# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
# Marzo 2016

Mario Marcel C.
Consejero

# Introducción

**La inflación anual del IPC ha evolucionado acorde con 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. Se reduce la proyección de crecimiento para el 2016. En el 2017, se prevé que se acerque al potencial.**

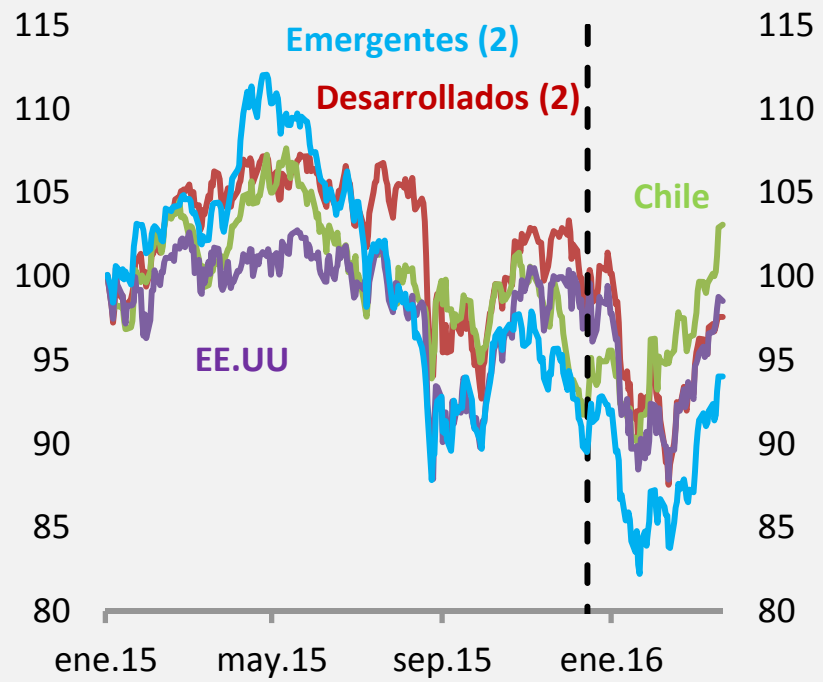
**Las proyecciones de inflación son similares a la consideradas en diciembre.**

**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.**

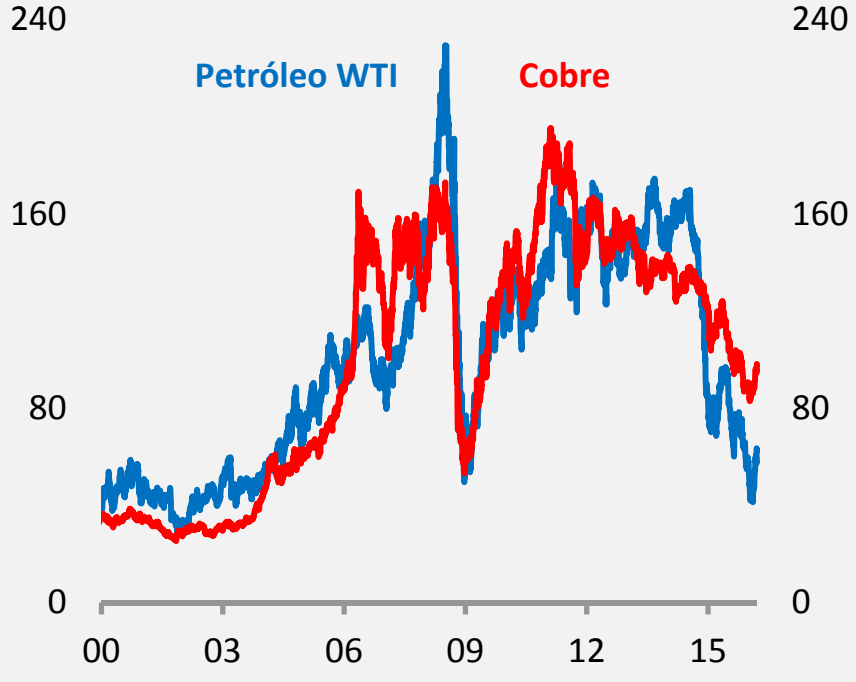
# Escenario internacional

**En los últimos meses ha destacado la alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, la que ha tendido a disiparse en las últimas semanas.**

