



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2014

Rodrigo Vergara  
Presidente



# 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 y retornó 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 una 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, 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) a 4%. Además, señaló 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.

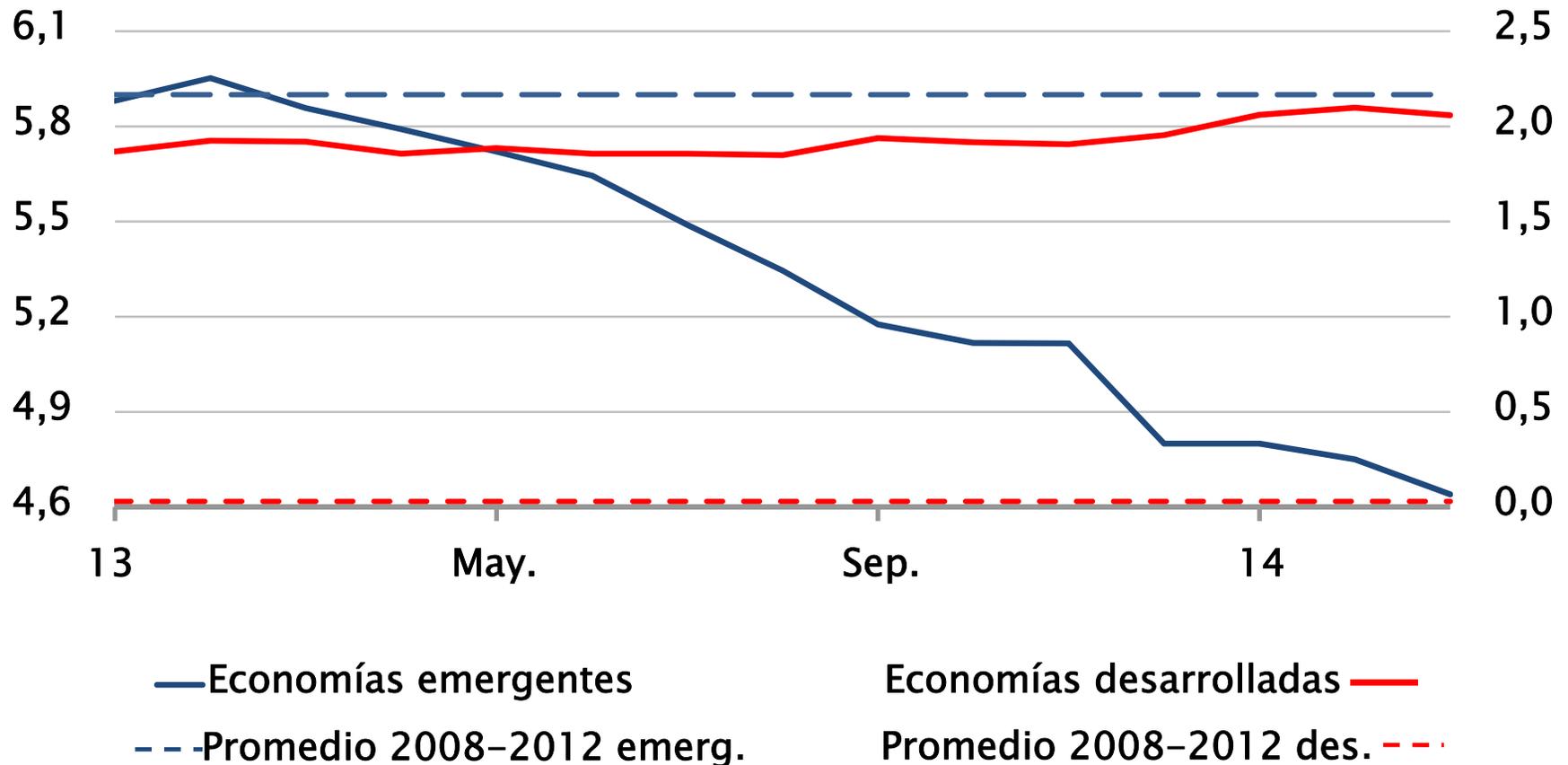


# Escenario internacional



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.

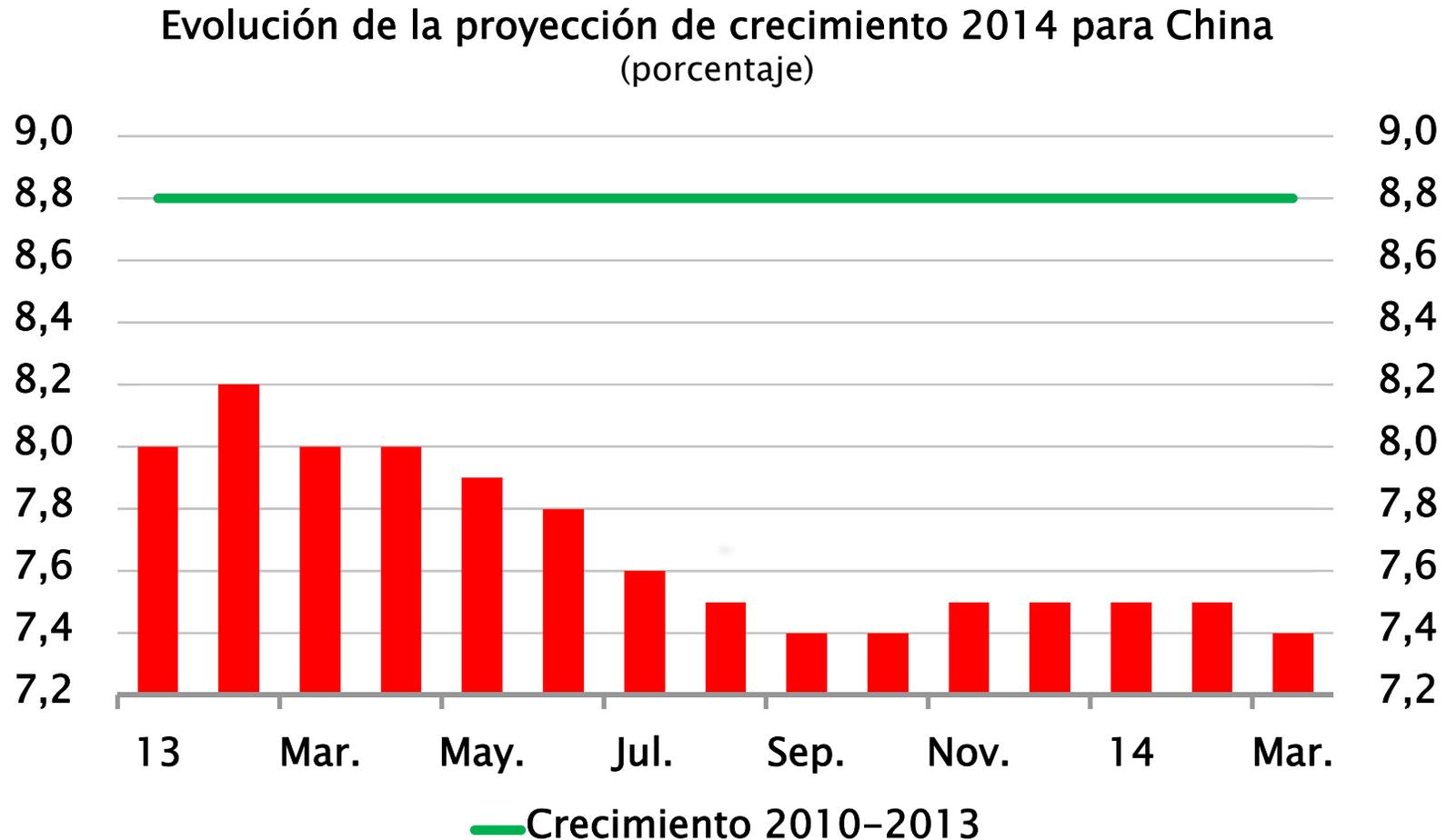
Evolución de las proyecciones de crecimiento para 2014 (\*)  
(variación anual, porcentaje)



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



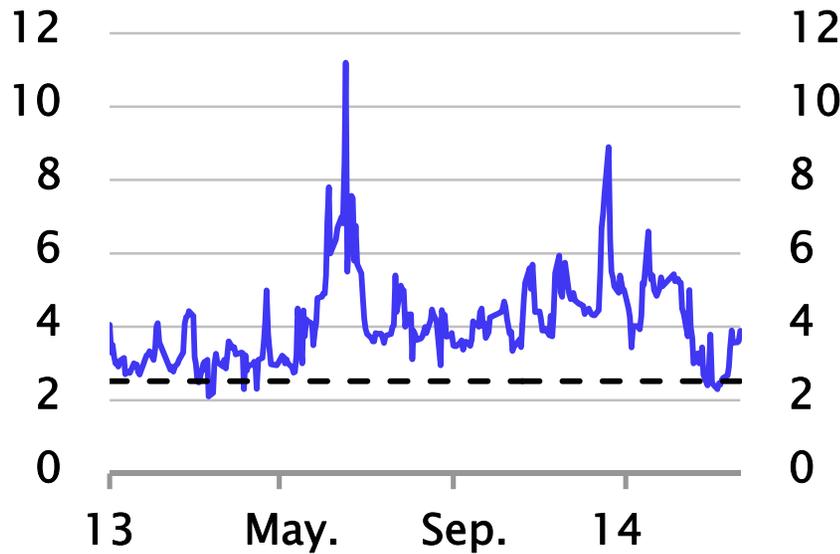
Destaca lo que ha sucedido en China, cuyo crecimiento para 2014 se ubica incluso por debajo de la meta de 7,5% expresada por sus autoridades.





