



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Marzo 2016**



# Introducción

**La inflación anual del IPC ha evolucionado acorde a lo previsto y sigue determinada por los efectos directos e indirectos de la depreciación cambiaria y holguras de capacidad que son acotadas.**

**La actividad y la demanda perdieron fuerza a fines del 2015 y se prevé una paulatina recuperación en el horizonte de proyección.**

**El panorama externo se ha deteriorado, por el menor crecimiento de los socios comerciales, condiciones financieras más estrechas y menores términos de intercambio.**

**Las proyecciones de inflación son similares a la consideradas en diciembre. Esta se mantendrá por sobre 4% por un mes más y llegará a 3% en la primera mitad del 2017.**

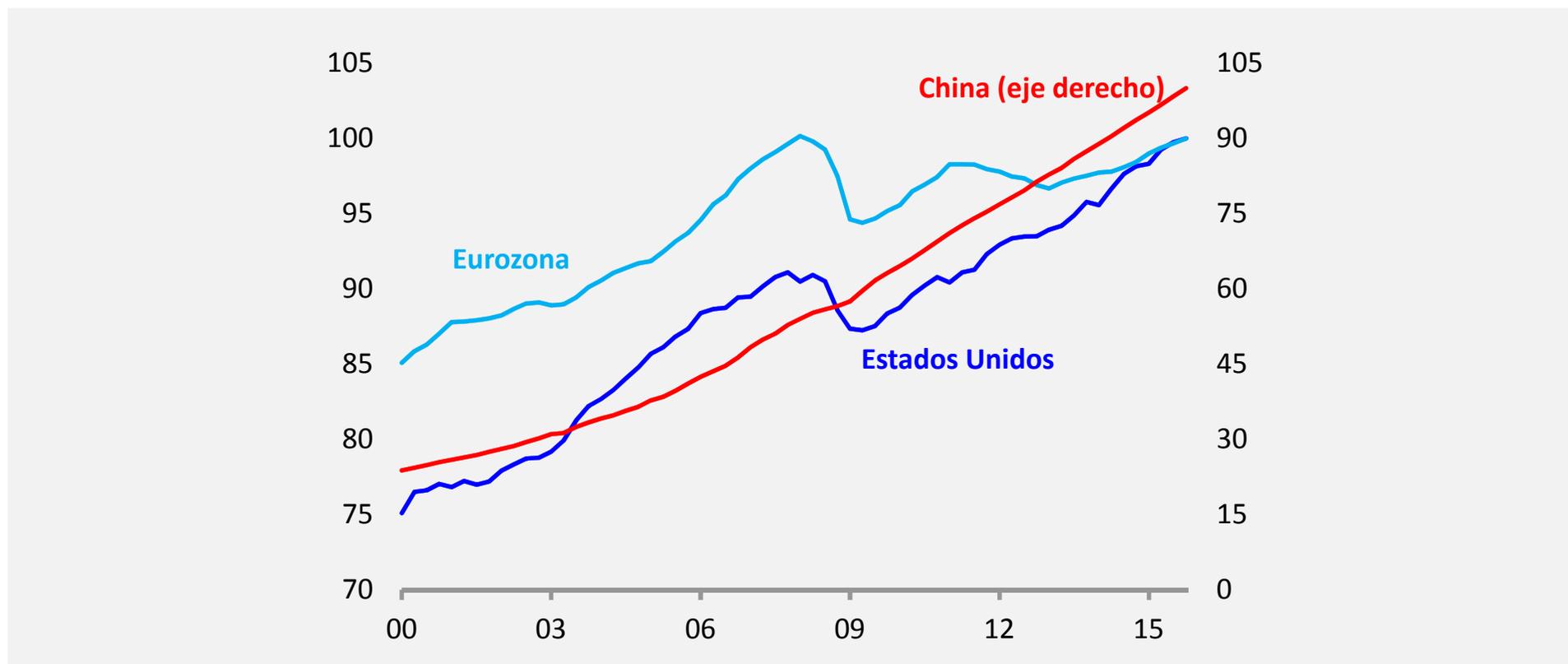
**El Consejo ha mantenido la TPM en 3,5% en los últimos meses. Además, considera que se sigue requiriendo de un retiro parcial del estímulo monetario para la convergencia de la inflación a la meta, aunque a un ritmo más pausado que el previsto en diciembre.**

# Escenario internacional



# Al mundo desarrollado le ha costado recuperarse luego de la crisis financiera de 2008-09.

**PIB en niveles**  
(índice 2015.IV = 100)

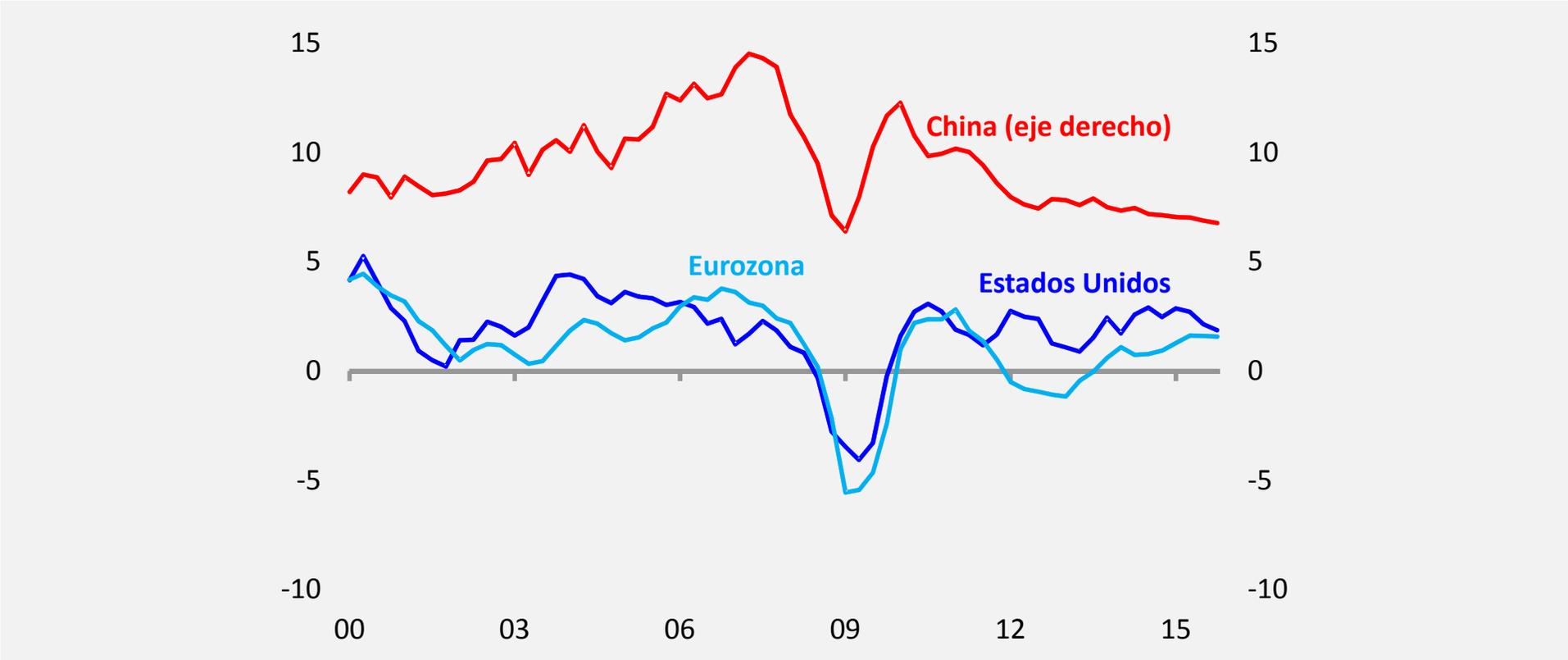


Fuente: Banco Central de Chile en base Bloomberg.



**China, en cambio, ha seguido creciendo, pero ha perdido dinamismo. Estos dos fenómenos dominan el análisis del escenario externo en los últimos años.**

**Crecimiento del PIB**  
(variación anual, porcentaje)



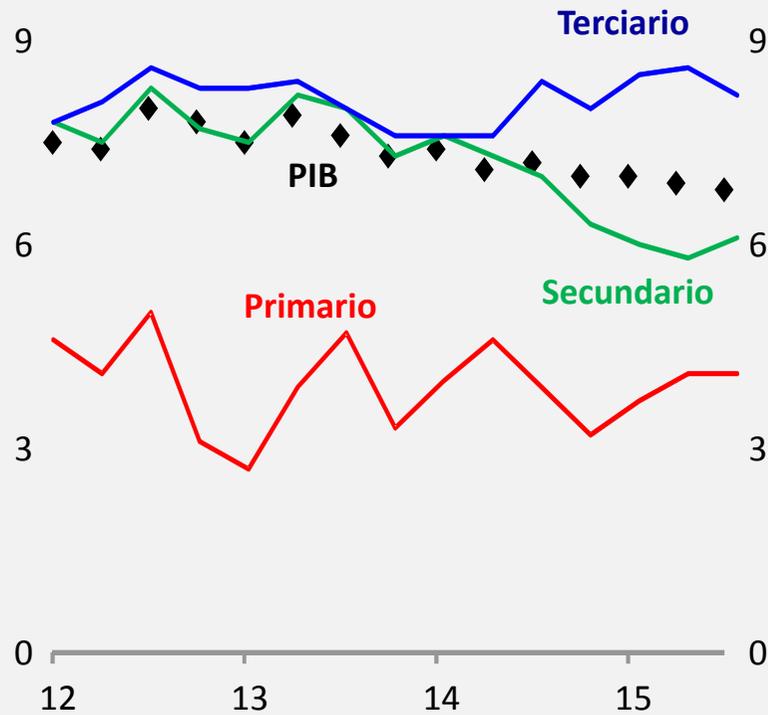
Fuente: Banco Central de Chile en base Bloomberg.