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




## Precio del petróleo WTI y cobre
(índice, promedio 2000-2016 = 100)

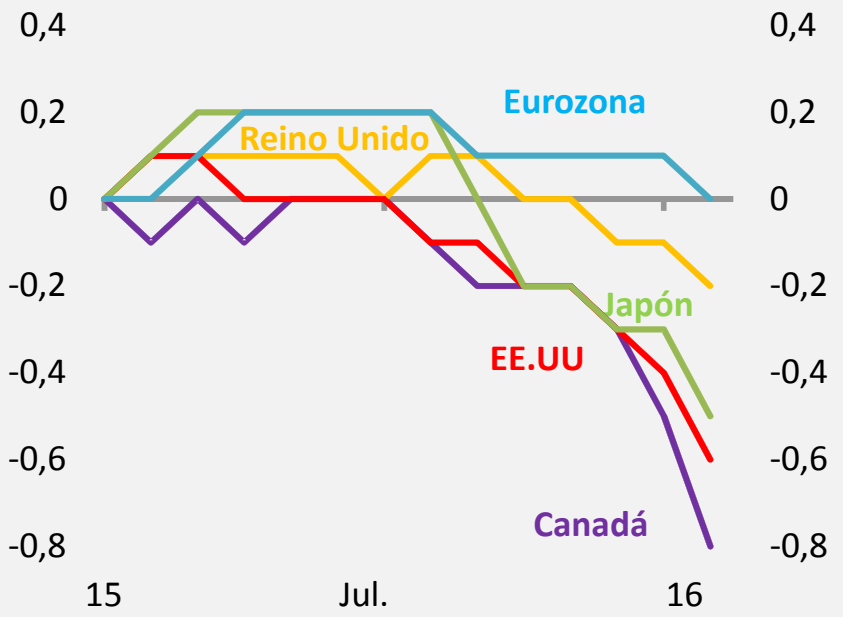



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015.
(2) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.
Fuente: Bloomberg.

**Estos vaivenes estuvieron en parte ligados a dudas sobre el crecimiento mundial, en especial en EE.UU. Esto ha llevado a que las políticas monetarias del mundo desarrollado se hayan vuelto más expansivas, ya sea por anuncios o decisiones.**

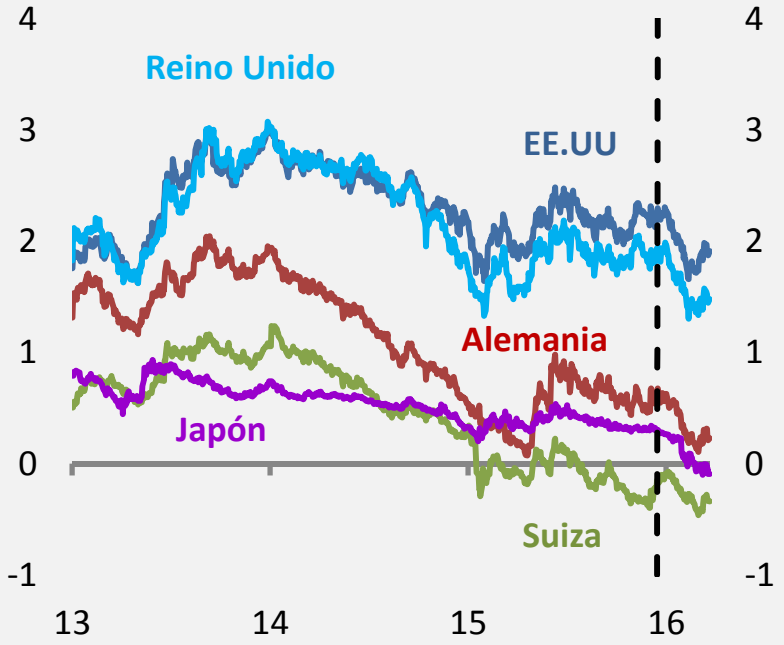
## Cambio acumulado en la proyección de crecimiento para el 2016

(respecto de enero 2015, puntos porcentuales)




## Tasas de interés de largo plazo (*)

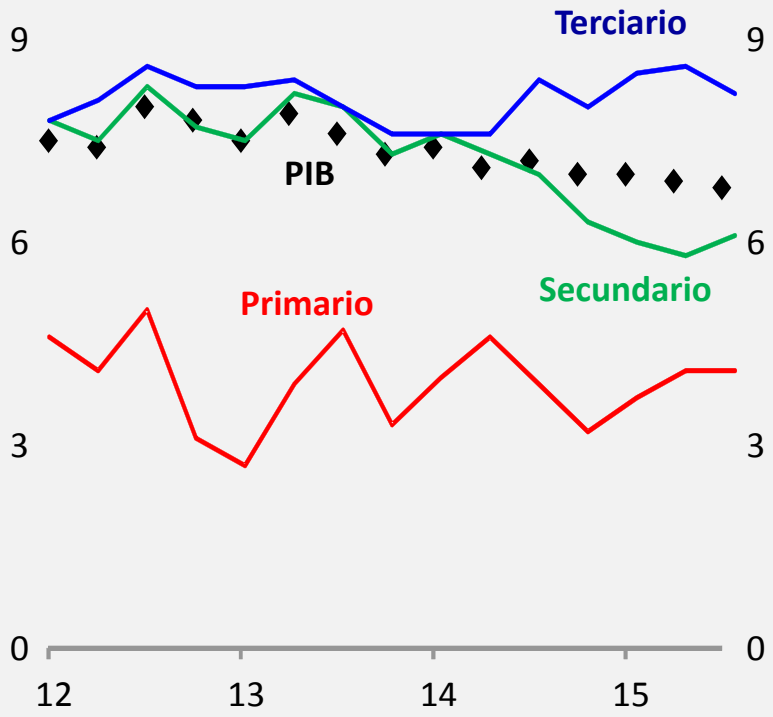
(porcentaje)