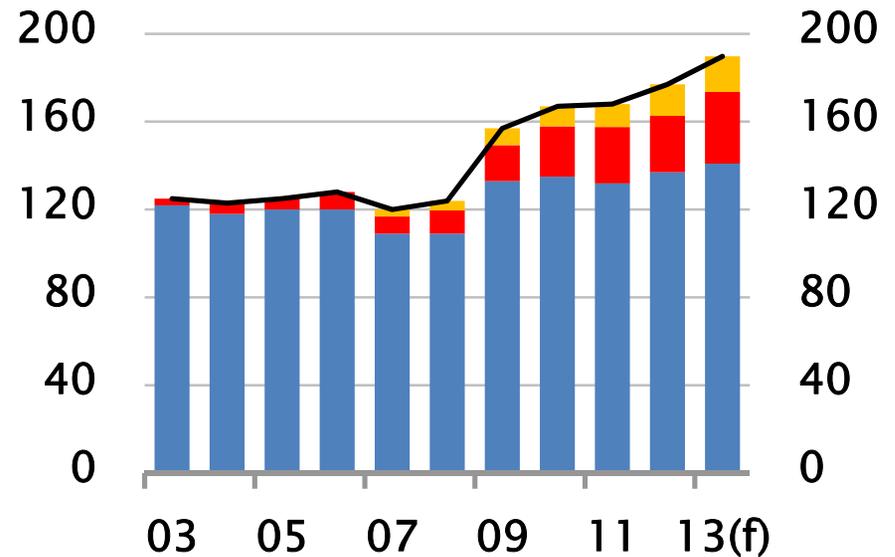
Además los riesgos sobre China se han exacerbado a raíz de las crecientes dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero.

Tasa de interés interbancaria (porcentaje)



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

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



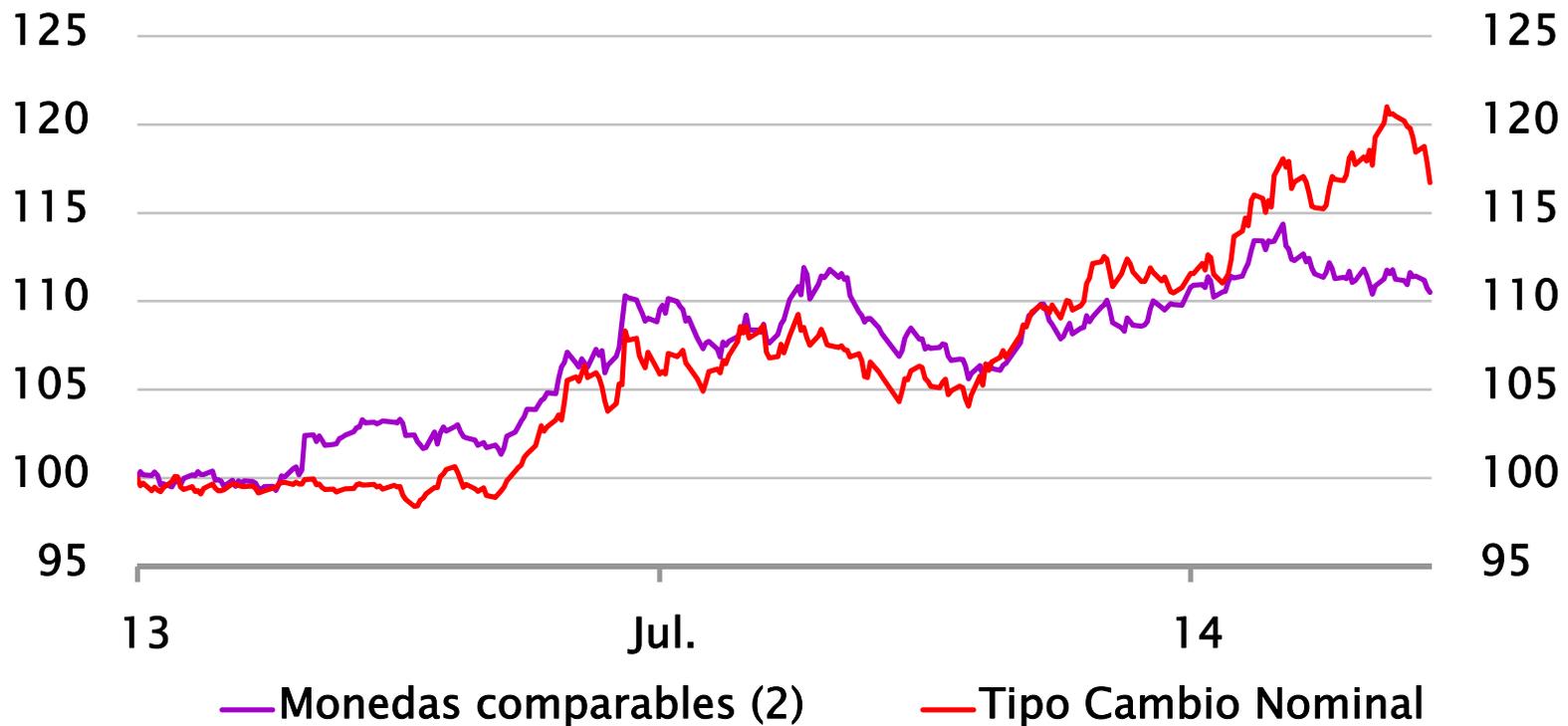
■ Bonos corporativos  
■ Préstamos no bancarios  
■ Préstamos bancarios  
— Total

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



En este contexto las monedas de las economías emergentes se han depreciado. La pérdida de valor 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)



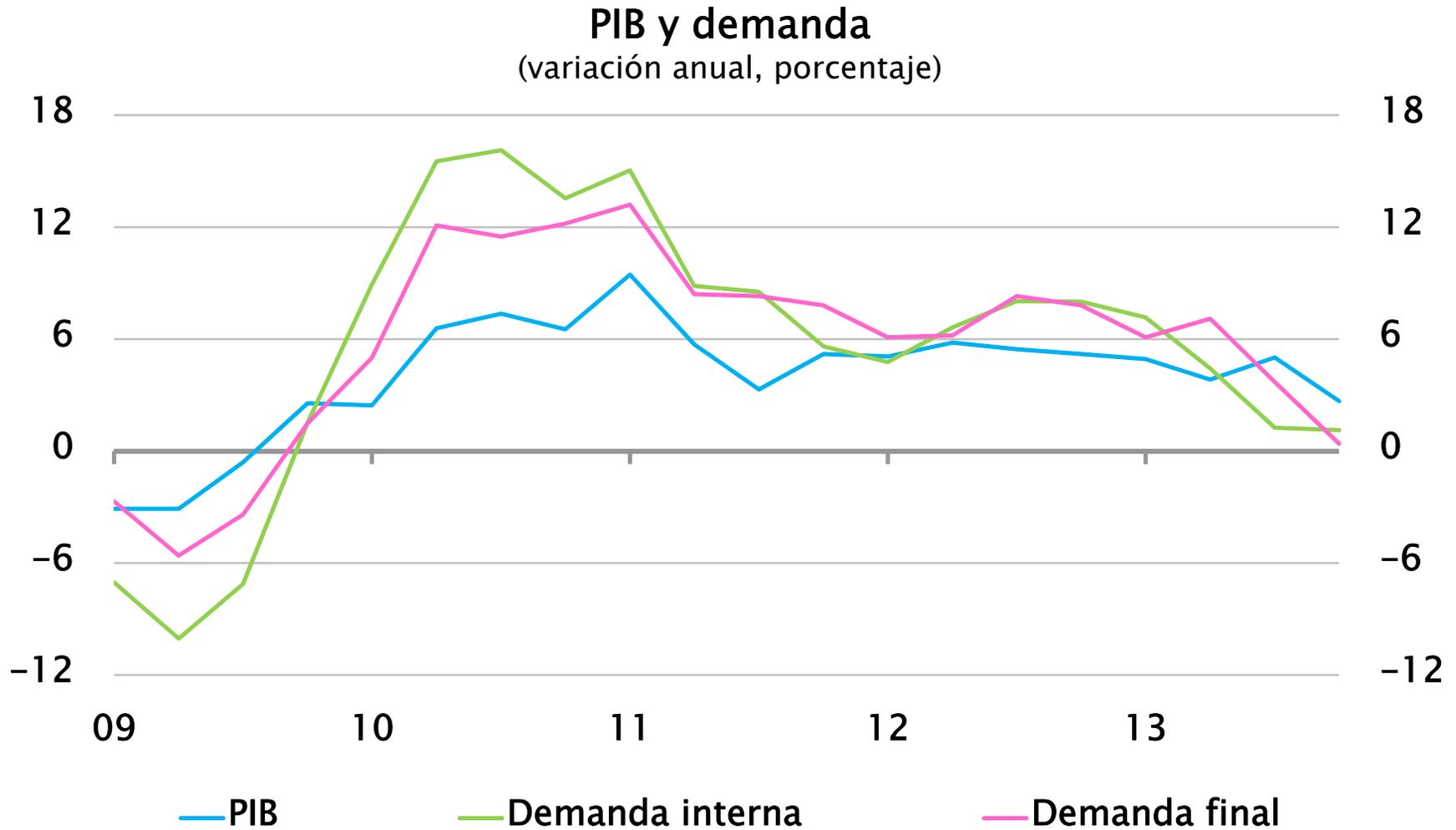
(1) Aumento indica depreciación. (2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO octubre 2013.



