



Política monetaria en tiempos complejos

Rodrigo Vergara

Presidente



Introducción

Las economías emergentes estamos enfrentando un escenario altamente complejo en el cual la administración de las políticas económicas se ha vuelto muy desafiante.

El escenario externo se ha deteriorado: el súper ciclo de las materias primas llegó a su fin y las condiciones financieras extraordinariamente expansivas se alejan.

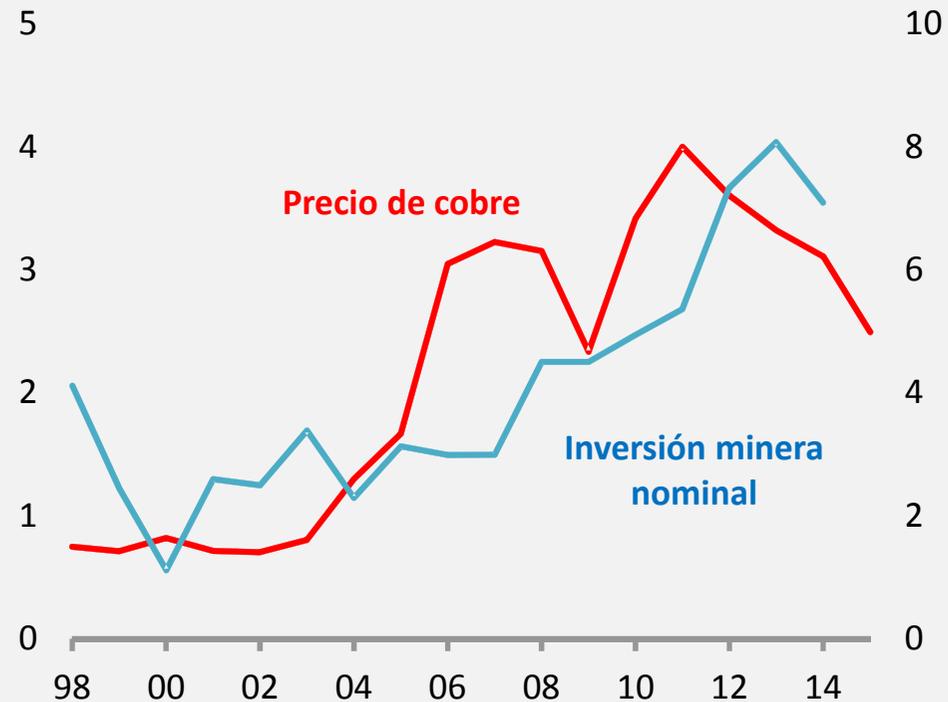
Internamente, la economía ha perdido fuerza y las expectativas de consumidores y empresarios se mantienen en terreno pesimista.

La política monetaria ha propiciado un ajuste macroeconómico más suave, cooperando a que el ajuste de la actividad y la demanda no se haya traducido en un deterioro más marcado del mercado laboral.

Tanto las expectativas de mercado como nuestras proyecciones indican que la inflación convergerá a 3% en el horizonte de proyección. Sin embargo, los riesgos persisten y la política monetaria debe asegurar que la convergencia a la meta se cumpla.

Durante varios años la economía chilena se vio favorecida por un incremento significativo de los términos de intercambio y un aumento relevante de la inversión minera.

Precio del cobre e inversión minera
(dólares la libra; porcentaje del PIB)

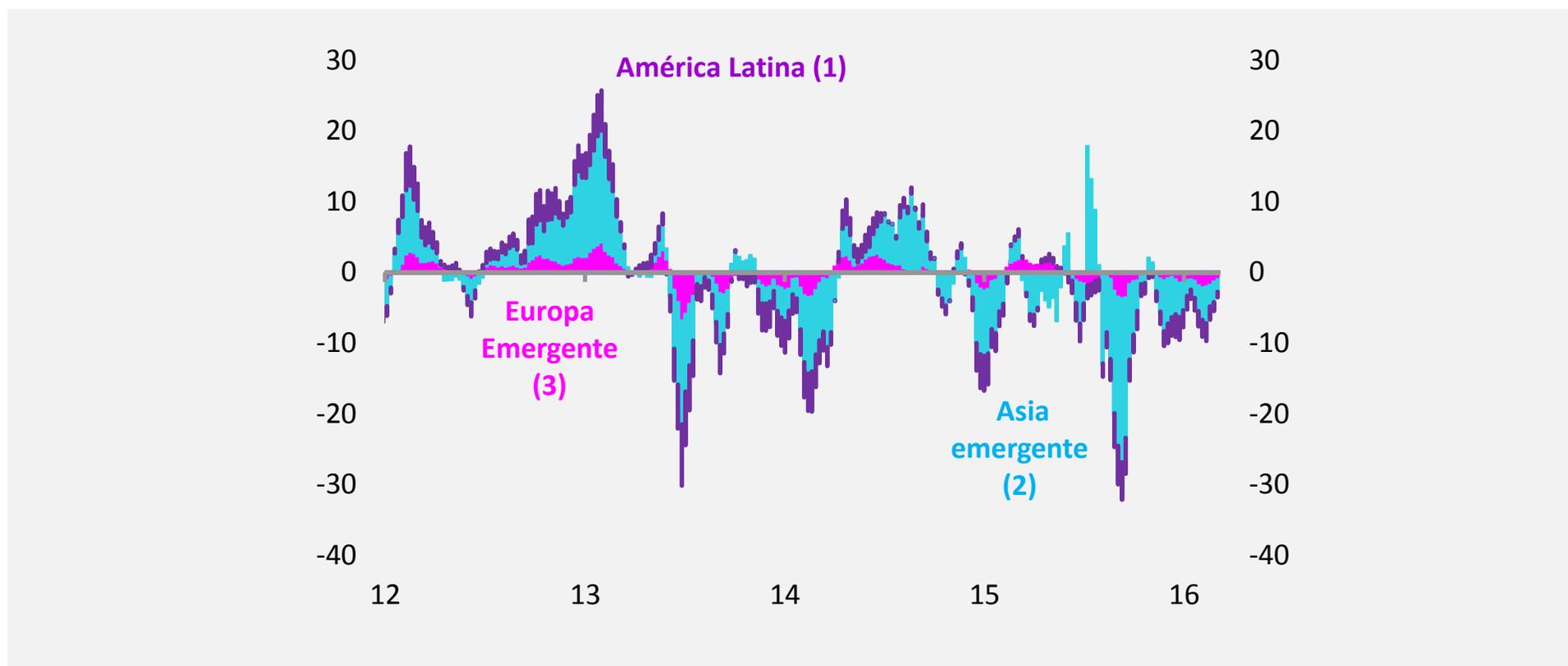


Sin embargo, en los últimos años el precio del cobre ha bajado a casi la mitad y finalizó el ciclo de inversión en minería.