# Se han acrecentado dudas sobre el crecimiento en China, lo que ha impulsado salida de capitales.

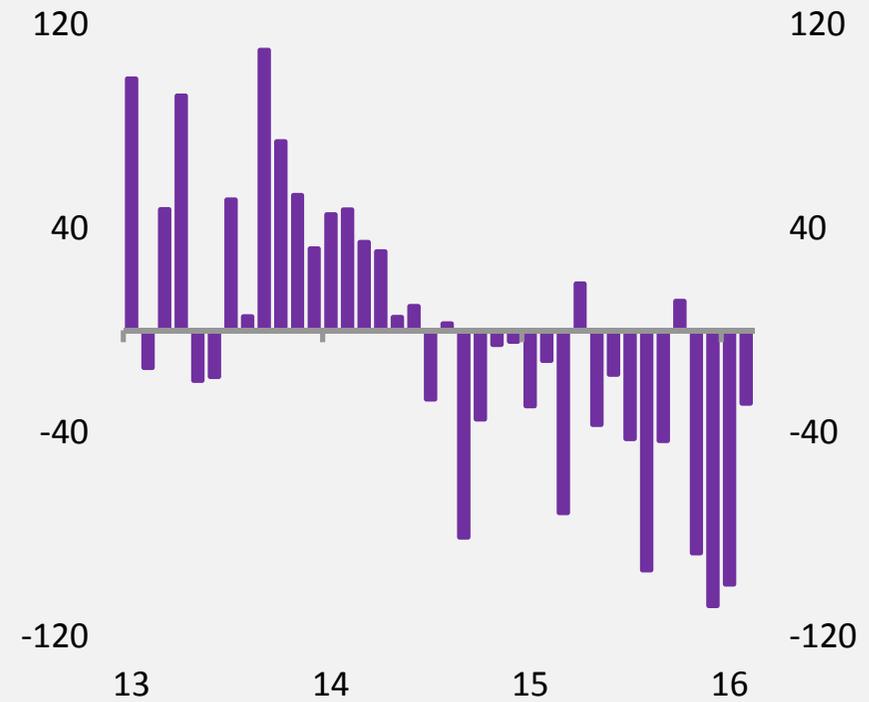
### PIB sectorial

(variación anual, porcentaje)



### Reservas en moneda extranjera

(variación mensual, miles de millones de dólares)



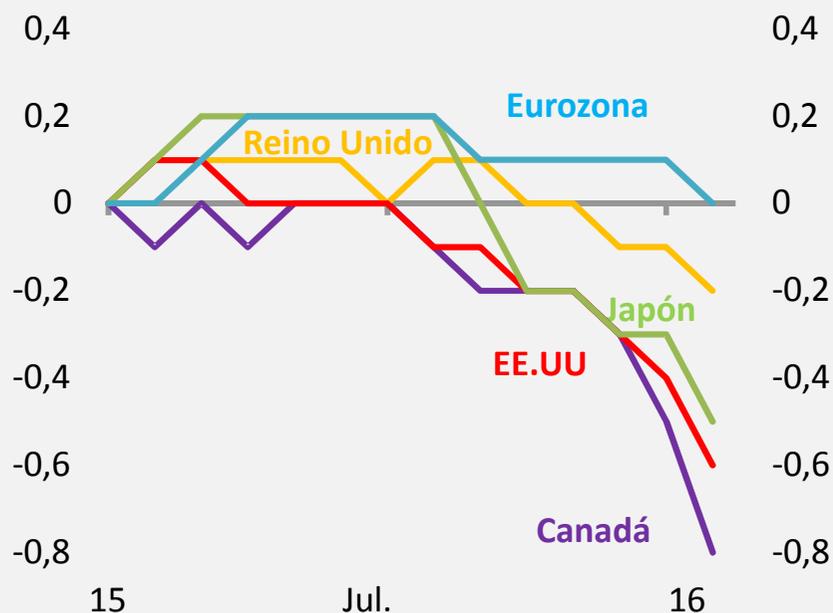
Fuente: Bloomberg.



# La recuperación ha vuelto a retrasarse en los países desarrollados, lo que ha llevado a políticas monetarias aún más expansivas.

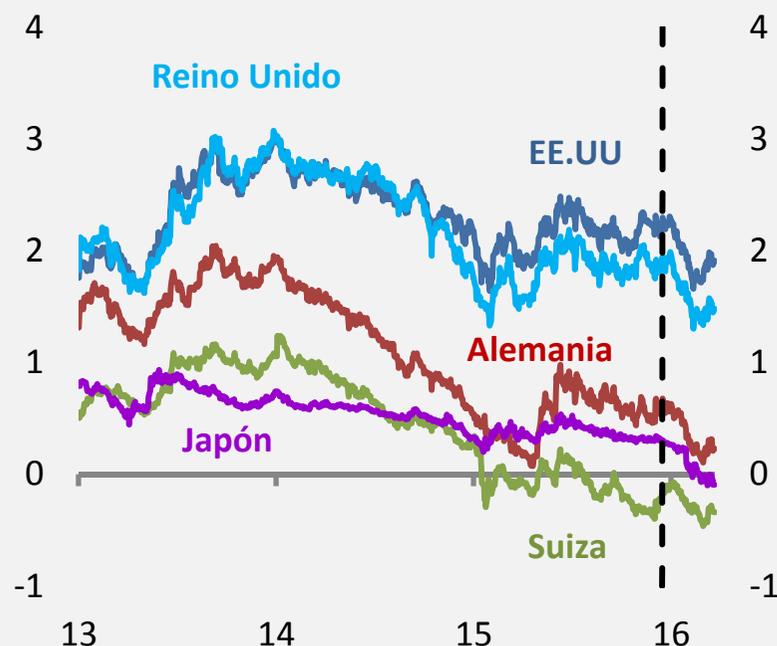
### Cambio acumulado en la proyección crecimiento para el 2016

(respecto de enero 2015, puntos porcentuales)



### Tasas de interés de largo plazo (\*)

(porcentaje)

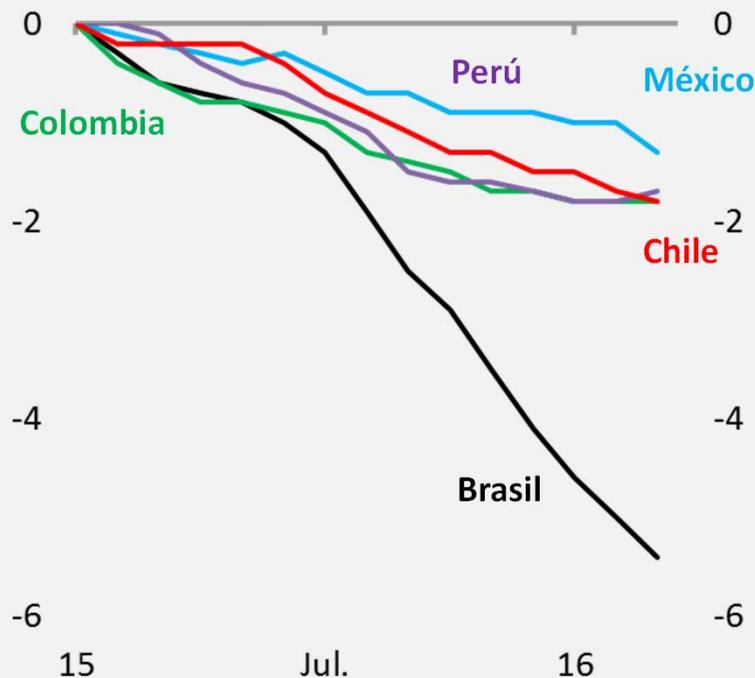


(\*) Corresponde a la tasa de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. Fuentes: Consensus Forecasts y Bloomberg.

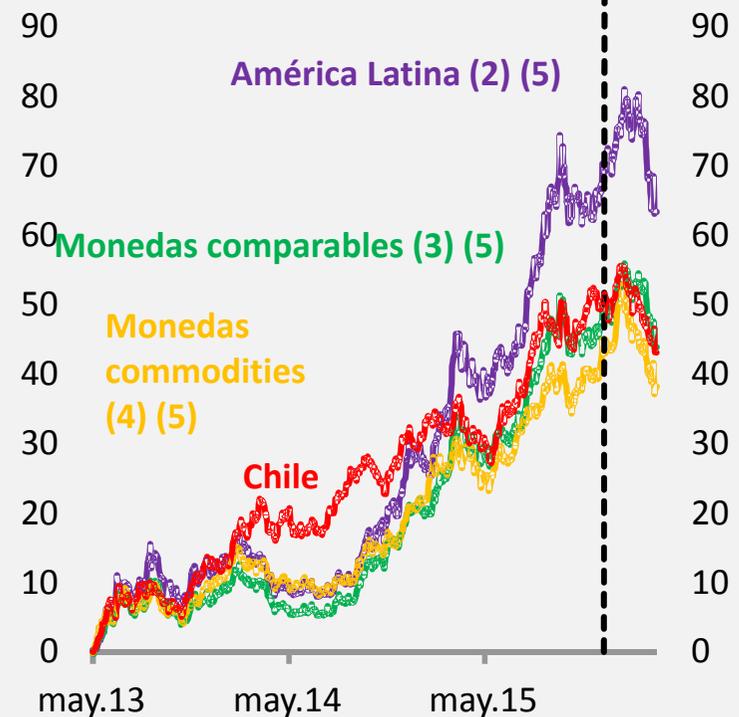


# En América Latina las correcciones de crecimiento han sido significativas, reflejándose en la pérdida de valor de sus monedas.