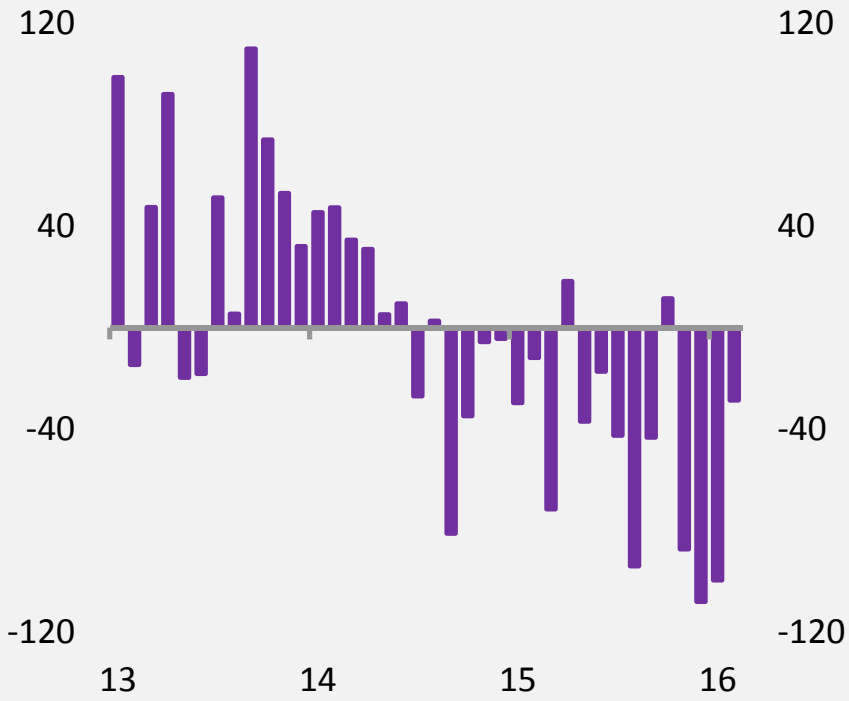

(*) Corresponde a la tasa de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. Fuentes: Consensus Forecasts y Bloomberg.

# Otro factor que ha alentado la volatilidad de los mercados son las dudas sobre China, por la sostenibilidad de sus políticas y de su crecimiento.

**PIB sectorial**
(variación anual, porcentaje)




**Reservas en internacional**
(variación mensual, miles de millones de US$)

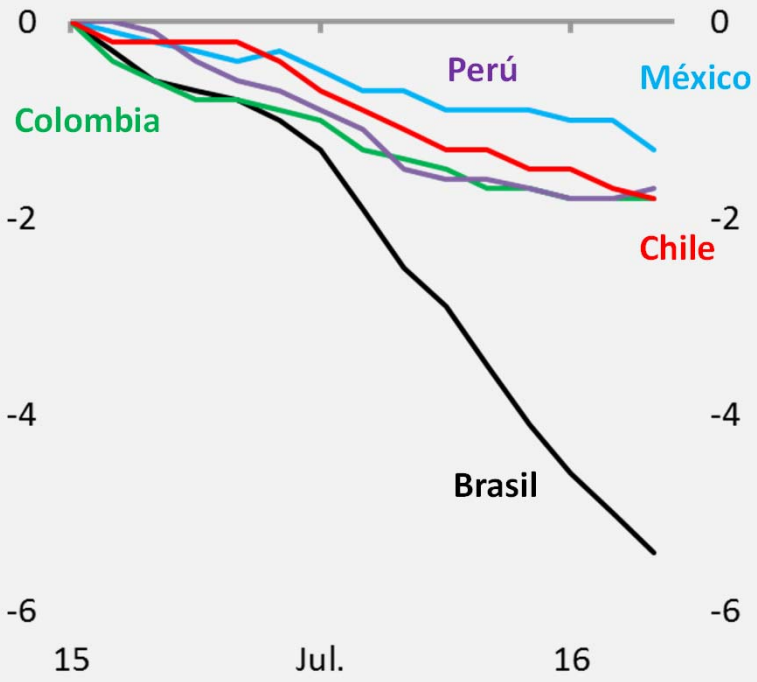



Fuente: Bloomberg.

**Las tensiones en los mercados financieros mundiales se trasmitieron con fuerza a América Latina por su alta exposición a los precios de las materias primas y a China. Además, varias economías de la región necesitan realizar un ajuste macro importante.**

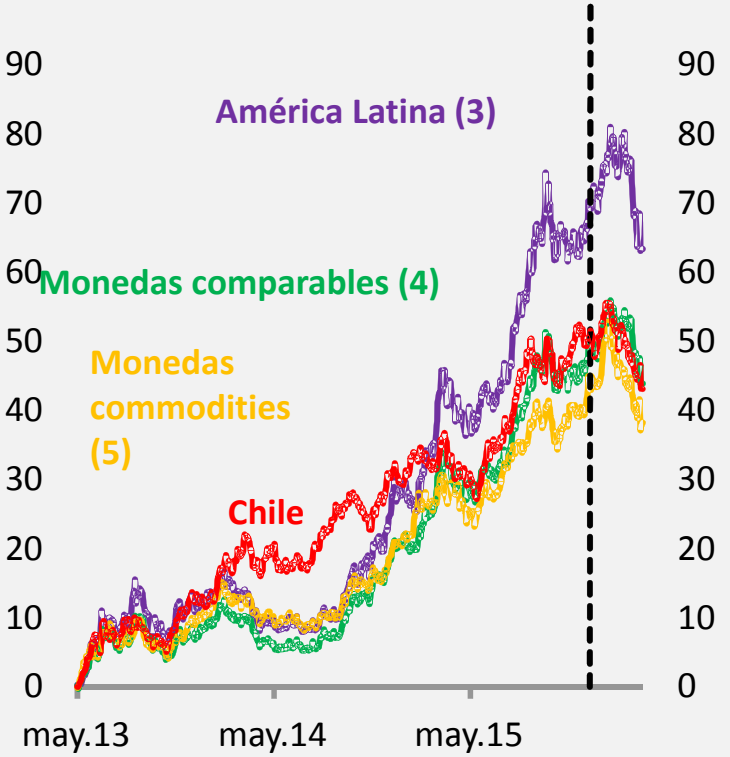
## Cambio en la proyección de crecimiento 2016