# Escenario interno

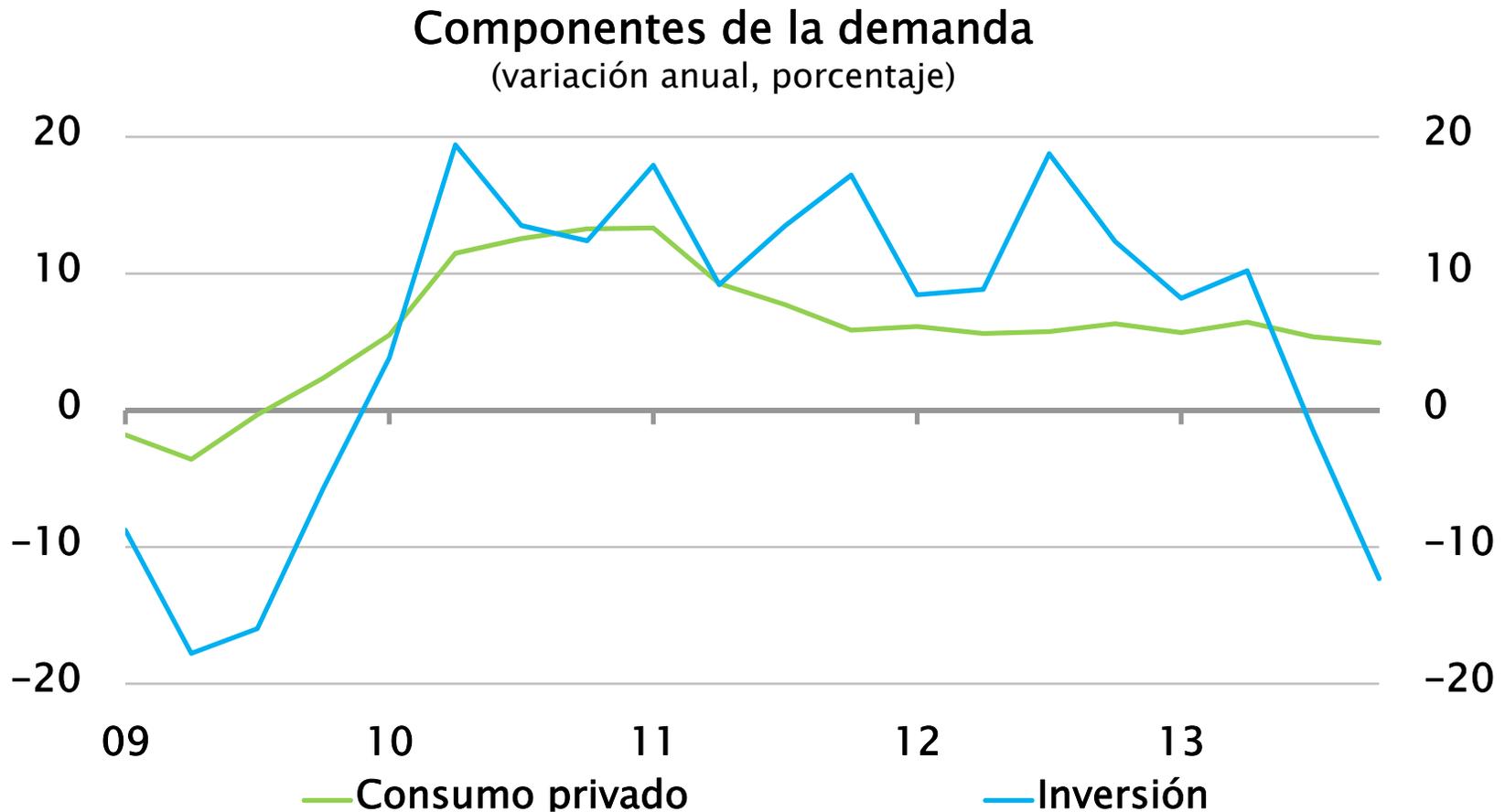


La actividad creció 4,1% anual en 2013, con una marcada desaceleración en la segunda mitad del año. Un factor determinante fue el comportamiento de los sectores vinculados a la inversión.





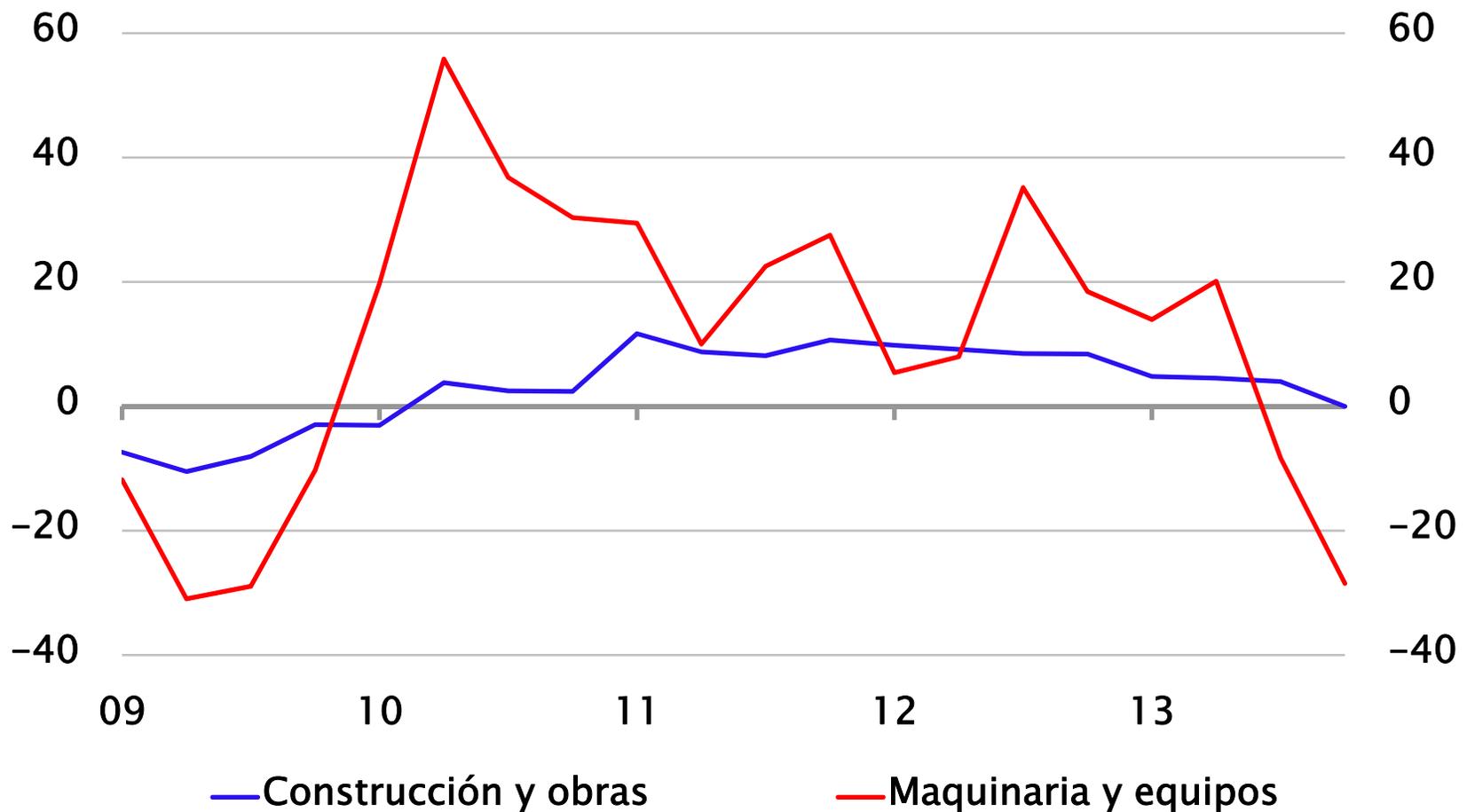
Por el lado del gasto, la formación bruta de capital fijo presentó el mayor ajuste a la baja. Mientras que el consumo siguió desacelerándose gradualmente.





