2,8

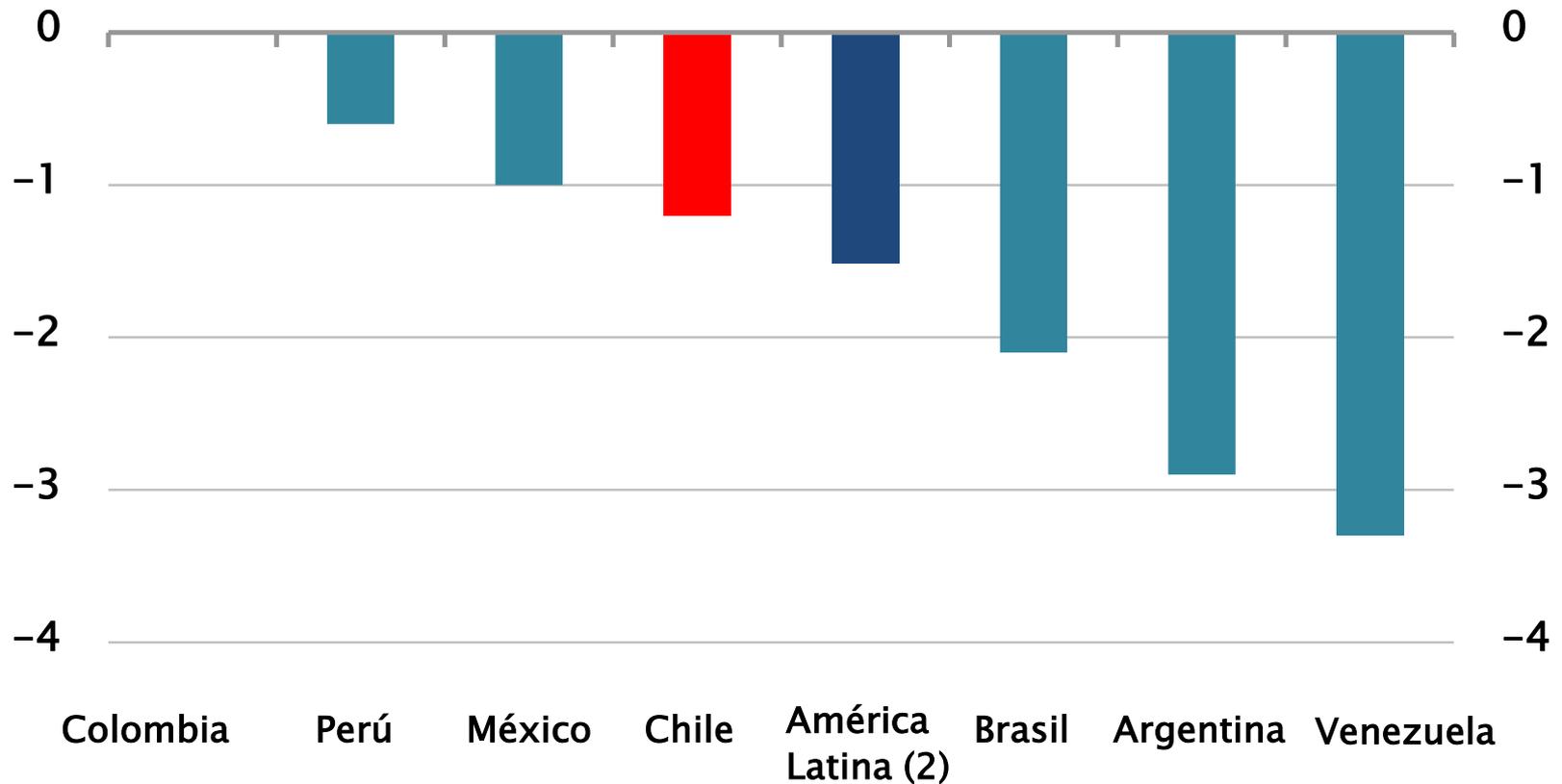
(f) Proyección.

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 ha visto reducir sus perspectivas de crecimiento con mayor fuerza.