(puntos porcentuales)




## Tipo de cambio nominal (1) (2)

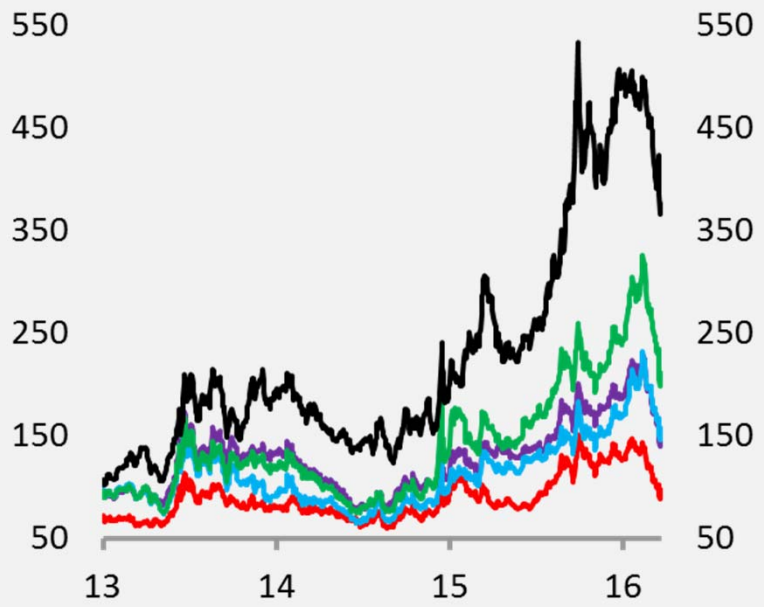
(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)



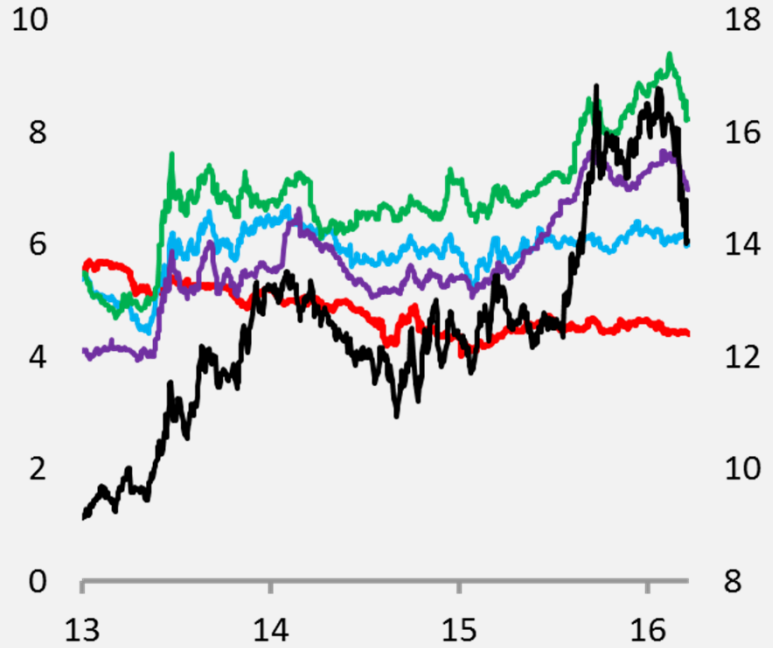

(1)Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. (2) Índices de monedas construido en base a los ponderadores WEO octubre 2015I. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (5) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.
Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

## Chile se ha diferenciado, por ejemplo por un menor aumento del premio por riesgo y la estabilidad de sus tasas de interés de largo plazo.

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




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




Chile México Perú Colombia Brasil

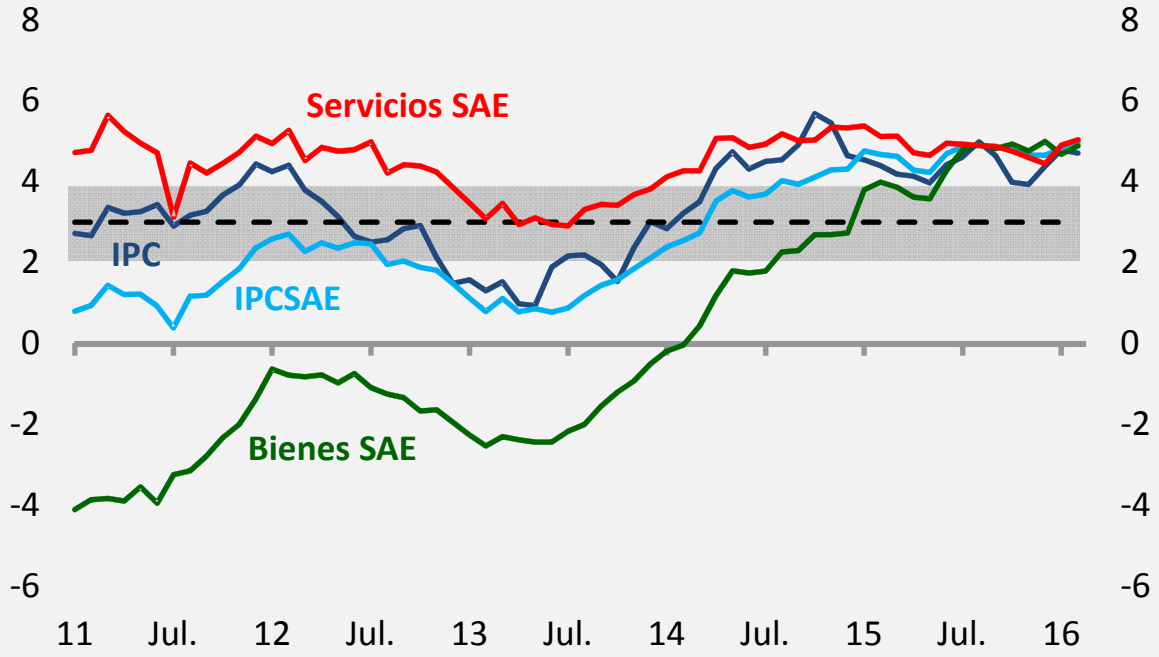
(1) Premios por riesgo medios por CDS a 5 años. (2) Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo. Para Chile considera bonos del Banco Central y de la Tesorería.
Fuente: Bloomberg.