La normalización de política monetaria en EE.UU. ha traído aparejado un aumento en la volatilidad de los mercados financieros, mayor aversión al riesgo y condiciones financieras menos expansivas.

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



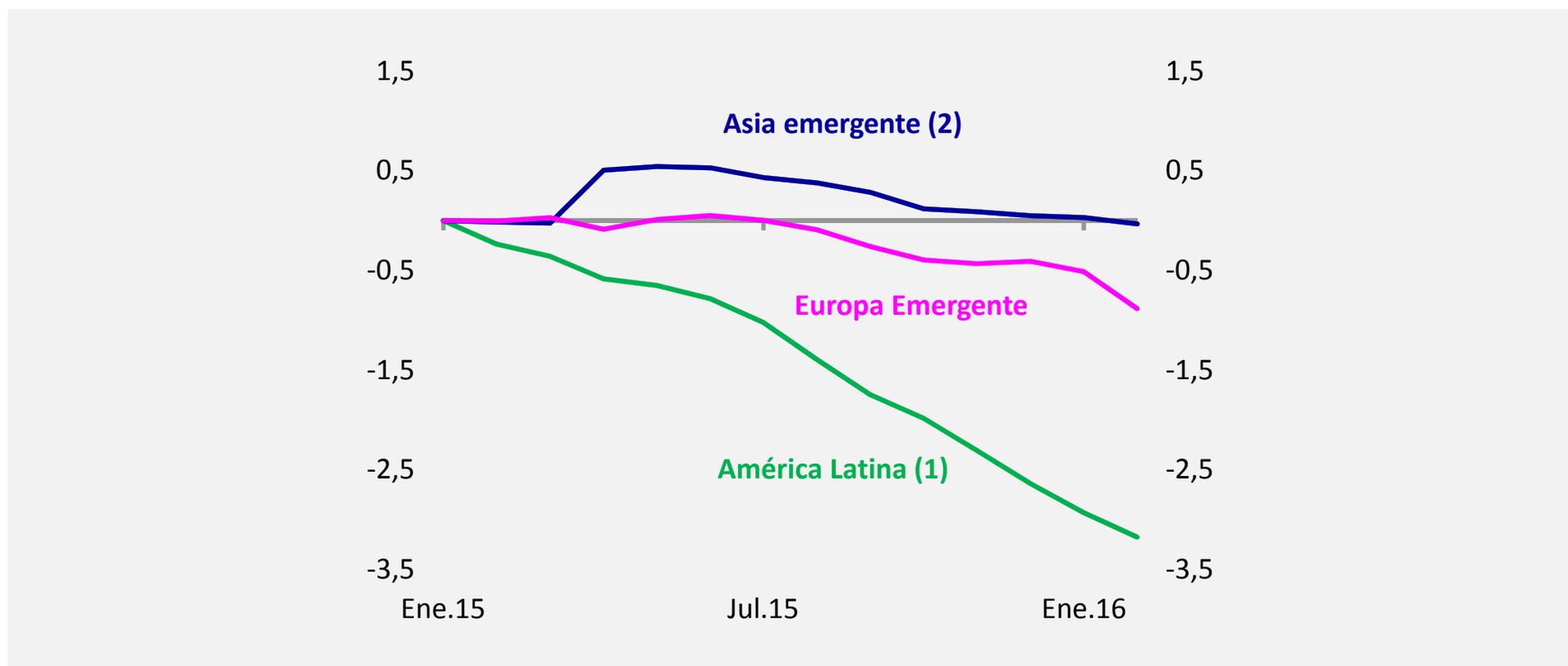
(1) Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. (2) Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia. (3) Hungría, Polonia, R. Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



Todo esto ha llevado a que las perspectivas de crecimiento para el mundo emergente se reduzcan respecto de años previos y de lo que esperábamos hace un tiempo.

Cambio en la proyección de crecimiento: 2016
(puntos porcentuales)

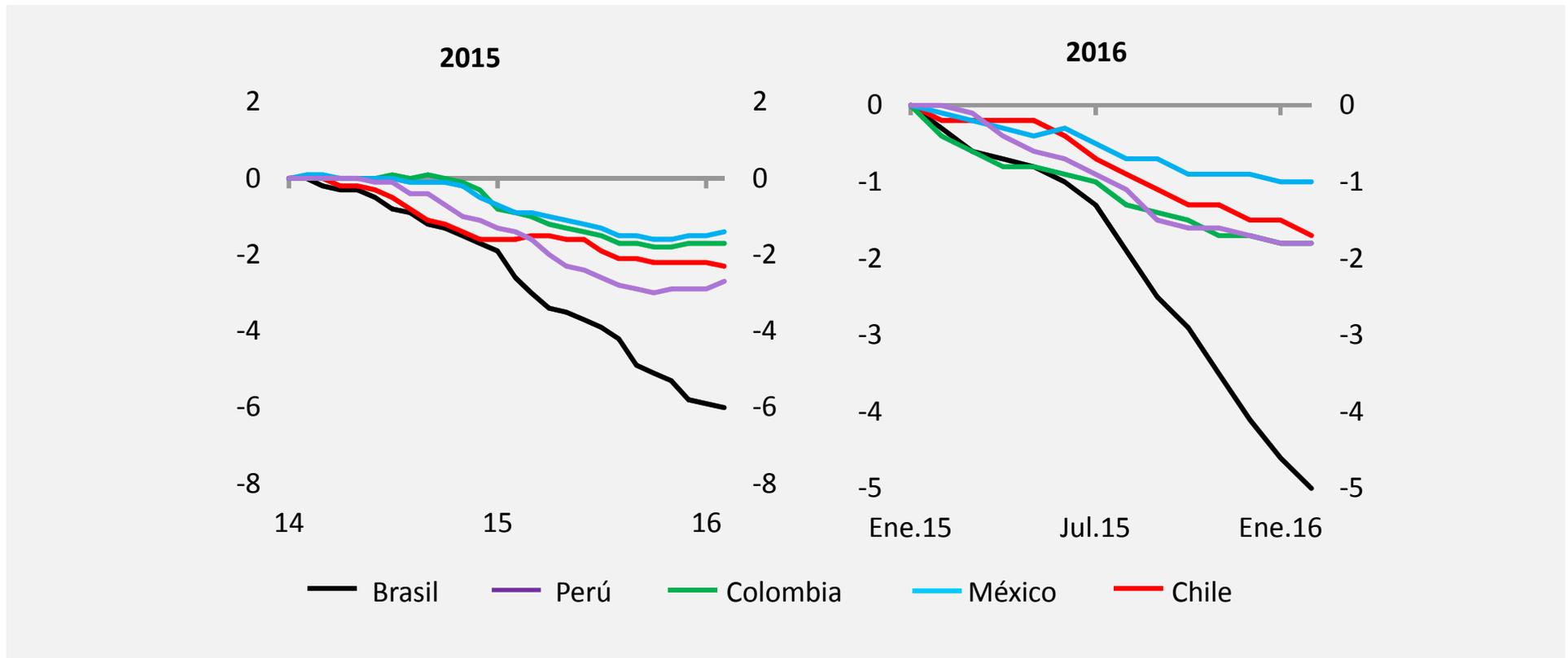


(1) Incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. (2) Excluye China.
Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts.



