



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Primer trimestre 2015

Enrique Marshall
Vicepresidente



Introducción

- En los últimos meses, el foco de atención económica ha estado en la inflación, la que se ubica actualmente por sobre el 4% y la que, en el escenario más probable, continuará en una senda de convergencia a la meta, pero a un ritmo más lento que lo anticipado en diciembre.
- Las expectativas privadas sobre el curso futuro de la inflación se han ajustado al alza. Para fines de este año se ubican en niveles algo por sobre el 3%, al igual que las correspondientes a un año plazo, mientras que la cifra esperada a dos años se mantiene en 3,0%.



Introducción

- La actividad y el gasto, en cambio, han evolucionado de acuerdo con lo previsto. Con ello se mantiene la visión de una economía que crece moderadamente y que adquirirá un mayor vigor hacia el segundo semestre del año.
- El escenario externo no ha cambiado radicalmente. Se observan desarrollos positivos como las mejores perspectivas para las economías avanzadas y un menor precio del petróleo, pero también los hay de signo contrario como el muy débil crecimiento de América Latina. En cuanto a los riesgos, el principal es la normalización de la política monetaria en EE.UU. y sus potenciales efectos a nivel global.

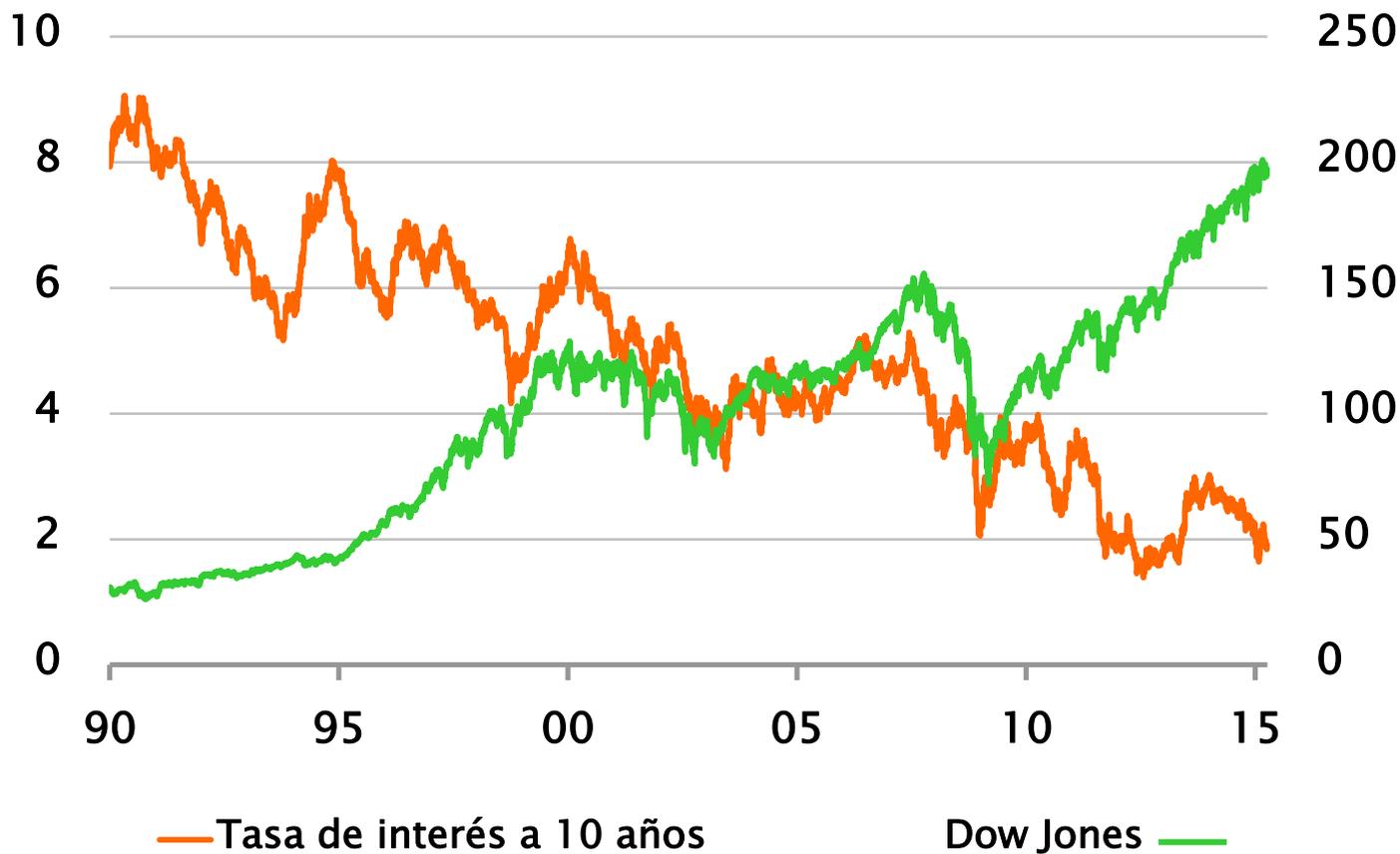


Escenario internacional



La fortaleza relativa de EE.UU. ha aumentado la preferencia por sus activos, con lo cual las tasas de interés de largo plazo han alcanzado niveles históricamente bajos y los índices bursátiles valores históricamente altos.

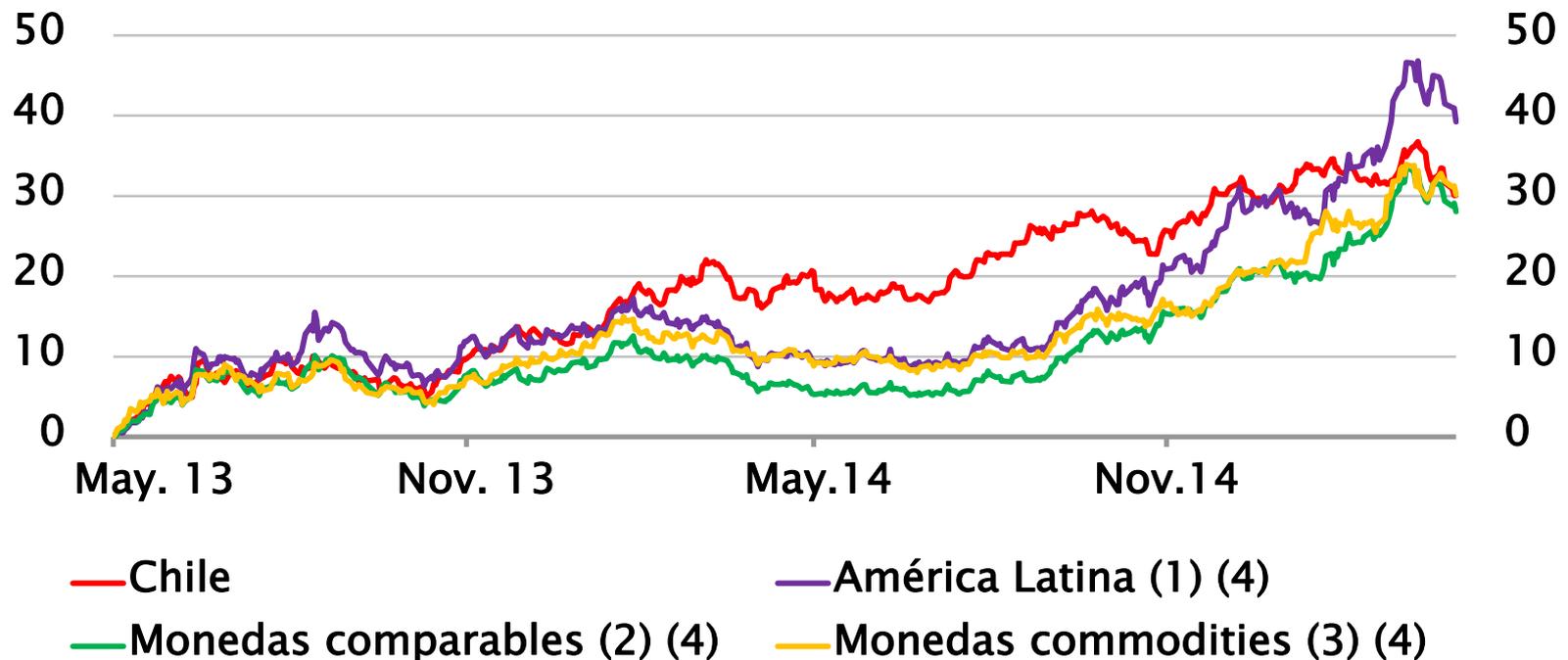
Bolsa y tasas de interés de Estados Unidos
(porcentaje; índice 1990-2015=100)





También ha llevado a una significativa apreciación del dólar y, como consecuencia, a una depreciación muy generalizada del resto de las monedas. Destaca que la depreciación del peso se produjo más tempranamente que la de otras monedas de economías emergentes o exportadoras de materias primas.

Tipo de cambio nominal
(variación acumulada, porcentaje)

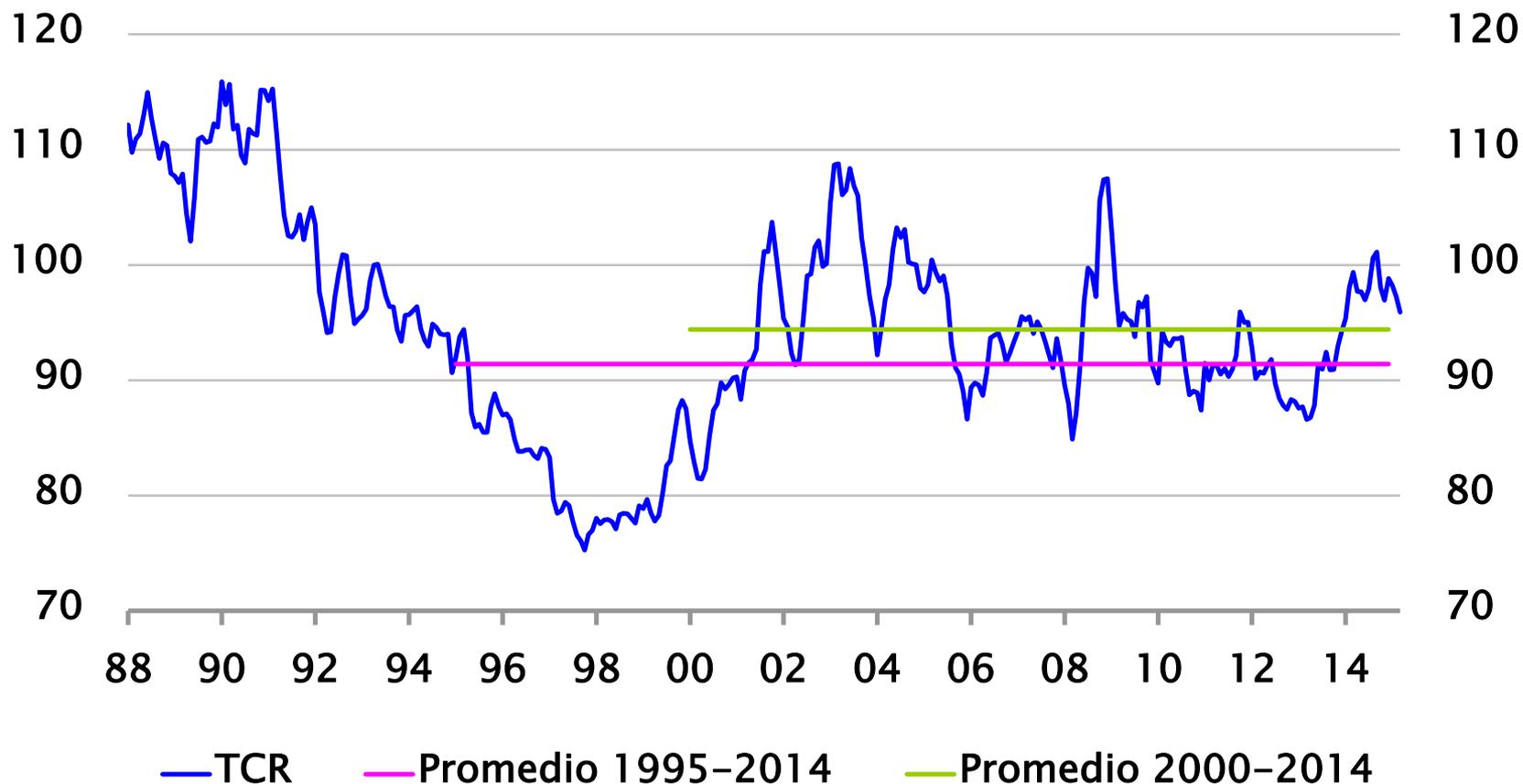


(1) Brasil, Perú, México y Colombia. (2) Brasil, México, Colombia, Filipinas, Rep. Corea, Turquía, Israel y Polonia. Economías emergentes y monedas con tipo de cambio flotante según “Statistical Handbook”, Moodys mayo 2012. (3) Sudáfrica, Nueva Zelanda, Canadá y Australia. (4) Ponderadores WEO octubre 2014.