# Escenario interno

**La inflación ha evolucionado acorde con lo proyectado. Su nivel permanece alto, principalmente por los efectos de la significativa depreciación que ha acumulado el peso, en un contexto donde la indexación a la inflación pasada y acotadas holguras de capacidad han limitado una baja de la inflación de no transables.**

## Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

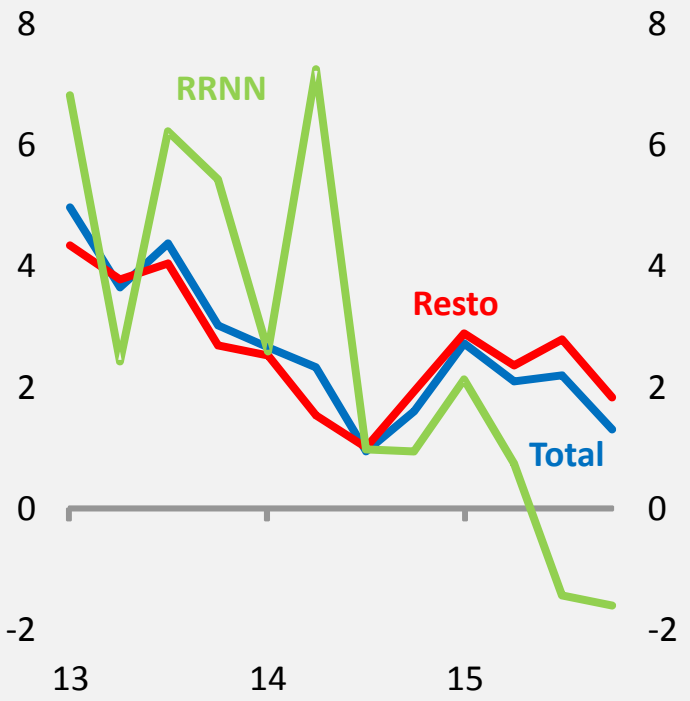



(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

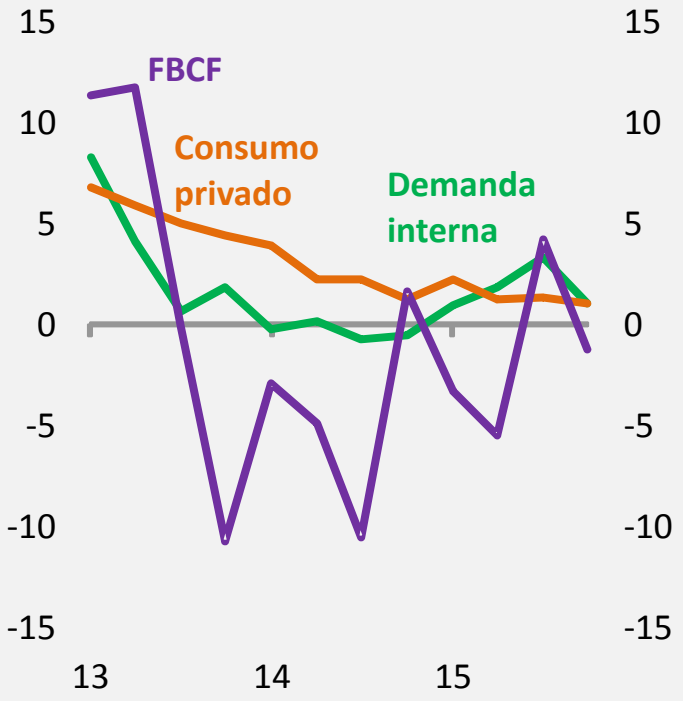
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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