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

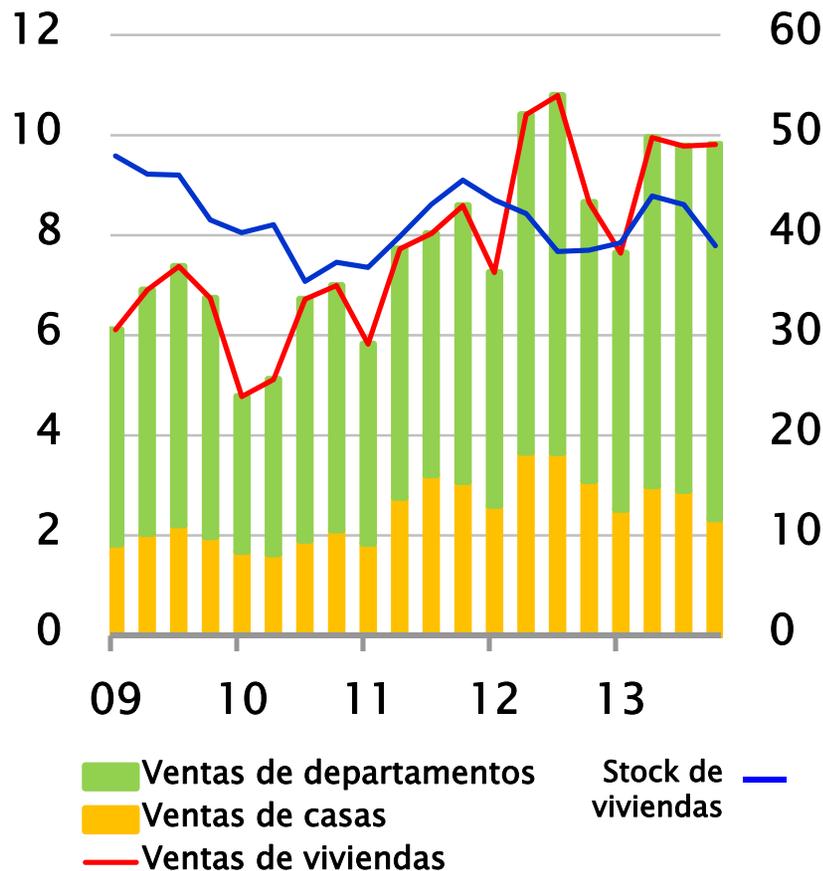
Componentes de la inversión  
(variación anual, porcentaje)



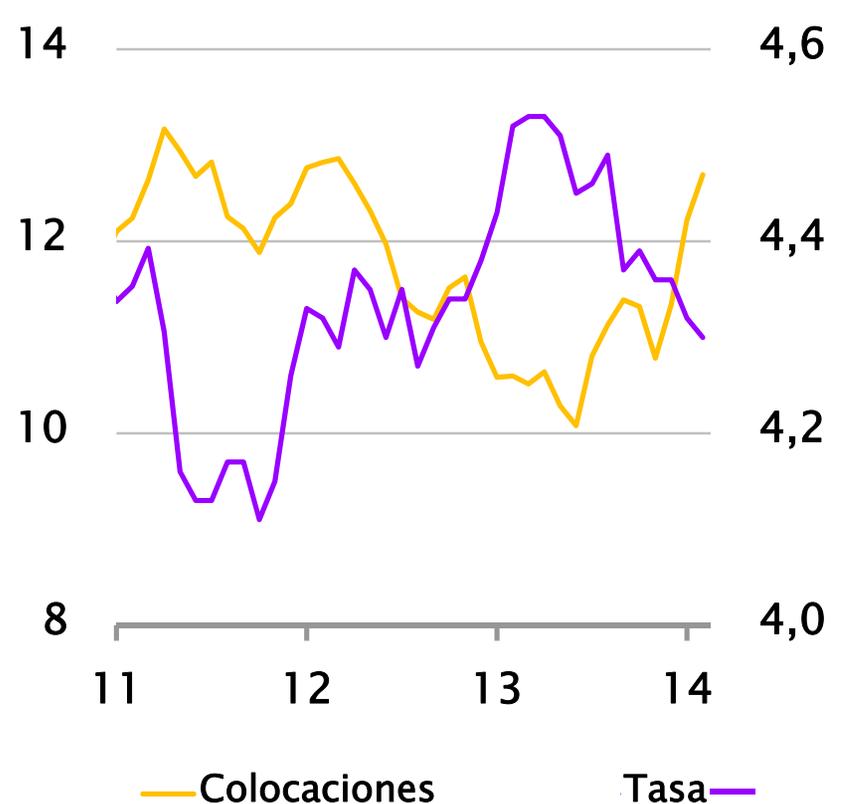


Con todo, hay elementos que hacen prever una estabilización de la inversión. Como la mayor inversión prevista que muestra el catastro de la CBC para la segunda mitad de 2014. Además, las existencias de viviendas continúan bajas, las ventas estables y las condiciones financieras favorables.

Ventas y stock de viviendas (1)  
(miles de unidades)



Créditos hipotecarios (2)  
(variación anual, porcentaje; porcentaje)



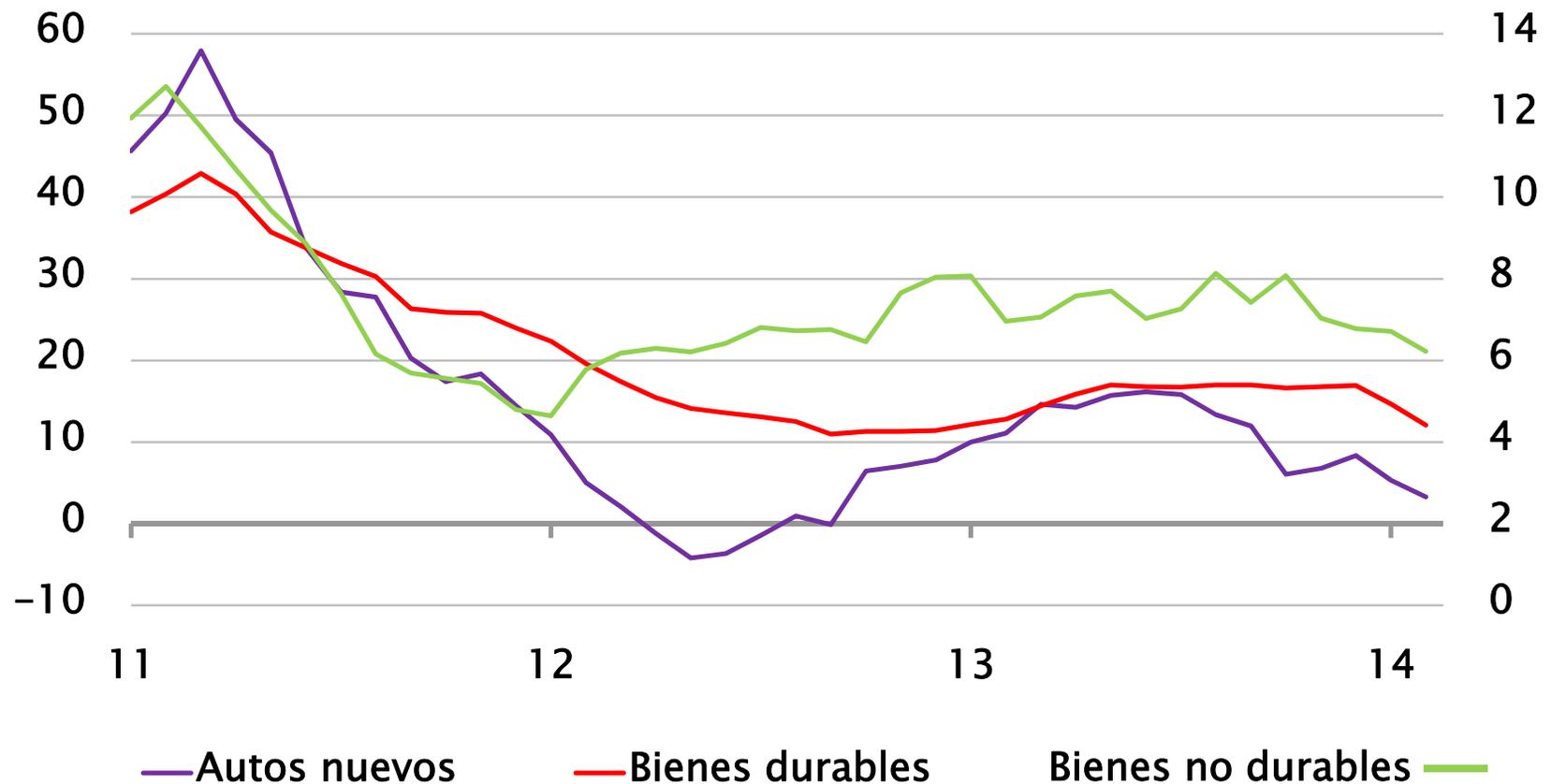
(1) Gran Santiago. (2) Tasas de interés en UF a más de 3 años.