Coherente con ello, el necesario ajuste de la economía chilena se habría producido más tempranamente que el de otras economías emergentes. Y por lo mismo, el TCR se habría estabilizado o incluso apreciado en el último tiempo, alcanzando niveles algo por sobre su promedio de las últimas dos décadas.

Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)



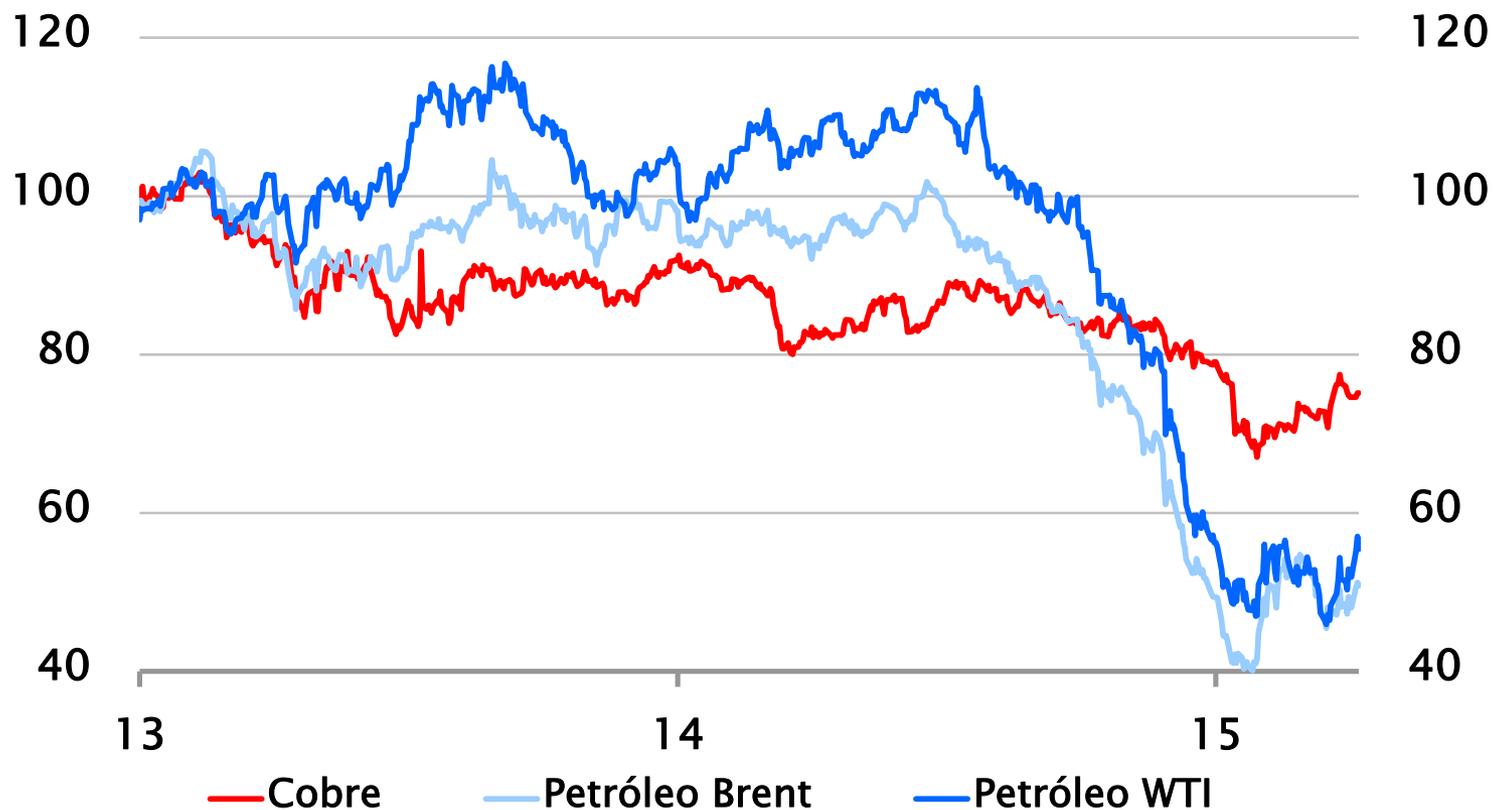
(*) Cifra de marzo del 2015 incluye información hasta el 25.

Fuente: Banco Central de Chile.



Los precios de las materias primas, con vaivenes, disminuyeron y se encuentran por debajo de sus valores de largo plazo. Más allá de los factores de oferta y demanda propios de cada mercado, un elemento común ha sido la apreciación del dólar.

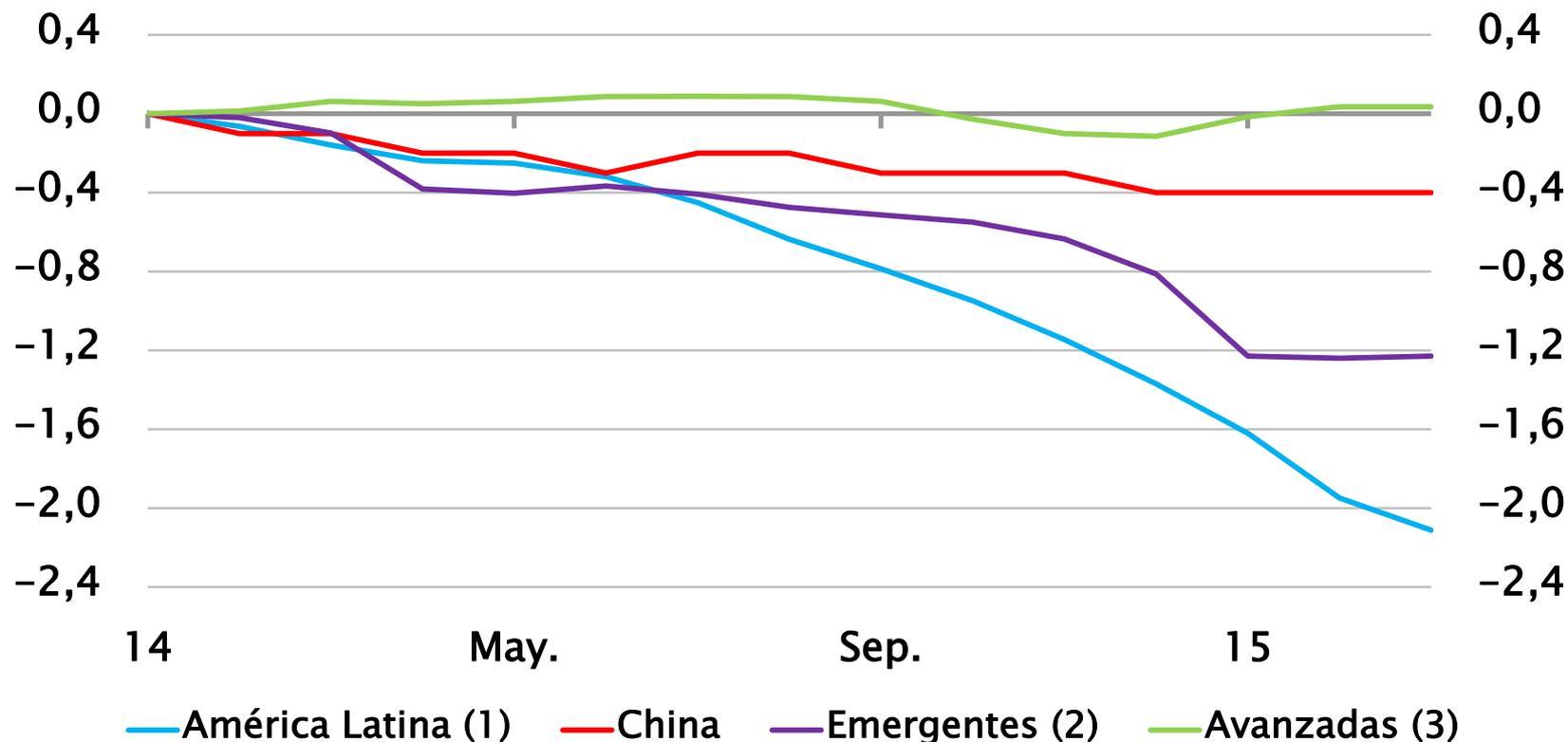
Precio del cobre y petróleo
(índice ene.2013 = 100)





Las perspectivas de crecimiento para las economías avanzadas no han tenido mayores modificaciones. En cambio, las de las economías emergentes se han ajustado a la baja.

Cambios en las proyecciones de crecimiento (puntos porcentuales)



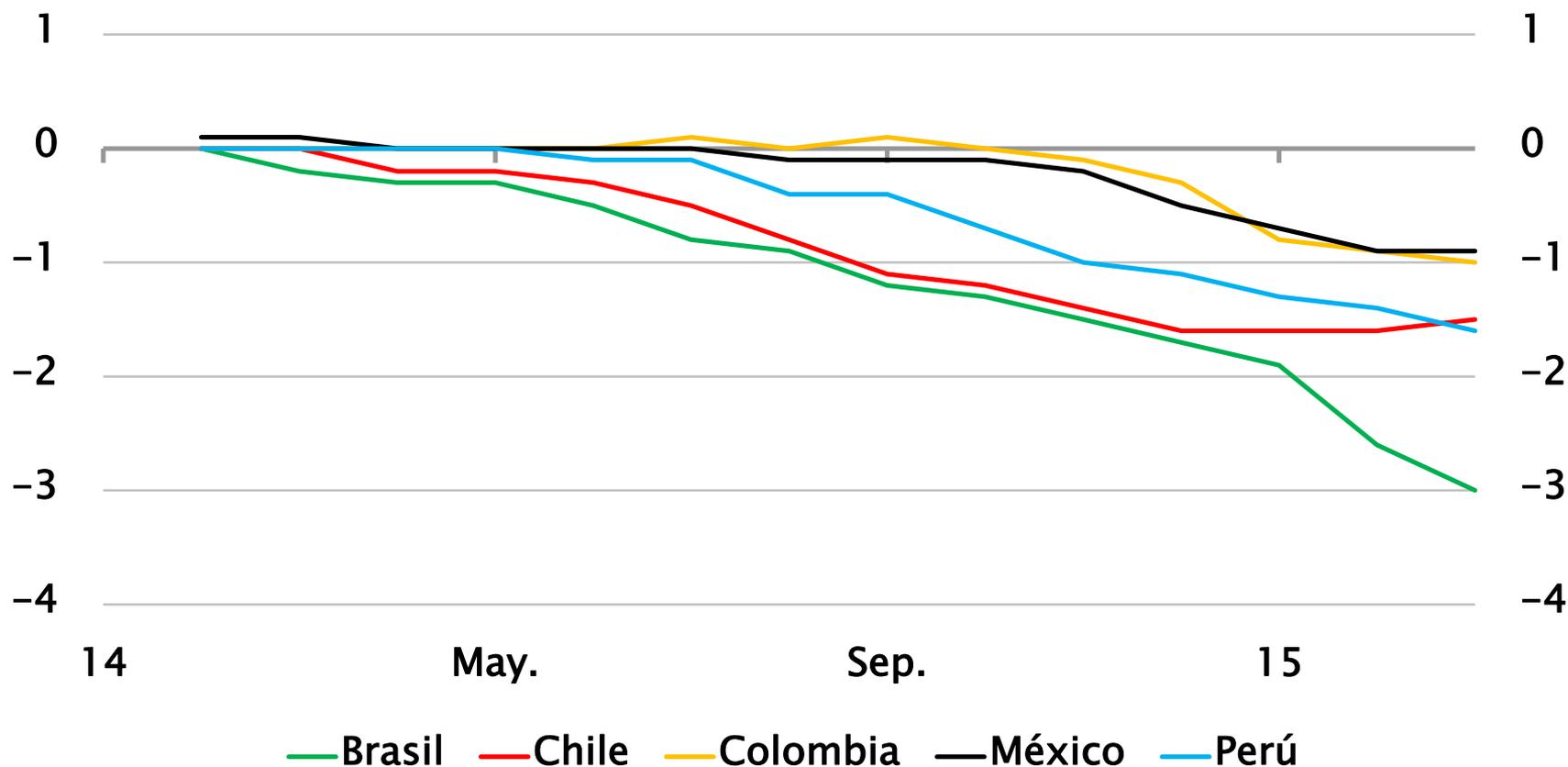
(1) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. (2) Europa emergente y Asia emergente, con excepción de China. (3) EE.UU., Eurozona y Japón.

Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



Por países, la mayor corrección se observa en Brasil, economía que el mercado proyecta tendría una caída de 0,7% de su PIB durante 2015, su peor desempeño en varios años.

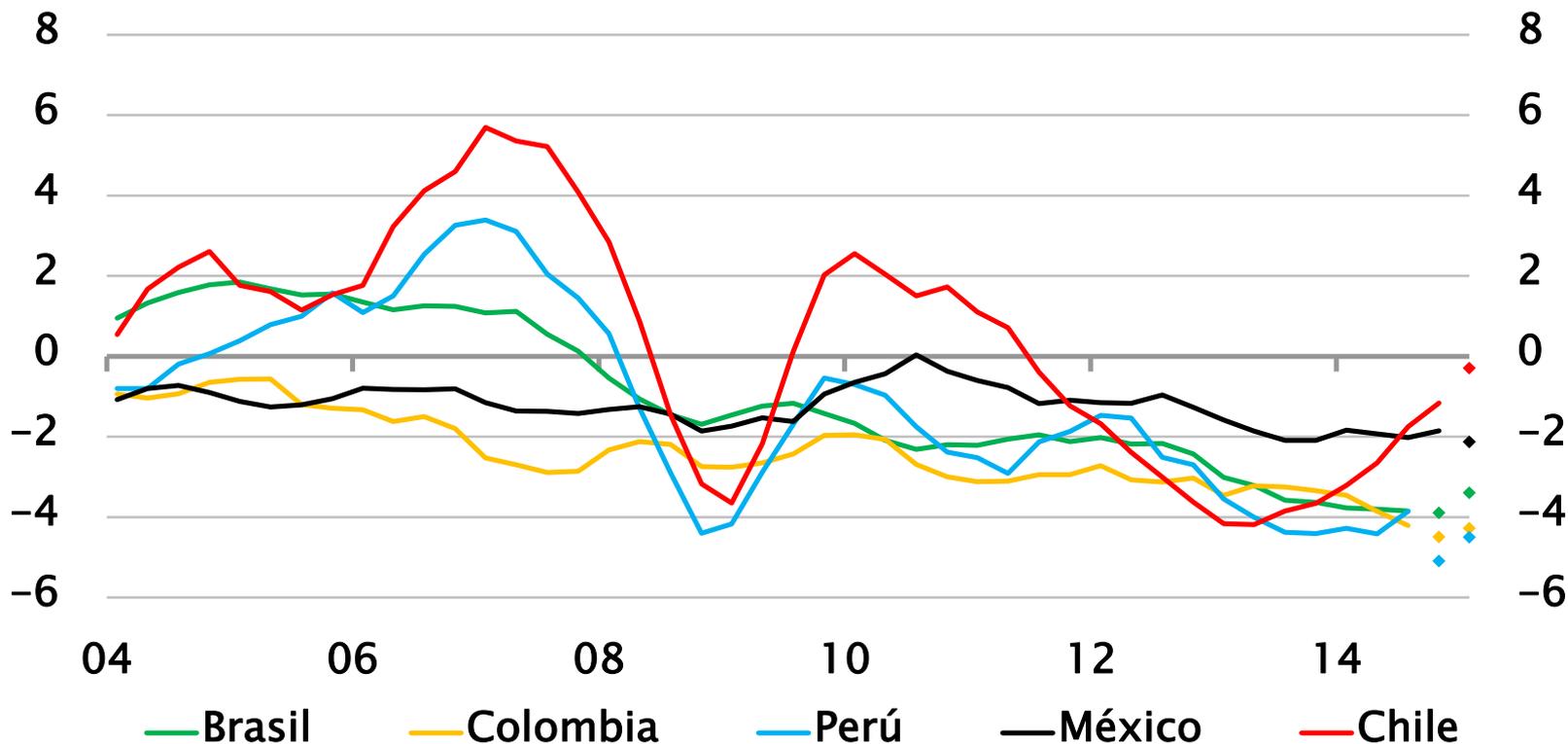
Cambio en las proyecciones de crecimiento 2015
(respecto de la proyección vigente en enero 2014, puntos porcentuales)





El mercado deterioro del panorama económico de la región, responde al menor precio de las materias primas, lo que se refleja en mercados déficit en cuenta corriente en la mayoría de los países.

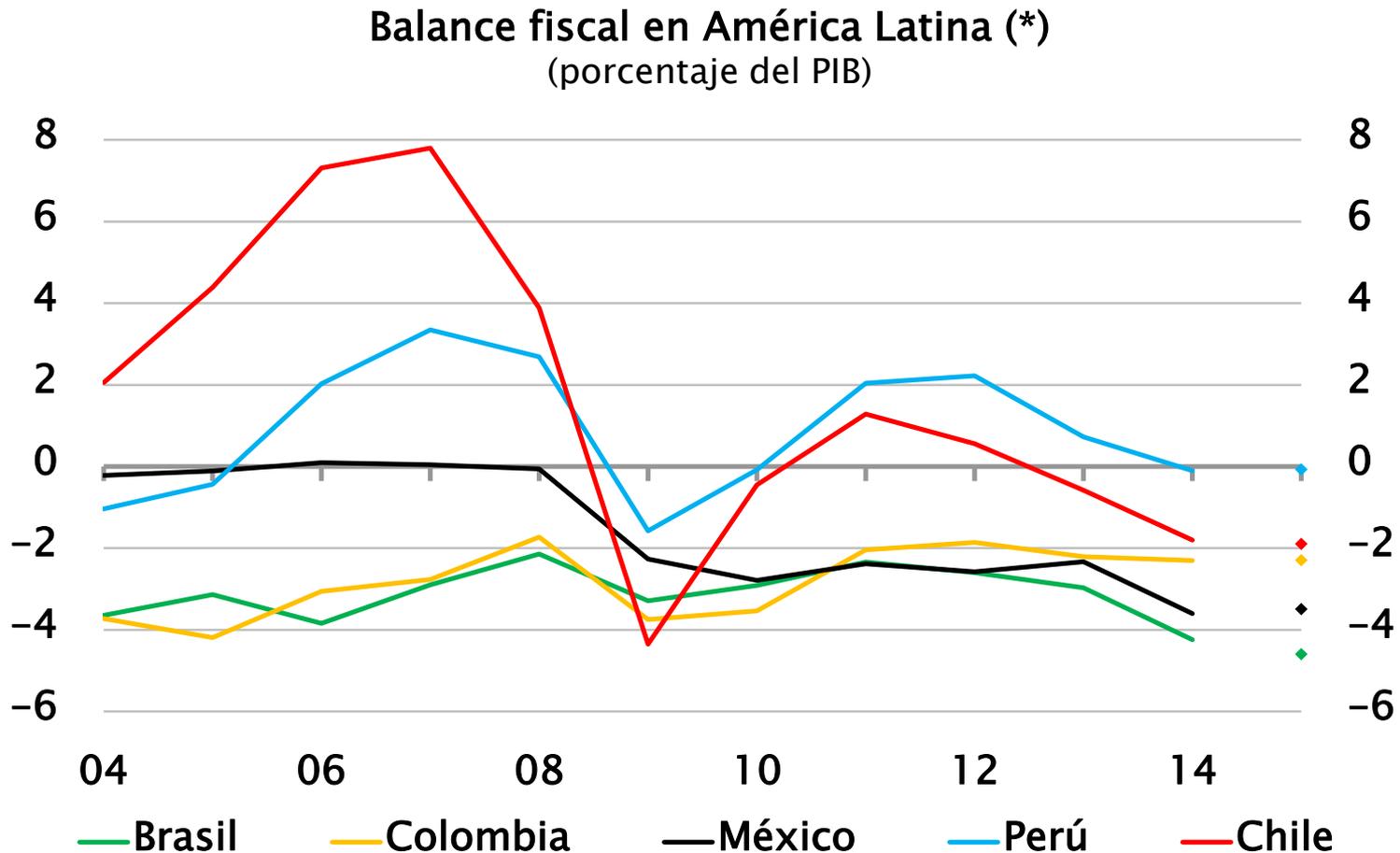
Cuenta corriente en América Latina (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Rombos corresponden a proyecciones de Bloomberg para el 2014, a excepción de México y Chile que tienen datos efectivos, y Consensus Forecasts para el 2015. La proyección de Chile para este último año del Banco Central de Chile. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.



Además, en varios de ellos, se agregan desequilibrios en las cuentas públicas.

