



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2015

Sebastián Claro
Vicepresidente
Banco Central de Chile



Introducción

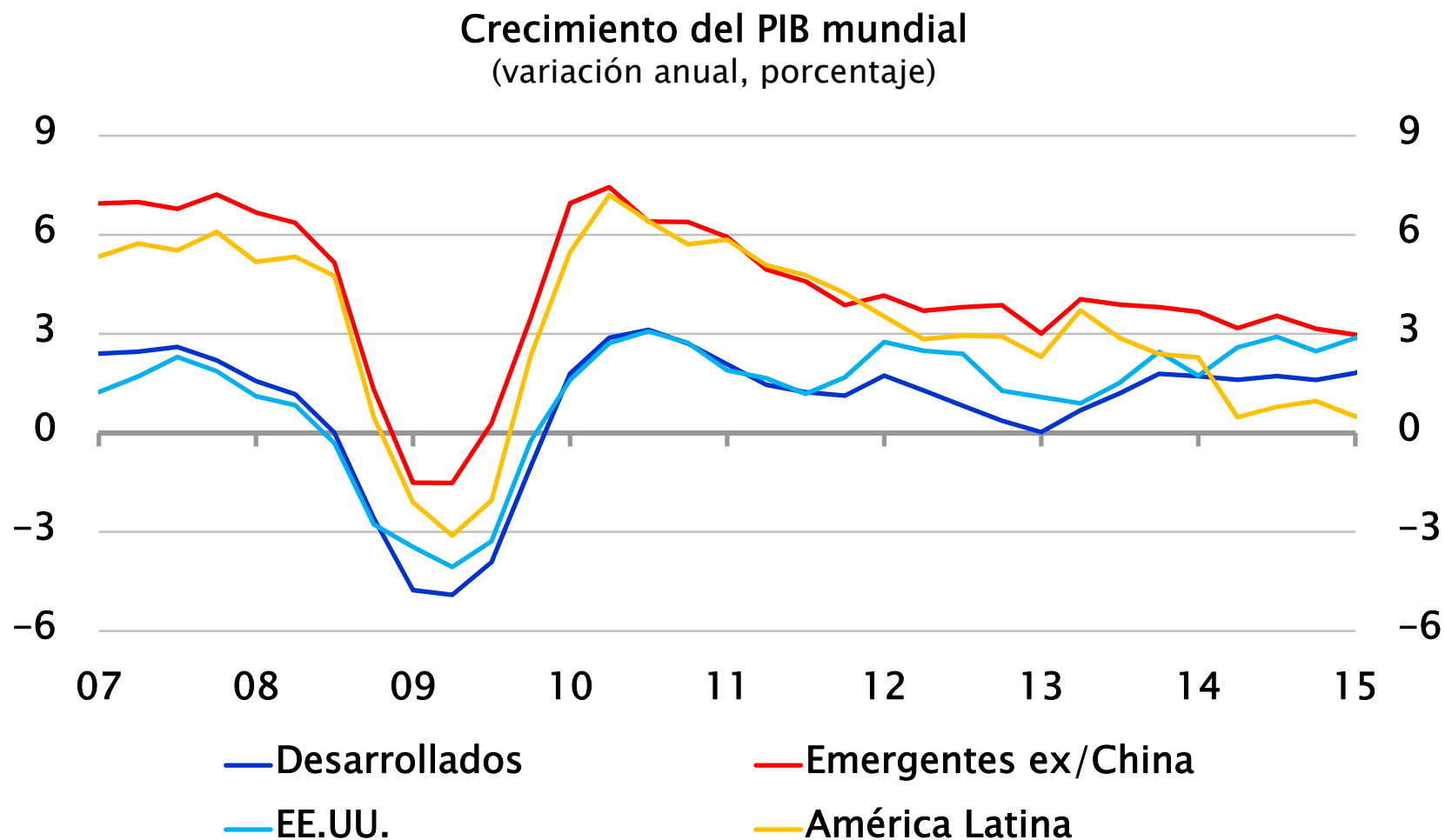
- La inflación ha sido superior a lo previsto, en un contexto de una fuerte depreciación del peso y de una actividad que se ha mantenido débil.
- Las condiciones externas se han deteriorado, tanto por el fin del súper ciclo de las materias primas como por dificultades en los países en desarrollo. Mientras se espera una normalización de la política monetaria en Estados Unidos, China ha dado muestra de mayor debilidad.
- La debilidad de la actividad doméstica está principalmente reflejada en la persistente caída en la inversión. Destaca la importante contracción en la inversión minera, y la debilidad mostrada por la inversión no minera. El mercado laboral ha dado muestras de fortaleza, coherente con la visión que las holguras de capacidad son acotadas.
- La política monetaria ha sido bastante expansiva, y las condiciones financieras son holgadas. Se mantiene la necesidad de un impulso monetario hacia adelante, aunque la persistencia de la inflación en niveles muy por sobre la meta por un tiempo prolongado requerirá un ajuste gradual en la TPM.



Escenario internacional



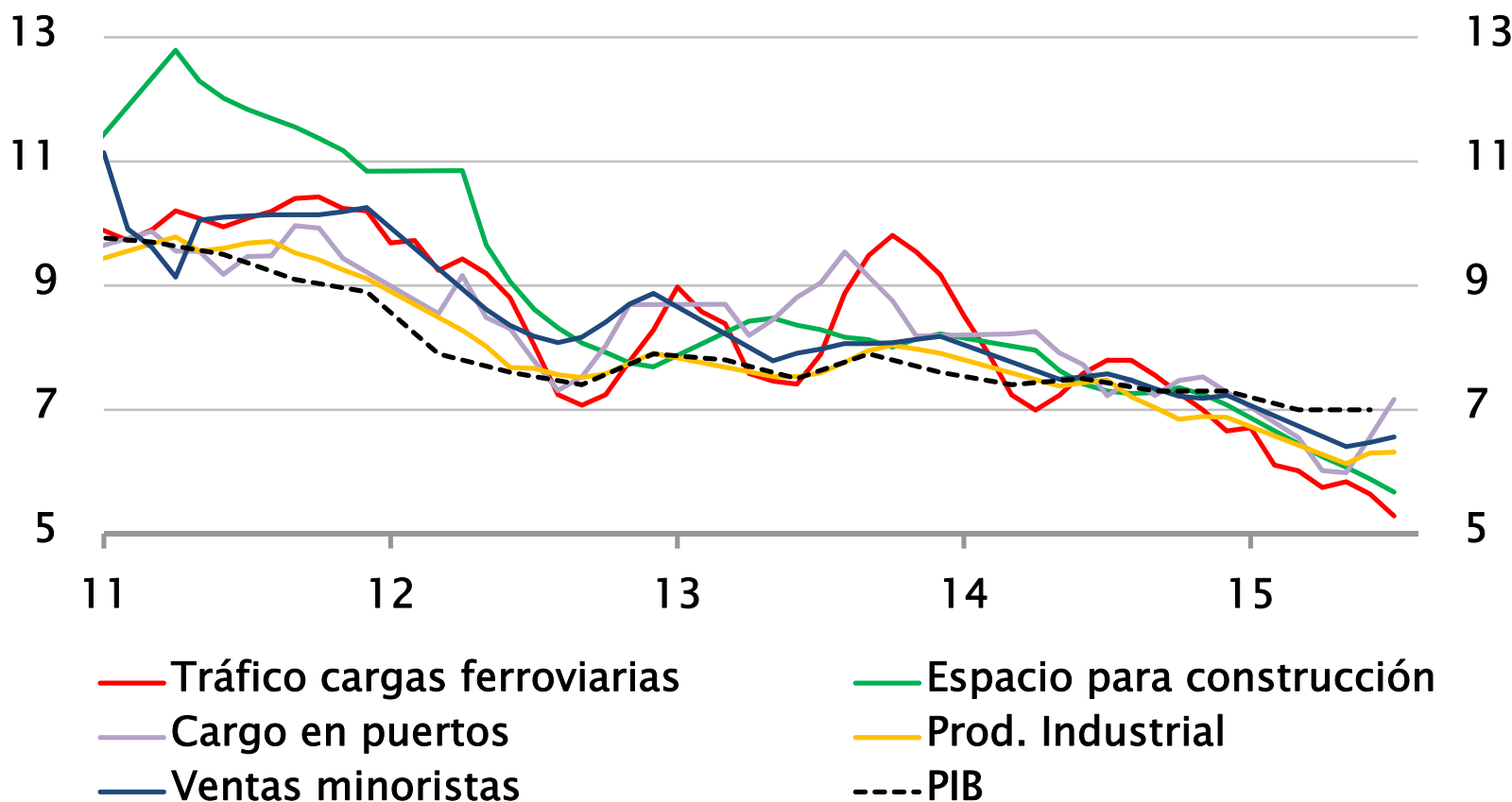
La diferencia de crecimiento entre economías emergentes y desarrolladas se ha ido acortando.





En China, se han agregado en lo último dudas sobre su dinamismo.

China: Indicadores de actividad (*) y PIB
(variación anual, porcentaje)



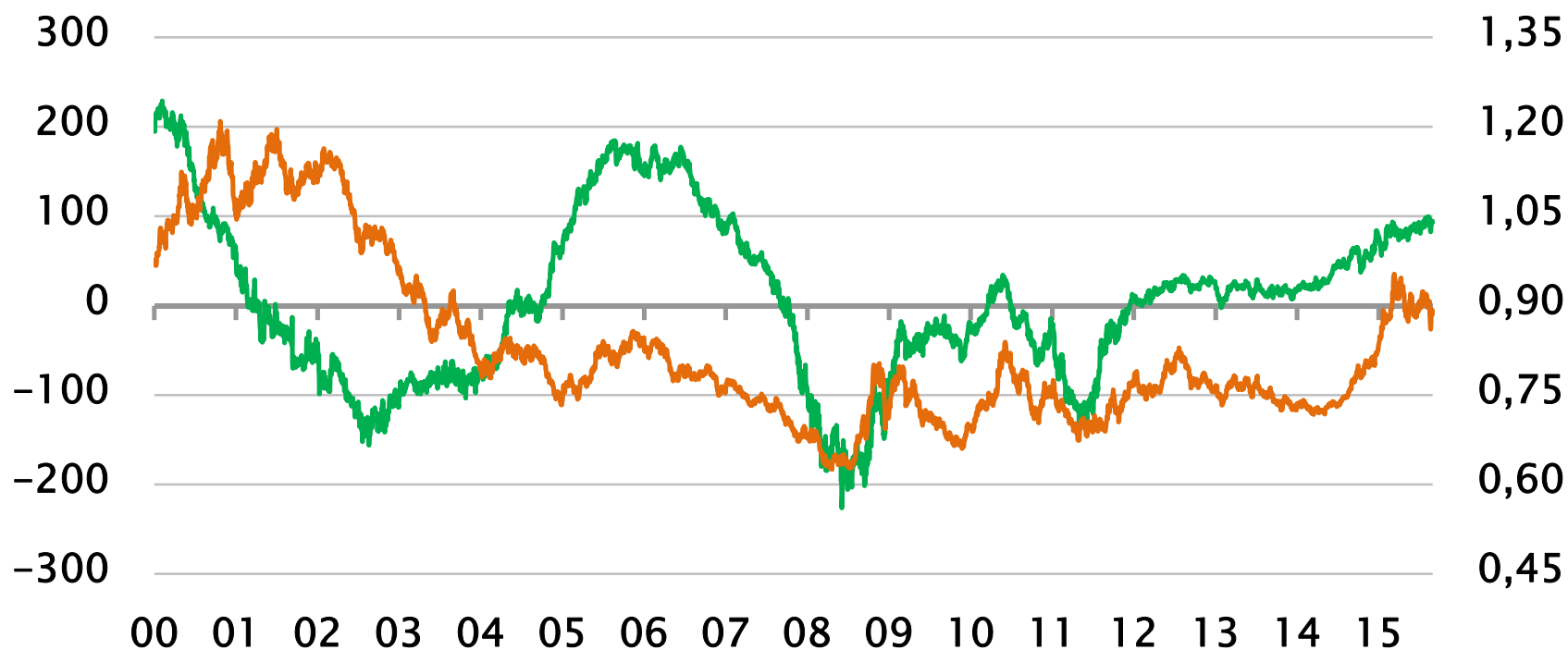
(*) Considera promedio trimestral móvil para los indicadores de actividad. Estos fueron estandarizados y transformados para que reflejen la media y varianza del crecimiento del PIB.

Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.



La expectativa de normalización de tasas en Estados Unidos y su mayor fortaleza ha contribuido a fortalecer el dólar.