América Latina ha sido especialmente golpeada por este nuevo escenario, ya sea por su fuerte dependencia de los precios de las materias primas o por los problemas internos que algunas economías sostienen.

Cambio en la proyección de crecimiento
(puntos porcentuales)

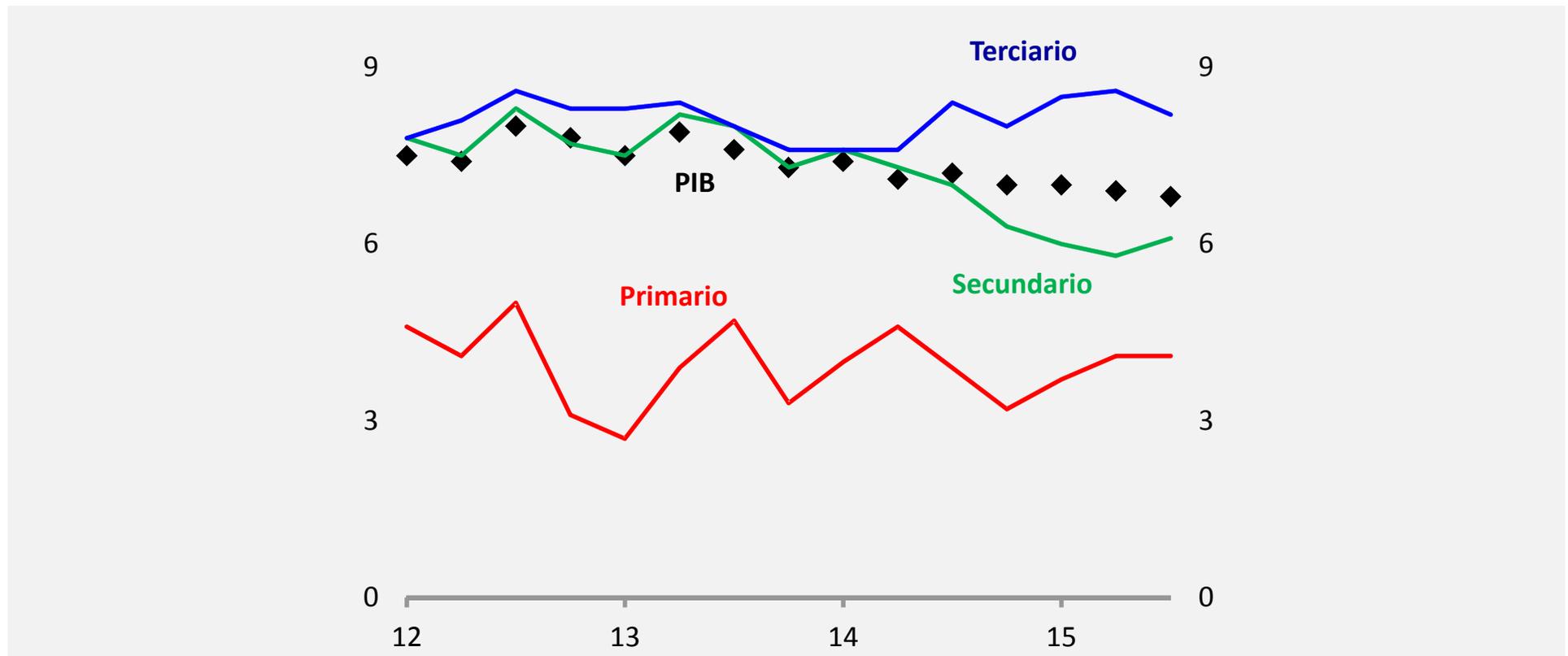


Fuente: Consensus Forecasts.



El crecimiento de China ha disminuido respecto de años anteriores, de la mano de la recomposición de sus sectores.

PIB sectorial China
(variación anual, porcentaje)



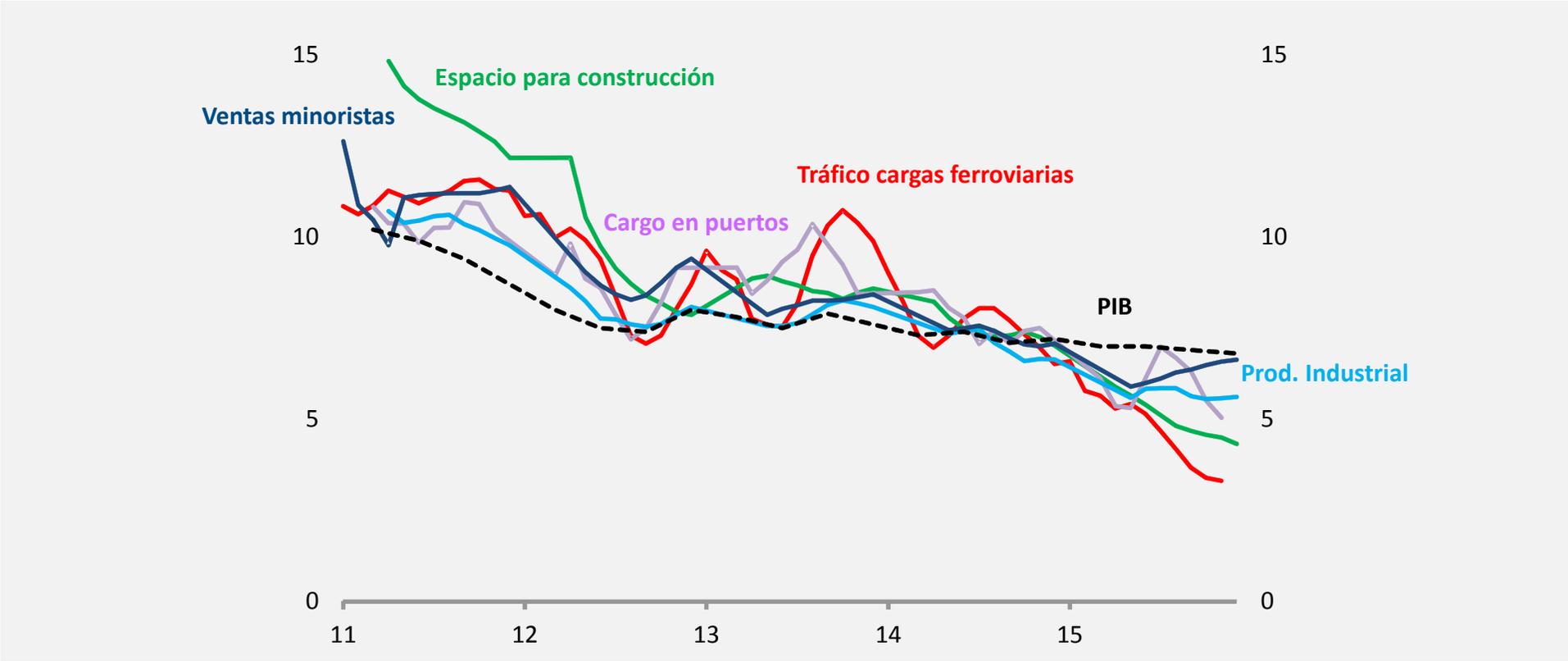
Fuente: Bloomberg.