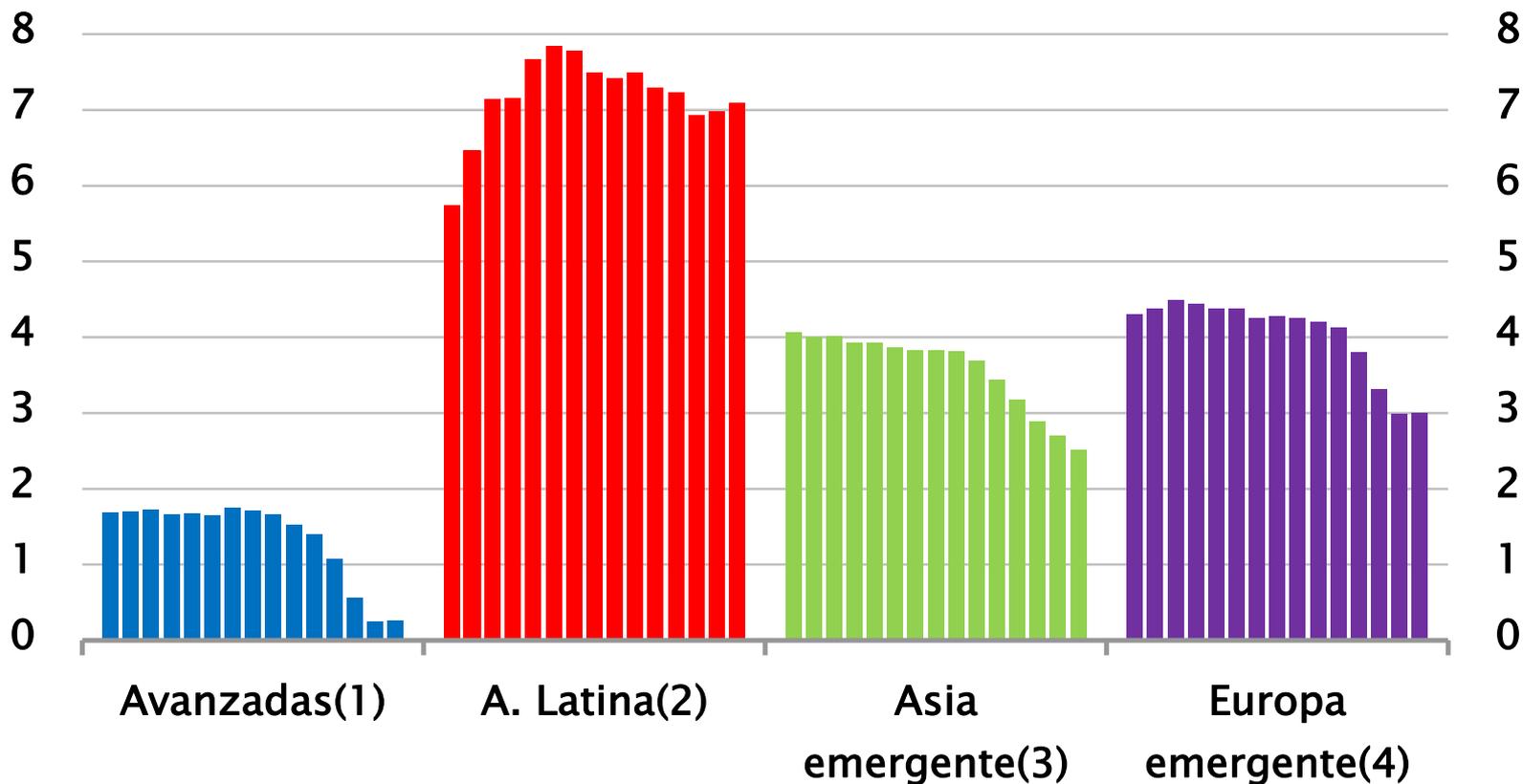


(*) Rombos corresponden a proyecciones de Bloomberg para el 2015, excepto Chile cuya proyección es de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Consensus Forecasts y Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.



A diferencia de América Latina, en la mayoría de las economías del mundo, el brusco descenso en el precio del petróleo ha conducido a una reducción de la inflación efectiva y de sus perspectivas futuras.

Proyecciones de inflación (variación anual, porcentaje)



(1) Avanzadas: EE.UU., Eurozona y Japón. (2) América Latina: Argentina, Chile Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Indonesia, Rep. Corea, Malasia, Tailandia, China, India y Taiwán. (4) Rep. Checa, Hungría, Polonia y Turquía. Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario internacional.



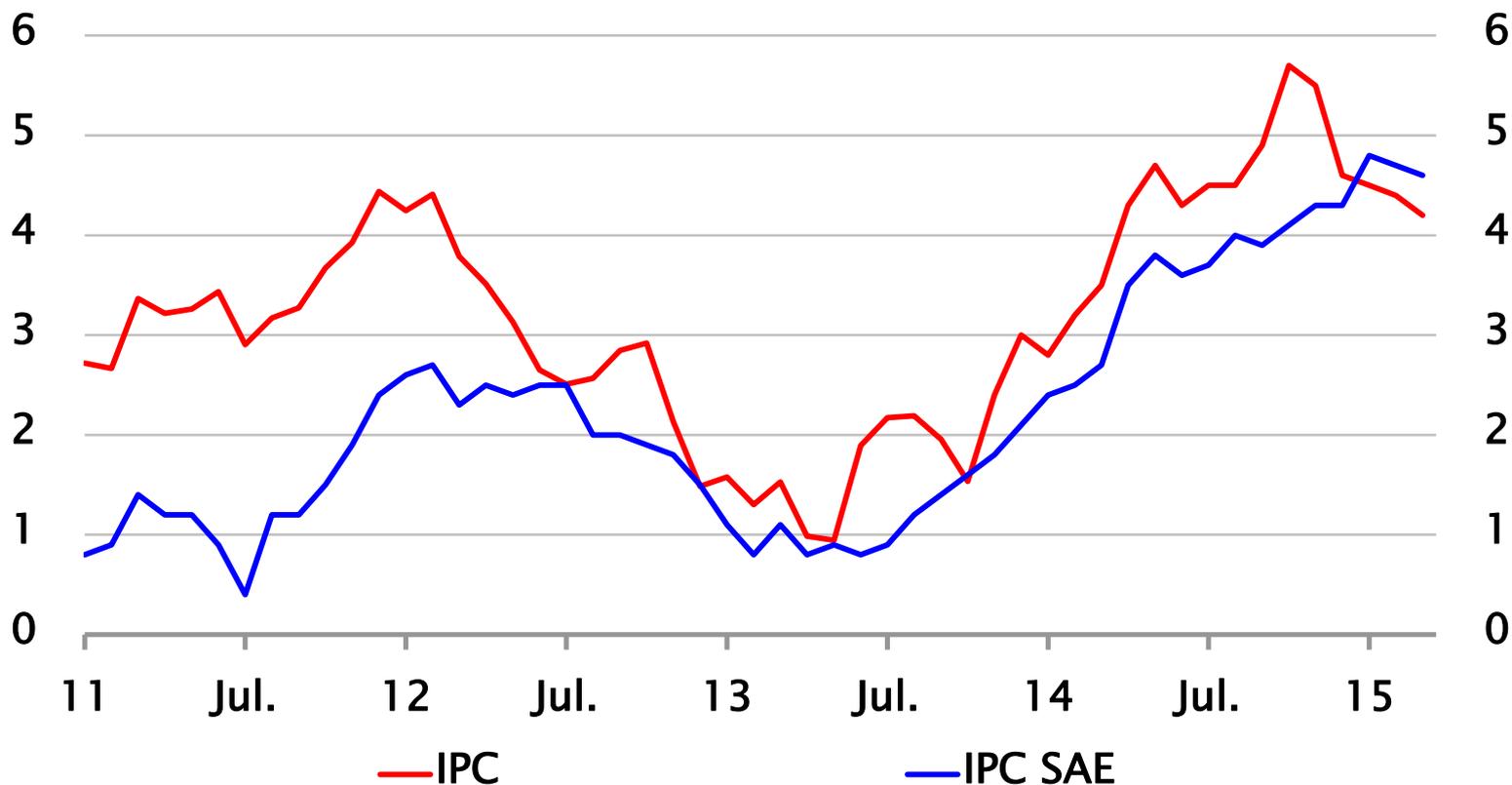
Escenario interno



La depreciación del peso sigue siendo el factor principal detrás de la dinámica de precios, sumado a la indexación y a un mercado laboral menos holgado.

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



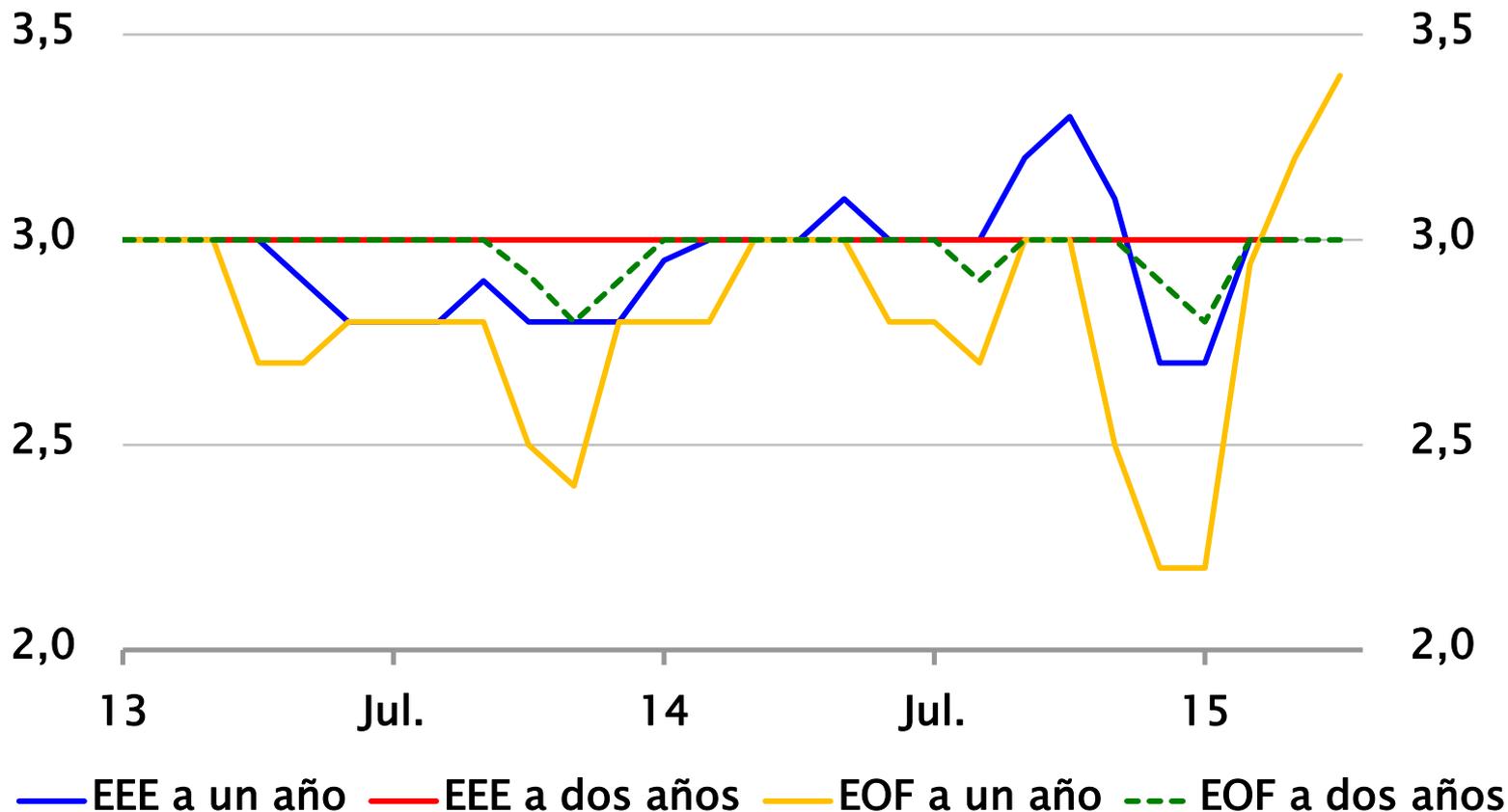
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



Las expectativas de inflación de mercado de corto plazo se han ajustado al alza, luego de una importante caída ante la disminución del precio del petróleo. A dos años se mantienen en 3%.