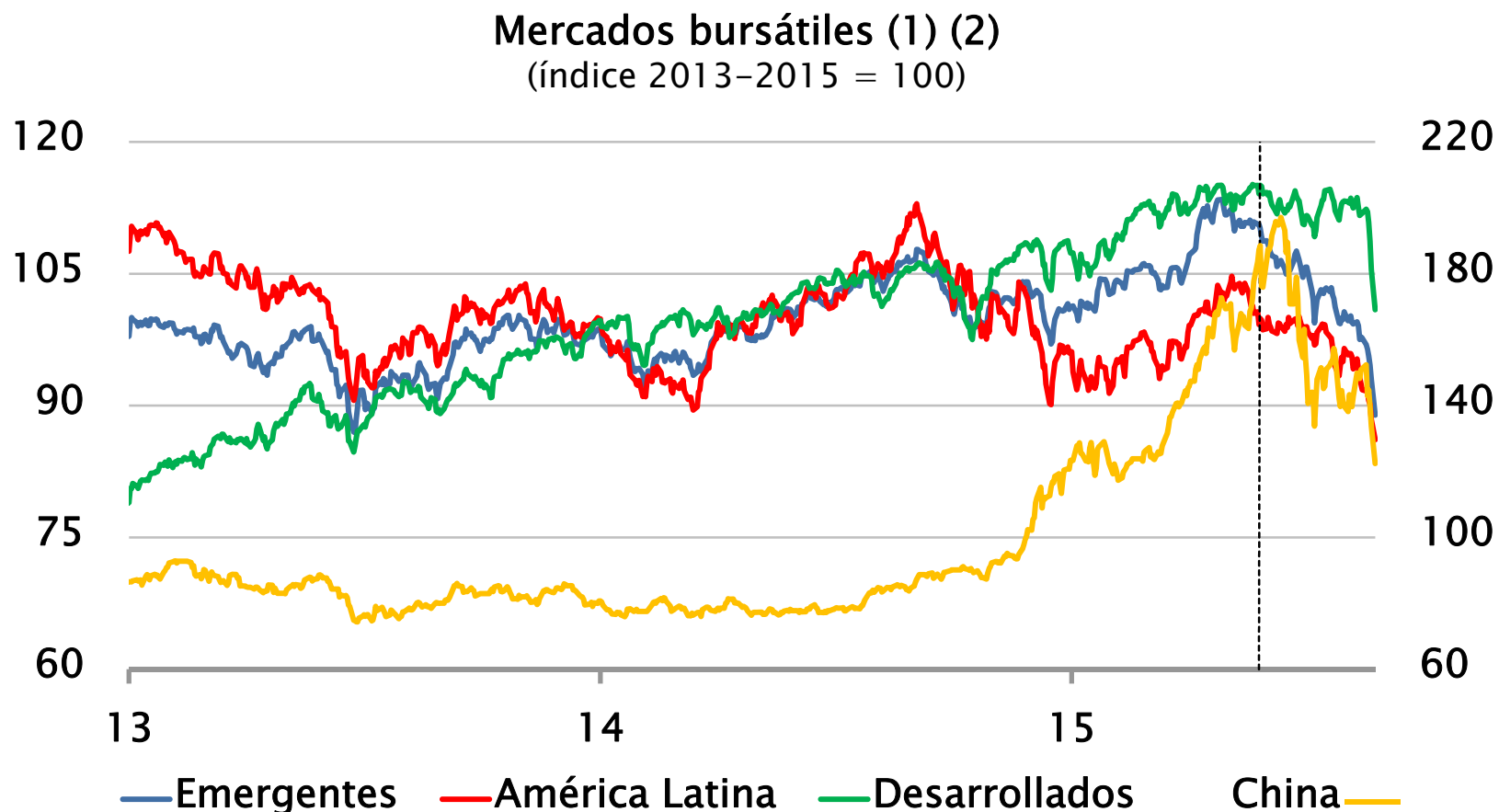
Diferencial de tasas y evolución de la paridad euro/dólar
(puntos porcentuales; euros por dólar estadounidense)



— Diferencial de tasas EE.UU.-Alemania (bonos de gobierno a 2 años)
Euro/dólar —



En China, las dudas sobre el crecimiento han gatillado un significativo ajuste en sus mercados financieros, afectando a otros mercados mundiales.



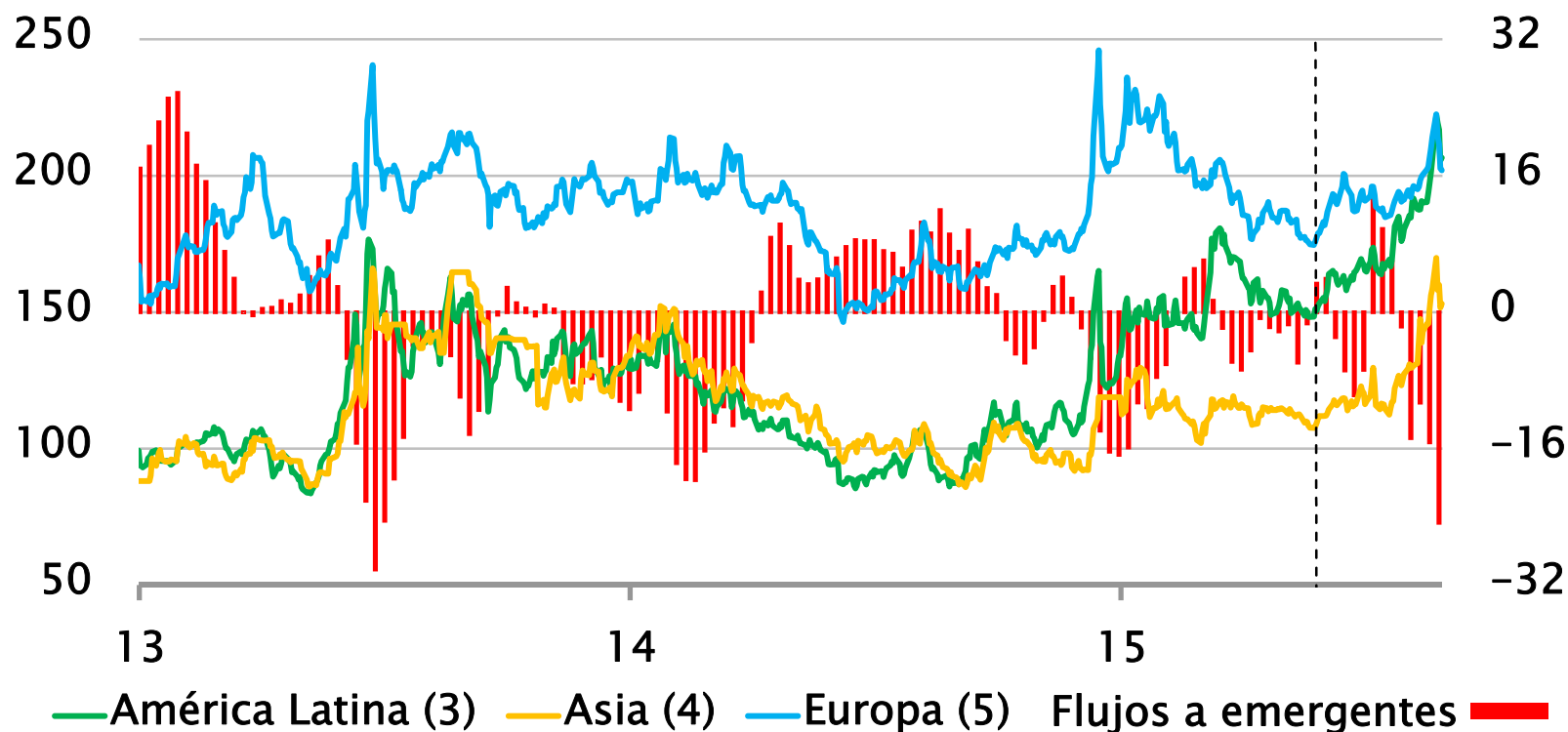
(1) Datos medidos en moneda local. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPO de junio 2015. (2) China corresponde al índice accionario compuesto de Shanghai, y para regiones, a los índices accionarios de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.



Por ejemplo, se ha observado una fuerte salida de capitales de economías emergentes.

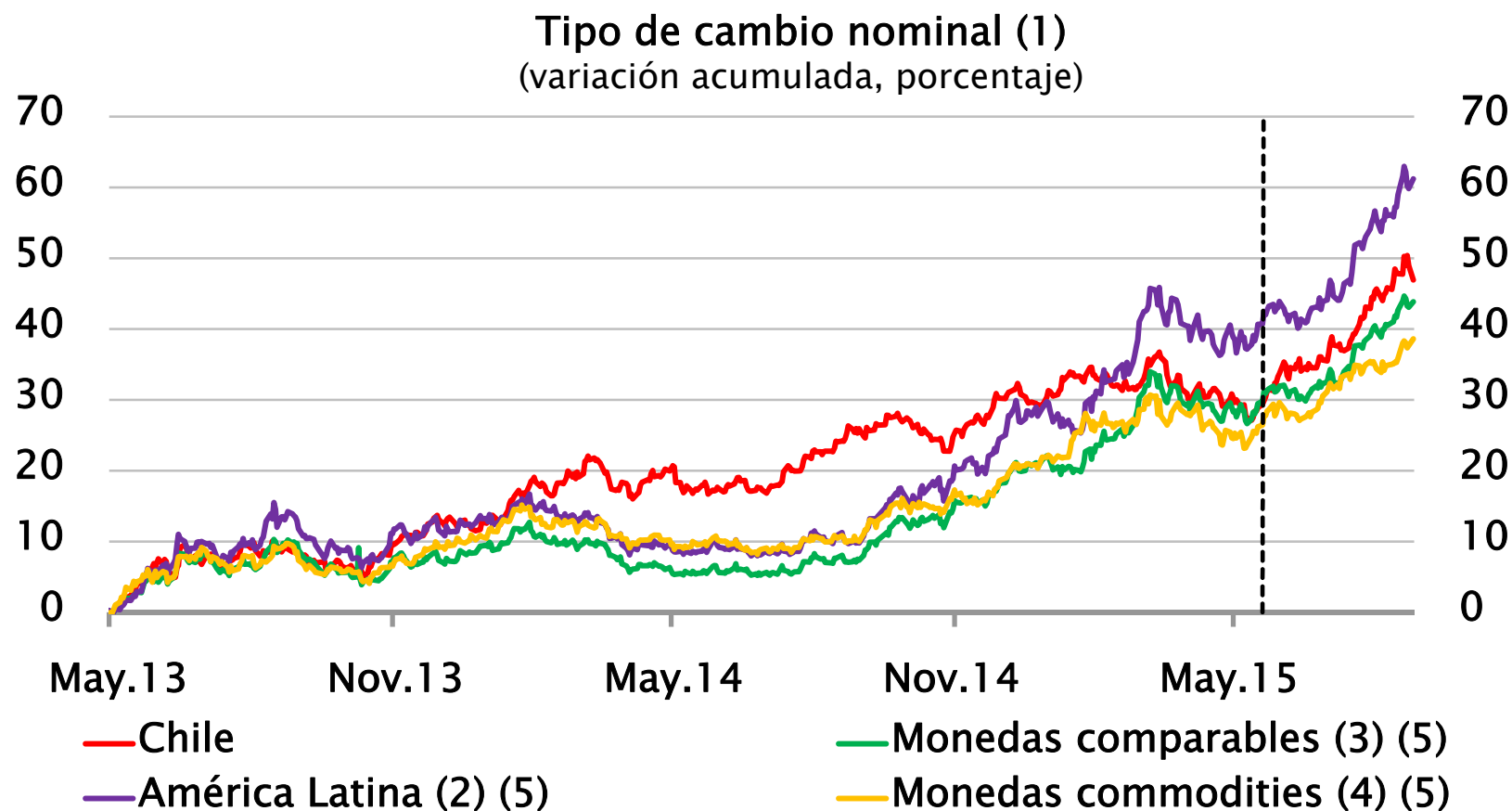
Países emergentes: Premios por riesgo y flujos de capitales (1) (2)
(puntos base; miles de millones de dólares, mes móvil)



(1) Premios por riesgo medidos por los CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (3) Incluye Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (4) Incluye China, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. (5) Incluye Croacia, Hungría, Bulgaria, Rep. Checa, Rumania, Rusia y Turquía.
Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.