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



**Tipo de cambio nominal (1)**  
(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 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 octubre 2015.

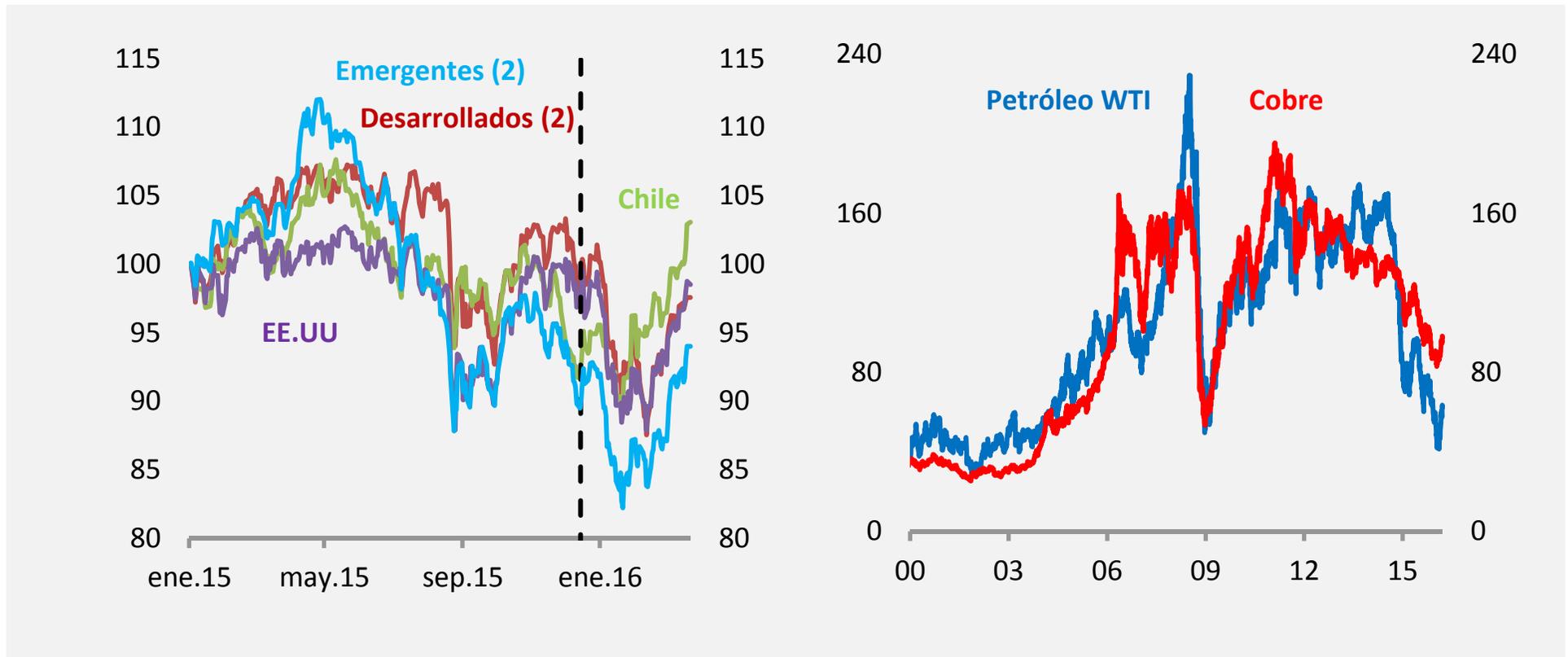
Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.



# Los últimos meses han sido de mucha volatilidad, tanto por incertidumbre sobre China y el accionar de la Reserva Federal.

**Mercados bursátiles (1)**  
(índice 1 enero 2015=100)

**Precio del Petróleo WTI y cobre**  
(índice, promedio 2000-2016 = 100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015.

(2) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

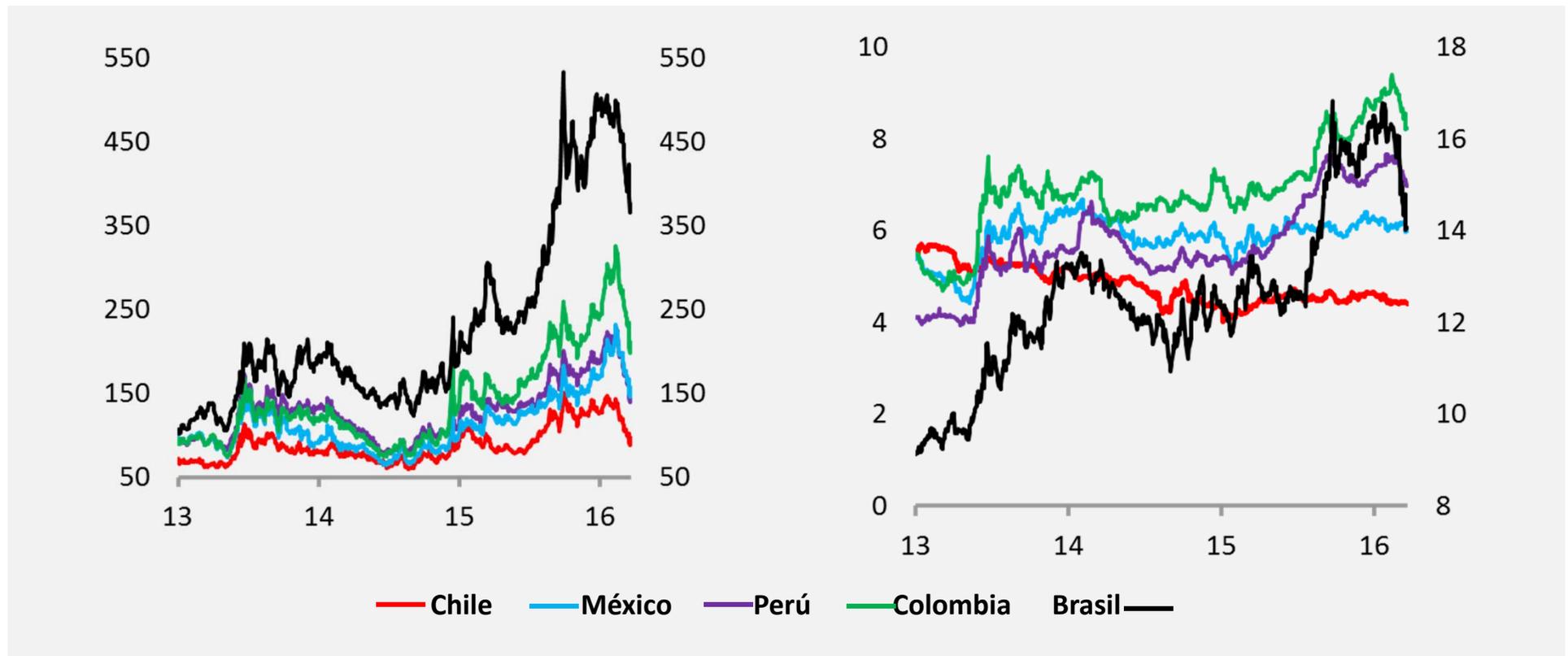
Fuente: Bloomberg.



**La volatilidad en el apetito por riesgos ha afectado las paridades, las primas por plazo y las tasas de interés de largo plazo. Se observan evidentes diferencias entre países.**

**Premios por riesgo soberano (1)**  
(puntos base)

**Tasas de interés de largo plazo (2)**  
(porcentaje)



(1) Premios por riesgo medios por CDS a 5 años. (2) Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo. Para Chile considera bonos del Banco Central y de la Tesorería.

Fuente: Bloomberg.