Además, hay dudas respecto de hasta dónde puede llegar la desaceleración de su economía.

Indicadores de actividad: China

(variación anual, porcentaje)

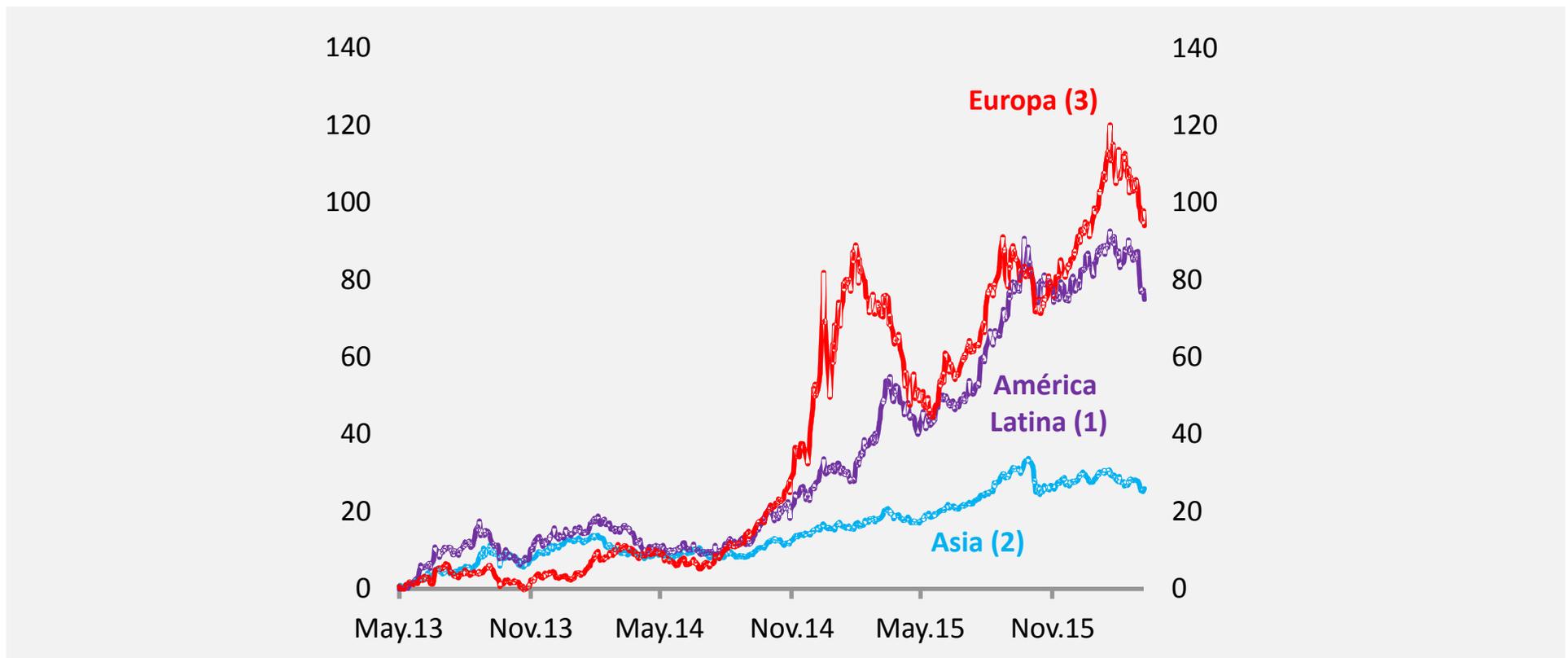


Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.



La respuesta generalizada a este escenario ha sido una depreciación significativa de las monedas emergentes.

Tipo de cambio nominal (variación acumulada desde el mínimo de mayo del 2013)



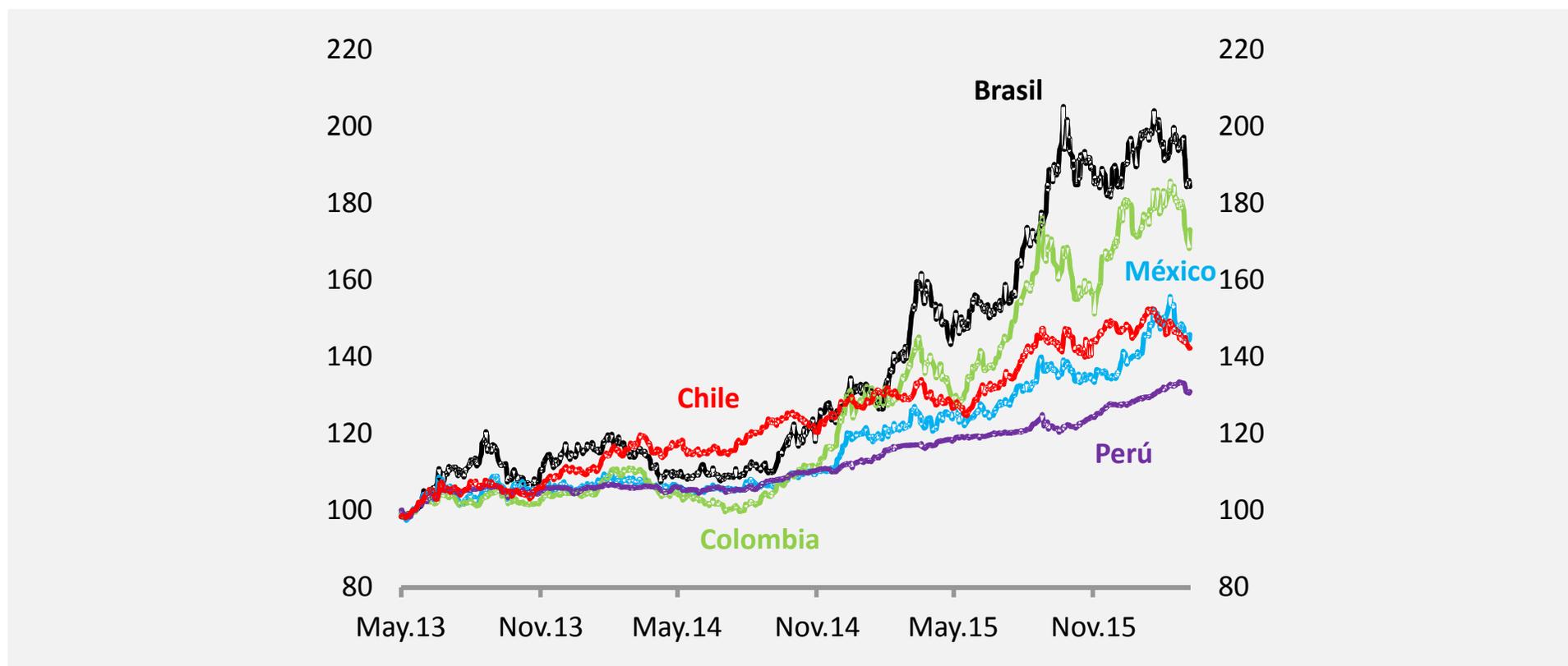
(1) Incluye: Brasil, Chile, Colombia y Perú. (2) Incluye: Indonesia, Rep. Corea, Malasia y Tailandia. (3) Incluye: Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional (WEO octubre 2015)