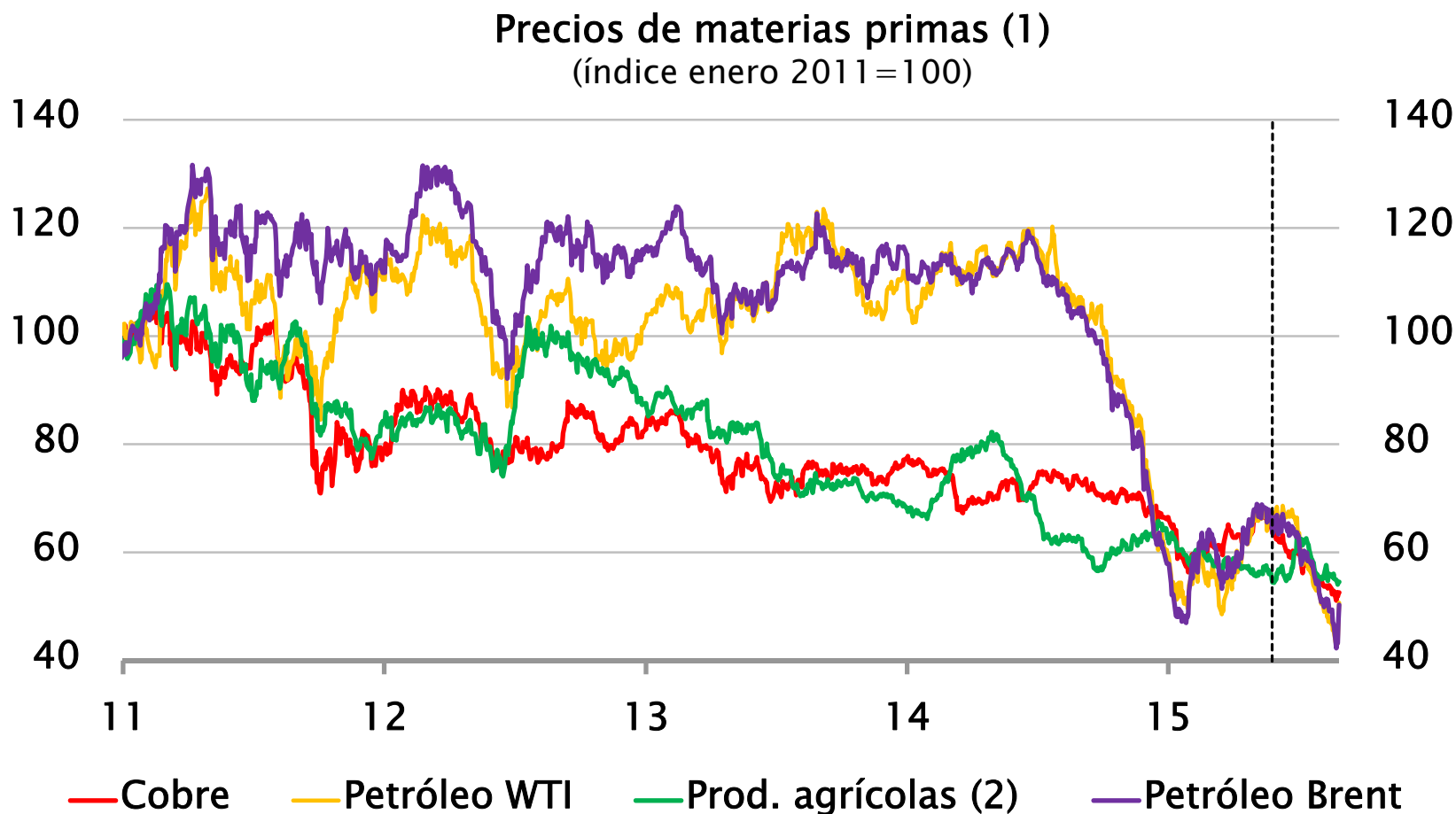
.... con la consiguiente depreciación significativa de sus monedas.



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2015.



A su vez, las materias primas también han tenido un ajuste importante.

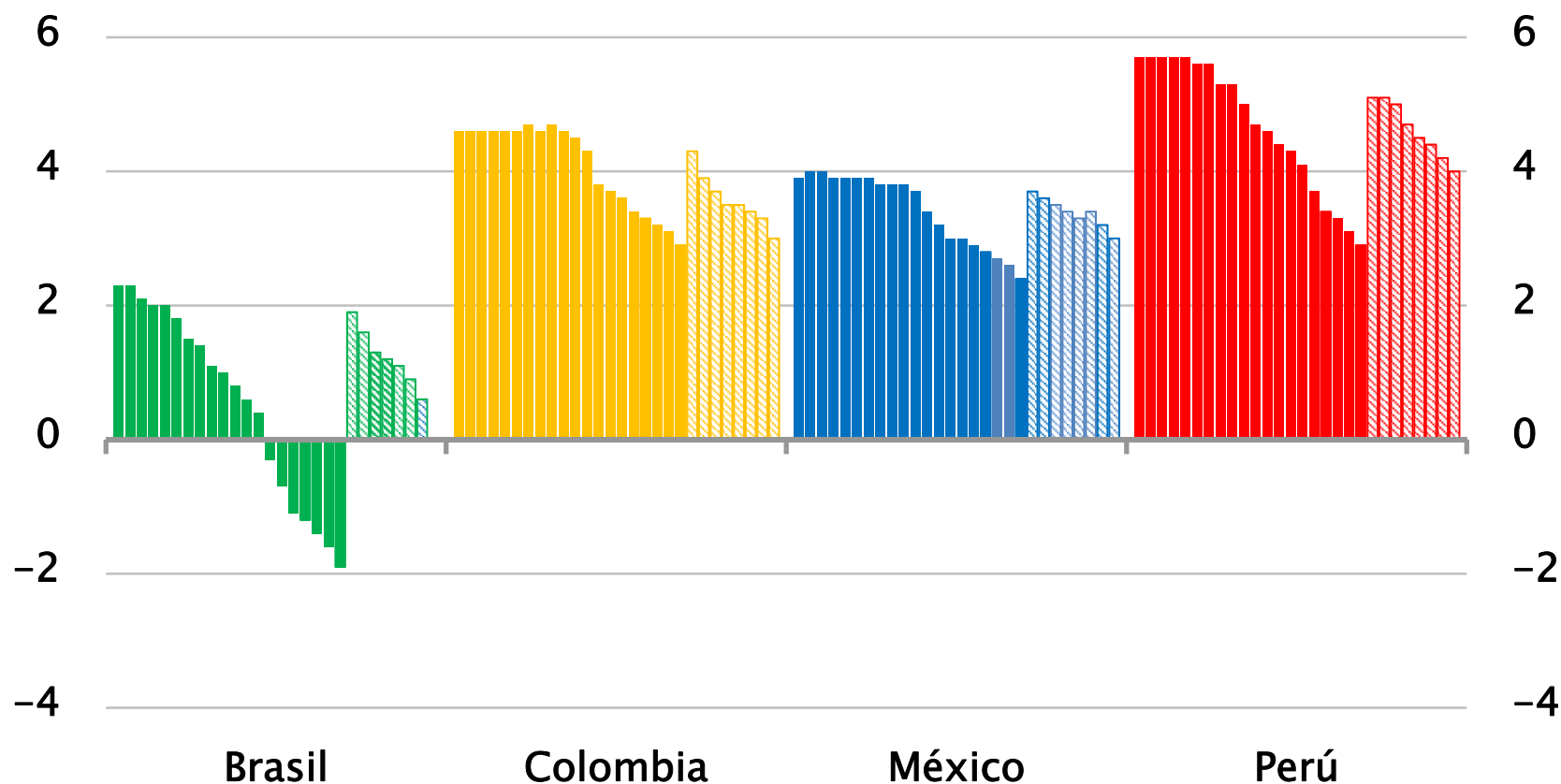


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.



Esto, junto con la necesidad de un ajuste después de años de boom de materias primas, ha producido una corrección importante en las perspectivas de Latam.

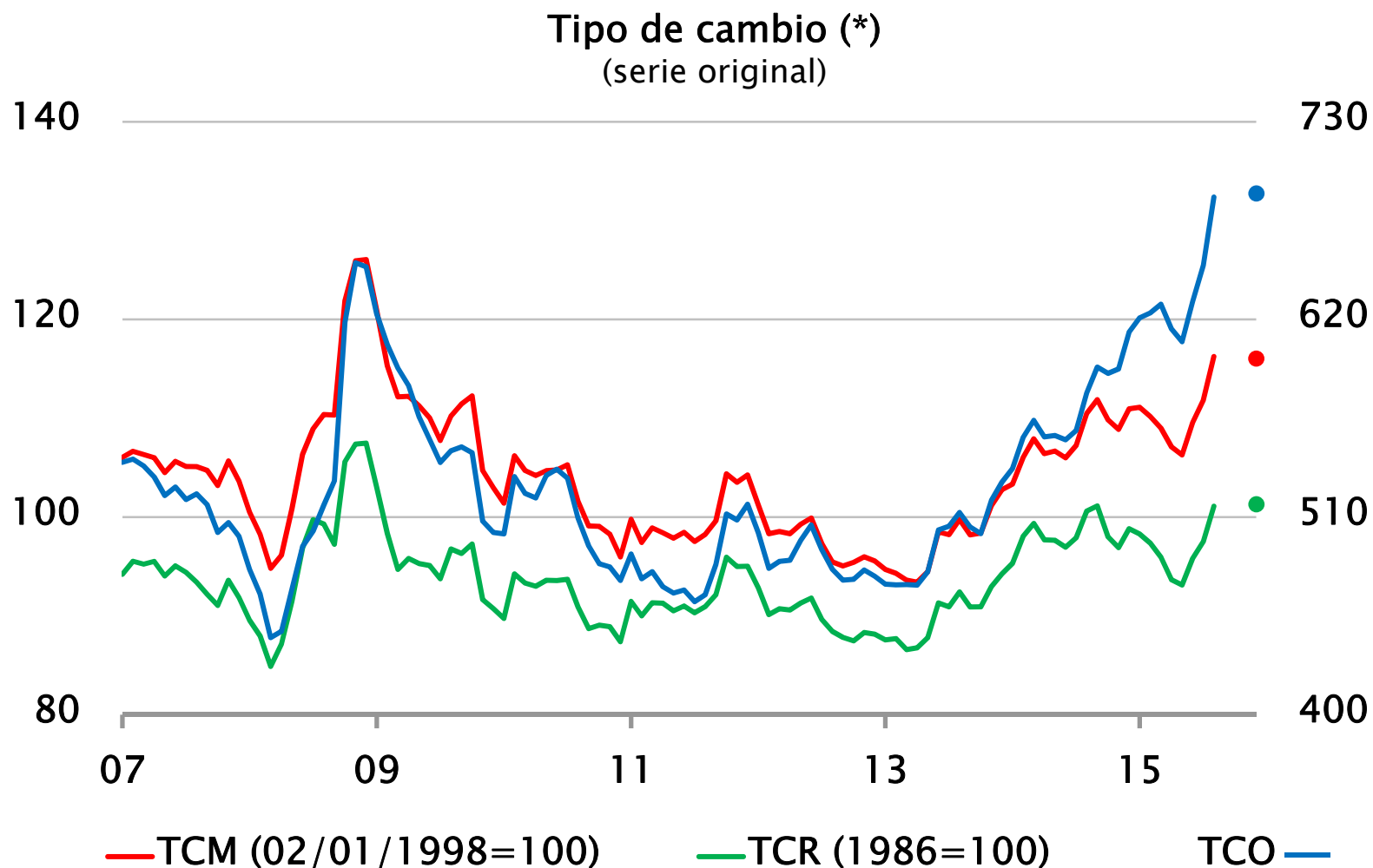
Proyecciones de crecimiento 2015 y 2016 (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2015 desde enero del 2014 a agosto del 2015. Las barras no sólidas corresponden a proyecciones para el 2016 desde enero 2015 a agosto del 2015.
Fuente: Consensus Forecasts.



La depreciación del peso ha sido menor que la de otras monedas comparables. La contrapartida ha sido mayor estabilidad en tasas de interés.