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

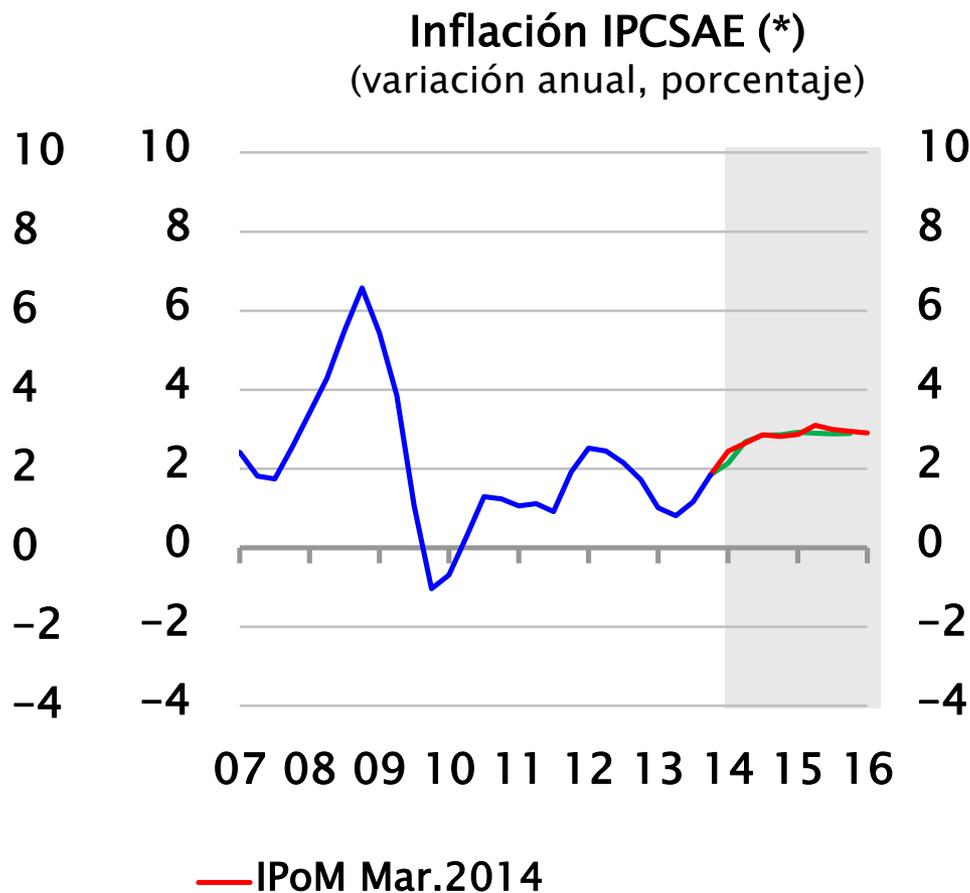
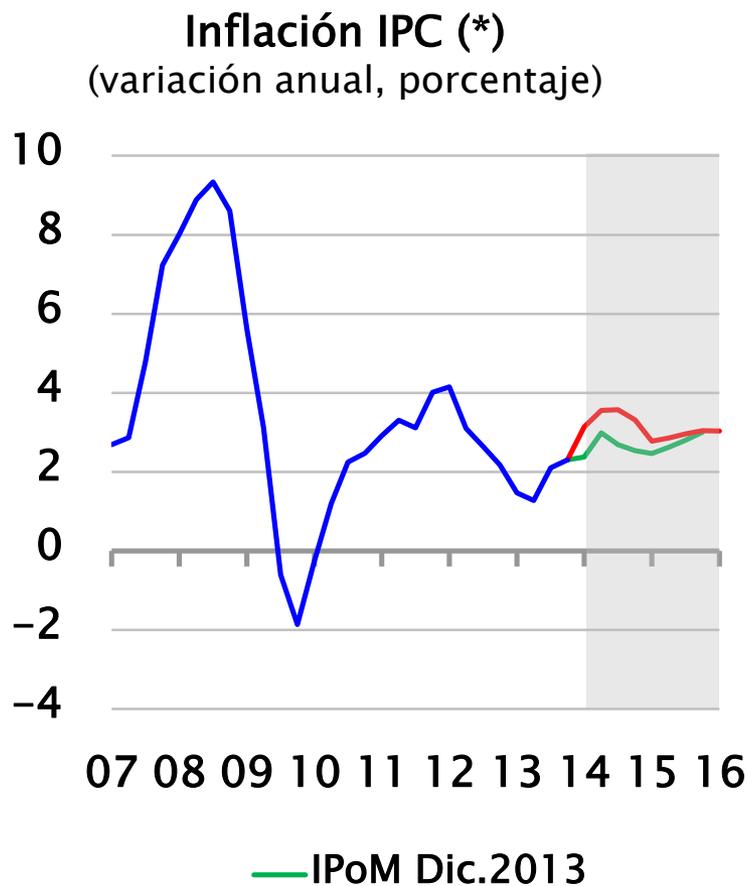


(1) Entre enero 2014 y marzo 2014. (2) Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).

Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



La inflación del IPC aumentará transitoriamente hacia 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. La inflación subyacente oscilará alrededor de 3% a lo largo de dicho horizonte.