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




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

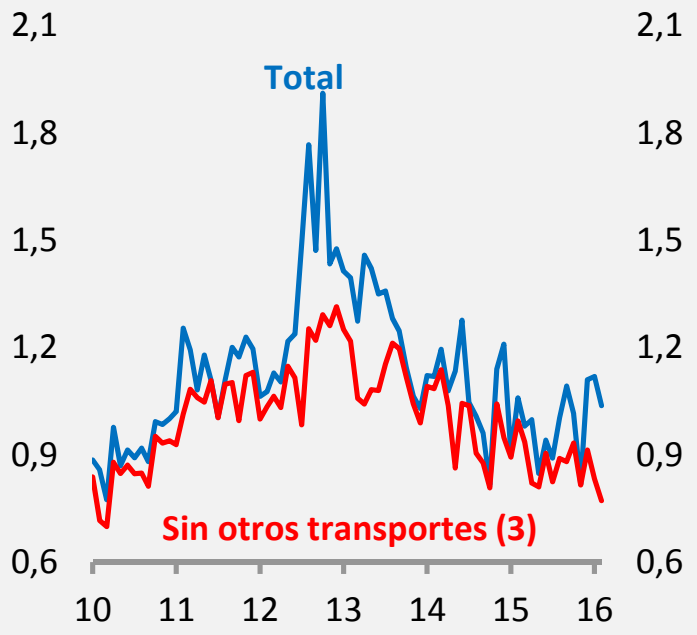



Fuente: Banco Central de Chile.

# La inversión se mantiene débil. 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)

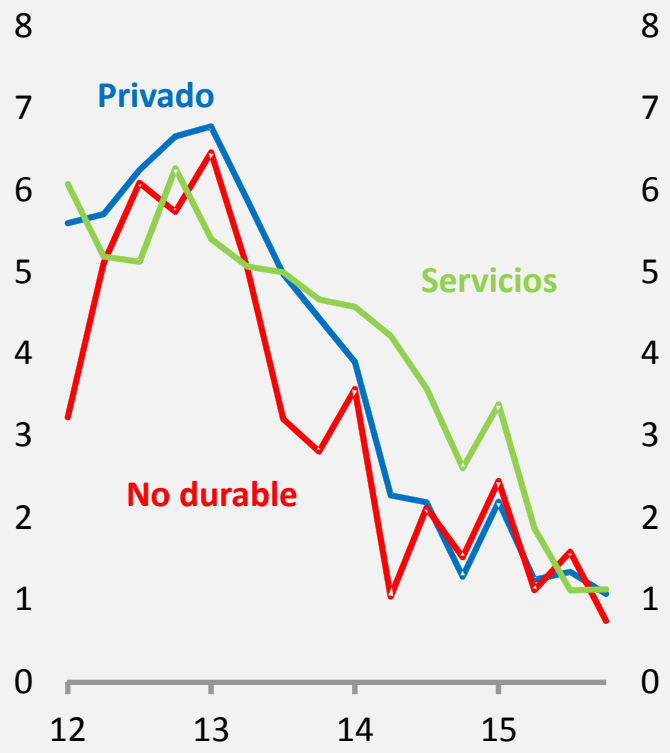
## Importaciones nominales de bienes de capital (2)
(miles de millones de dólares)



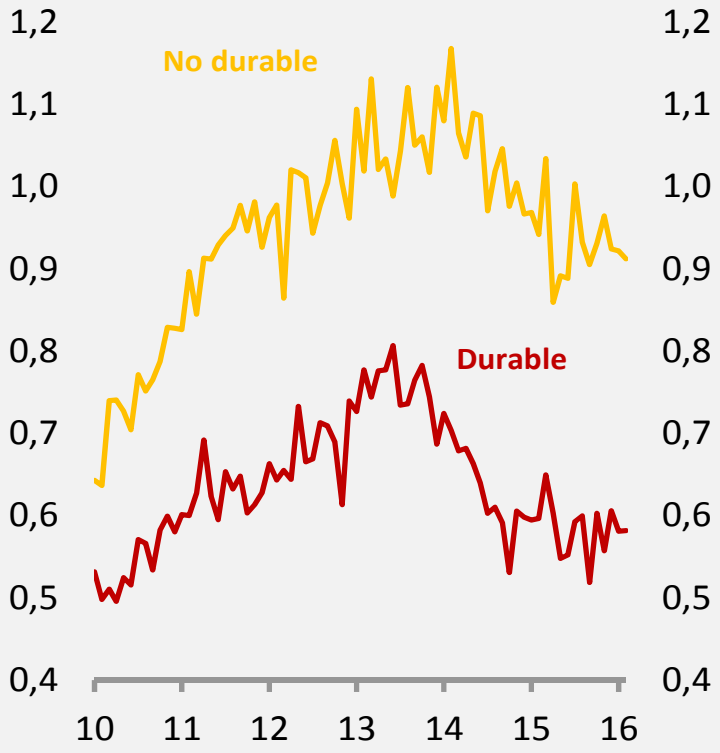

(1) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS hasta el tercer trimestre y el plan de inversión de Codelco. La inversión habitacional considera información de la Cámara Chilena de la Construcción y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El 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).
Fuente: Banco Central de Chile.