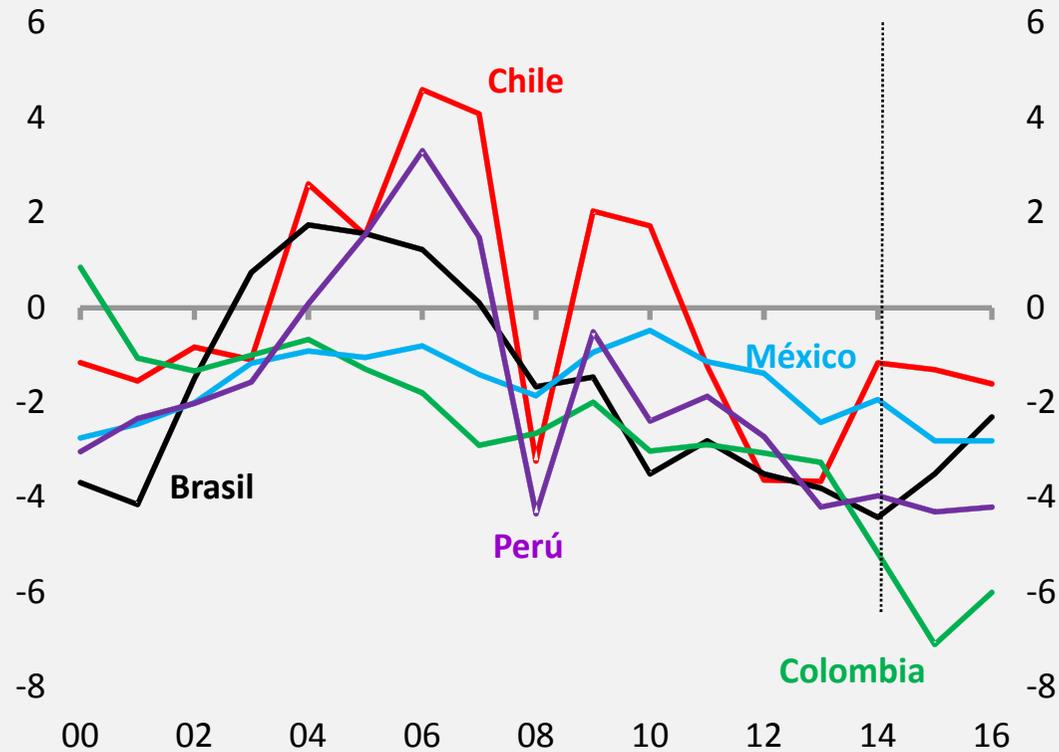
El peso chileno ha tenido una depreciación importante, que sin embargo ha sido menor que la de otras economías de la región que han intervenido activamente el mercado cambiario.

Tipo de cambio nominal: América Latina
(índice mayo 2013=100)



Esta depreciación ha ayudado un ajuste macroeconómico importante.

Cuenta Corriente (*)
(porcentaje del PIB)



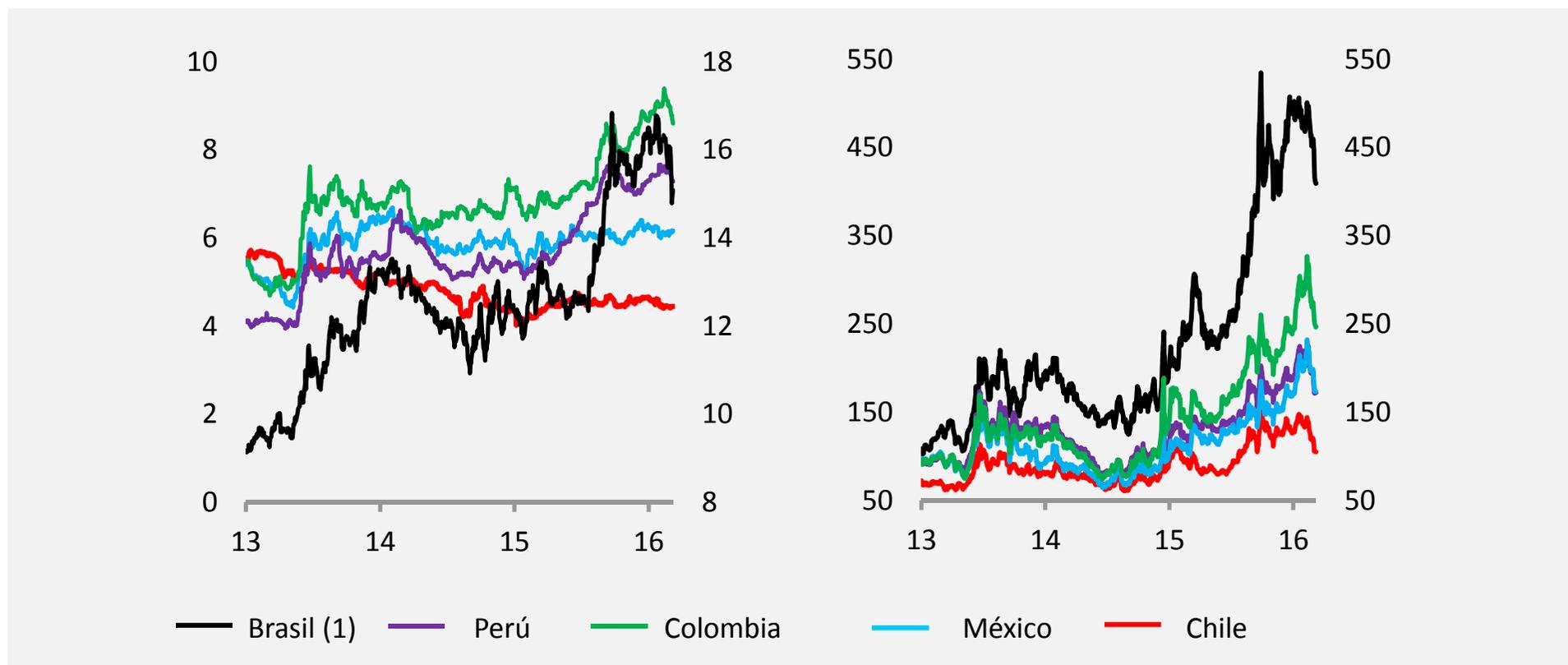
(*) Datos posteriores a la línea punteada son proyecciones de Consensus Forecasts para los años 2015 y 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional (WEO octubre 2015).