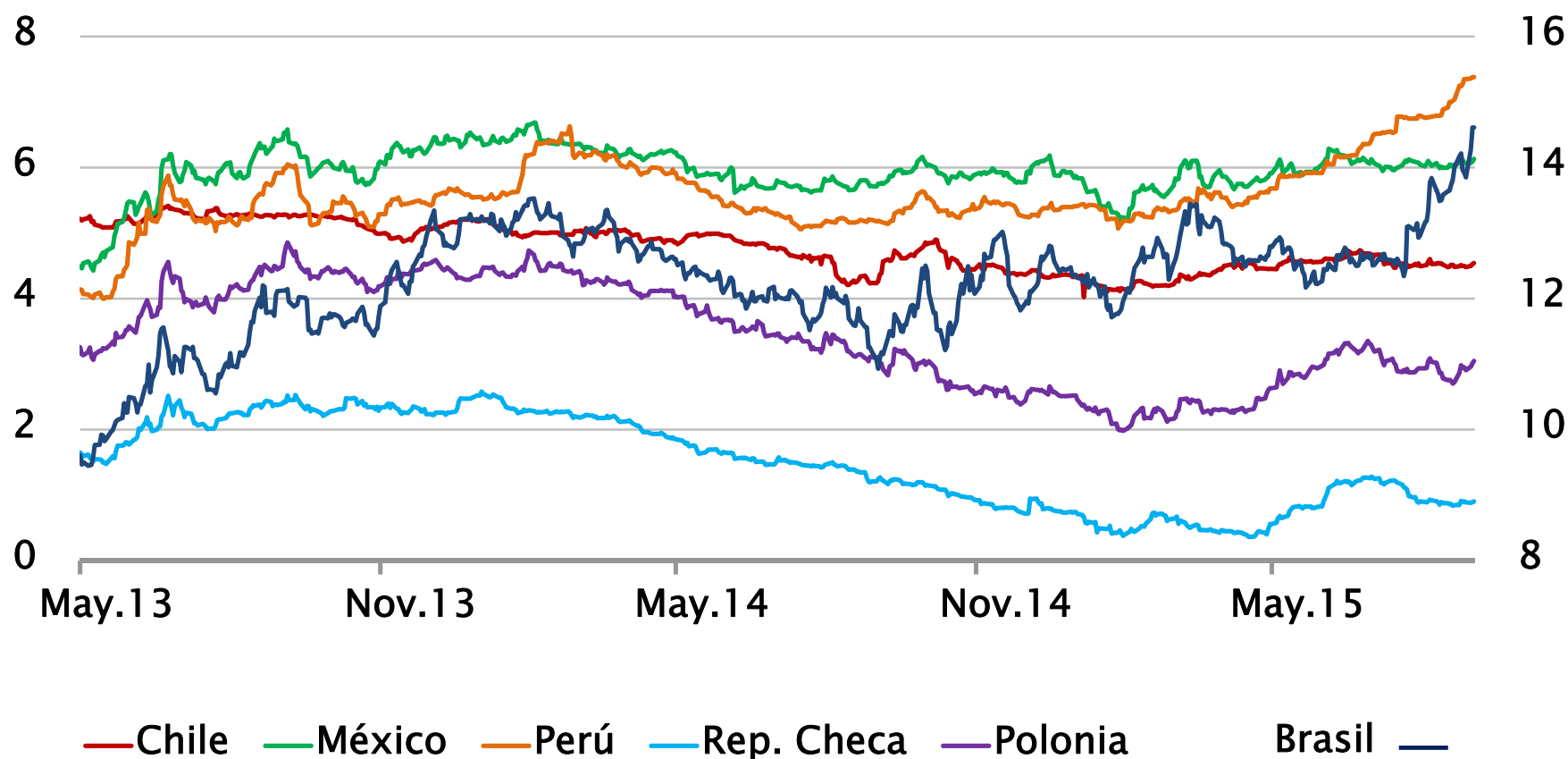


(*) Los puntos representan los valores spot al 31 de agosto.
Fuente: Banco Central de Chile.



Las tasas de interés de largo plazo en Chile se mantienen en niveles más bajos y estables que en otras economías en América Latina.

Tasa de interés de bonos de gobierno a 10 años en economías emergentes
(porcentaje)

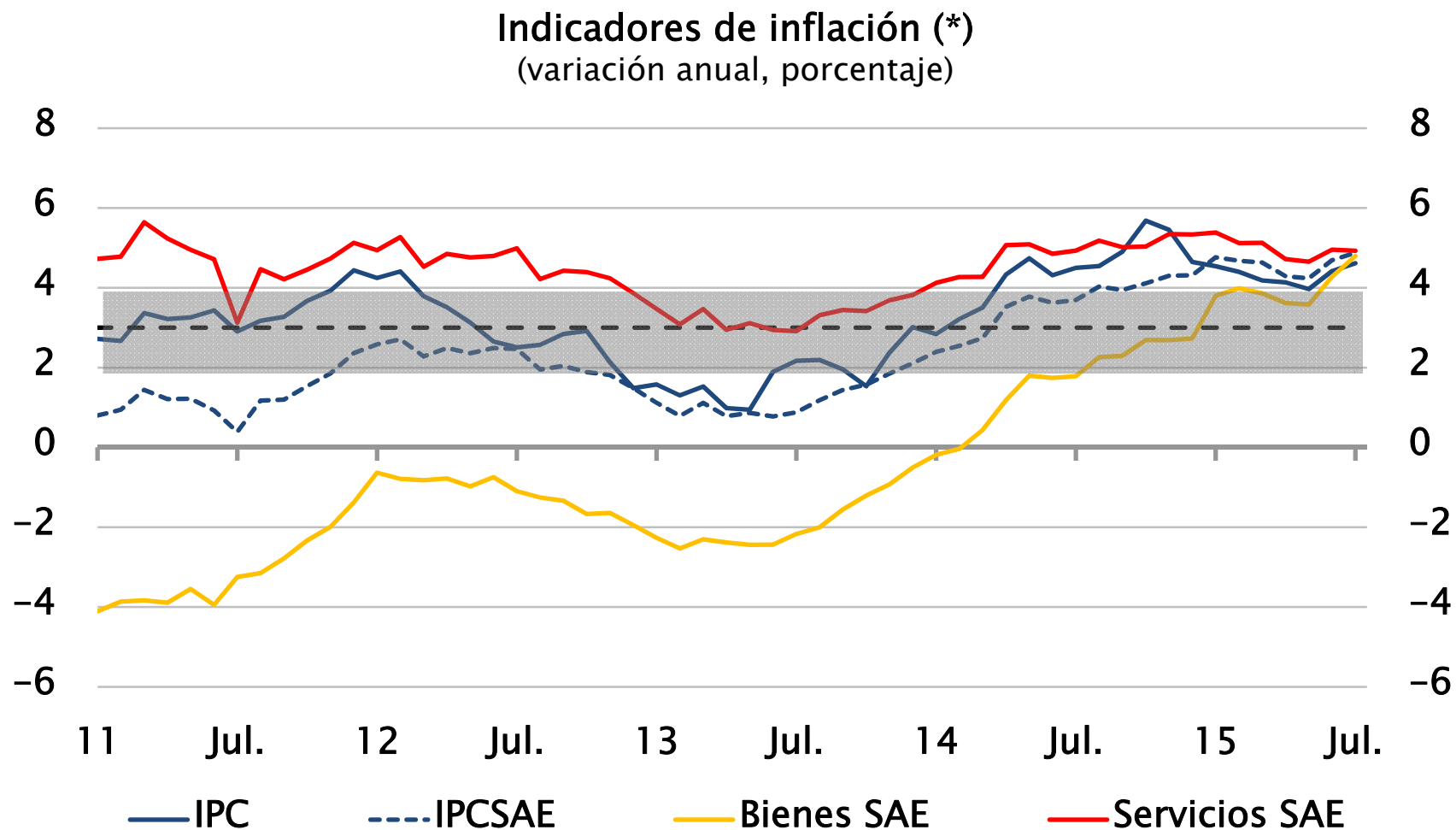




Escenario interno



La inflación se ha mantenido por sobre 4% por varios trimestres, destacando el alza en la inflación de bienes.



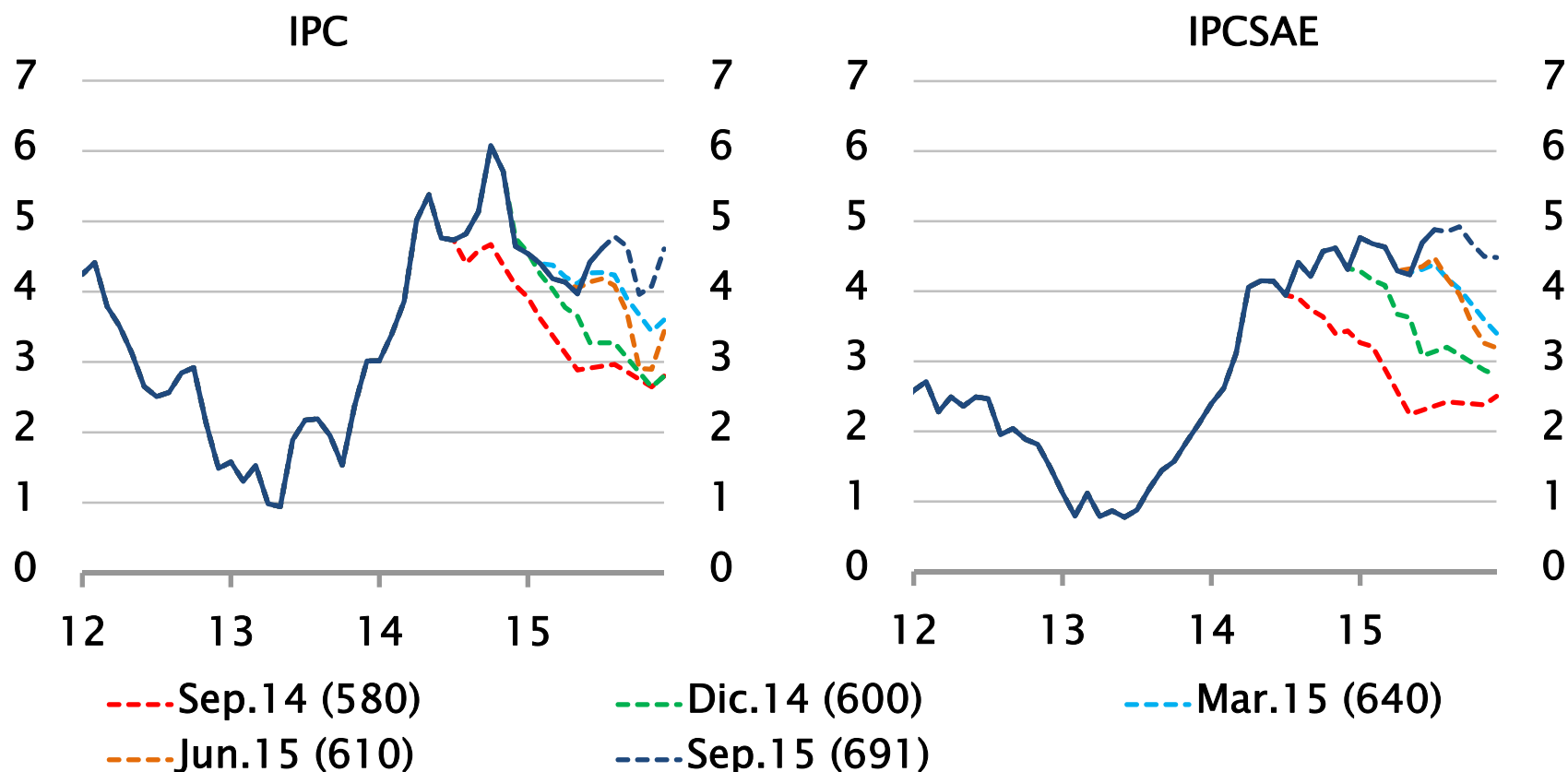
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



La depreciación del peso ha sido el elemento más determinante detrás de las sucesivas correcciones al alza en la inflación en el último año.

Tipo de cambio y ajuste de la proyección de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

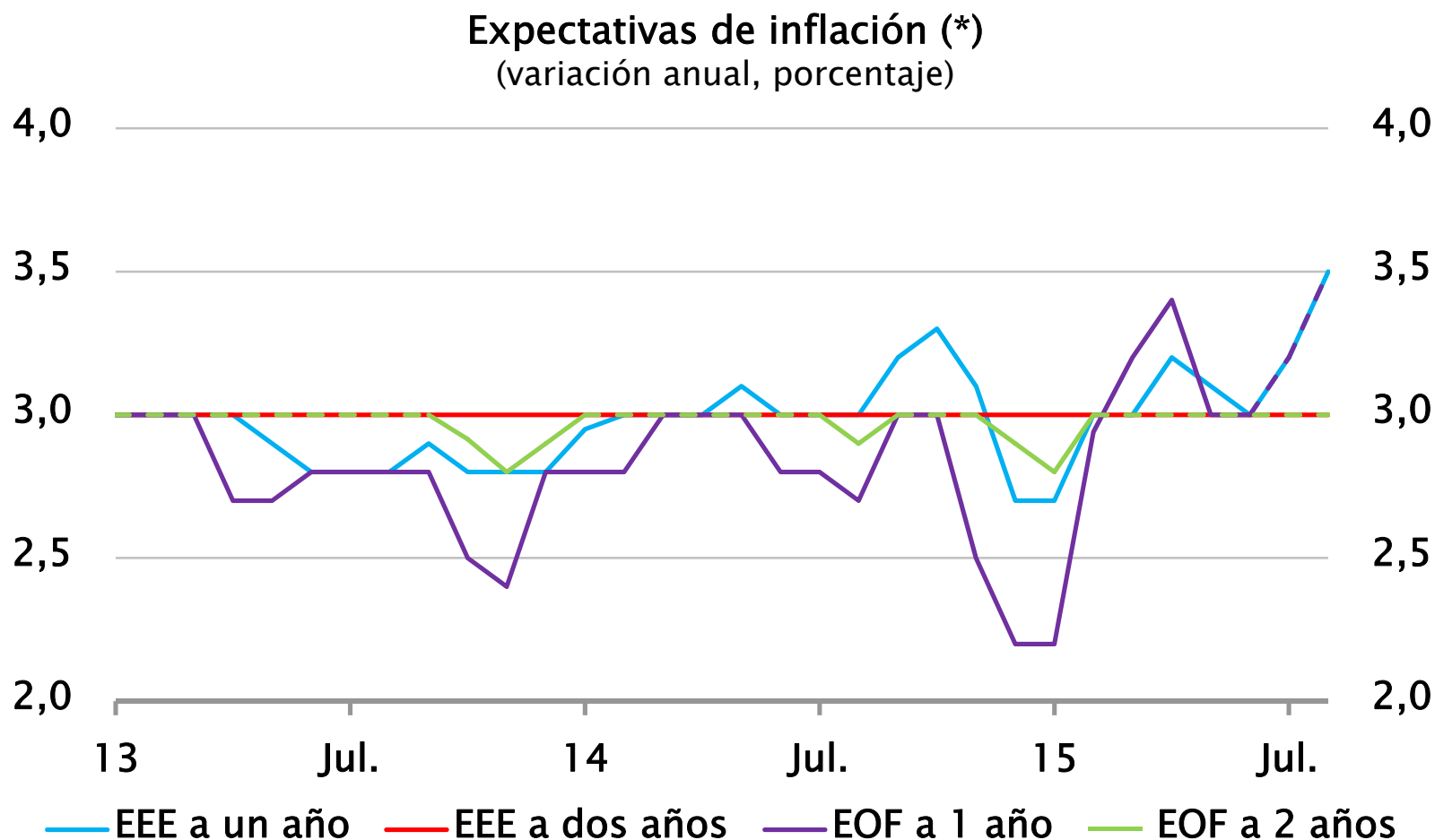


(1) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices de inflación con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Líneas discontinuas corresponden a la proyección de inflación estimada en los IPoM de las fechas indicadas en la leyenda. Números entre paréntesis son el tipo de cambio (pesos/dólar) vigente al momento de la proyección.