Expectativas de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)



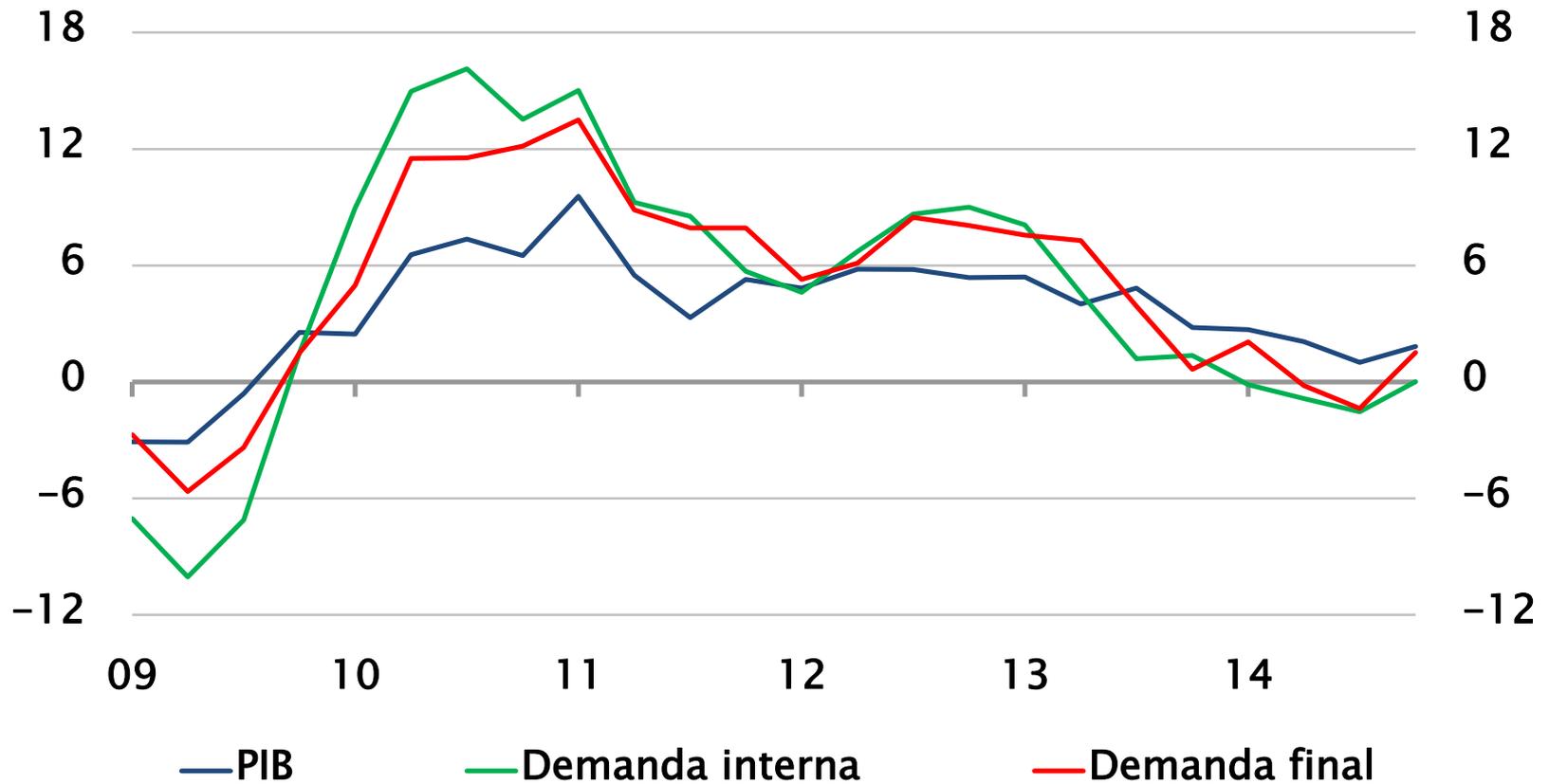
(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



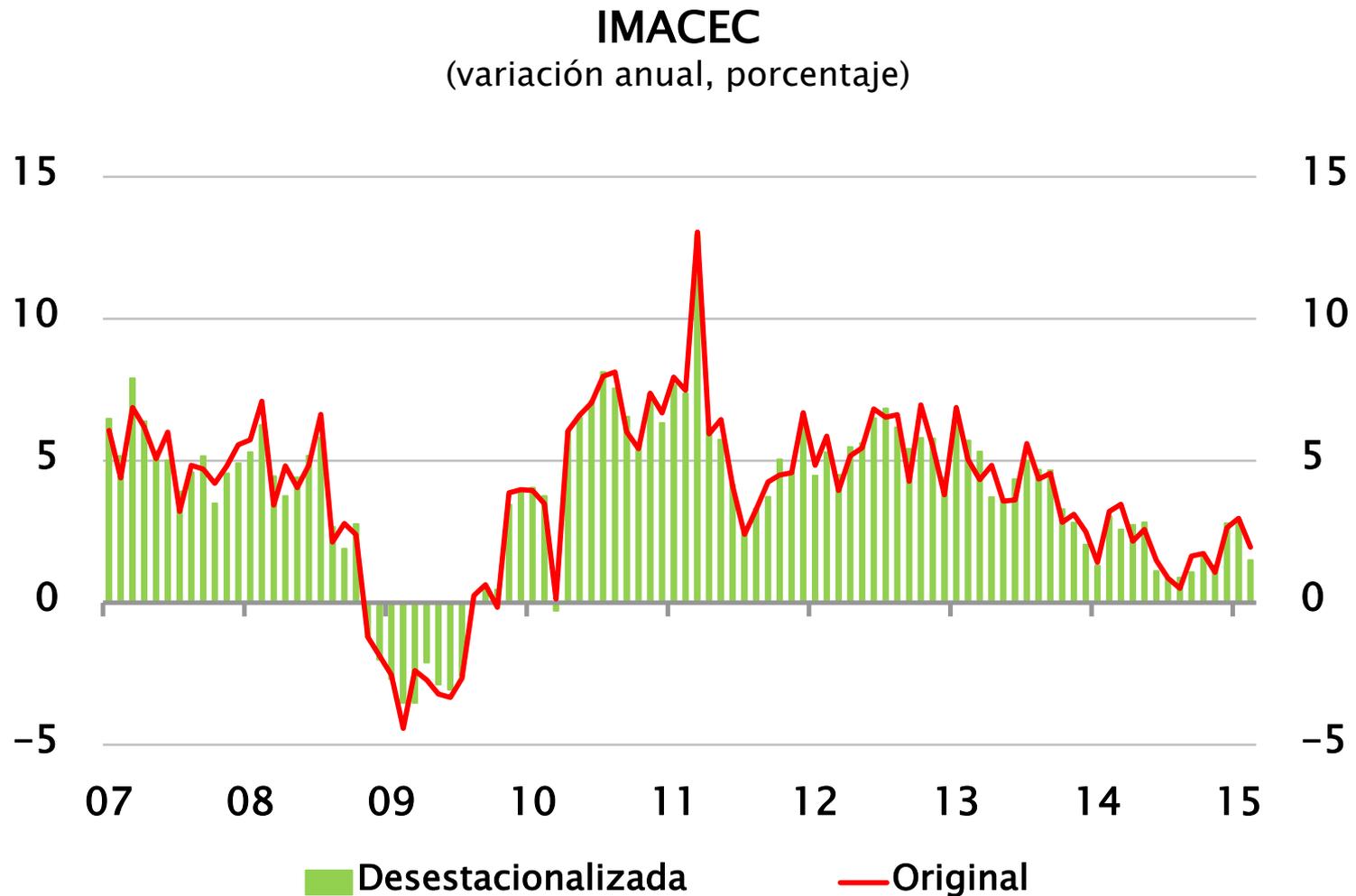
El PIB creció 2,2% en el cuarto trimestre del 2014, por sobre los trimestres anteriores, y con ello la cifra para el año en su conjunto llegó al 1,9%. La demanda interna ha seguido con un desempeño débil. Recién dejó de caer el cuarto trimestre del 2014, con lo cual cerró el año con una contracción anual de 0,6%.

PIB y demanda
(variación anual, porcentaje)



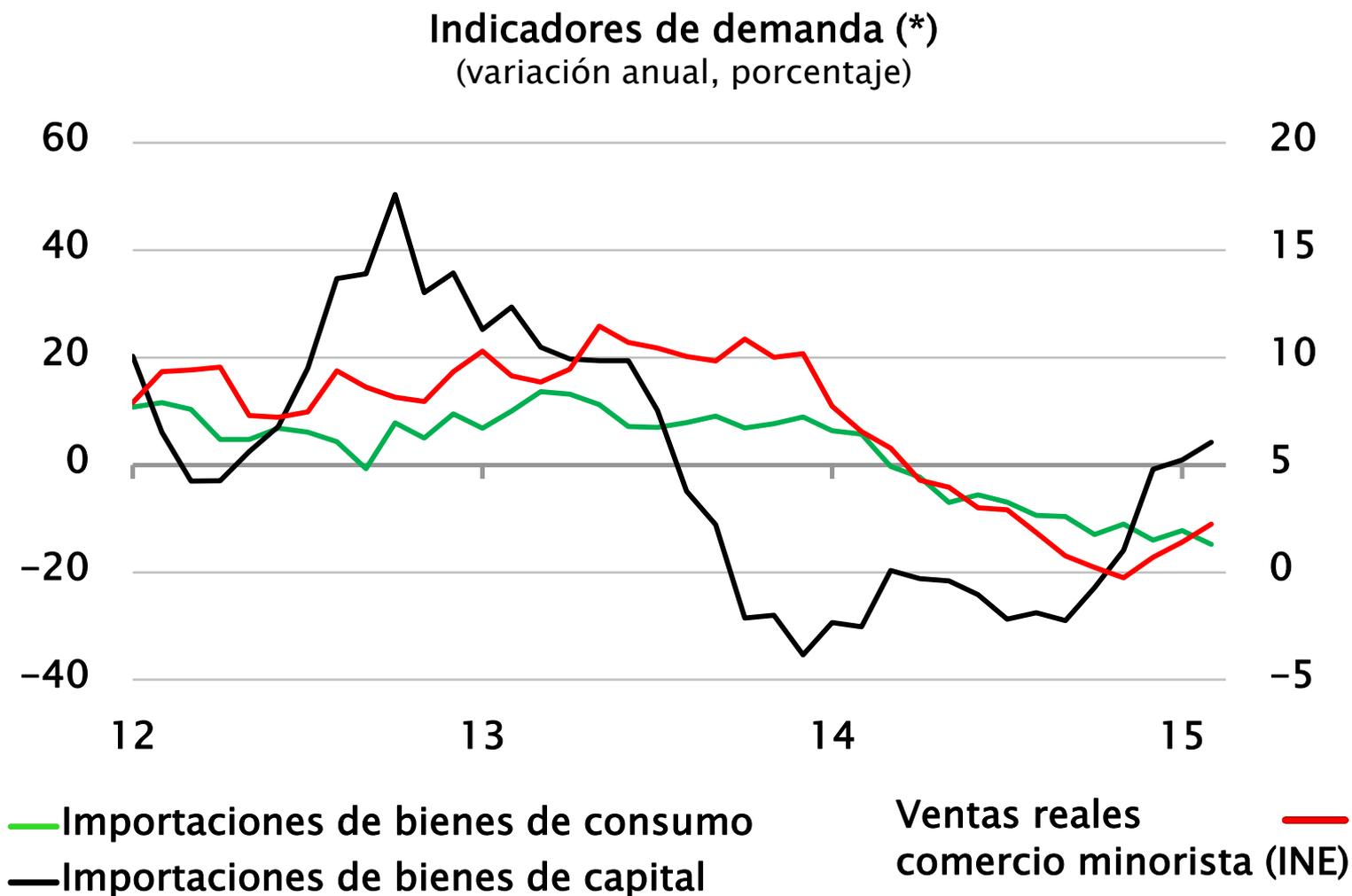


En febrero, el Imacec creció 2,0% anual, lo que es coherente con las proyecciones del IPoM.