Junto con una política monetaria expansiva, también ha permitido que las tasas de interés de largo plazo se mantengan en niveles bajos y con una estabilidad significativa.

Tasas nominales a 10 años
(porcentaje)

CDS a 5 años
(puntos base)



(1) Sus valores se miden en el eje derecho de cada gráfico. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



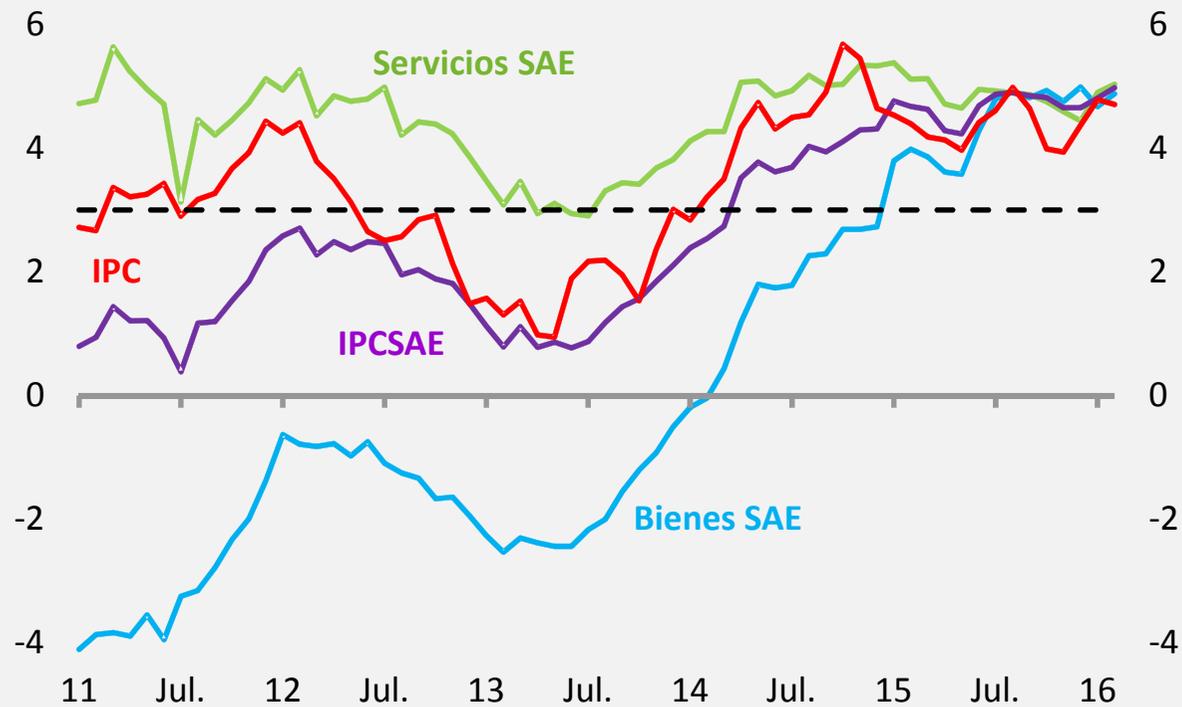
Asimismo, el ajuste macro ha sido menos costoso que en otras ocasiones, en particular por una tasa de desempleo que ha seguido baja.

Tasa de desempleo
(porcentaje)



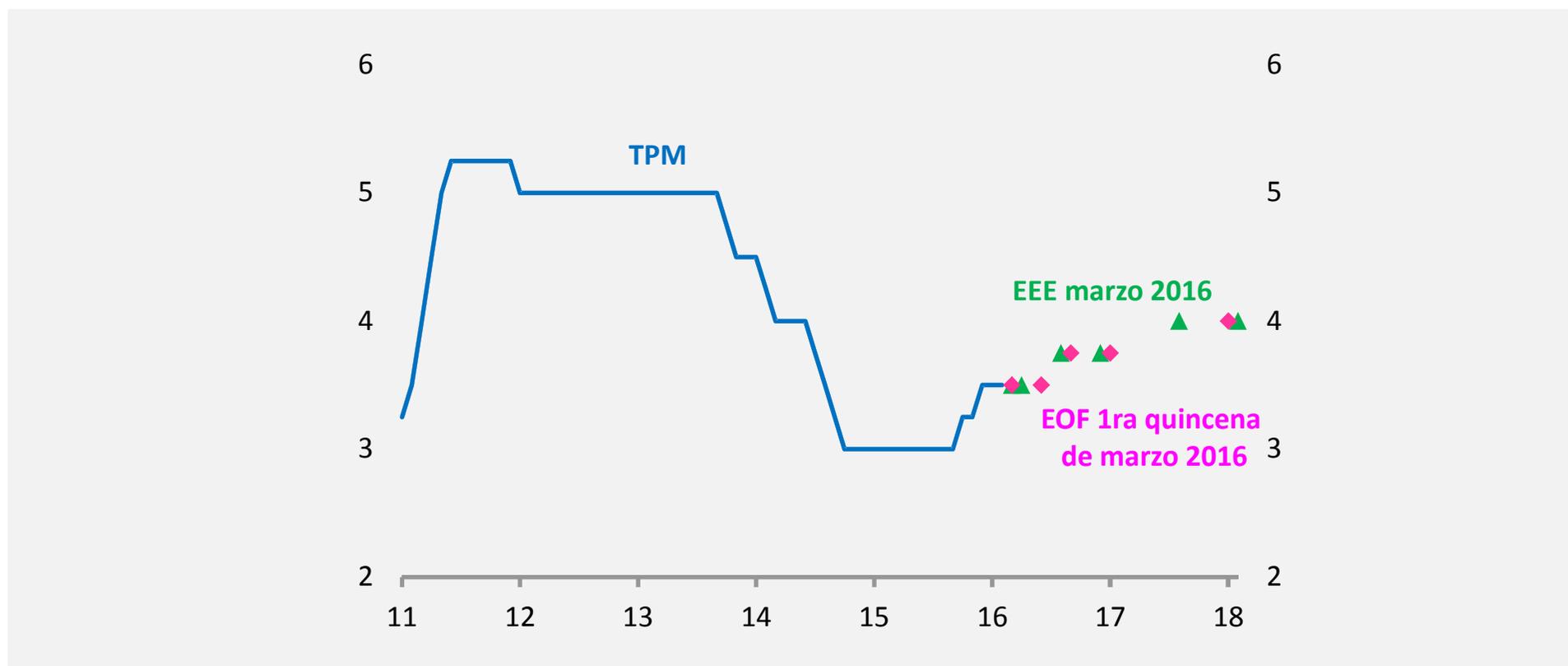
Pero la depreciación del peso ha tenido costos, el principal ha sido un aumento relevante y sostenido en el nivel de inflación, especialmente de transables.