**Por el lado del consumo, destacó el bajo desempeño en su componente habitual. Tampoco se vislumbra una mejora en lo inmediato.**

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



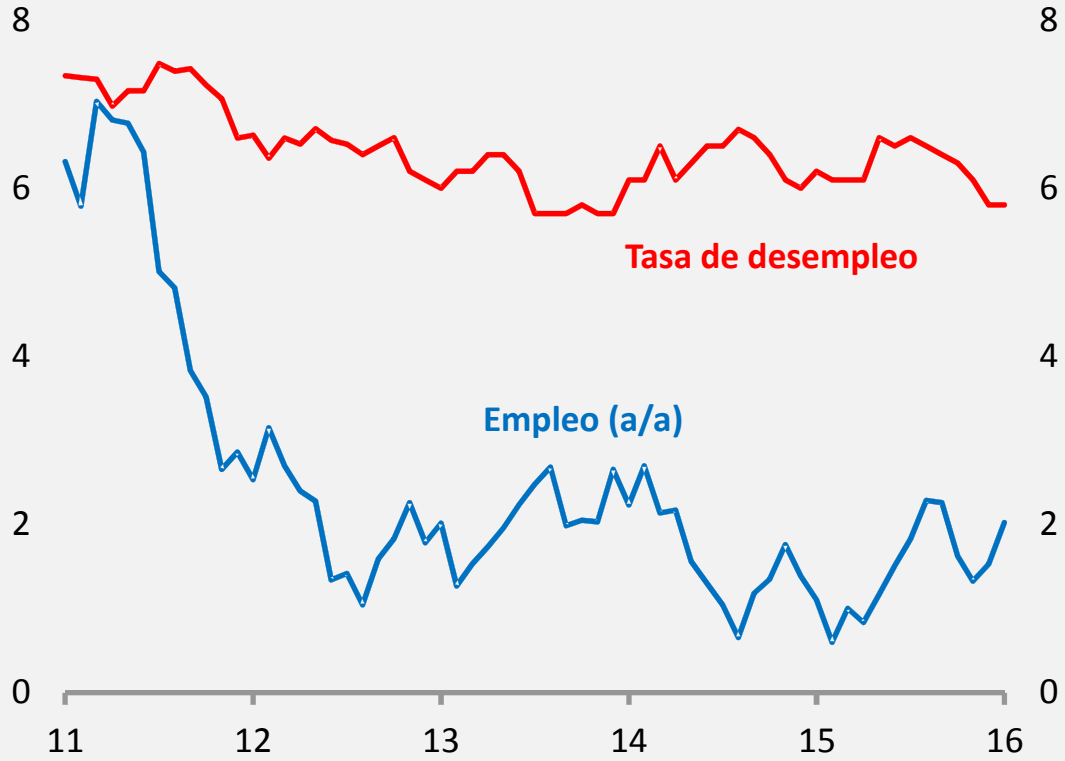

**Importaciones nominales de bienes de consumo (*)**
(miles de millones de dólares)




(*) 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 se mantuvo baja.

**Mercado laboral**
(porcentaje)

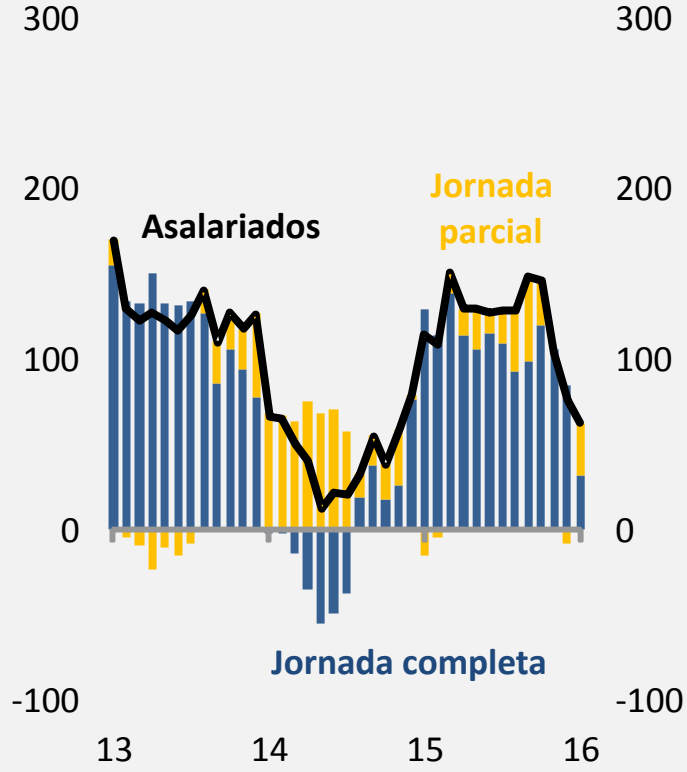



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Sin embargo, en lo más reciente, el empleo asalariado ha tendido a desacelerarse, lo que junto con otros indicadores en el mismo sentido, sugieren un debilitamiento de este mercado.**