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)

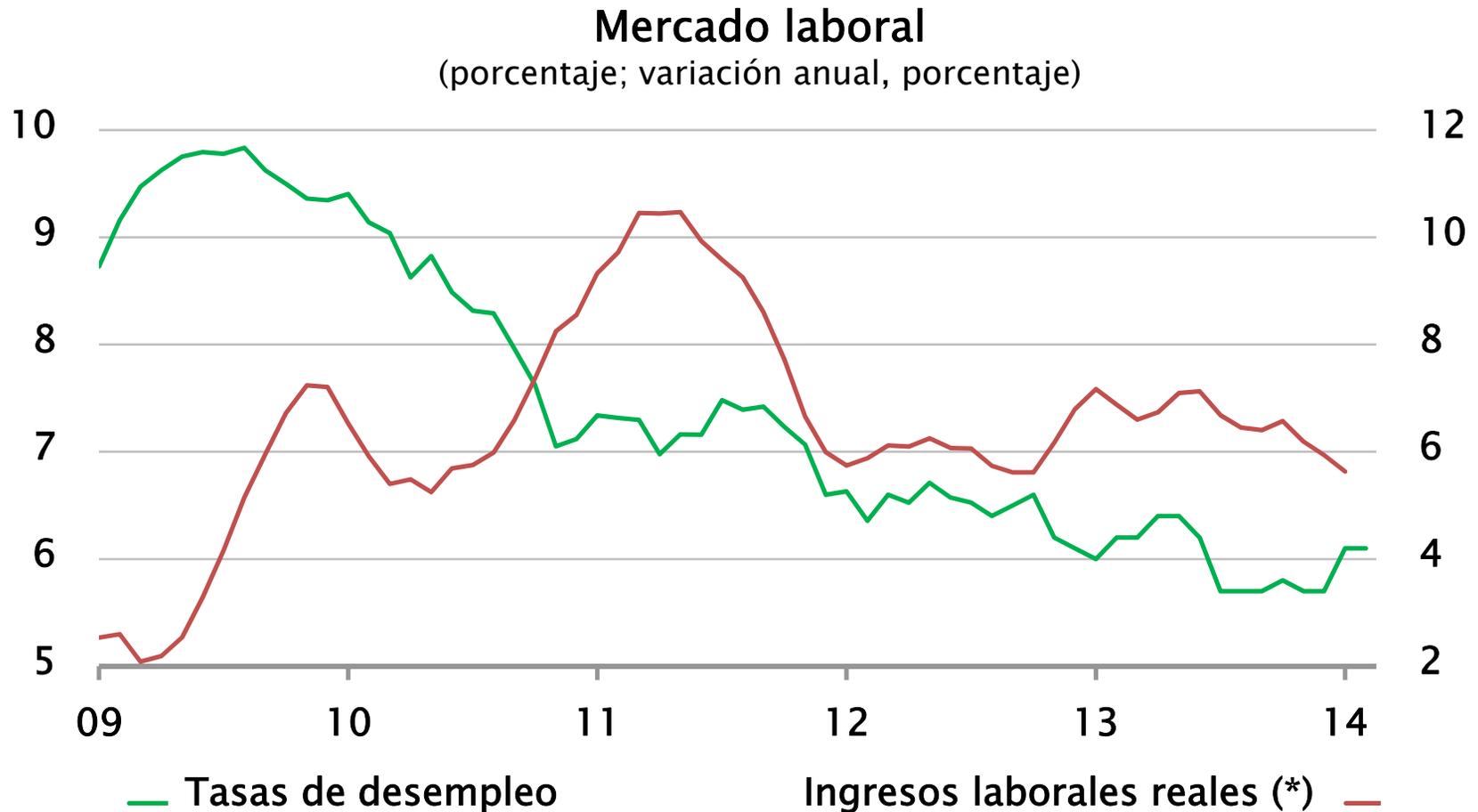


(\*) Promedio móvil semestral.

Fuentes: 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.



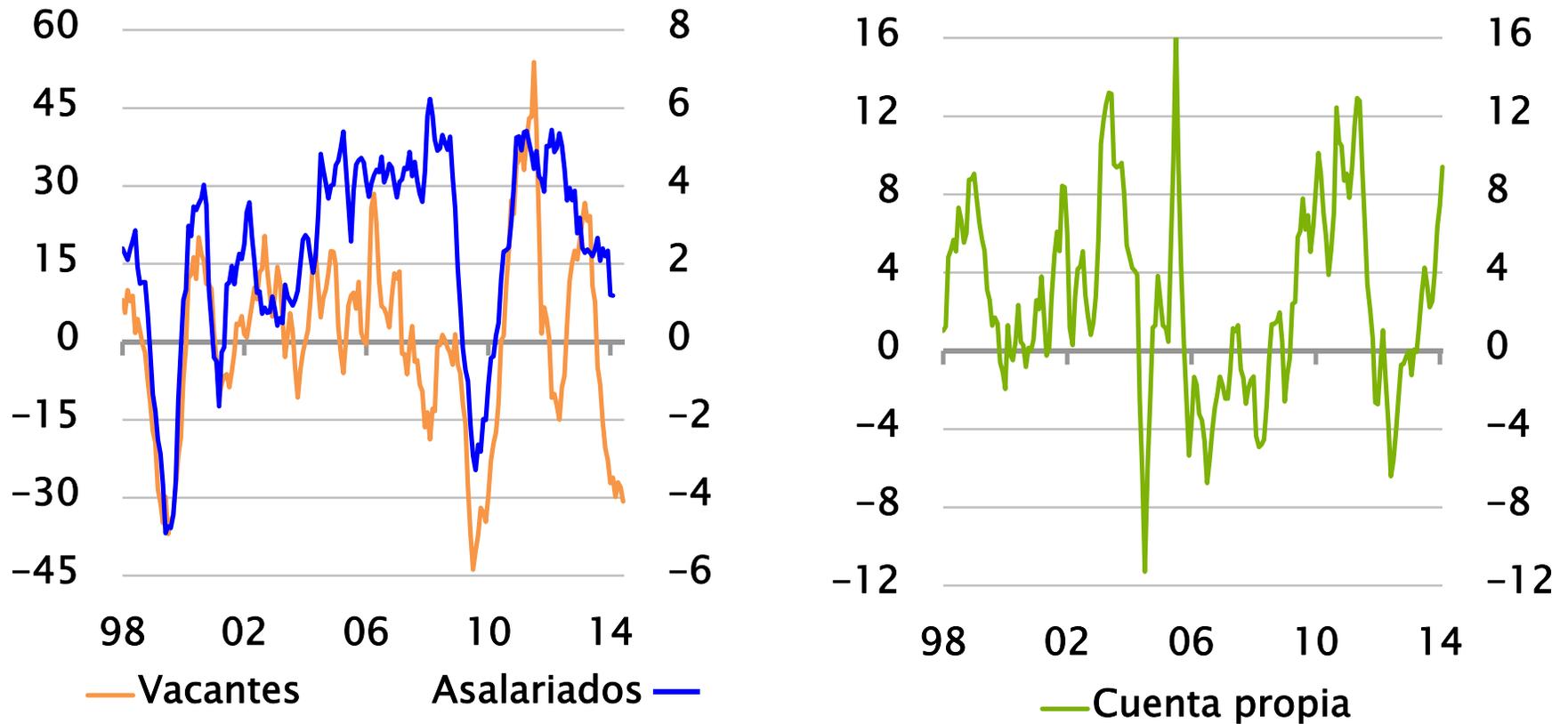
(\*) Promedio móvil trimestral.

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



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

### Vacantes y empleo (\*) (variación anual, porcentaje)



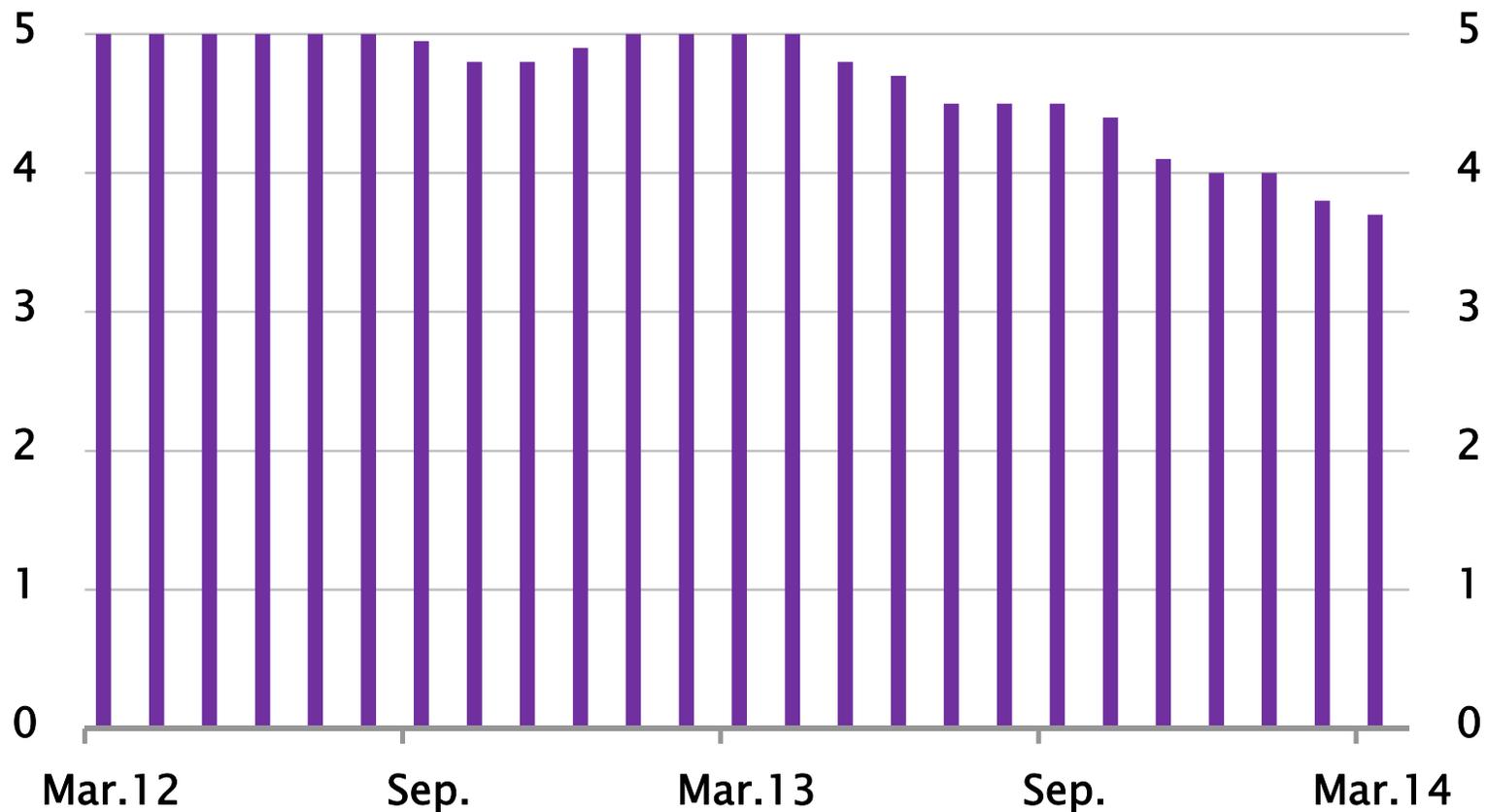
(\*) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