Inflación (variación anual)



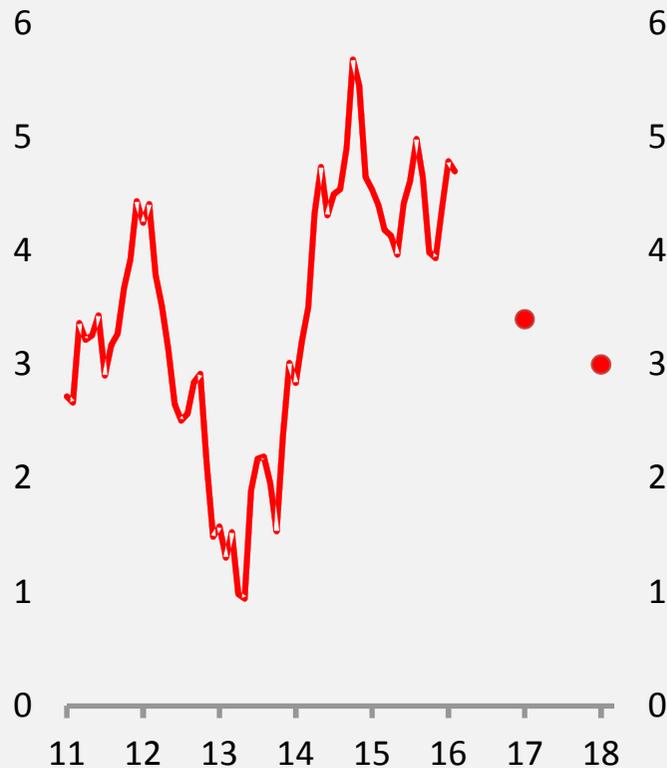
La persistencia de una inflación alta y el compromiso del Banco con la meta de inflación han hecho necesario realizar ajustes a la TPM. Su trayectoria futura contempla ajustes pausados.

Tasa de Política Monetaria y expectativas
(porcentaje)

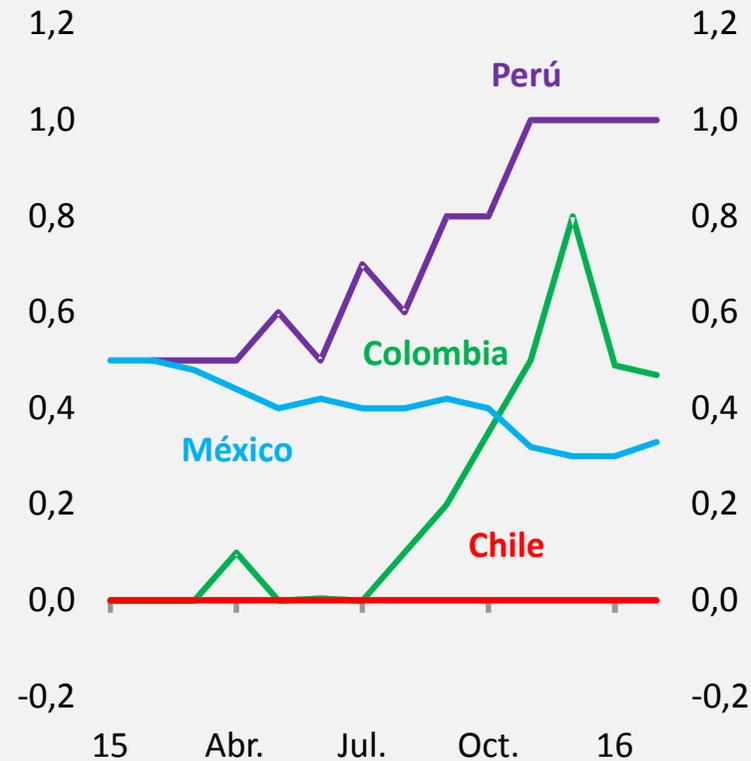


De hecho, la expansividad de la política monetaria tiene límites, los que están determinados por su credibilidad y los desarrollos del escenario macroeconómico.

Inflación Chile (1)
(variación anual, porcentaje)



Desvío de la inflación a dos años respecto de la meta de inflación (2)
(puntos porcentuales)

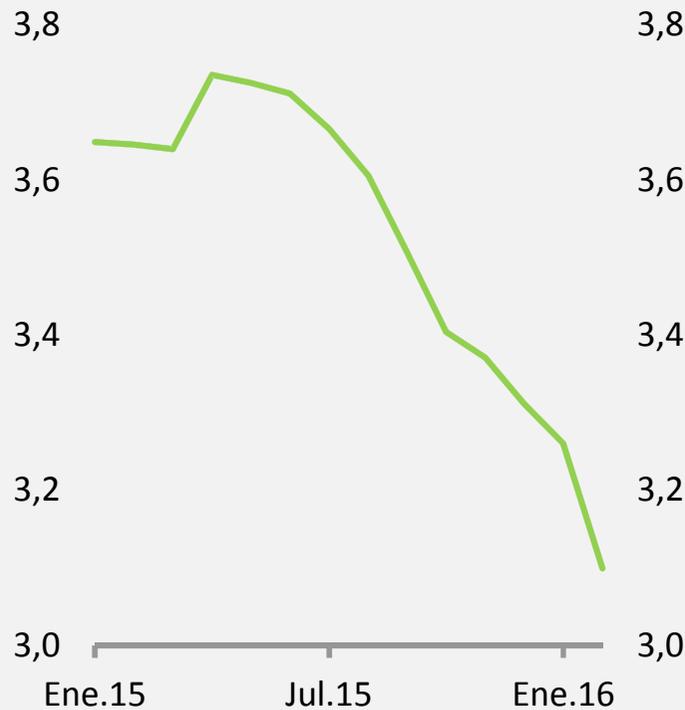


(1) Puntos corresponden a la proyección de inflación a uno y dos años. (2) Corresponde a la diferencia de la inflación meta respecto de la inflación esperada a diciembre de 2017 para Perú y México y a dos años para Chile y Colombia. Fuentes: Banco Central de cada país e Instituto Nacional de Estadísticas.