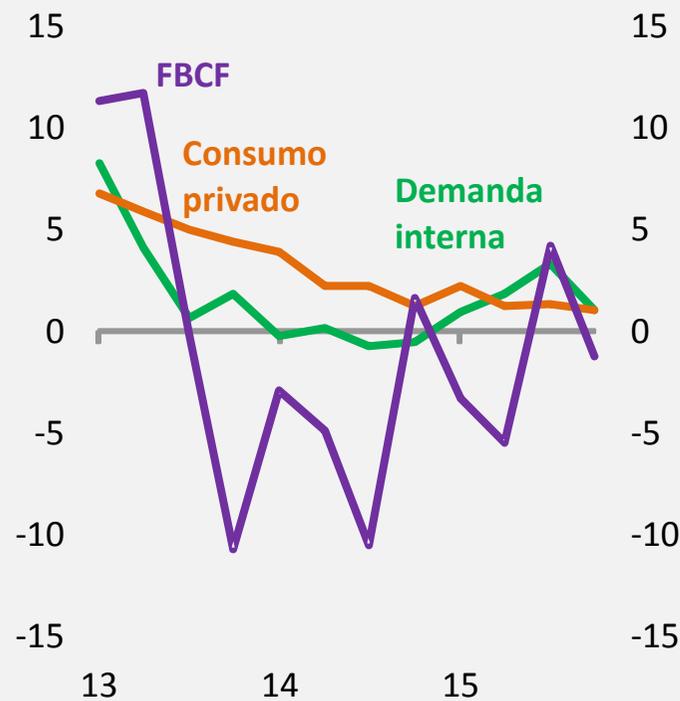
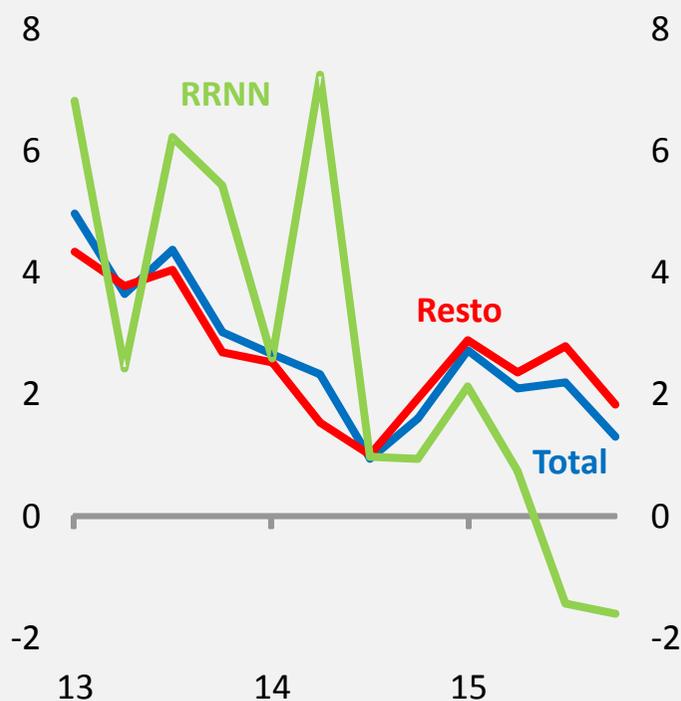
# Escenario interno



**Por el lado de la actividad, en la última parte del 2015 el crecimiento del PIB y la demanda interna fue más débil de lo esperado.**

**PIB por sectores**  
(variación anual, porcentaje)

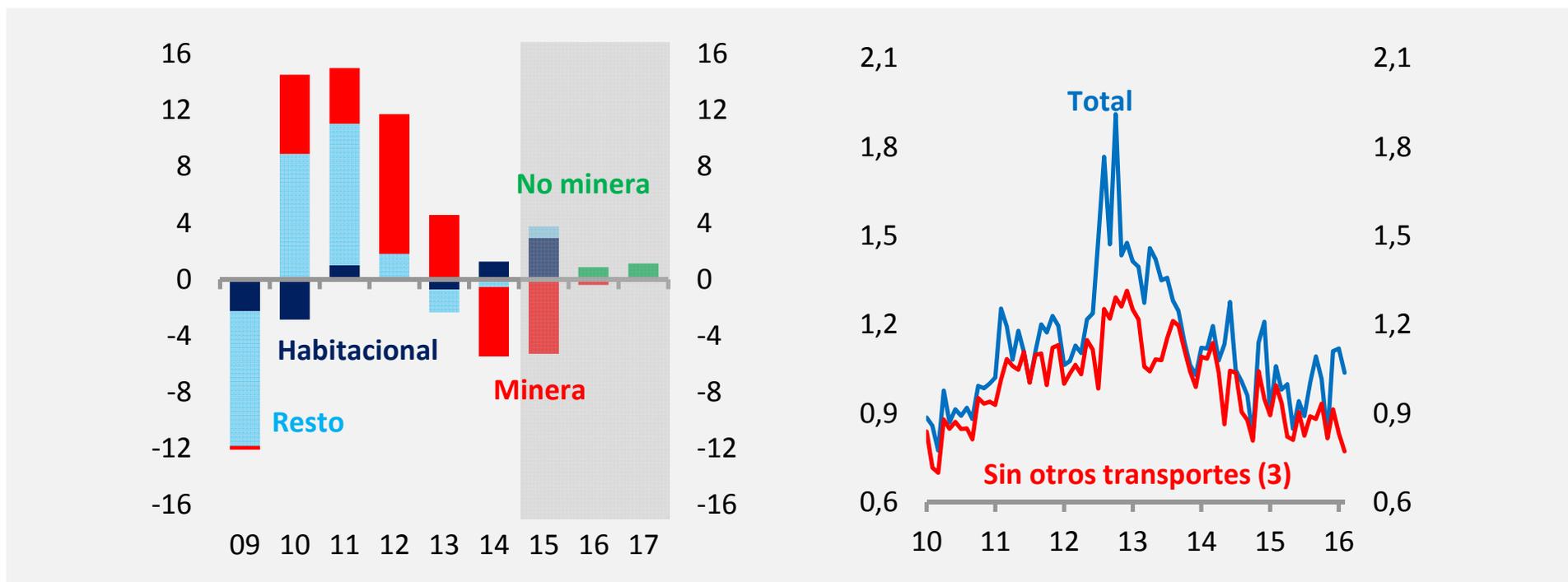
**Demanda interna**  
(variación anual, porcentaje)



# La inversión ha tenido un ajuste significativo. Parte importante de su caída se explica por la baja en la inversión minera. Los datos recientes continúan sin mostrar un repunte.

**Incidencias reales anuales en la FBCF (1)**  
(puntos porcentuales)

**Importaciones nominales de bienes de capital (2)**  
(miles de millones de dólares)



(1) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS hasta el tercer trimestre y el plan de inversión de Codelco. La inversión habitacional considera información de la Cámara Chilena de la Construcción y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el catastro de la CBC.

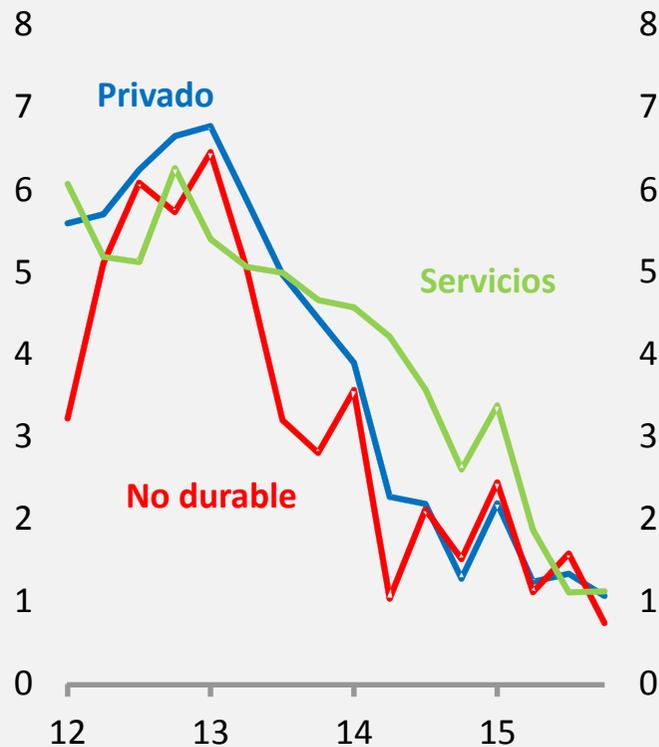
(2) Series desestacionalizadas. (3) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos). <sup>13</sup>

Fuente: Banco Central de Chile.

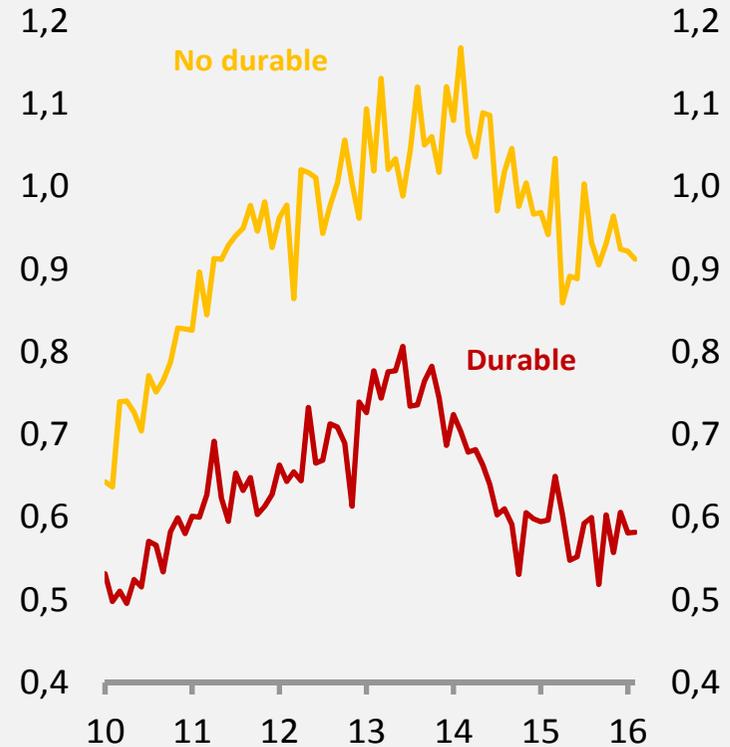


**El consumo también mostró un comportamiento más débil de los anticipado, especialmente su componente habitual. No se vislumbra una mejora en lo inmediato.**