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

### EEE: Evolución de las proyecciones del PIB 2014 (porcentaje)

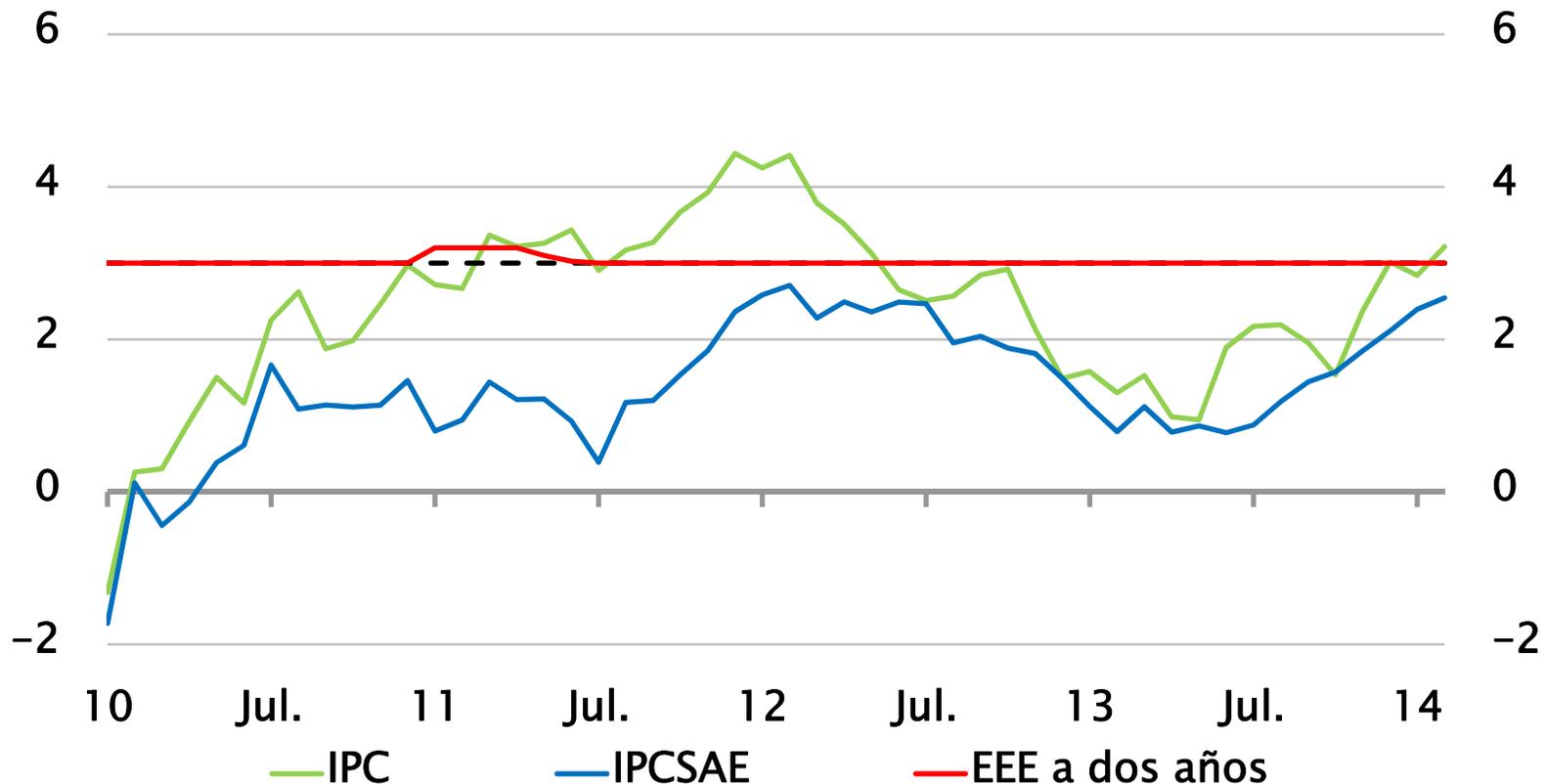


Fuente: Banco Central de Chile.



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 de 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

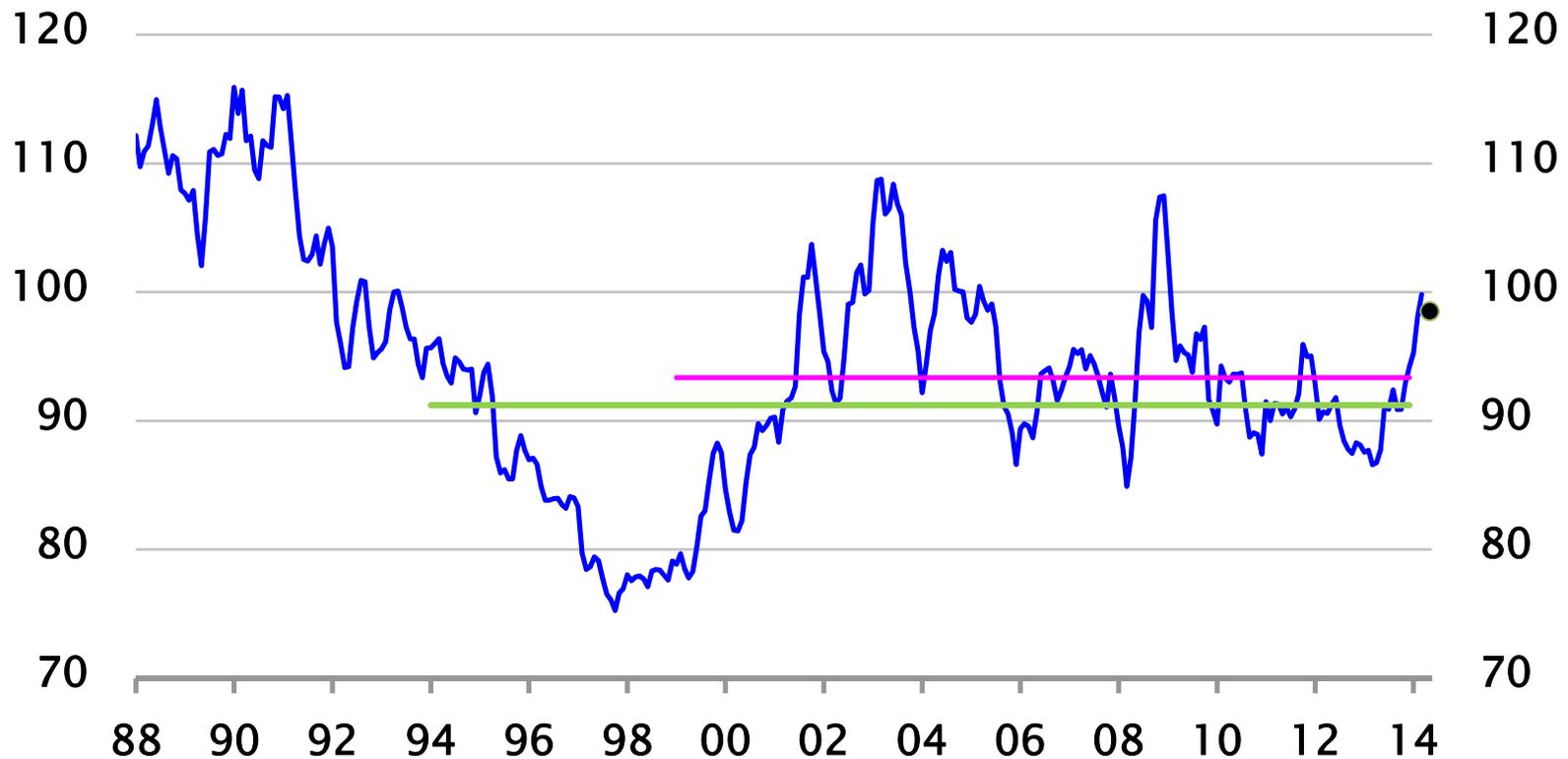
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El tipo de cambio real en Chile también ha aumentado y se ubica en niveles por sobre sus promedios de los últimos 15 a 20 años.