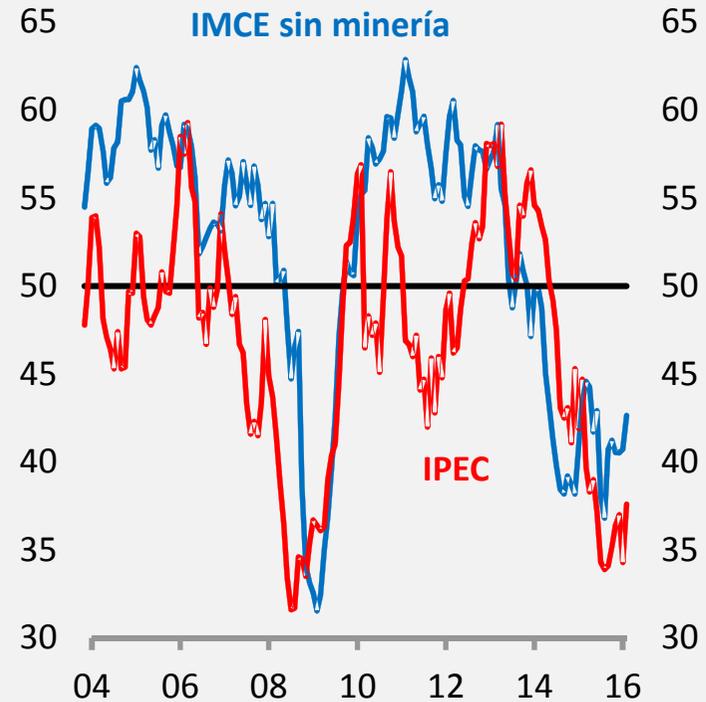


El escenario que enfrentamos es complejo: las perspectivas de crecimiento mundial se han deteriorado y las expectativas internas no mejoran.

Crecimiento mundial a PPC: 2016 (variación anual, porcentaje)



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



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

Fuentes: Adimark, Consensus Forecasts, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Fondo Monetario Internacional (WEO octubre 2015).



En Chile, los últimos datos muestran un crecimiento algo menor, al mismo tiempo que las proyecciones se han recortado.

Imacec (1)

(variación anual, porcentaje)



Expectativas de crecimiento (2)

(variación anual, porcentaje)



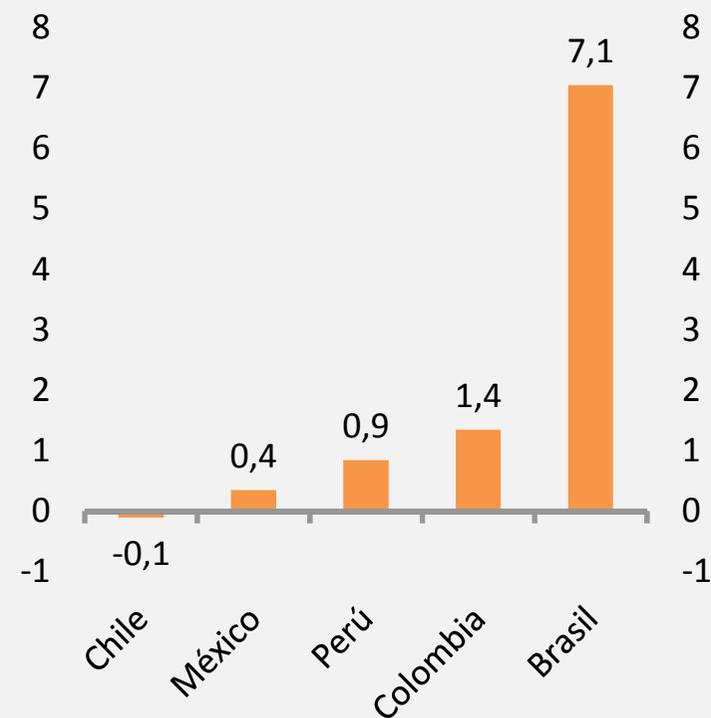
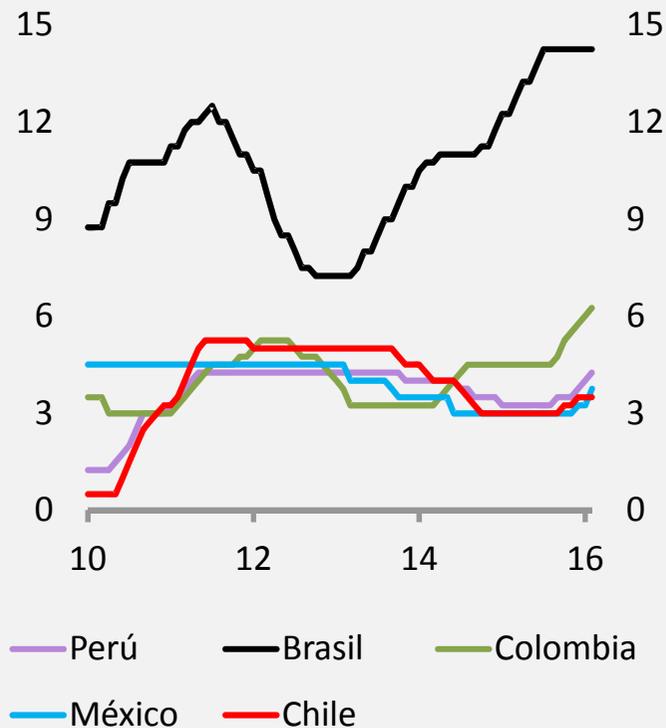
(1) Promedio móvil trimestral. (2) Encuestas de Expectativas Económicas.
Fuente: Banco central de Chile.



Con todo, la política monetaria sigue en una posición claramente expansiva, en especial en un momento en que la mayoría de las economías de la región retiran estímulo monetario con fuerza.

TPM nominal
(porcentaje)

TPM real (*)
(porcentaje)



(*) Corresponde a la tasa efectiva menos la inflación proyectada para el 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.



Conclusiones

Las economías emergentes están enfrentándose a un escenario macroeconómico complejo.

El fin del súper ciclo de las materias primas y condiciones financieras menos favorables suponen un desafío relevante para las políticas económicas.

Chile ha realizado un ajuste importante en los últimos años, manteniendo tasas de interés de largo plazo estables, la flotación cambiaria y expectativas de inflación bien ancladas.

Así, la economía se encuentra en un buen pie para hacer frente a los cambios. Por lo mismo, es necesario que la política fiscal y monetaria mantengan la solidez mostrada.

La inflación sigue en niveles por sobre la meta y todo indica que convergerá a 3% en el horizonte de política. Sin embargo, hay riesgos y estaremos alertas. El Banco Central hará lo que sea necesario para asegurar que se produzca esta convergencia y para que las expectativas de inflación sigan bien ancladas.



Política Monetaria en tiempos complejos

Rodrigo Vergara

Presidente



Banco Central de Chile, Marzo 2016