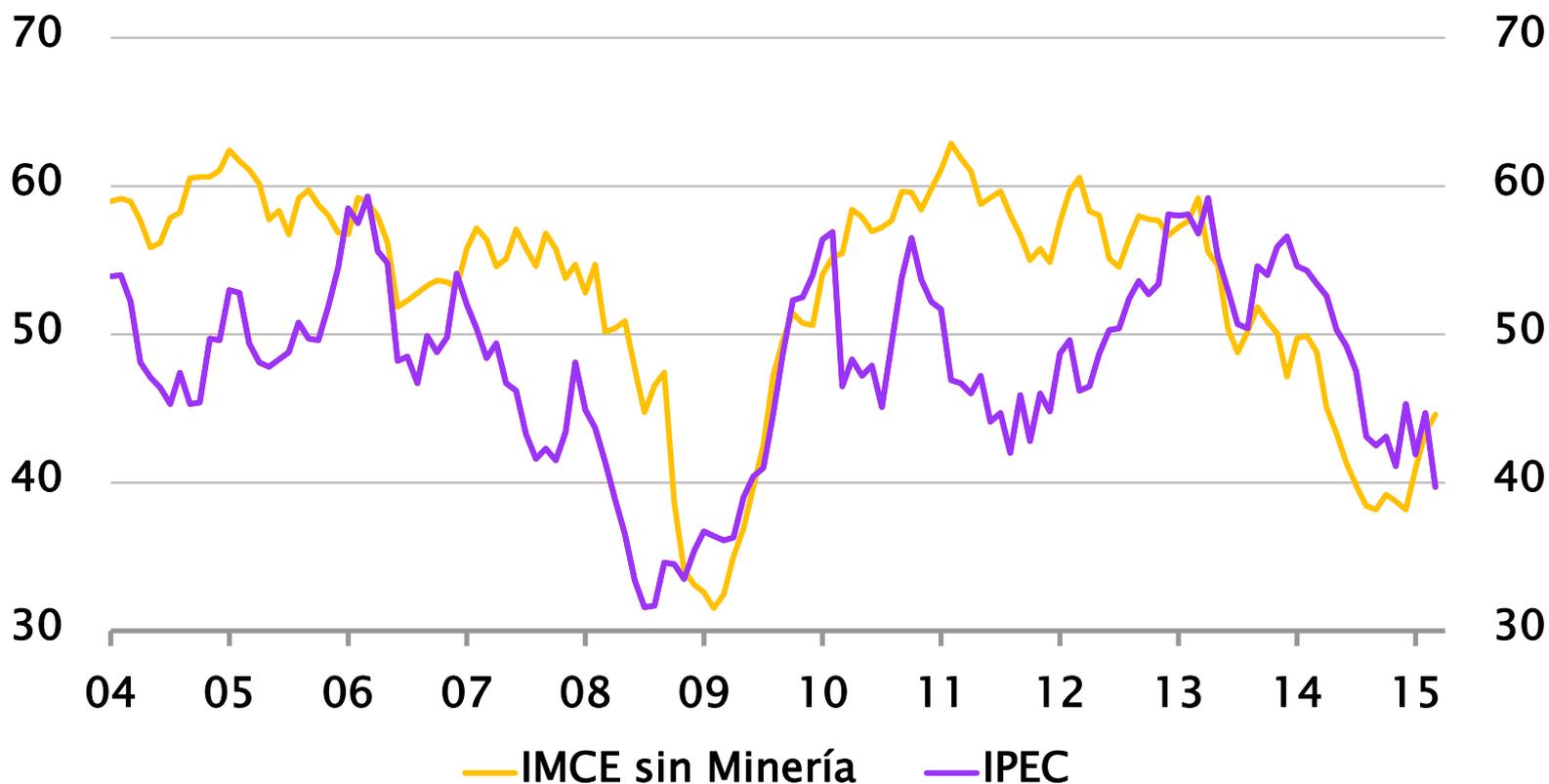
Sin embargo, los datos parciales de consumo e inversión no dan señales de una evidente recuperación.





Las expectativas de empresas y hogares siguen en niveles pesimistas, aunque el de empresas ha repuntado en el margen.

Expectativas de las empresas y consumidores (*) (índice de difusión)



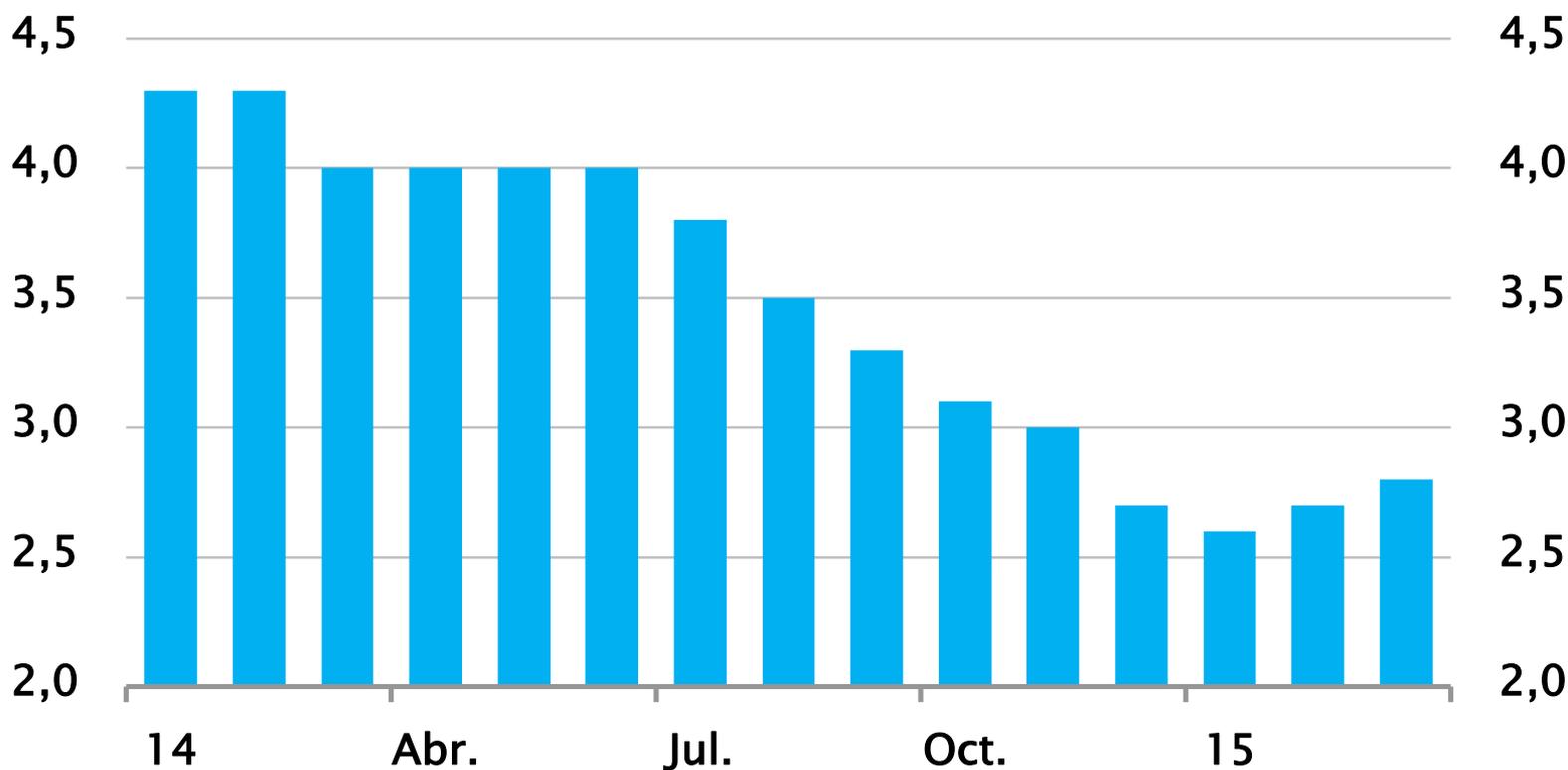
(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



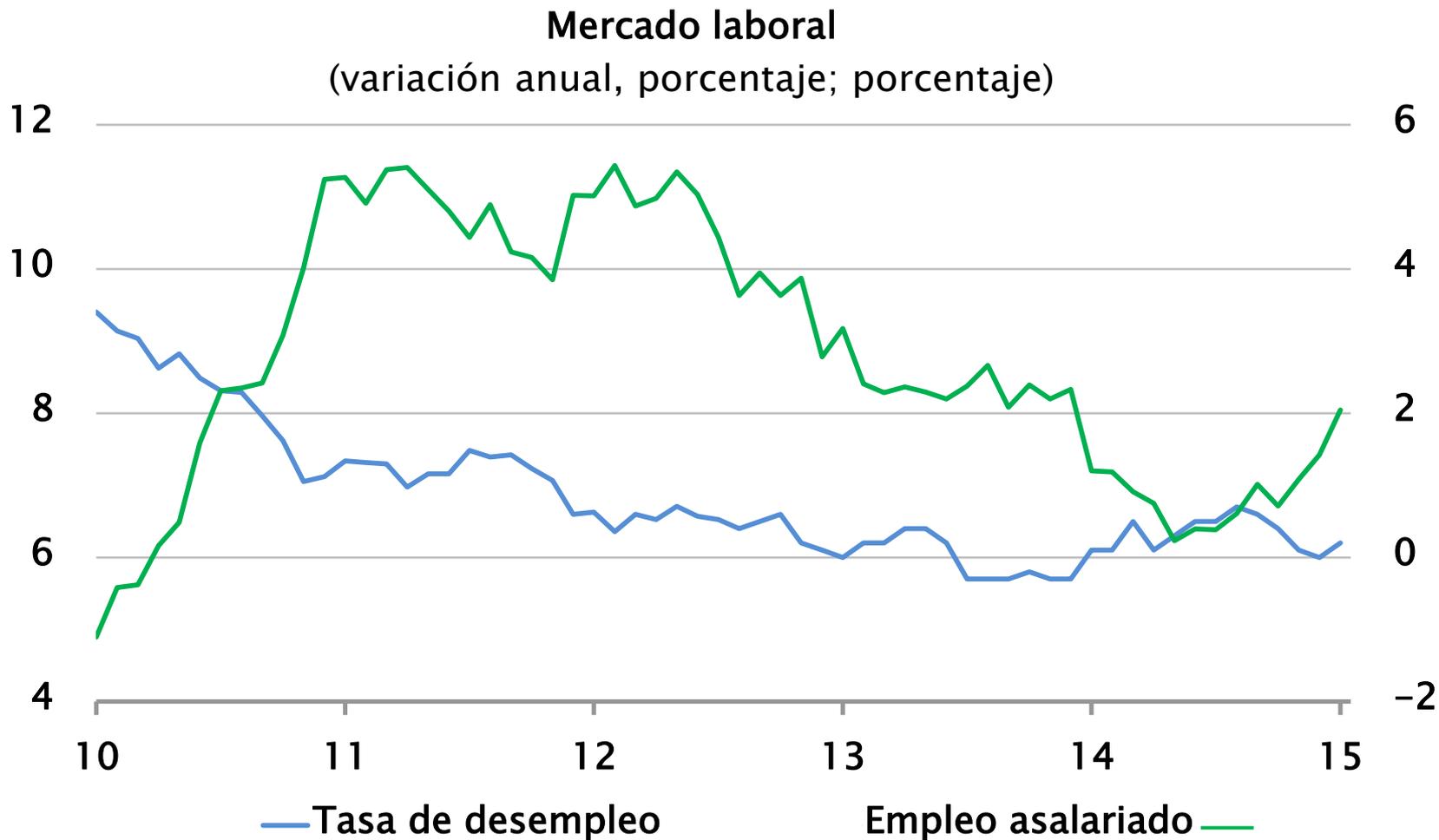
Con todo, las expectativas de mercado acerca del crecimiento del PIB durante este año han tenido una leve mejoría en los últimos meses.