### Tipo de cambio real (\*)

(índice 1986=100)



— TCR — Promedio 1994-2013 ● Spot — Promedio 1999-2013

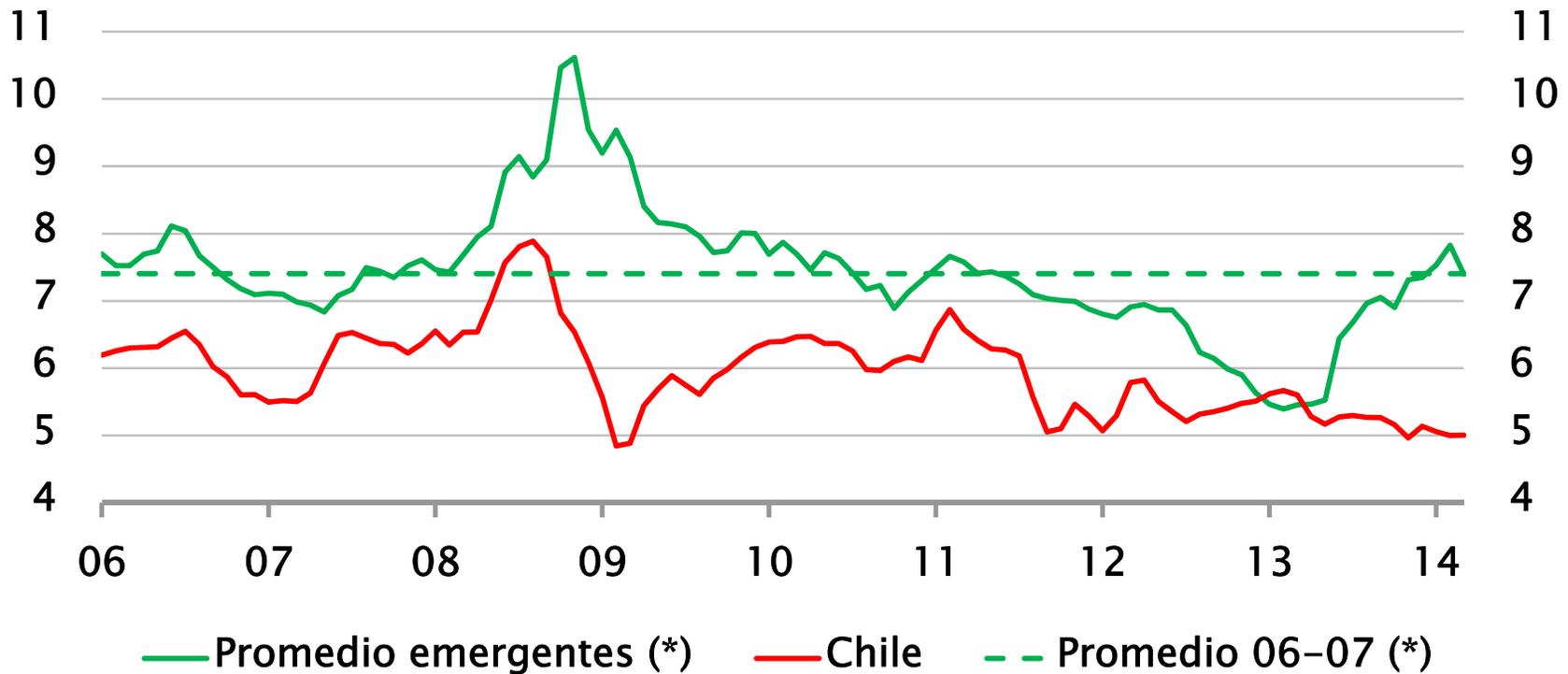
(\*) Cifra de marzo incluye información hasta el 26 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



Mientras las tasas largas han subido en la mayoría de los países emergentes, en Chile se han mantenido estables. Esto coincide con las menores tasas locales de corto plazo.

### Tasas de interés a 10 años plazo en economías emergentes (porcentaje)



(\*) Considera un promedio simple de Perú, Colombia, Rep. Corea, Tailandia, Indonesia e India.

Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.



## La respuesta de la economía ha sido coherente con el esquema de políticas macroeconómicas

---

- Una política fiscal responsable y predecible.
- Un sistema financiero sólido, bien regulado y capitalizado, gestionado profesionalmente y sometido a una supervisión prudencial moderna.
- Una integración comercial y financiera creciente con los mercados internacionales.
- Banco Central autónomo.
- Flotación cambiaria.



# Perspectivas



El escenario base de este IPoM anticipa que los socios comerciales de Chile 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.

### 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)

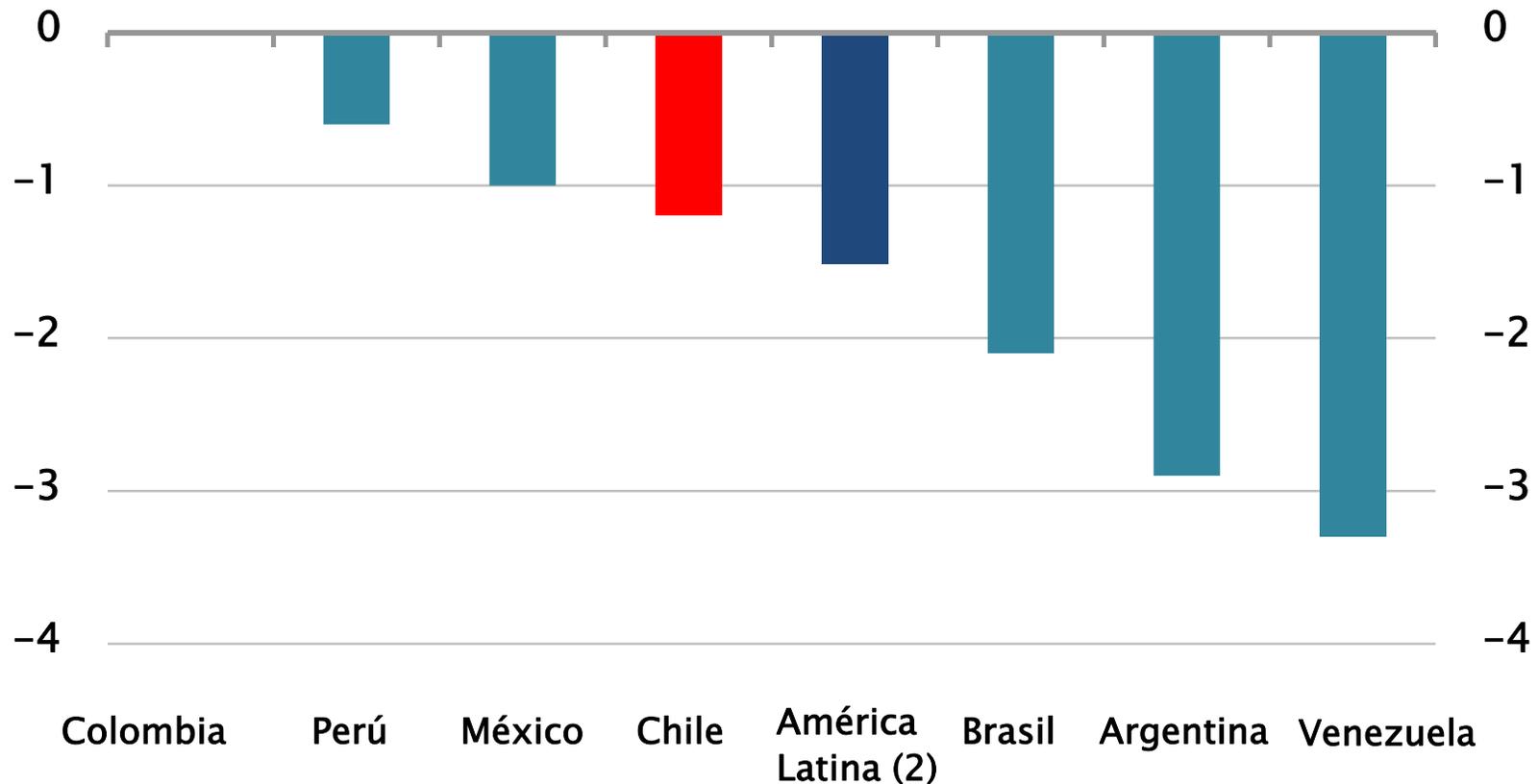
	2012	2013 (e)		2014 (f)	
		IPoM Dic.13	IPoM Mar.14	IPoM Dic.13	IPoM Mar.14
PIB	5,4	4,2	4,1	3,75-4,75	3,0-4,0
Demanda interna	6,9	3,9	3,4	4,8	3,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	7,1	5,1	4,2	4,5	3,3
Formación bruta de capital fijo	12,2	3,9	0,4	4,1	0,8
Consumo total	5,6	5,4	5,4	4,7	4,1
Exportaciones 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
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.