**Consumo privado,  
no durable y servicios**  
(variación anual, porcentaje)



**Importaciones nominales de bienes de  
consumo (\*)**  
(miles de millones de dólares)

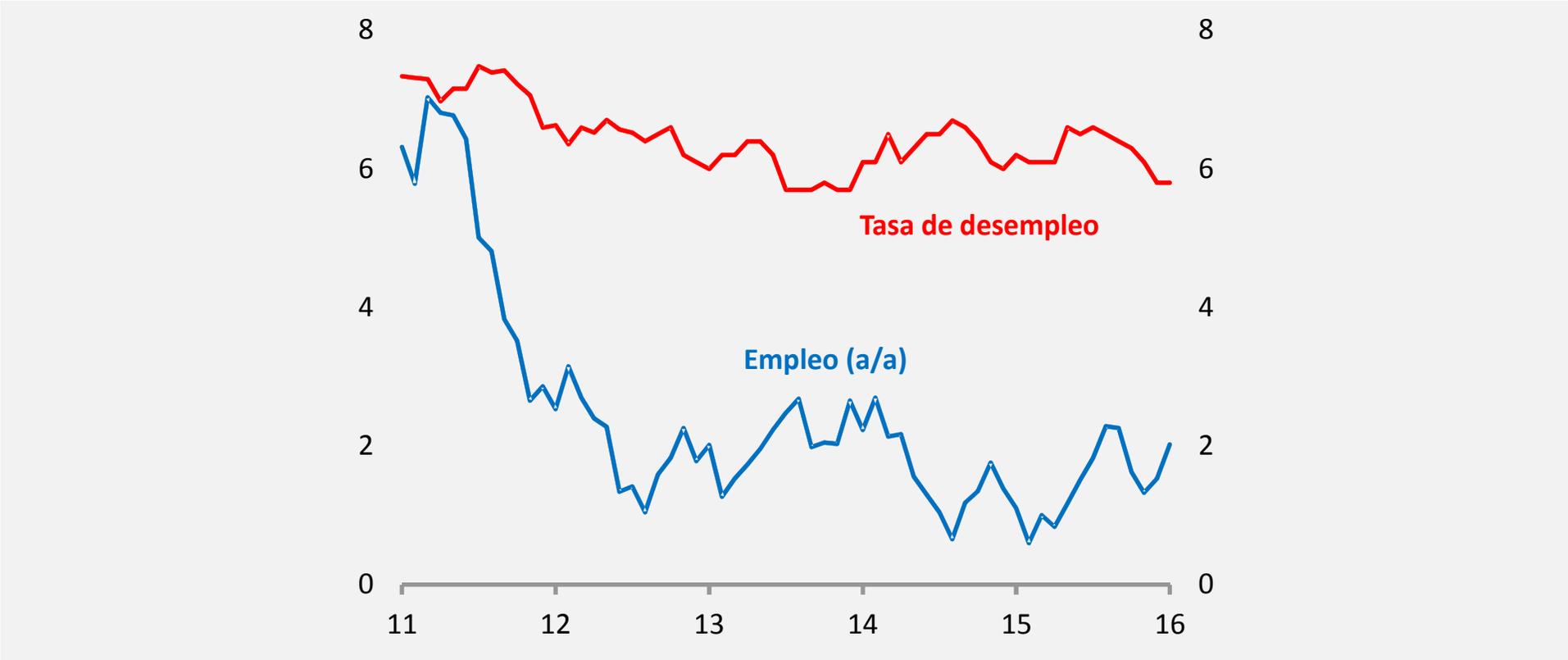


(\*) Series desestacionalizadas.  
Fuente: Banco Central de Chile.



**El mercado laboral tuvo un buen comportamiento a lo largo del 2015. El empleo creció a tasas altas y la tasa de desempleo fue baja.**

**Mercado laboral  
(porcentaje)**



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

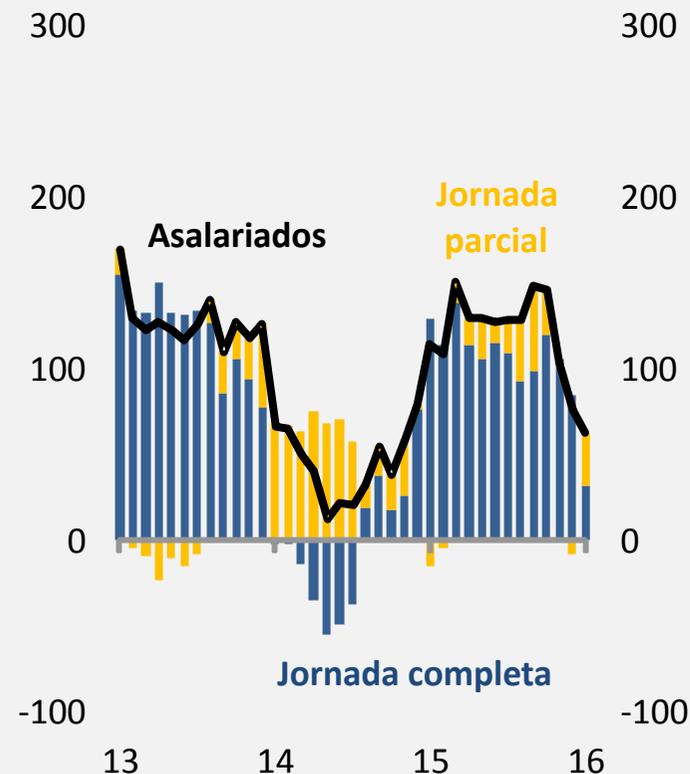


**En los últimos trimestres se observa un deterioro en algunos indicadores, lo que justifica un consumo menos dinámico para 2016.**

**Creación de empleo según categoría ocupacional**  
(variación anual, porcentaje)

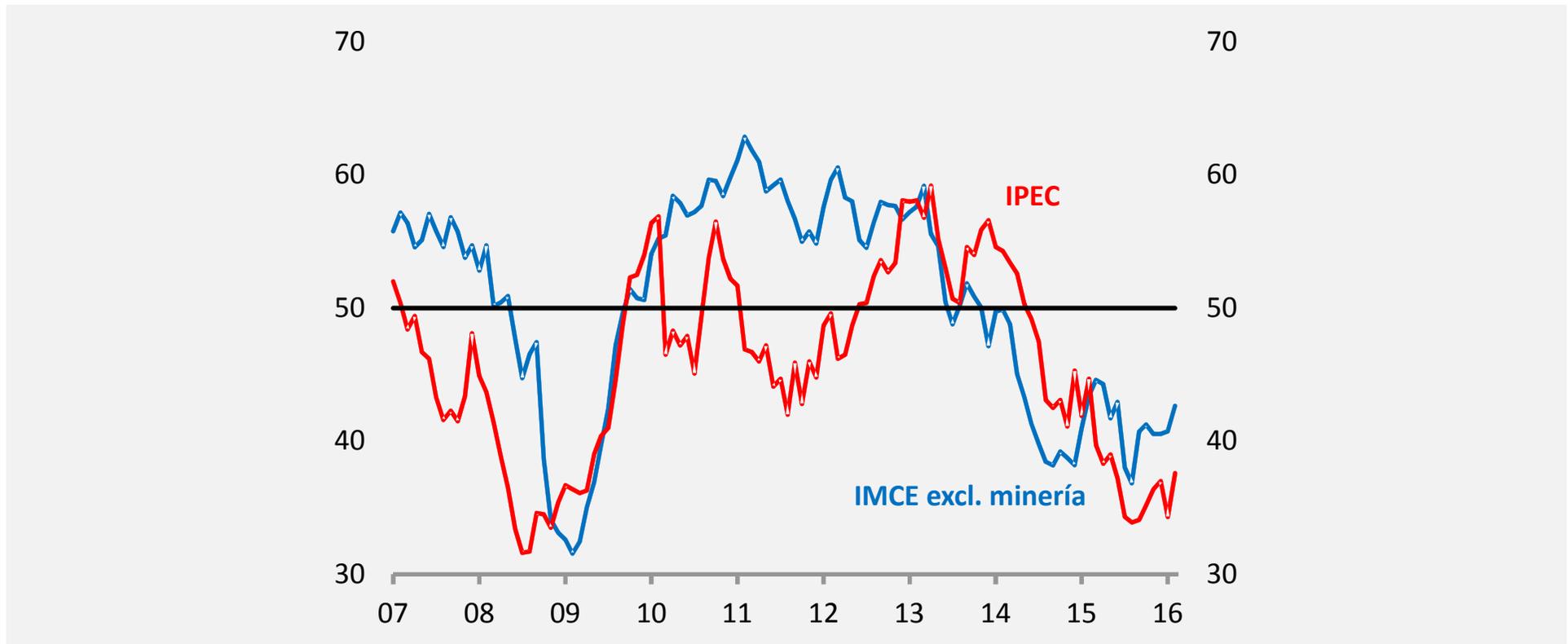


**Crecimiento anual del empleo asalariado según jornada de trabajo**  
(miles de personas)



# Los índices de confianza de consumidores y empresas se mantienen en la zona pesimista ya por un buen tiempo.

Expectativas de los consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (\*)  
(índice)