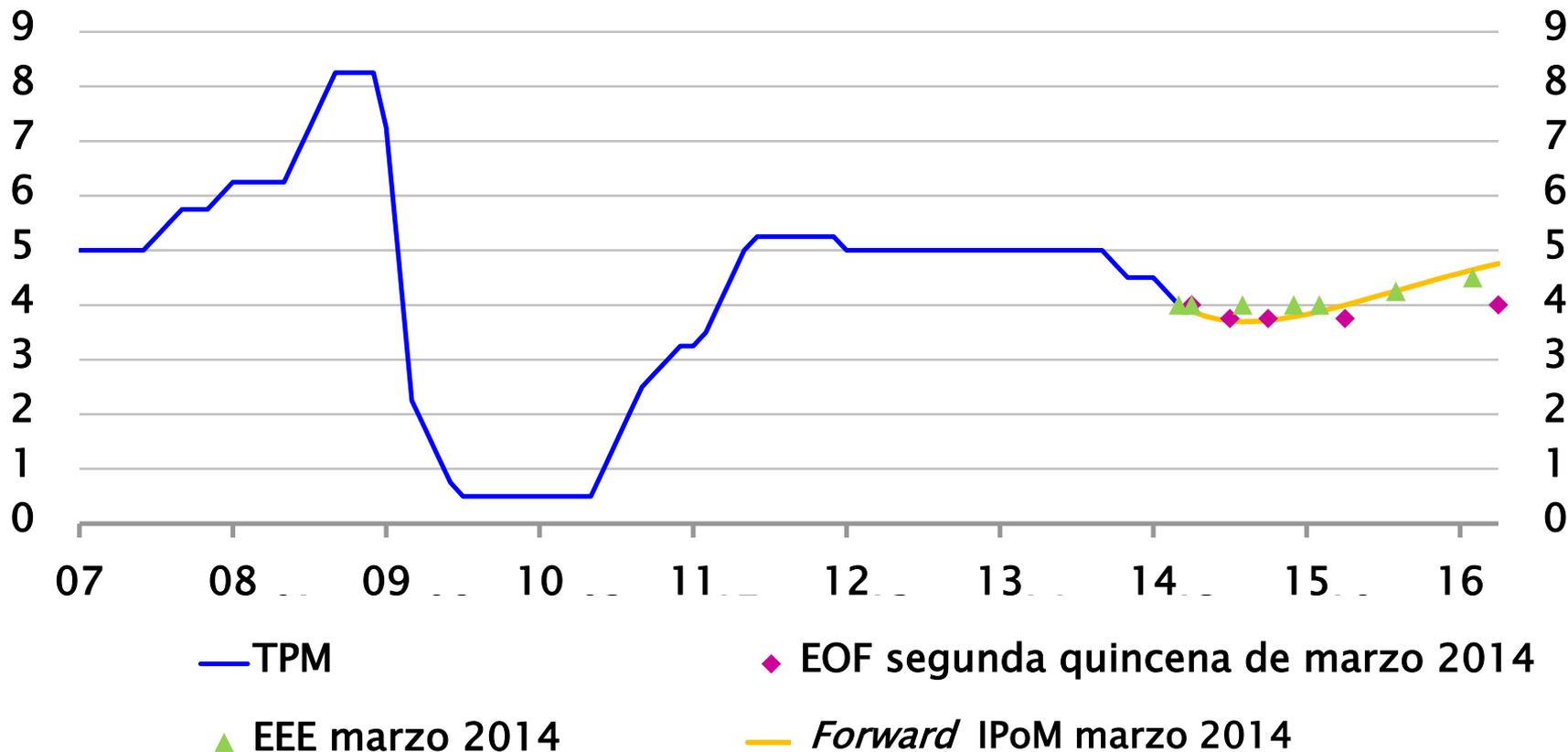
(\*) El área gris, a partir del primer trimestre de 2014, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo 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 equilibrado.

- En lo externo:
  - Evolución de las economías emergentes y, principalmente, de China. En particular, un deterioro de la economía china tendría efectos de primer orden en el mundo emergente, incluido Chile y en el precio de las materias primas, en especial del cobre.
  - Tampoco se puede descartar que las vulnerabilidades que han acumulado algunas economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad.
  - También es posible que el proceso de recuperación de Estados Unidos tome más fuerza que la prevista. En el corto plazo, puede generar mayor volatilidad financiera, pero a mediano plazo puede agregar impulso a las condiciones externas.
  - Persisten riesgos en la Eurozona y se agregan tensiones en Ucrania.
- En lo interno:
  - Profundización de la desaceleración de la inversión.
  - Intensidad del traspaso de la depreciación cambiaria a la inflación y efectos secundarios.



# Comentarios finales

- El escenario macroeconómico muestra una desaceleración de la economía más allá de la prevista hace unos meses, con una inflación que se ubica en torno a 3%.
- Continúa la normalización de las condiciones externas relevantes para Chile.
- Además, se han acrecentado las dudas sobre el desempeño de las economías emergentes y en particular de China.
- En este contexto, el Consejo ha agregado impulso monetario a la economía, reduciendo la TPM en 100 puntos base durante los últimos seis meses.
- El Consejo 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

## Marzo 2014