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



Las expectativas de inflación privadas a plazos más corto han aumentado, pero a dos años se mantiene alineadas con la meta.

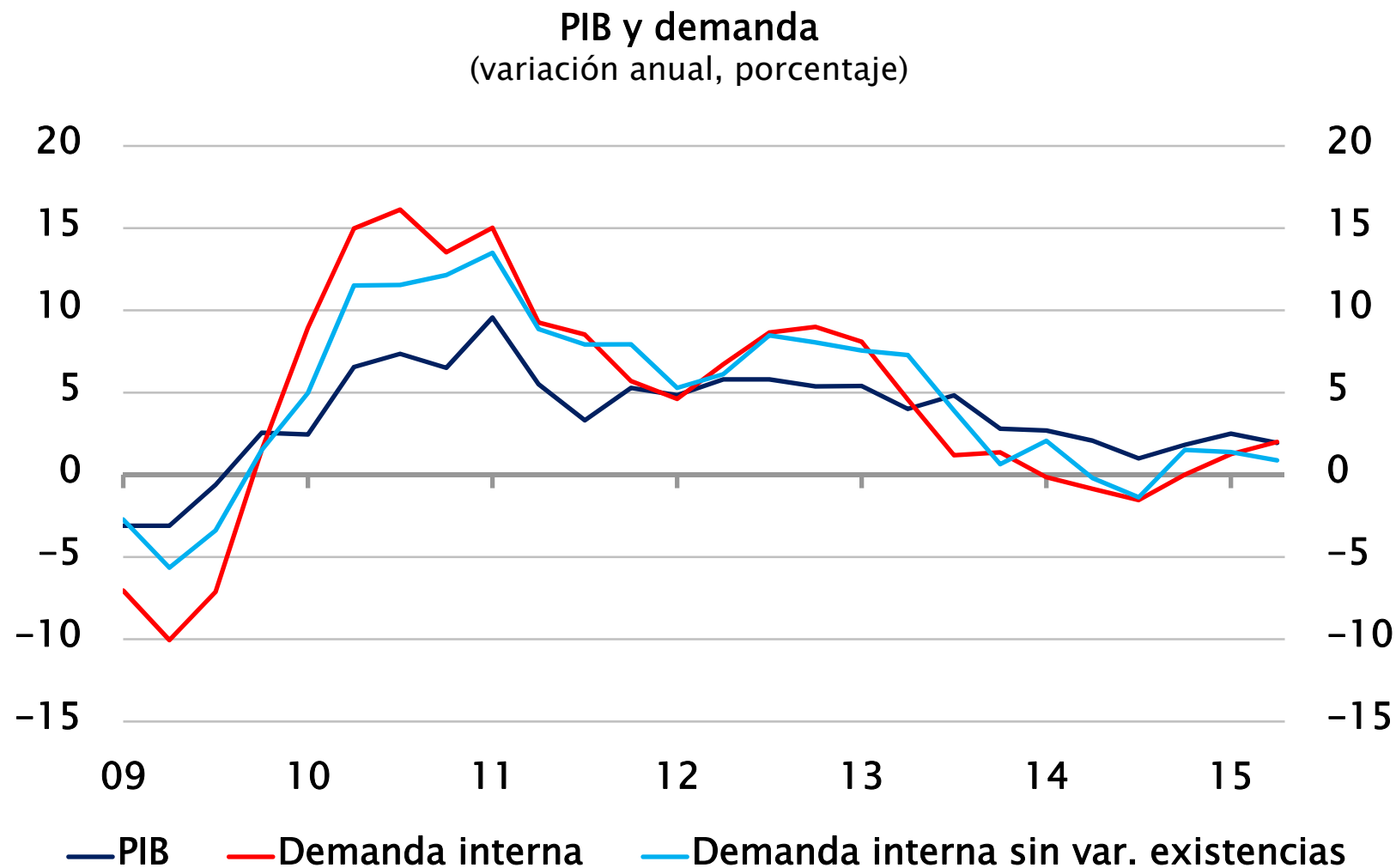


(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, a excepción de agosto del 2015 que se considera la segunda.

Fuente: Banco Central de Chile.

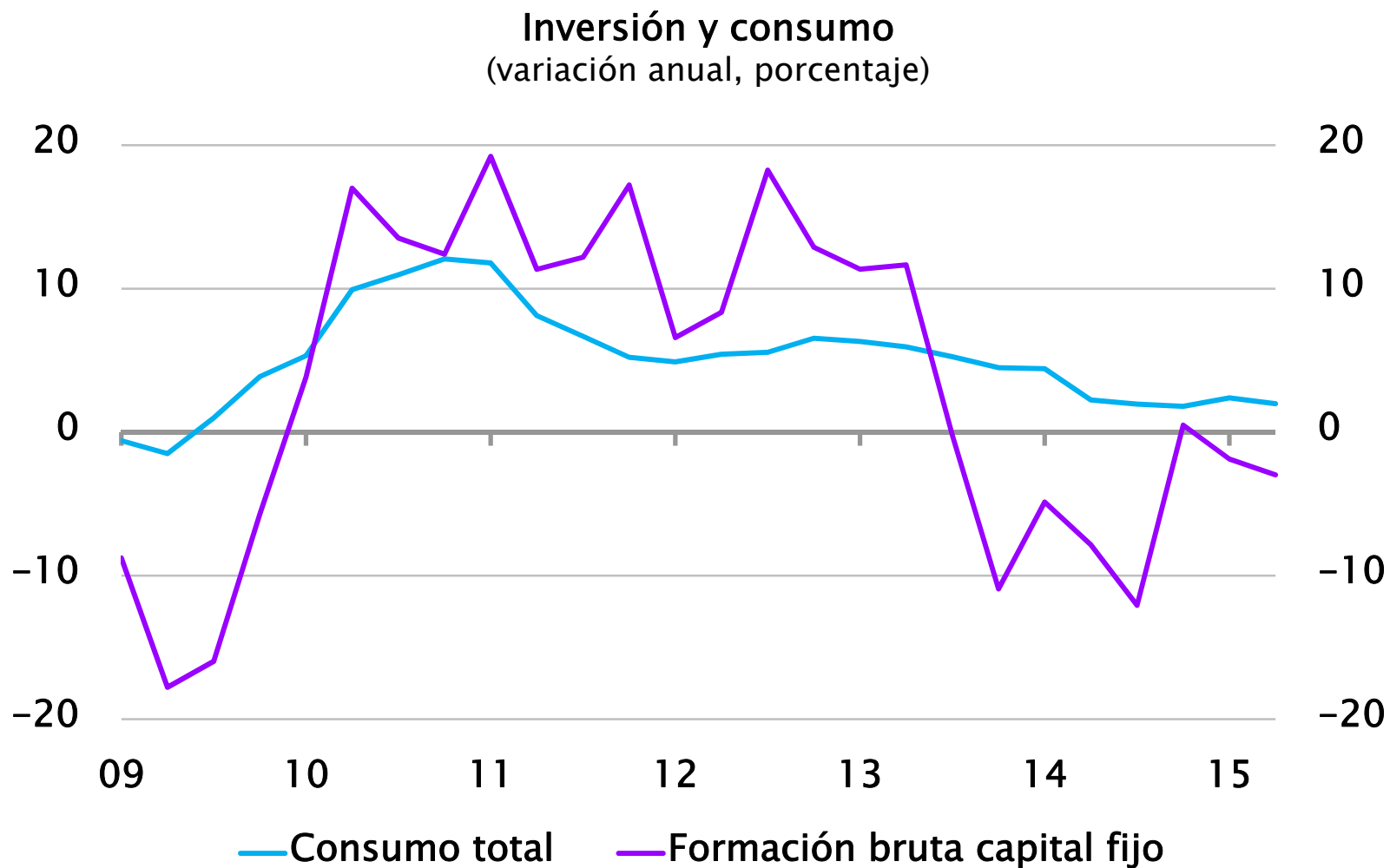


La actividad (1,9%) y la demanda interna (0,9%) tuvieron un crecimiento menor que el previsto durante el segundo trimestre.





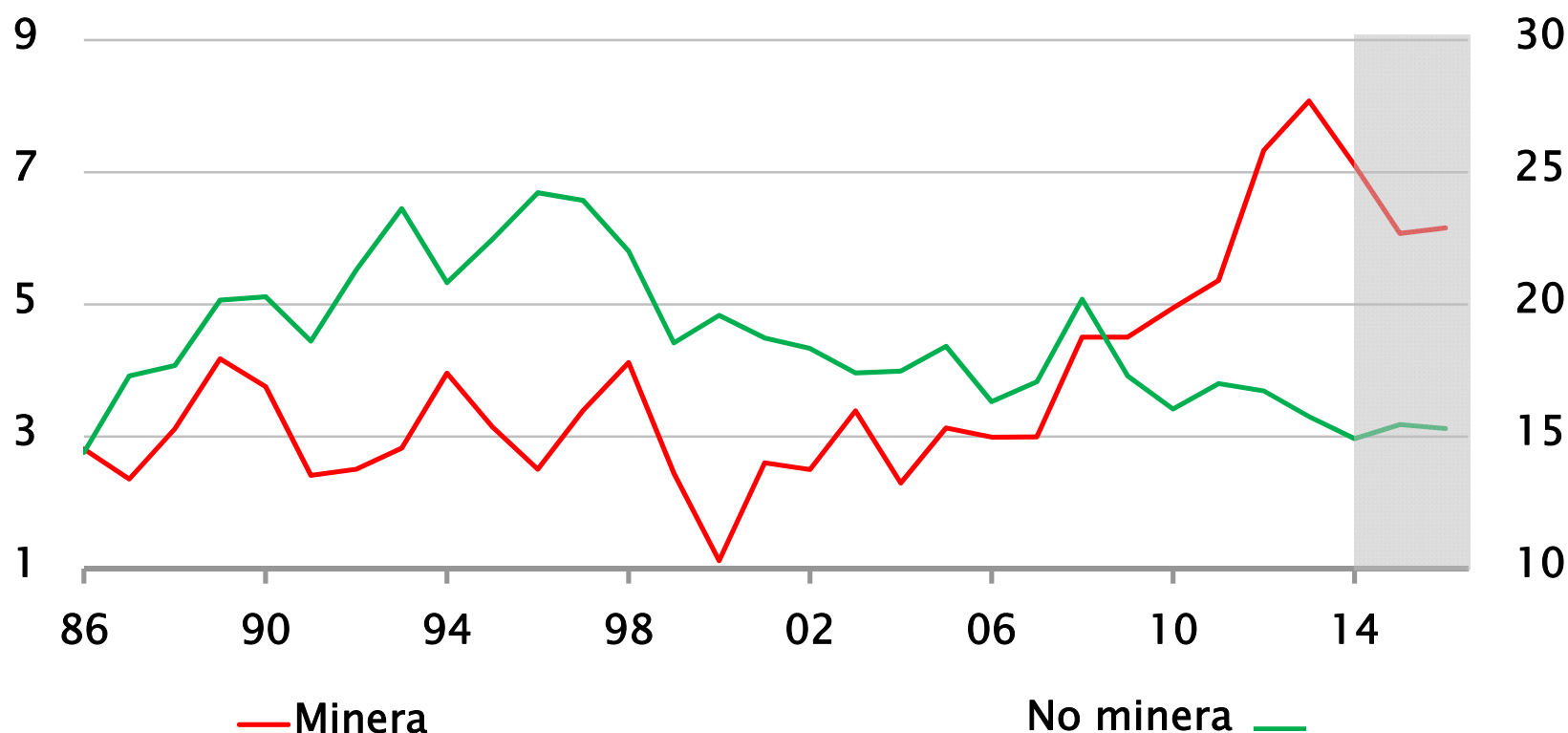
El consumo ha disminuido su dinamismo, y la inversión continúa cayendo.