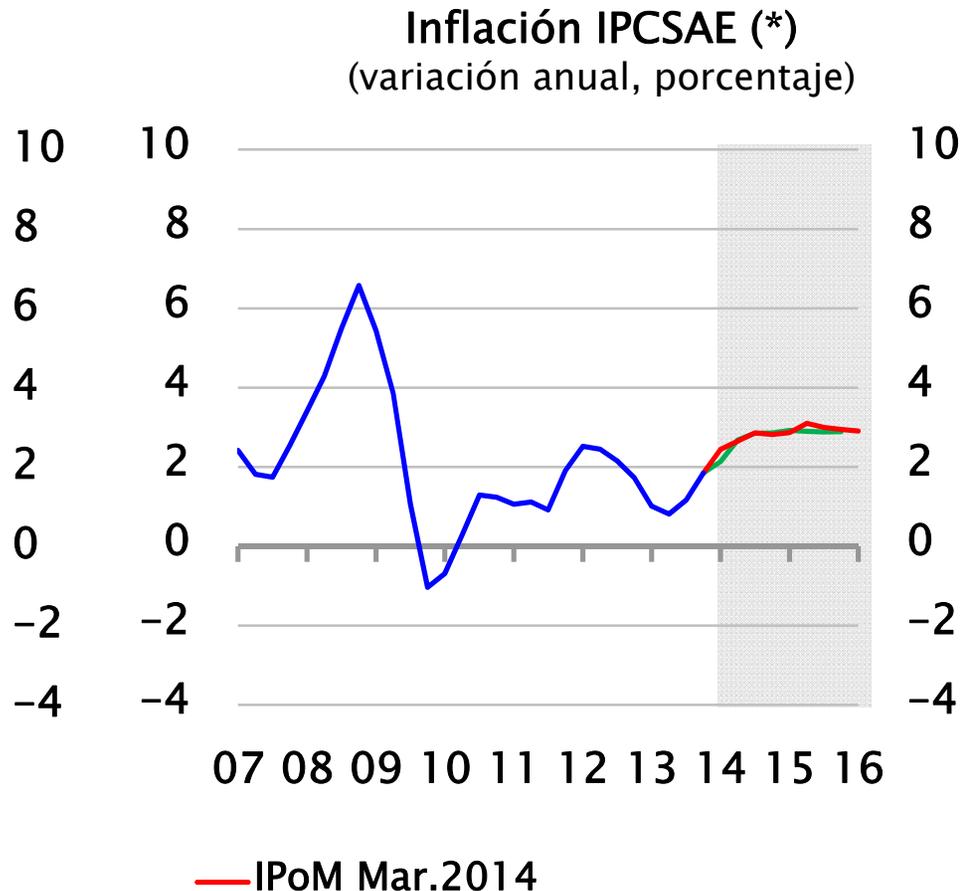
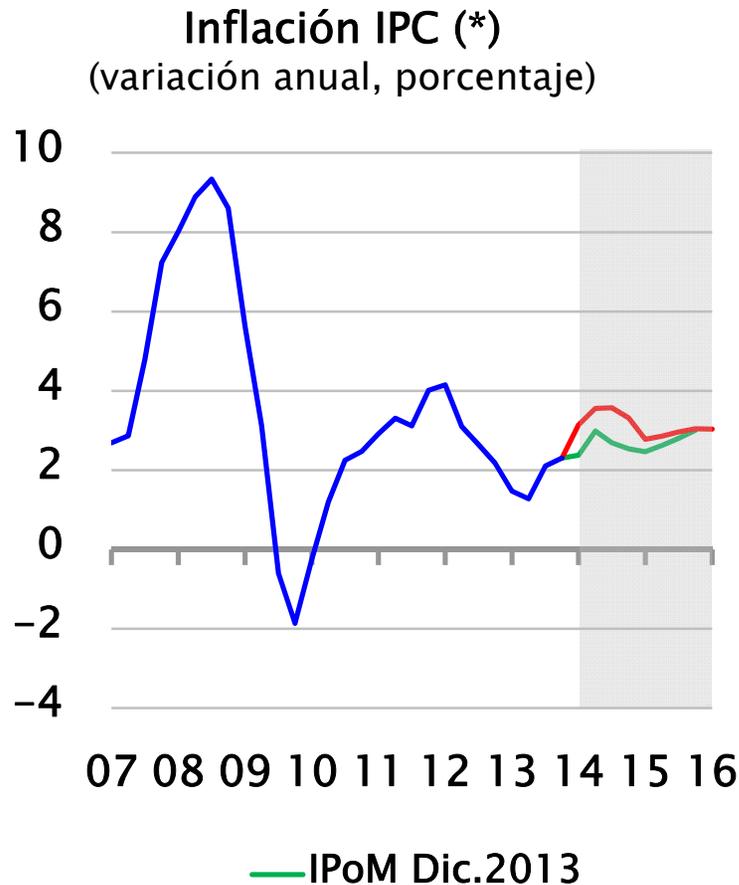
Ajuste acumulado de la proyección de crecimiento 2014 para América Latina (1)  
(puntos porcentuales)



(1) Entre enero 2013 y marzo 2014. (2) Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). Fuentes: 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 de 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.

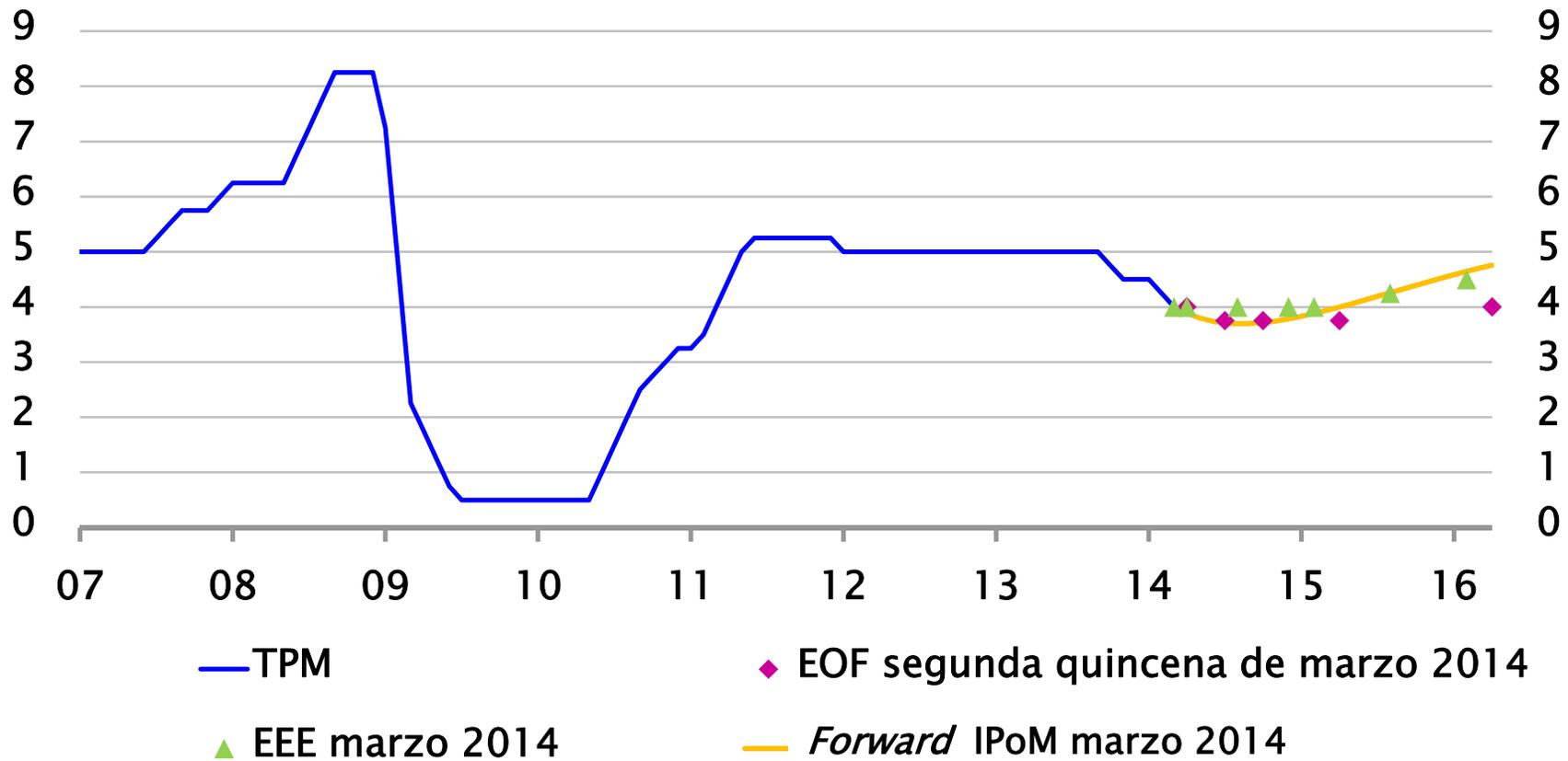


(\*) El área gris, a partir del primer trimestre de 2014, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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, en particular, de China. 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, especialmente el 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 entrega mayor impulso externo.
  - 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.



# Comentarios finales

---

- El escenario macroeconómico muestra una desaceleración de la economía más allá de la prevista hace unos meses, con una inflación 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.
- Las respuestas en Chile son coherentes con nuestro esquema de política macro: alza del tipo de cambio y baja en las tasas de interés.
- 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

Rodrigo Vergara  
Presidente