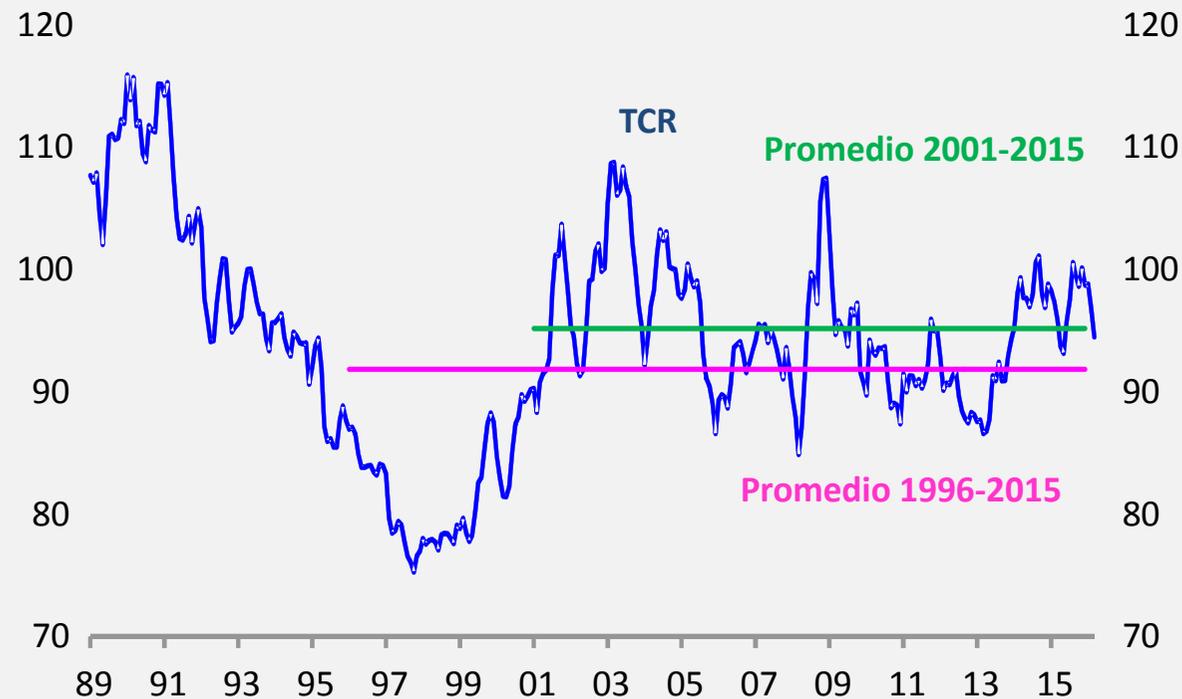


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).  
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



**El ajuste del gasto interno ha requerido de una depreciación del peso. Más allá de la volatilidad observada, las condiciones cíclicas de la economía sugieren un nivel algo por sobre los actuales.**

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

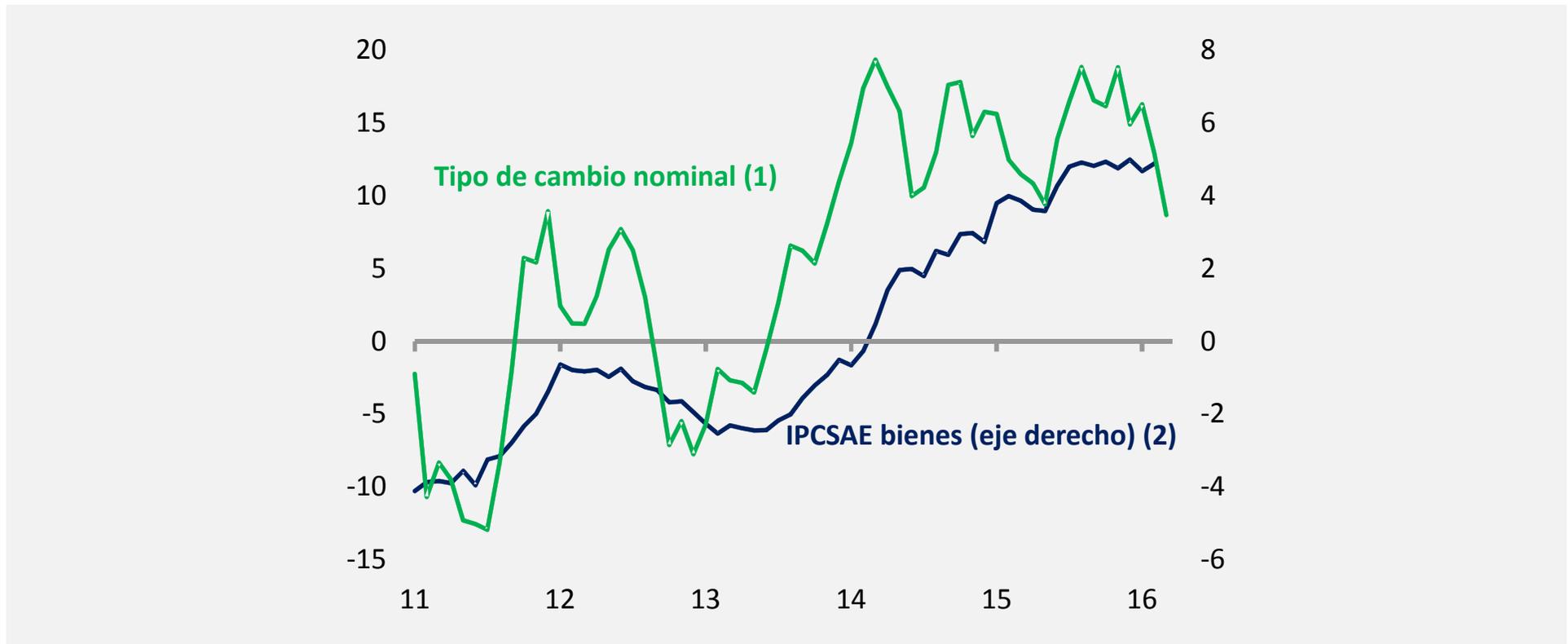


Fuente: Banco Central de Chile.



# La depreciación del peso explica una parte significativa del aumento en inflación.

**Tipo de cambio e IPCSAE de bienes**  
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el tipo de cambio de marzo del 2016 se considera el promedio mensual hasta el día del cierre estadístico. (2) 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.

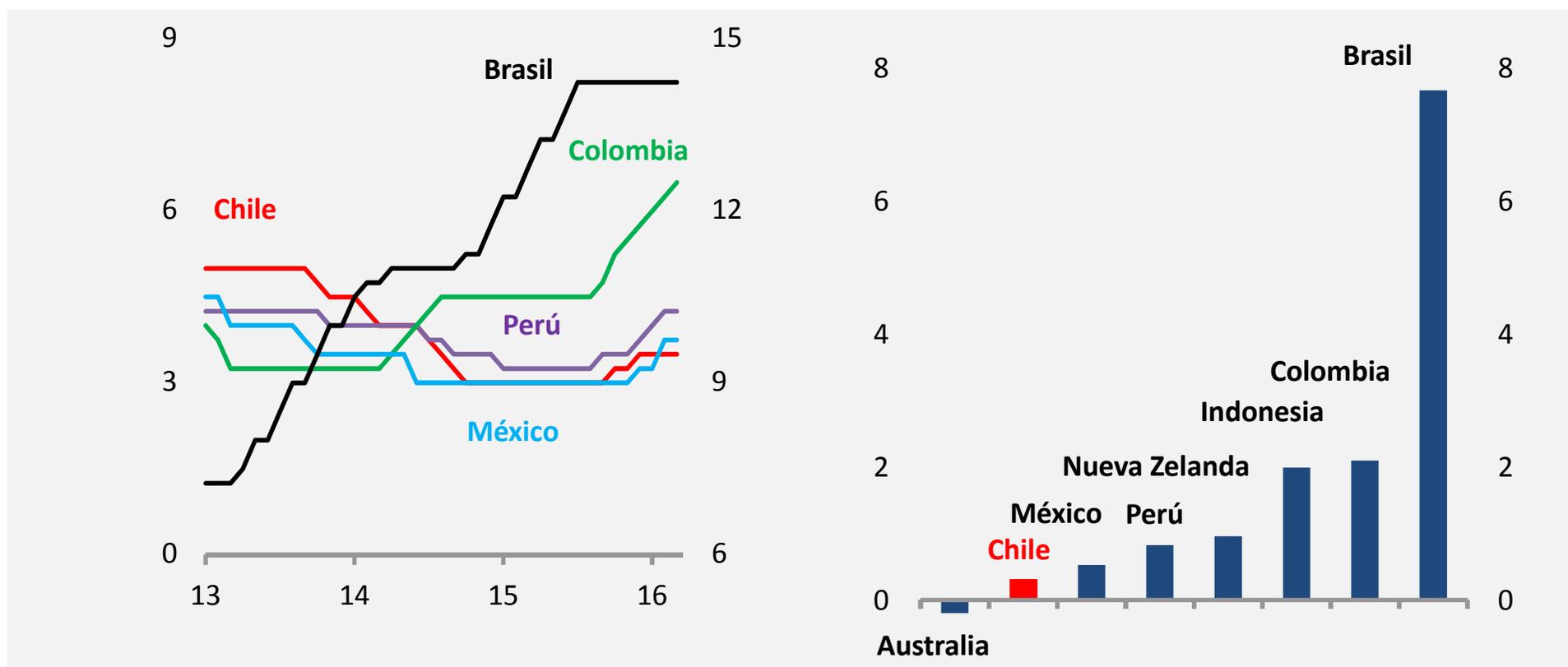
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