La inversión minera ha caído después de un fuerte incremento en la última década, y la inversión no minera muestra una caída sostenida como % del PIB.

Formación bruta de capital fijo nominal (1) (2) (3)
(porcentaje del PIB nominal)



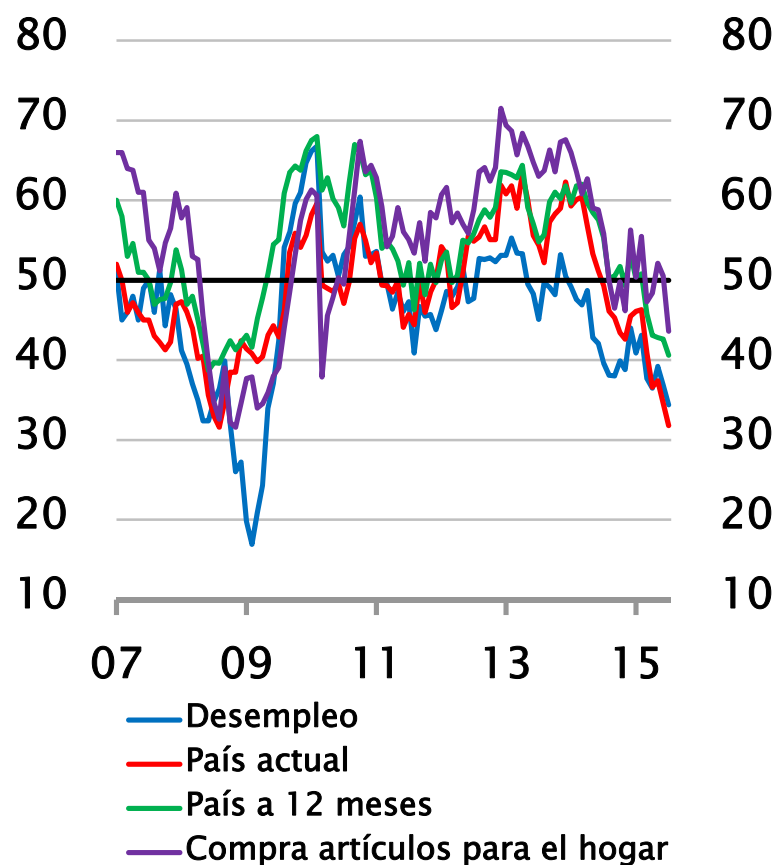
(1) Área gris corresponden a proyecciones. (2) Valor para 2014 de FBCF minería corresponde a estimación que considera variación anual proyectada por Cochilco y FECUS. (3) Valores para 2015 y 2016 de FBCF minería corresponden a estimación que considera variación anual proyectada por CBC (minería privada) y Codelco (minería pública).

Fuente: Banco Central de Chile.

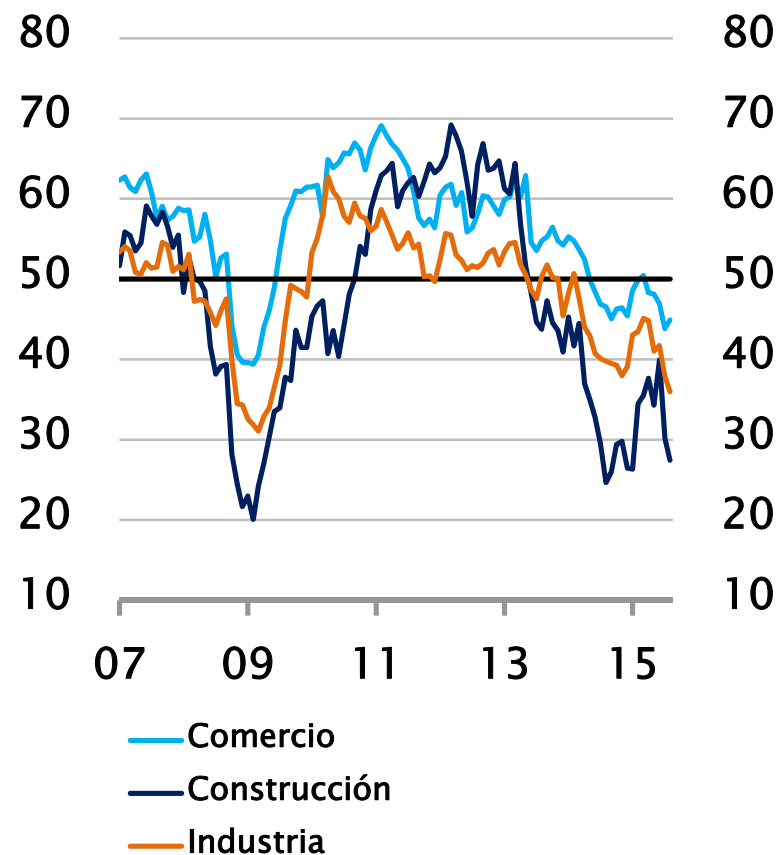


Las expectativas siguieron deteriorándose, tanto de consumidores como de empresas.

Expectativas de los consumidores: IPEC (*)
(índice, pivote=50)

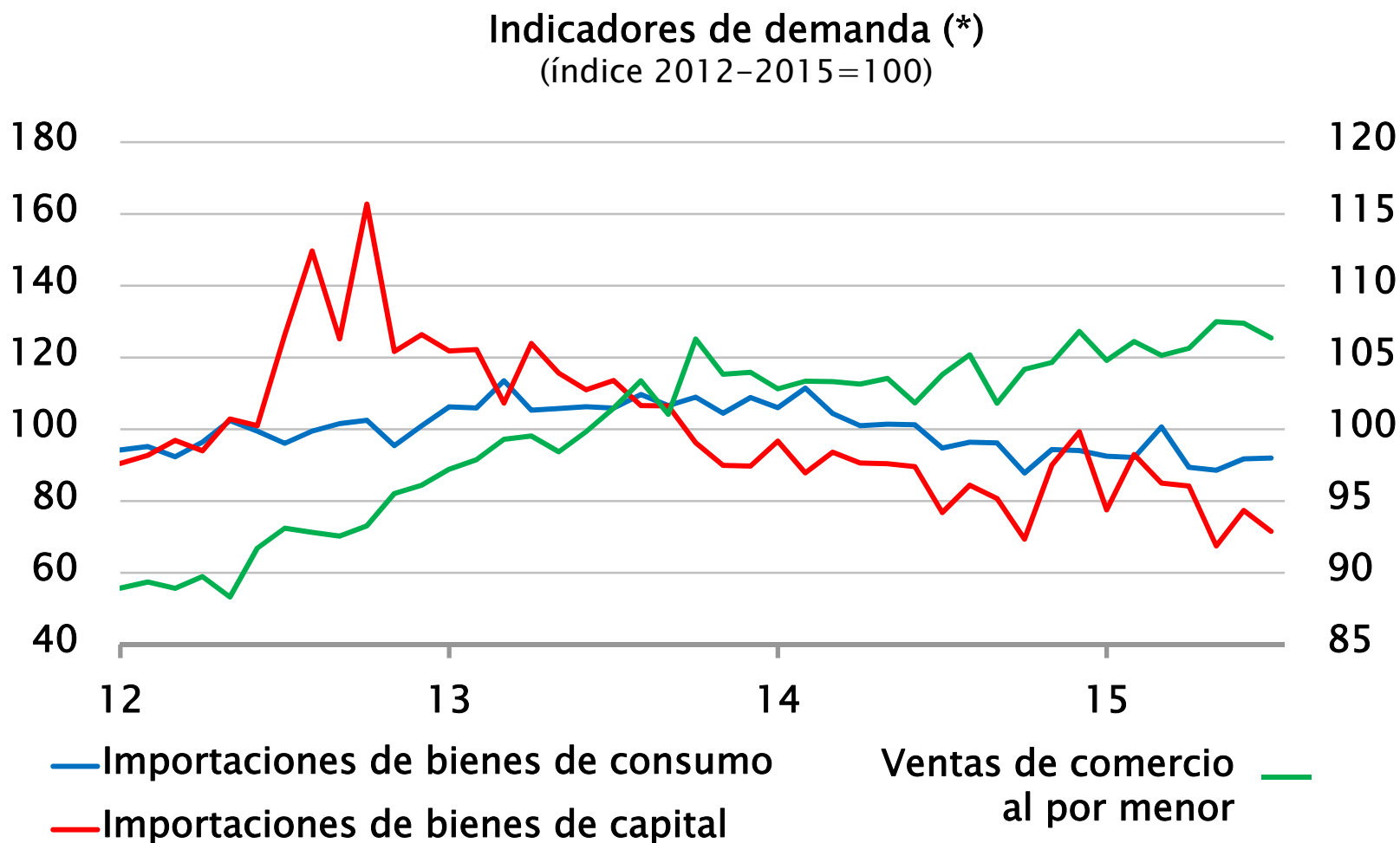


Expectativas de las empresas: IMCE (*)
(índice, pivote=50)



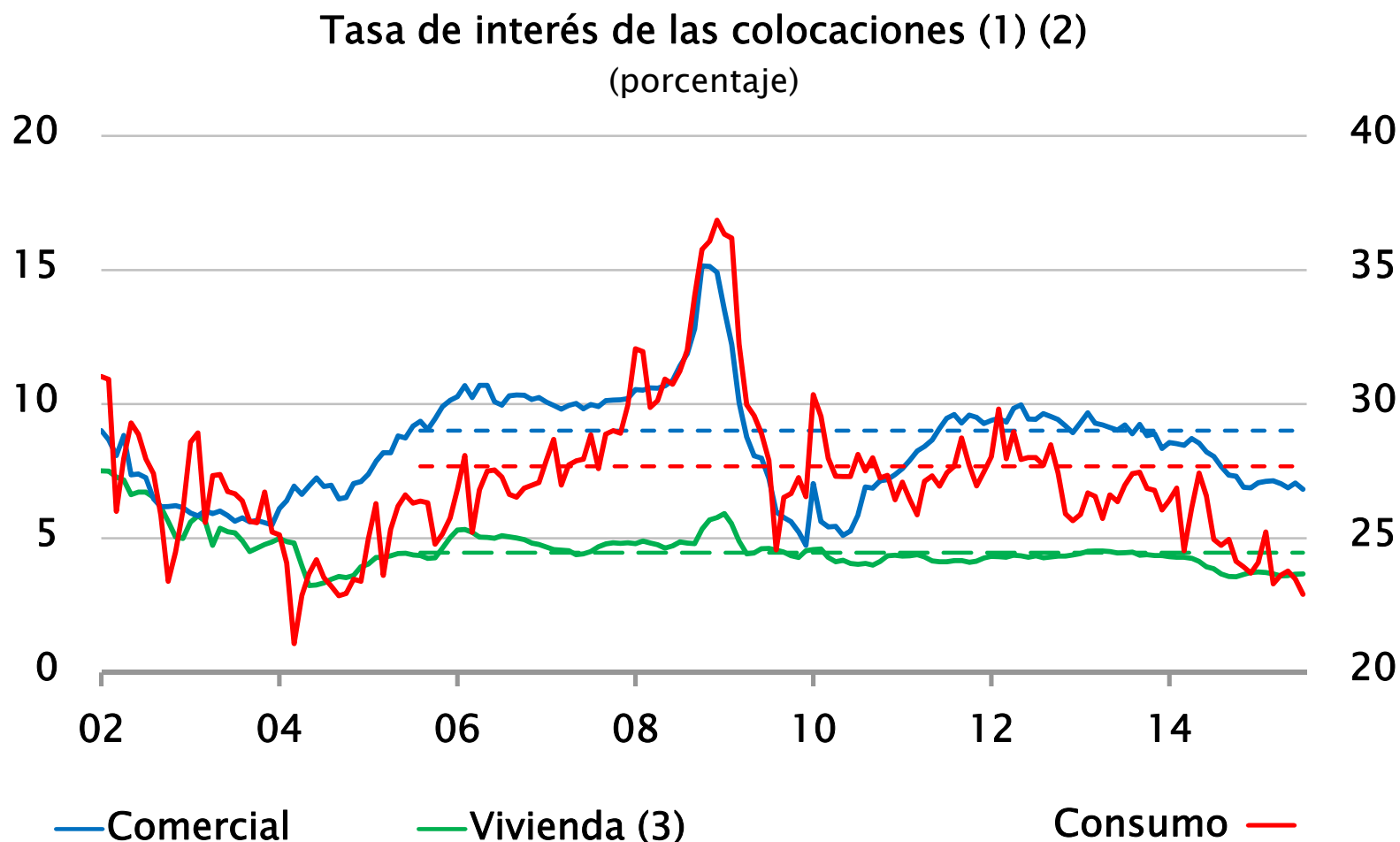


Unido a un escenario externo peor, ello hace prever un dinamismo acotado en los próximos trimestres.