Encuesta de Expectativas Económicas: PIB 2015 (variación anual, porcentaje)





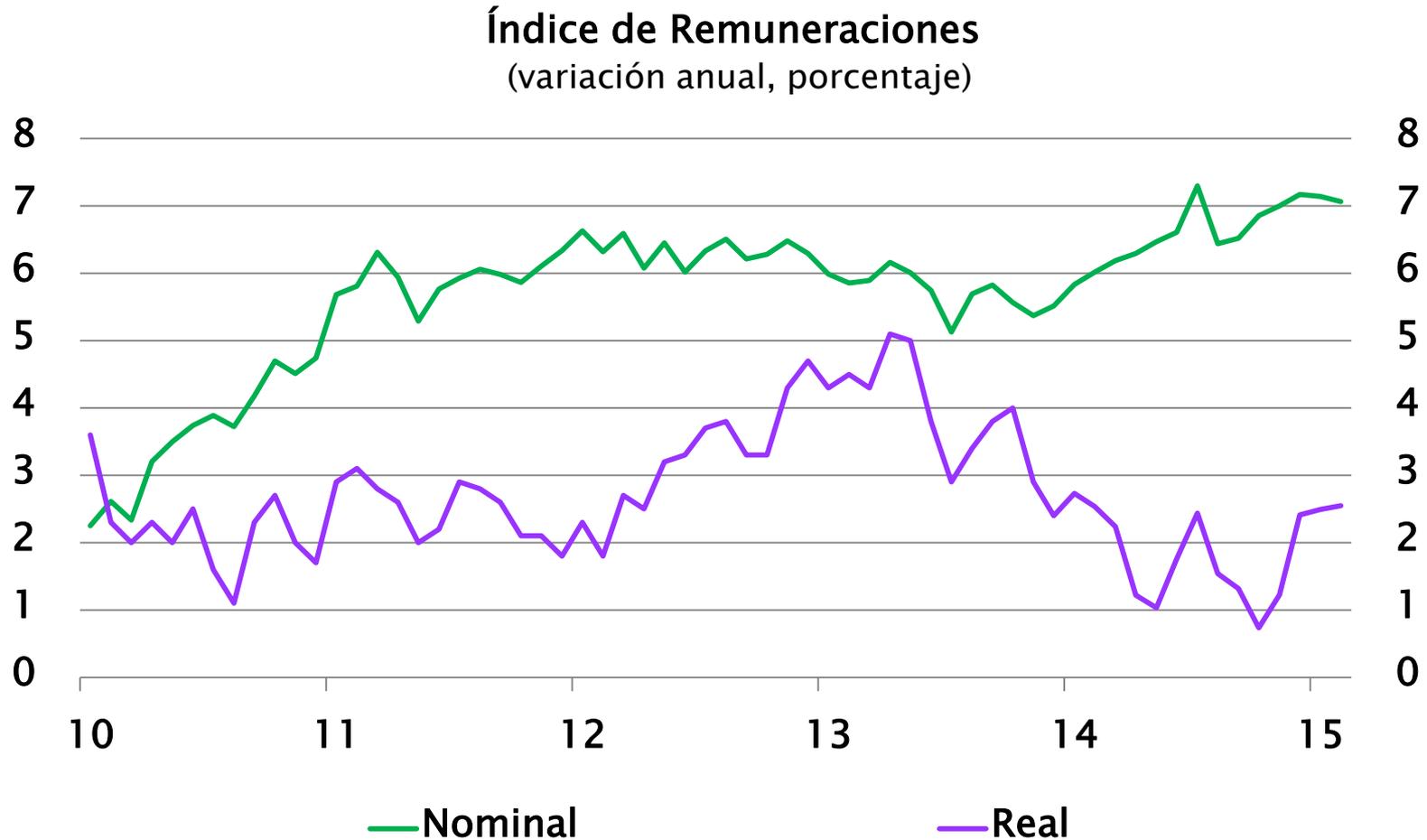
El mercado laboral sigue mostrando una fortaleza mayor que la prevista. La tasa de desempleo continúa en niveles bajos y el empleo asalariado ha vuelto a crecer.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



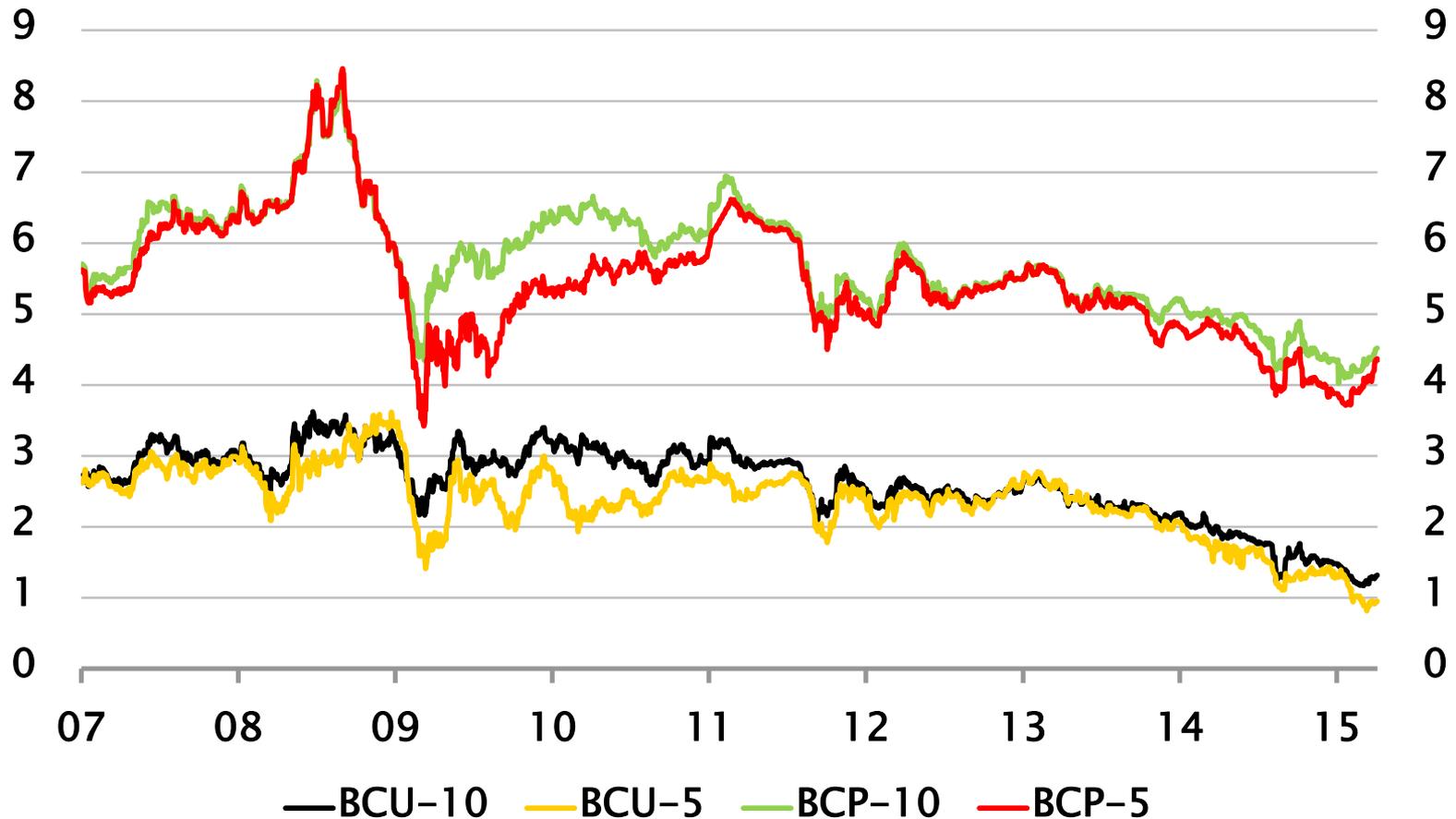
El crecimiento de los salarios nominales sigue elevado, en parte importante por la indexación a la inflación pasada.





Las tasas de largo plazo se mantienen en niveles bajos desde una perspectiva histórica, respondiendo al significativo impulso monetario.

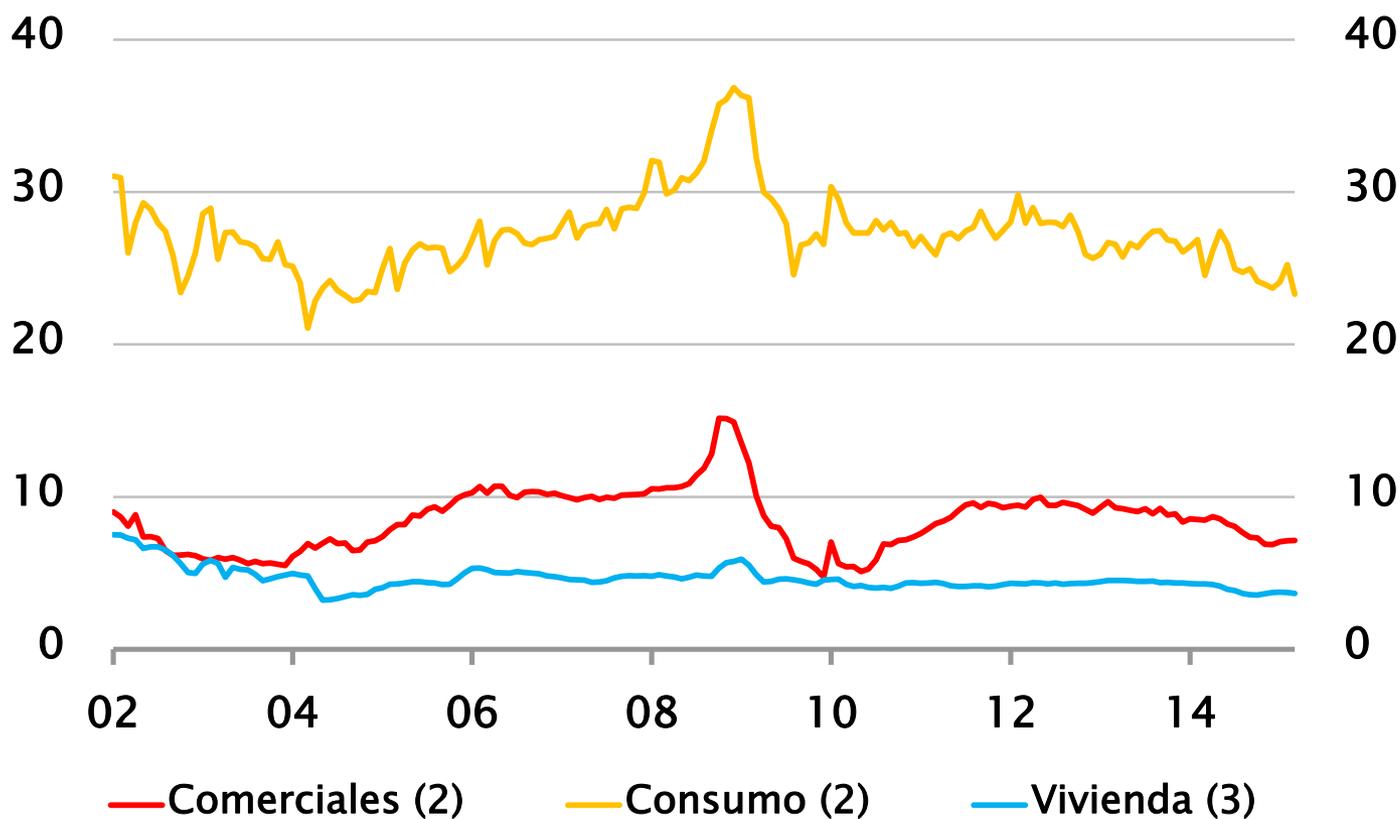
Tasas de interés de los documentos el Banco Central de Chile (porcentaje)





Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario y un acceso a los mercados financieros internacionales que se ha mantenido favorable a pesar del mayor riesgo en el entorno externo.

Tasas de interés de colocación (1)
(porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. (2) Tasas nominales. (3) Tasas en UF.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



Perspectivas



El escenario base considera que el crecimiento de los socios comerciales para el bienio 2015–2016 será mayor que el de los dos años previos. Los términos de intercambio mejorarán.

Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (e)		2015 (f)		2016 (f)	
		IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)					
PIB socios comerciales	3,5	3,2	3,3	3,5	3,4	3,9	3,8
PIB mundial a PPC	3,1	3,2	3,3	3,5	3,5	3,9	3,8
Estados Unidos	2,2	2,3	2,4	3,0	3,0	3,1	3,0
Eurozona	-0,4	0,8	0,9	1,0	1,5	1,5	1,9
Japón	1,6	0,3	0,0	1,3	1,1	1,4	1,5
China	7,7	7,4	7,4	7,1	7,0	6,9	6,7
India	5,0	5,6	7,0	6,3	7,2	6,5	7,3
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	3,6	3,6	4,3	4,2	4,8	4,6
América Latina (excl. Chile)	2,3	1,1	0,7	1,9	0,8	3,0	2,1
		(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	311	311	295	275	285	285
Precios del petróleo (prom. Brent y WTI) (US\$/barri)	103	96	96	67	55	71	62
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-3,0	-1,1	-1,4	1,7	1,4	-2,1	-0,2

(e) Estimación. (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, el crecimiento del PIB en 2015 será superior al de 2014 y se situará entre 2,5 y 3,5%, sin cambios respecto de lo considerado en diciembre.

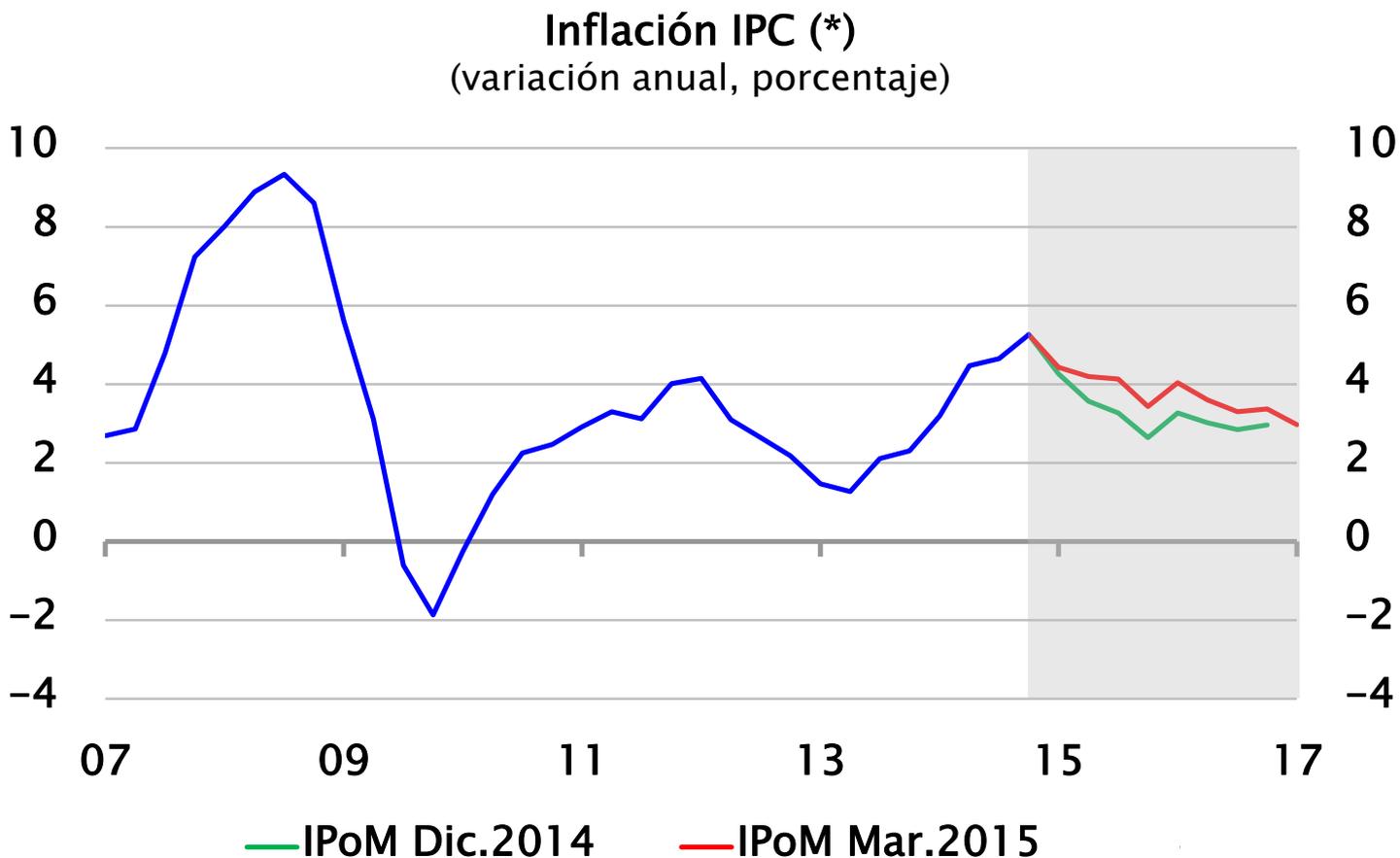
Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2013	2014 (e)		2015 (f)	
		IPoM Dic.14	IPoM Mar.14	IPoM Dic.14	IPoM Mar.14
PIB	4,2	1,7	1,9	2,5-3,5	2,5-3,5
Demanda interna	3,7	-0,7	-0,6	3,0	2,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,4	0,5	2,6	2,2
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,2	-6,1	1,9	1,2
Consumo total	5,5	2,4	2,5	2,8	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	1,4	0,7	4,0	3,4
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-5,9	-7,0	3,7	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,6	-1,2	-1,1	-0,3
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	19,7	20,3	20,8	21,5
IPC diciembre	3,0	4,8	4,6	2,8	3,6
IPCSAE diciembre	2,1	4,3	4,3	2,8	3,4



En el escenario base, el crecimiento del IPC se mantendrá por sobre 4% anual por algunos meses más, acercándose a 3% en el curso de 2016.



(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

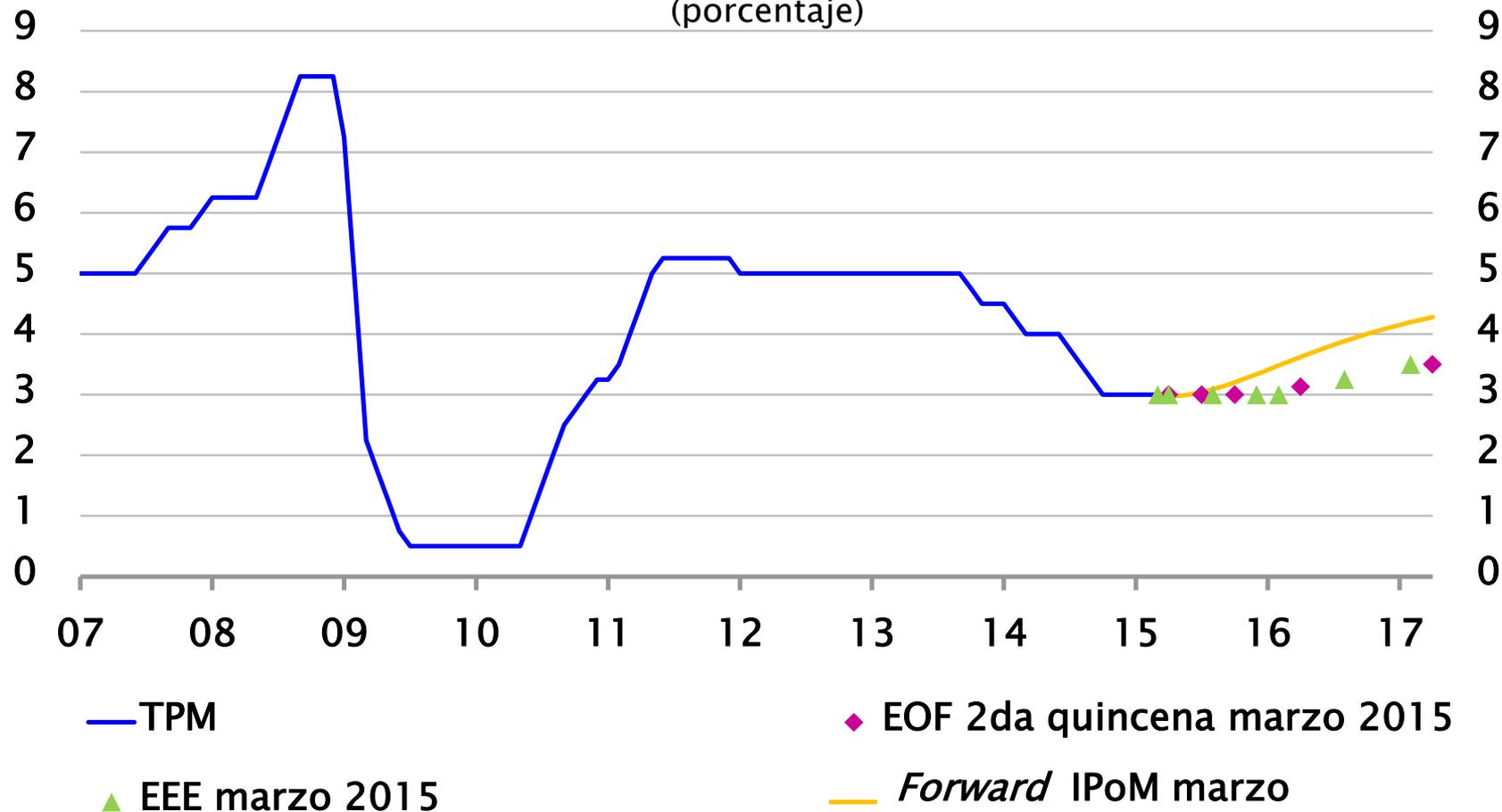
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En los últimos meses, las expectativas de mercado para TPM se ajustaron al alza y eliminaron los recortes previstos. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre lo implícito en las encuestas.

TPM y expectativas

(porcentaje)





El Consejo estima que, aunque los riesgos locales se han moderado, el balance de riesgos para la actividad sigue siendo sesgado a la baja y equilibrado para la inflación.

■ **Riesgos externos:**

- Sorpresas relevantes sobre el momento o la velocidad con que la Reserva Federal aumentará su tasa de referencia.
- Creciente vulnerabilidad de algunas economías emergentes, especialmente en América Latina, si se prolongan los bajos precios de las materias primas.
- Efectos positivos asociados a un menor precio del petróleo superiores en intensidad y duración a lo esperado.
- Menor crecimiento en China con todas sus implicancias, incluyendo un menor precio del cobre.
- Conflictos geopolíticos en Medio Oriente y parte de Europa.
- Mejor desempeño de la Eurozona.



El Consejo estima que, aunque los riesgos locales se han moderado, el balance de riesgos para la actividad sigue siendo sesgado a la baja y equilibrado para la inflación.

- **Riesgos internos:**

- Evolución de la inflación por sobre lo esperado, en particular por la sostenida depreciación cambiaria y su efecto acumulado en los costos, en un contexto de márgenes que parecen más acotados.
- Expectativas privadas que no mejoren lo suficiente para estimular un mayor gasto, especialmente en materia de inversión.



Comentarios finales

- La economía chilena ha respondido a los grandes cambios en el entorno local y externo, realizando un importante ajuste de manera rápida y profunda.
- Un rol fundamental ha tenido en ello el marco de políticas económicas de nuestro país, que incluye una política monetaria conducida bajo un régimen de metas de inflación, una política fiscal sometida a una regla prefijada, un sistema de flotación cambiaria que facilita el ajuste de la economía, y un adecuado marco de regulación y supervisión orientado a preservar el buen funcionamiento del sistema financiero.
- El Banco Central ha colaborado con la suavización del ciclo, recortando la TPM en 200 puntos base, ayudando, así, a que las tasas de mediano y largo plazo se sitúen en mínimos históricos.



Comentarios finales

- La inflación anual ha permanecido en niveles relativamente altos en los últimos meses. En el escenario base de este IPoM se mantendrá por sobre 4% por algunos meses más.
- En estas circunstancias, el Banco Central de Chile reitera su compromiso de velar por la estabilidad de los precios, lo que supone la disposición para introducir los ajustes que puedan ser necesarios a la política monetaria para asegurar la convergencia de la inflación a la meta del 3% en su horizonte de política.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2015

Enrique Marshall
Vicepresidente