**La política monetaria expansiva en esta parte del ciclo ha permitido acomodar la depreciación, manteniendo bajas tasas de interés.**

**TPM nominal**  
(porcentaje)

**TPM real**  
(porcentaje)

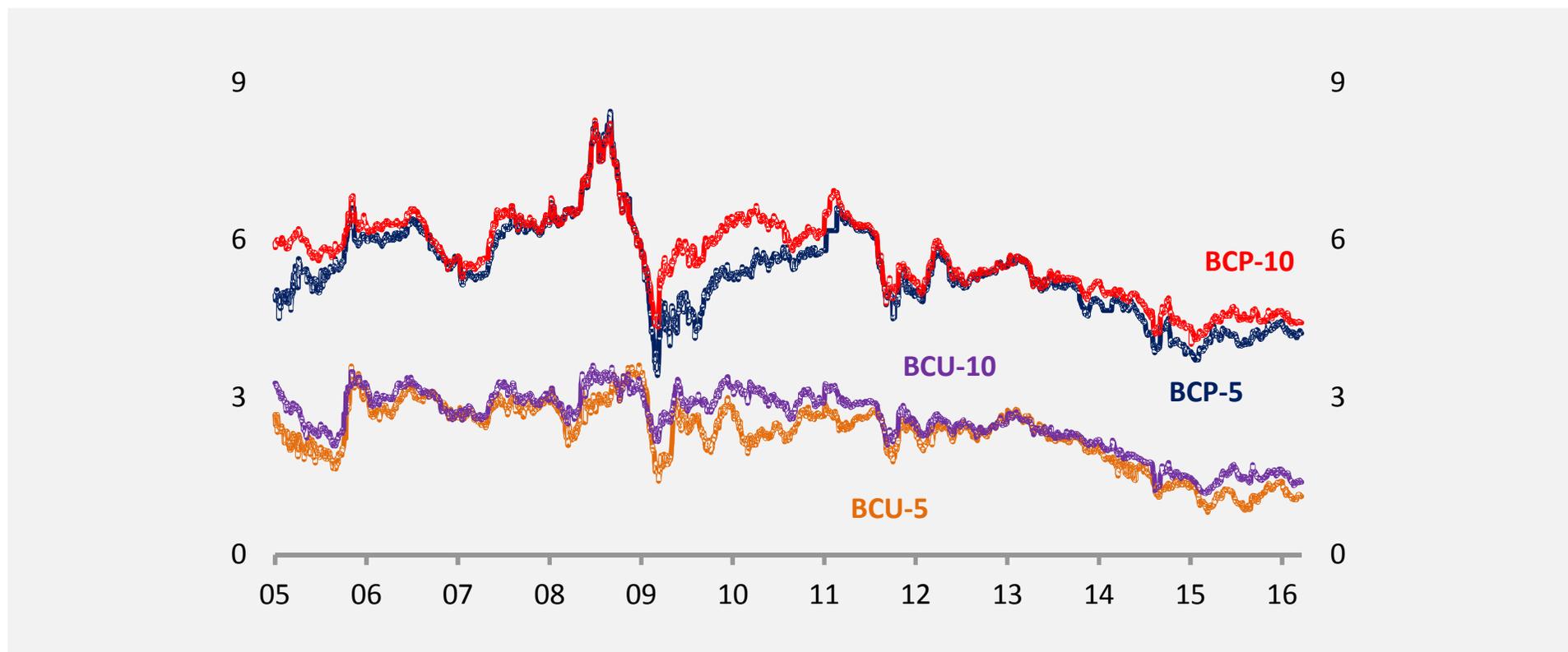


Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.



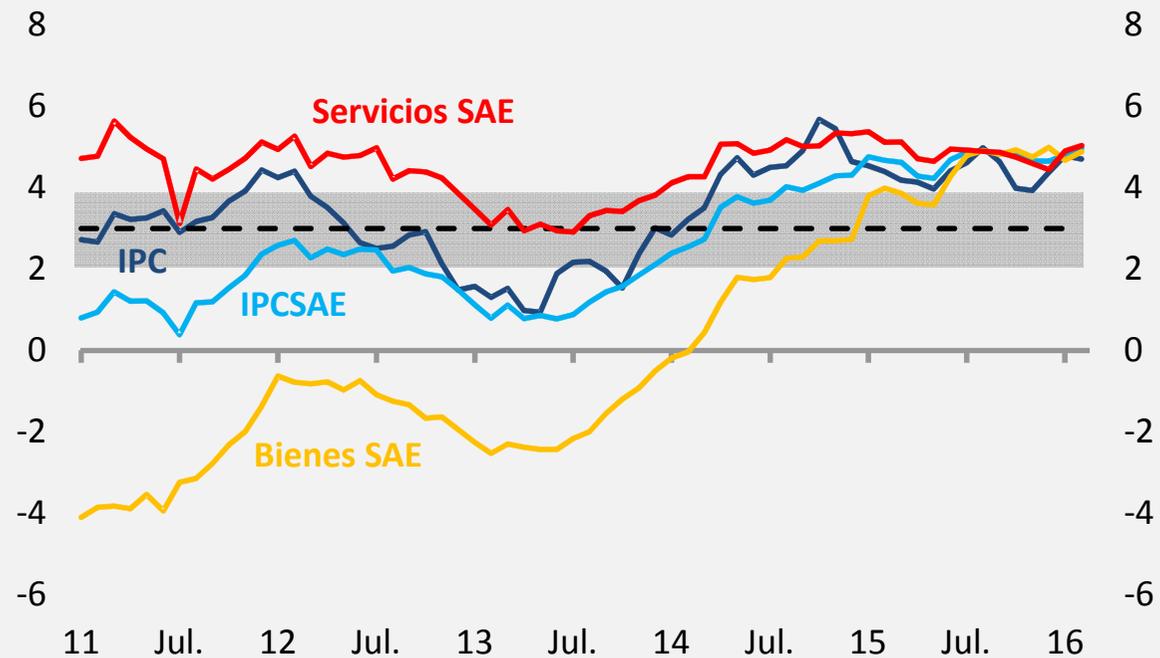
**Las tasas de largo plazo, tanto las nominales como en UF se encuentran cercanas a sus mínimos históricos.**

**Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile  
(porcentaje)**



**La alta inflación y su persistencia también reflejan la alta inflación de salarios y servicios. Ello da cuenta de la indexación y del dinamismo mostrado por el mercado laboral.**

**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.

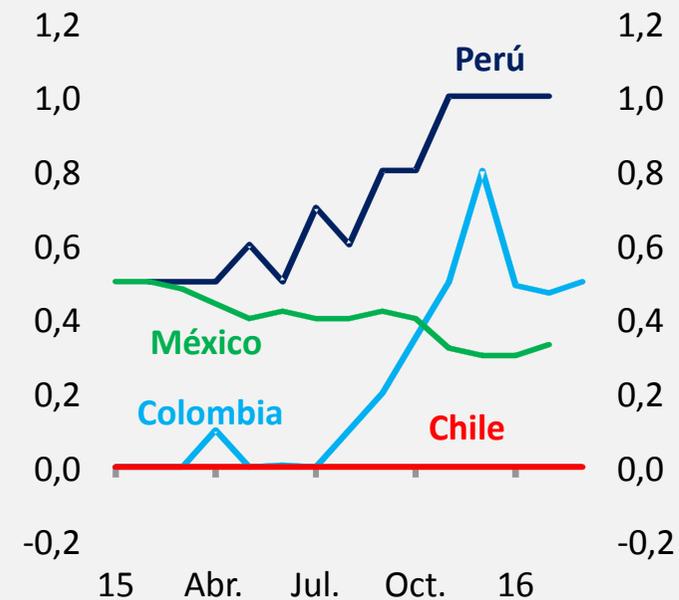


# La política monetaria expansiva sólo es posible si las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen controladas. Este ha sido el caso en Chile.

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



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



(\*) 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 Chile y de los respectivos países.



# Perspectivas



## El crecimiento de los socios comerciales se ajusta a la baja para 2016 y 2017, proyectándose en línea con lo observado en 2015.

### Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015 (f)			2016 (f)			2017 (f)		
		IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16
		(variación anual, porcentaje)								
PIB socios comerciales	3,4	3,1	3,0	2,9	3,4	3,2	2,9	3,4	3,3	3,1
PIB mundial a PPC	3,4	3,2	3,1	3,1	3,5	3,4	3,1	3,5	3,5	3,3
PIB mundial a TC de mercado	2,7	2,5	2,5	2,4	3,0	2,8	2,4	2,9	2,9	2,7
Estados Unidos	2,4	2,4	2,4	2,4	2,8	2,6	2,3	2,8	2,8	2,4
Eurozona	0,9	1,5	1,5	1,5	1,9	1,7	1,5	1,9	1,8	1,6
Japón	-0,1	1,0	0,6	0,5	1,4	1,2	0,7	0,5	0,5	0,5
China	7,3	6,7	6,9	6,9	6,4	6,4	6,4	6,1	6,1	6,1
India	7,3	7,5	7,5	7,4	7,8	7,8	7,5	7,5	7,5	7,5
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	4,0	3,7	3,4	3,5	4,0	3,7	3,6	4,2	4,0	3,9
América Latina (excl. Chile)	1,0	-0,1	-0,6	-0,7	1,0	0,4	-0,9	1,4	1,5	1,3

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



**Se espera un deterioro adicional de los términos de intercambio, y un aumento más pausado en las tasas de interés en Estados Unidos.**

### Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015	2016 (f)			2017 (f)		
			IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16
			(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	311	249	245	220	220	250	230	230
Precios del petróleo WTI(US\$/barril)	93	49	50	43	40	55	49	45
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	99	52	55	45	41	60	52	46
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	731	467	461	373	398	483	384	420
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,2	0,3	1,2	1,0	0,7	2,2	1,6	1,5
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-1,8	-4,5	-1,0	-3,8	-4,2	-0,4	1,7	0,7
Precios externos (en US\$)	-0,9	-9,7	-0,4	-2,8	-5,8	3,2	1,5	1,0

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



**En el escenario base, el PIB crecerá entre 1,25 y 2,25% en el 2016, por debajo de lo previsto en diciembre. En el 2017 lo hará entre 2 y 3%.**

**Escenario interno**  
(variación anual, porcentaje)

	2014	2015 (e)		2016 (f)		2017 (f)
		IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Mar.16
PIB	1,9	2,1	2,1	2,0-3,0	1,25-2,25	2,0-3,0
Demanda interna	-0,3	2,3	1,8	2,6	1,5	2,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,1	2,0	1,3	2,5	1,5	2,3
Formación bruta de capital fijo	-4,2	0,7	-1,5	1,7	0,5	1,0
Consumo total	2,8	2,4	2,2	2,7	1,8	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	-1,7	-1,9	1,0	0,6	2,4
Importaciones de bienes y servicios	-5,7	-1,4	-2,8	1,6	-0,6	2,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-1,7	-2,1	-2,6	-2,5	-2,0
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,9	20,0	20,4	19,1	19,9	20,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,0	22,0	22,7	21,9	22,6	22,1

(e) Estimación.

(f) Proyección.

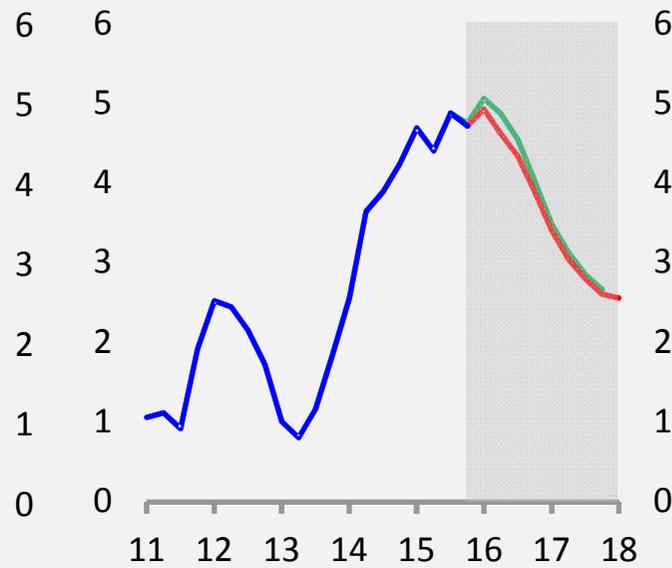
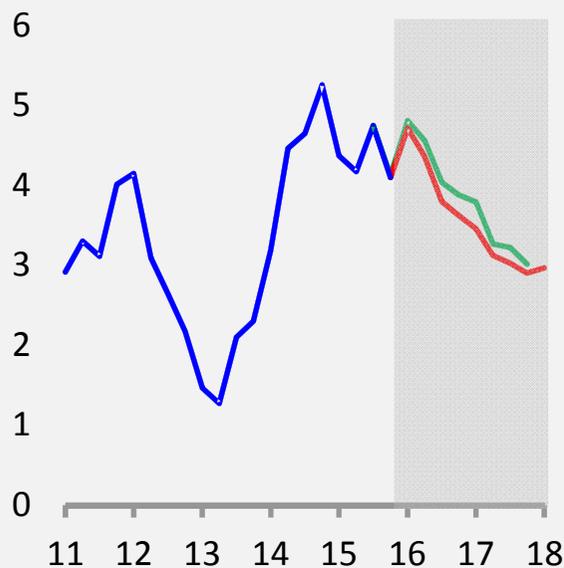
Fuente: Banco Central de Chile.



**La convergencia de la inflación a 3% será gradual, permaneciendo sobre 4% en la primera parte del 2016. Algunos precios no SAE ayudarán a que la convergencia sea algo más rápida.**

**Inflación IPC (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

**Inflación IPCSAE (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Mar.2016

— IPoM Dic.2015

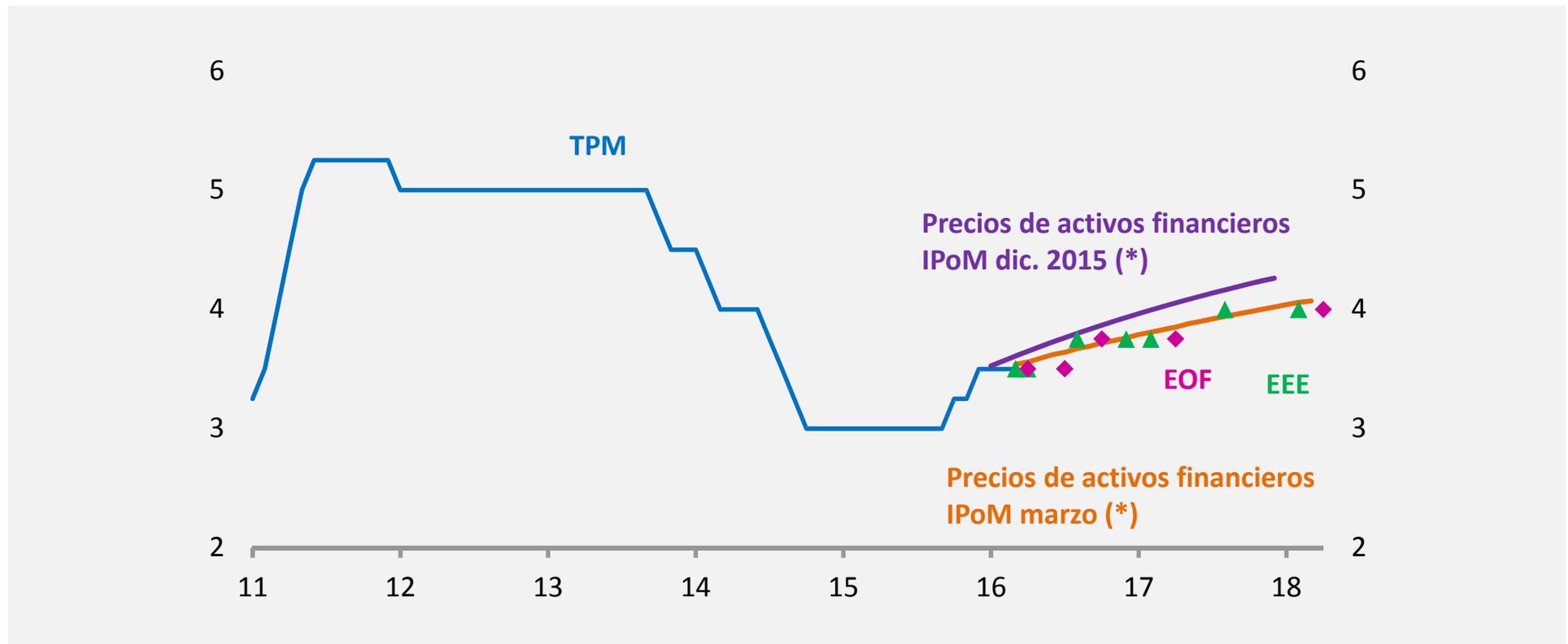
(\*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2016, corresponde a la proyección.

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



**El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria de la TPM similar a la que se deducen de las distintas medidas de expectativas al cierre de este IPoM.**

**TPM y expectativas**  
(porcentaje)



(\*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.  
Fuente: Banco Central de Chile.



# Algunas reflexiones finales

## Riesgos:

- China.
- Política monetaria en países desarrollados: Reserva Federal vs. ECB.
- América Latina.
- Escenario interno: empleo y expectativas.
- Crecimiento potencial en Chile.

## Consideraciones sobre ciclo en Chile:

- El ajuste de gasto requiere un cambio de precios relativos importante y duradero.
- La flexibilidad cambiaria es clave para poder suavizar mejor el ciclo con tasas bajas.
- Este ajuste es inflacionario en el corto plazo, e impone un dilema a la política monetaria.
- El Banco Central ha mantenido una política monetaria expansiva, acomodando la depreciación.
- La evaluación del panorama de inflación es que se requiere de un retiro gradual del estímulo monetario. Es importante enfatizar que las proyecciones dependen de una serie de supuestos de trabajo. La nueva información que se reciba y sus implicancias para la trayectoria de la inflación serán claves para la política monetaria.



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Marzo 2016**