La política monetaria ha agregado una dosis significativa de impulso en los últimos trimestres. Las tasas de mercado así lo reflejan.

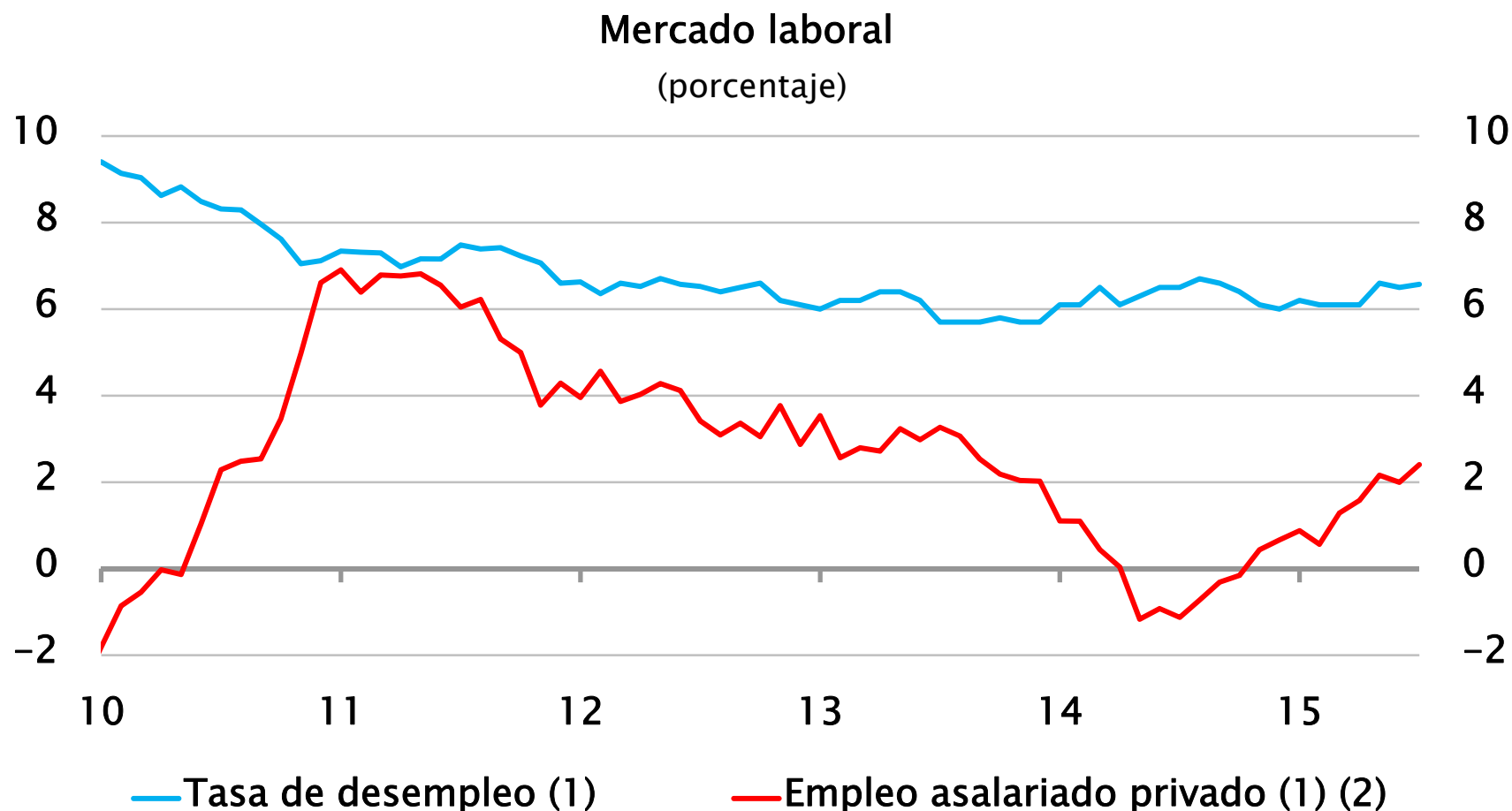


(1) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie. (2) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. (3) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.



La tasa de desempleo es baja en perspectiva histórica y la creación de empleo se mantiene dinámica.

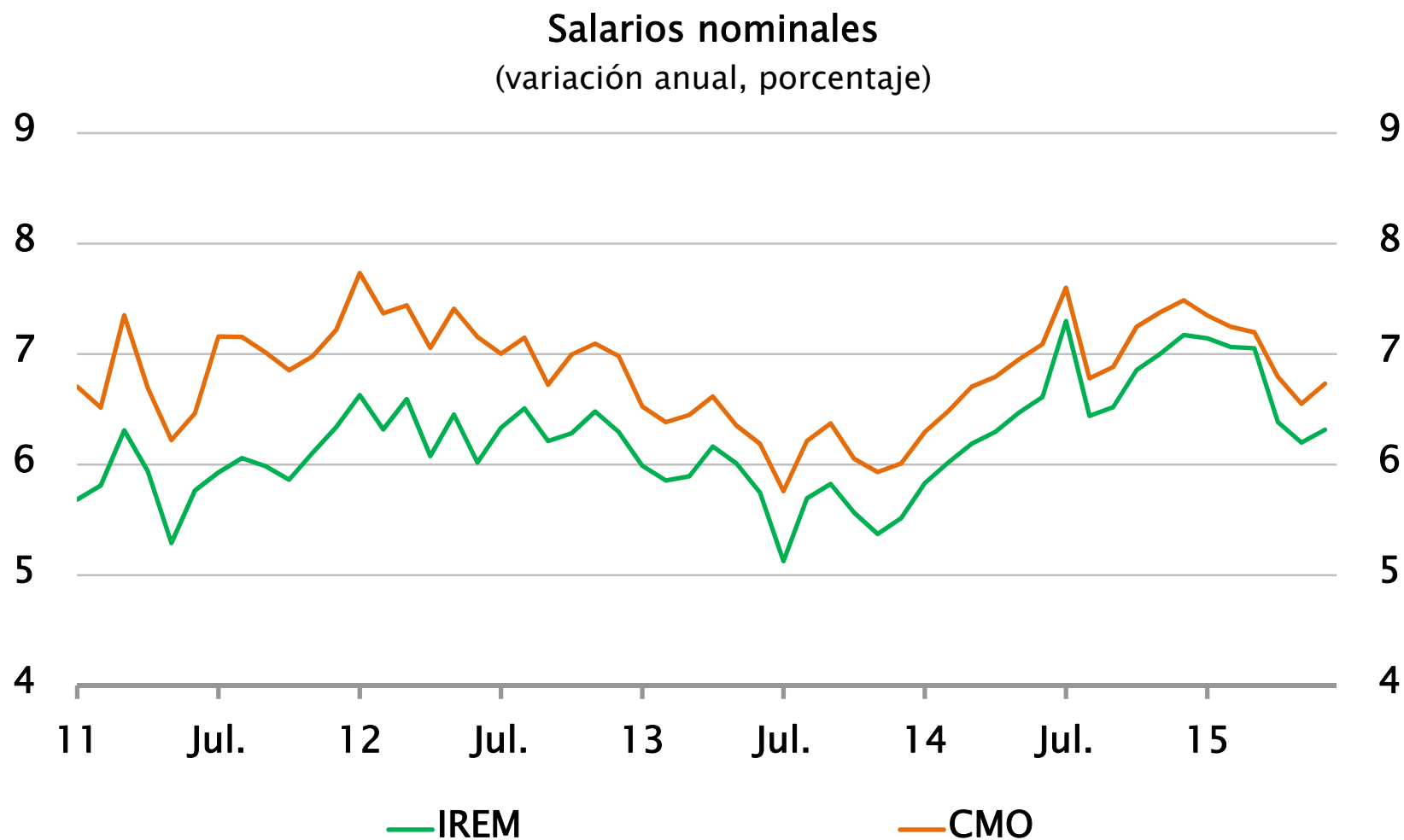


(1) Series empalmadas por el Banco Central con la variación mensual en marzo del 2010. (2) Variación anual.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



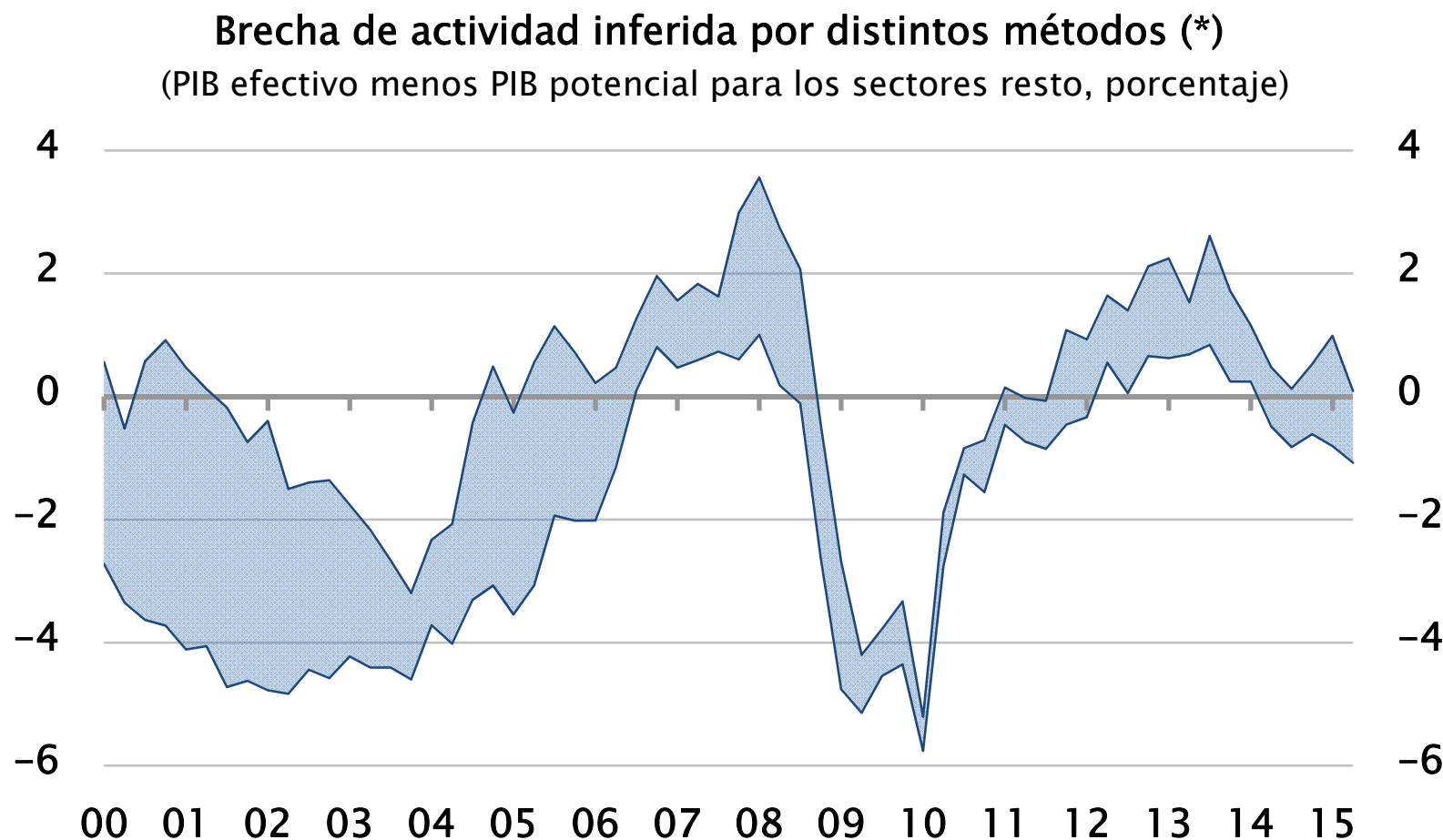
En tanto los salarios mantienen tasas de crecimiento sobre 6% nominal, aunque han desacelerado en los últimos meses.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



El mercado laboral dinámico en coherente con estimaciones de holguras de capacidad acotadas, y con un crecimiento potencial menor.



(*) El área representa la brecha de actividad máxima y mínima obtenidas de los métodos de estimación que se presentan en el Recuadro V.2, IPoM septiembre 2015.

Fuente: Albagli et al. (2015b). "Producto Potencial Relevante para la Inflación". Mimeo Banco Central de Chile.



Perspectivas



En el escenario base hay un menor crecimiento de socios comerciales y una caída adicional en los términos de intercambio.

Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00 - 07	Prom. 10 - 12	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
variación anual, porcentaje						
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-3,0	-1,0	-0,4
PIB socios comerciales	3,6	4,6	3,4	3,1	3,4	3,4
PIB mundial PPC	4,2	4,0	3,4	3,2	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado	3,2	3,2	2,7	2,5	3,0	2,9
PIB Desarrolladas PPC	2,6	1,7	1,7	1,9	2,3	2,2
PIB Emergentes PPC	7,4	5,9	4,8	4,1	4,6	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-9,0	-0,4	3,2
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	368	311	255	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	49	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	54	55	60
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	366	742	731	497	461	483
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,4	1,2	2,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Respecto de la primera mitad del año, las perspectivas se han deteriorado en China y América Latina.

Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015 (f)			2016 (f)			2017 (f)
		IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Sep.15
		(variación anual, porcentaje)						
Mundo a PPC	3,4	3,5	3,4	3,2	3,8	3,7	3,5	3,5
Socios comerciales	3,4	3,4	3,3	3,1	3,8	3,7	3,4	3,4
Términos de intercambio	-1,4	1,4	1,3	-3,0	-0,2	-0,2	-1,0	-0,4
Estados Unidos	2,4	3,0	2,5	2,4	3,0	2,9	2,8	2,8
Eurozona	0,9	1,5	1,5	1,5	1,9	2,0	1,9	1,9
Japón	-0,1	1,1	1,0	1,0	1,5	1,4	1,4	0,5
China	7,4	7,0	6,9	6,7	6,7	6,5	6,4	6,1
Resto de Asia	3,9	4,2	4,2	3,7	4,6	4,5	4,0	4,2
América Latina (excl. Chile)	1,0	0,8	0,2	-0,1	2,1	1,8	1,0	1,4
		(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	311	275	280	255	285	290	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	93	51	57	49	58	63	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	99	58	63	54	65	70	55	60
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,2	0,6	0,5	0,4	1,9	1,3	1,2	2,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



En el escenario base el PIB crecerá entre 2,0 y 2,5% en 2015 y entre 2,5 y 3,5% en 2016. Para ambas, el balance de riesgos está sesgado a la baja.

Escenario interno
(variación anual, porcentaje)

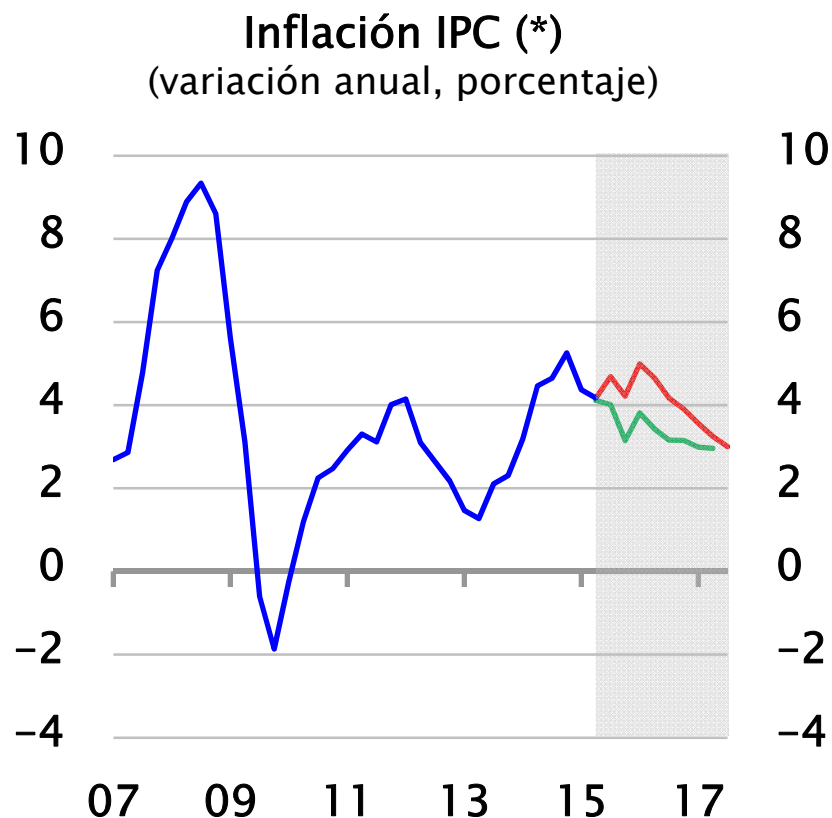
	2013	2014	2015 (f) IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	2016 (f) IPoM Sep.15
PIB	4,2	1,9	2,5-3,5	2,25-3,25	2,0-2,5	2,5-3,5
Demanda interna	3,7	-0,6	2,5	2,6	2,0	3,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,5	2,2	2,2	1,4	3,0
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	1,2	0,7	-1,2	1,9
Consumo total	5,5	2,5	2,5	2,7	2,1	3,3
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	3,4	1,3	-1,7	1,2
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	2,4	1,1	-2,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,3	-0,4	-0,7	-1,5
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,5	21,0	20,8	20,0

(f) Proyección.

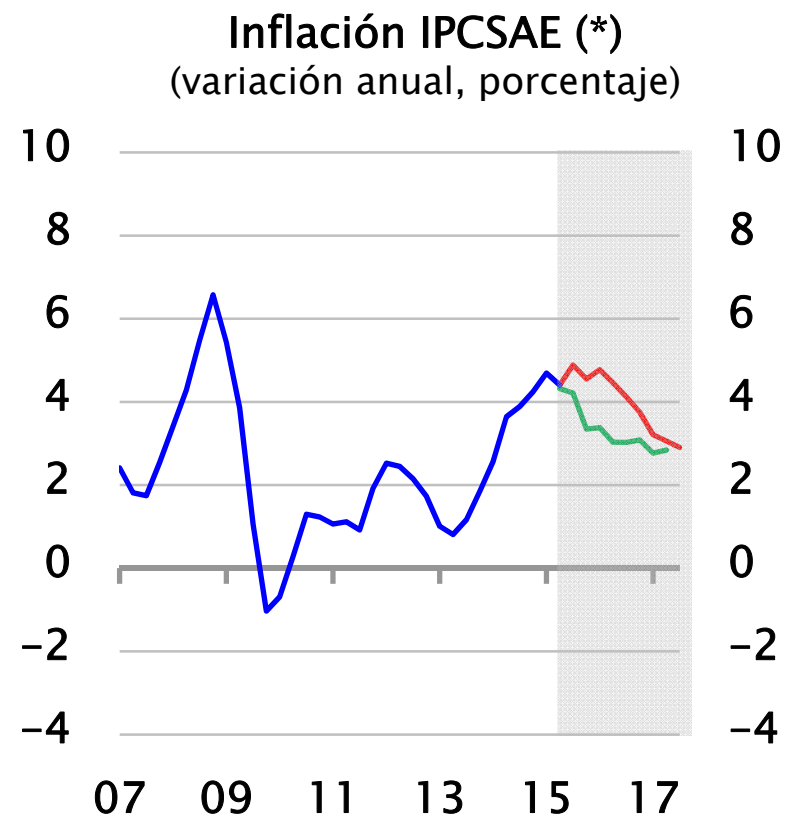
Fuentes: Banco Central de Chile.



La inflación se mantendrá sobre 4% al menos hasta la primera mitad del 2016, y retornará a 3% durante el 2017.



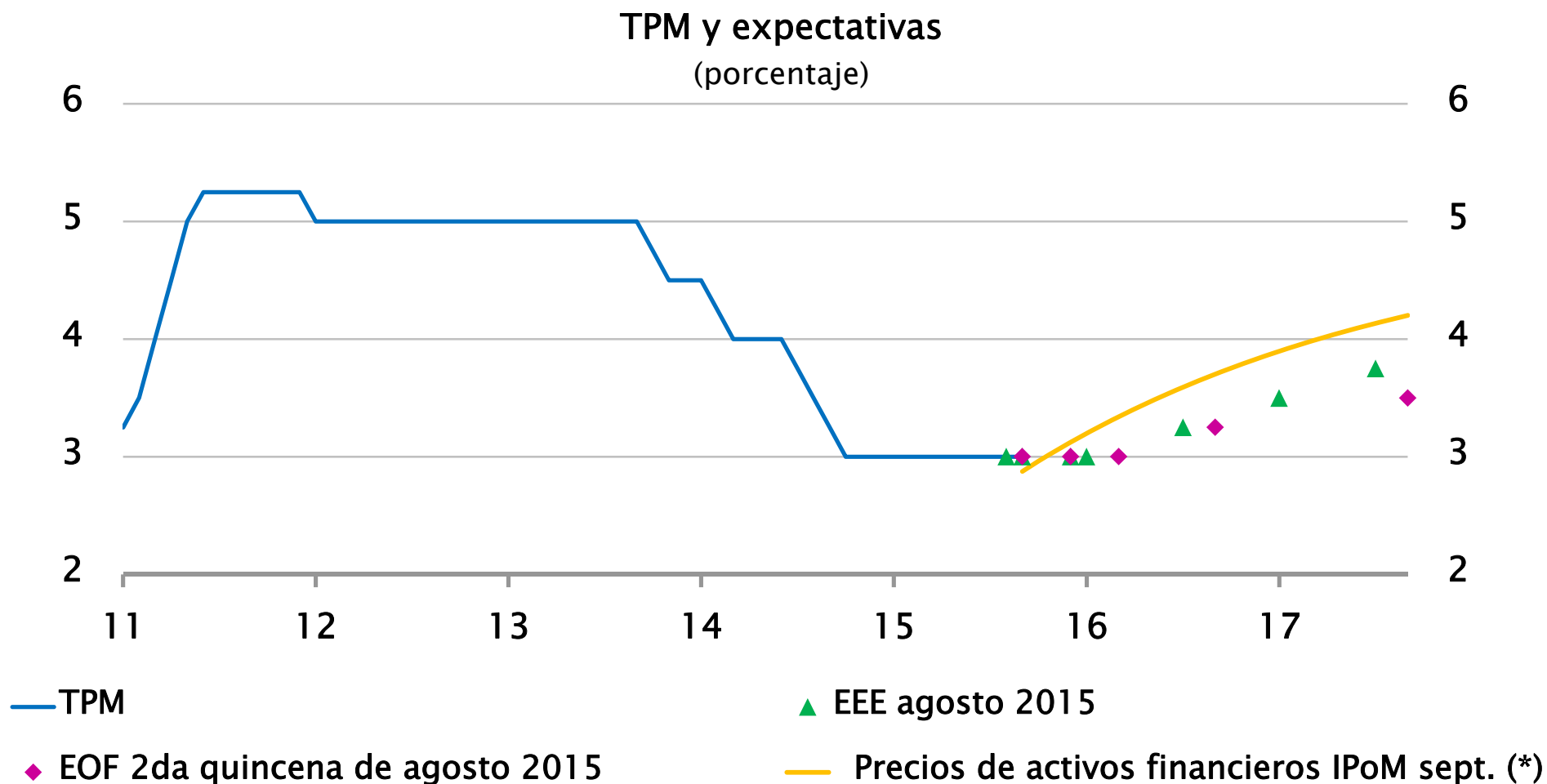
— IPoM Sep.2015



— IPoM Jun.2015



El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM con entre 2 y 3 alzas durante los próximos 18 meses.





Balance de riesgos: para actividad sesgado a la baja y para la inflación sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección.

Principales riesgos externos

- China
- Alza de tasas Fed
- Deterioro mayor Latam

Principales riesgos internos

- Inflación en el corto plazo
- Deterioro mayor y más sostenido en índices de confianza/mercado laboral



Comentarios finales

- La inflación ha sido alta, y se prevé que seguirá en esos niveles por un tiempo mayor al esperado. La fuerte depreciación ha sido el principal determinante.
- La actividad y el gasto interno perdieron fuerza en el segundo trimestre y las perspectivas de crecimiento se han vuelto a rebajar. Se prevé una recuperación lenta.
- El impulso externo relevante para Chile será menor, tanto por un menor crecimiento de nuestros socios como por la caída en los términos de intercambio.
- La principal preocupación del Consejo es el elevado nivel de la inflación, y las perspectivas que se mantenga alta por un tiempo prolongado. Los riesgos para la inflación en el corto plazo están sesgados al alza. La TPM debiera aumentar de manera gradual, y la política monetaria seguirá siendo expansiva para seguir contribuyendo a la suavización del ciclo, pero la política monetaria no es capaz de afectar las tendencias de crecimiento.



Comentarios finales

- Esto plantea desafíos evidentes en el esquema de metas de inflación, que busca que esta se ubique en 3% a fines del horizonte de política. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM que comenzará a retirar gradualmente el significativo impulso monetario actual entre fines de este año y comienzos del próximo.
- Sin embargo, las condiciones macroeconómicas han sido muy fluctuantes, especialmente en el último tiempo. En la medida que se de un escenario que se aleja de el considerado el más probable, el Consejo reevaluará su accionar a fin de defender el logro de una inflación baja y estable.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2015