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

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

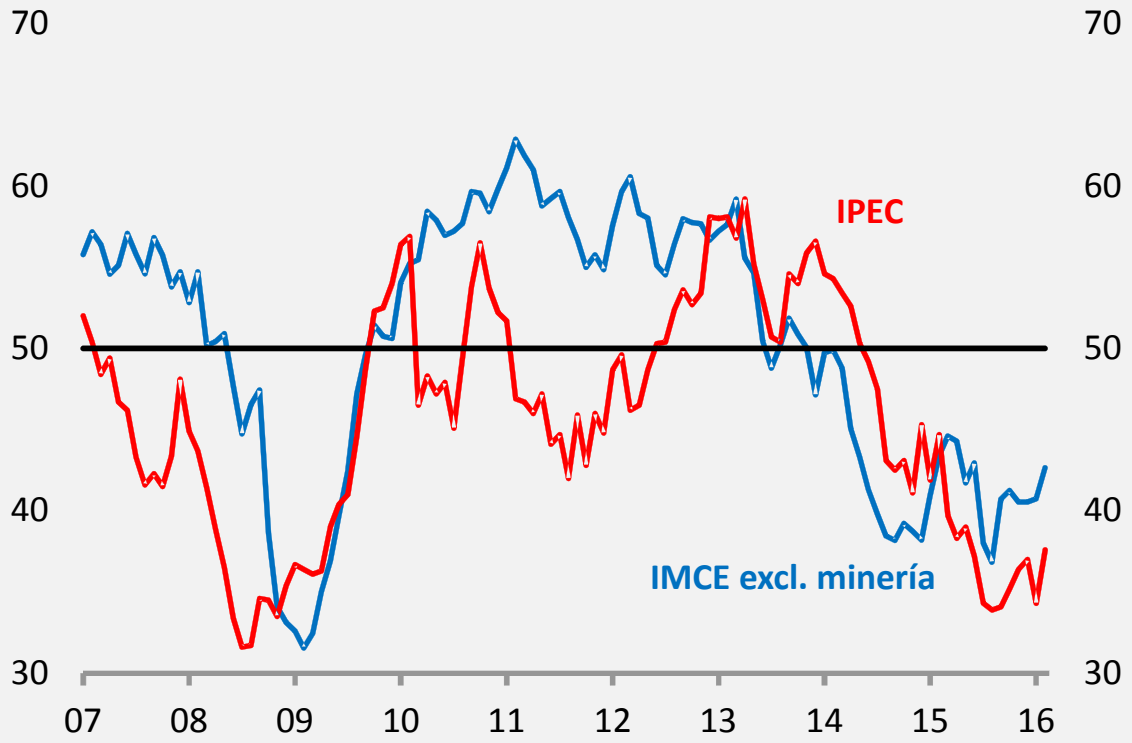



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

# La confianza de consumidores y empresas, aunque con vaivenes, se ha sostenido en la zona de pesimismo.

## 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.

# Perspectivas

# El impulso externo que recibirá la economía chilena será menor que lo esperado en diciembre. Por un lado, por una revisión del crecimiento global a la baja, particularmente del mundo desarrollado y también de América Latina.

## Supuestos del escenario base internacional

| | 2014 | 2015 (e) | | | 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.

# Por otro lado, las condiciones financieras se estiman menos holgadas y los términos de intercambio serán menores.

## Supuestos del escenario base internacional

| | 2014 | 2015 | 2016 (f) IPoM Sep.15 | 2016 (f) IPoM Dic.15 | 2016 (f) IPoM Mar.16 | 2017 (f) IPoM Sep.15 | 2017 (f) IPoM Dic.15 | 2017 (f) 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 |
| | | | (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

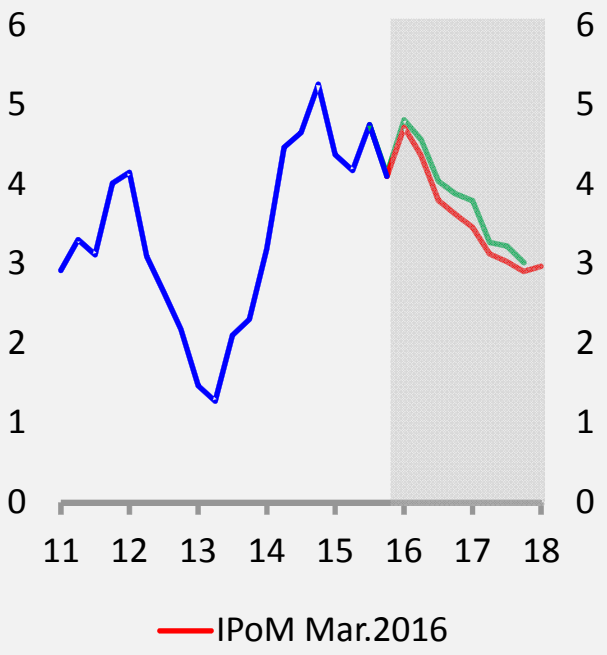
(variación anual, porcentaje)

| | 2014 | 2015 (e) IPoM Dic.15 | 2015 (e) IPoM Mar.16 | 2016 (f) IPoM Dic.15 | 2016 (f) IPoM Mar.16 | 2017 (f) 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 |

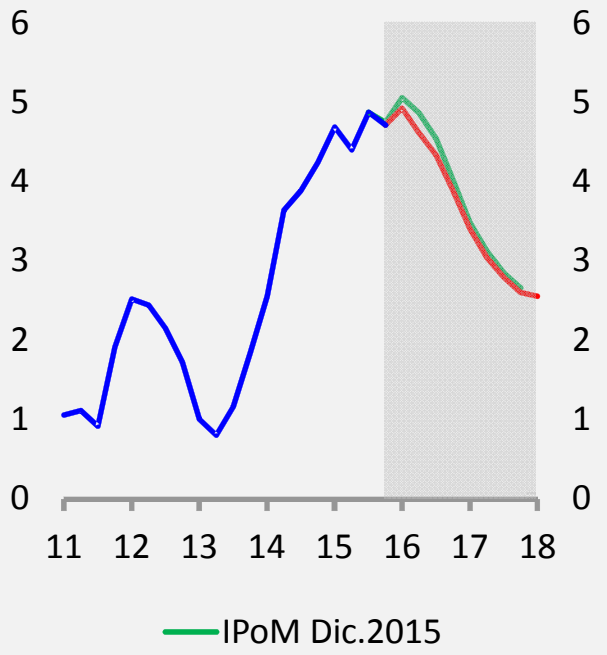
(e) Estimación.
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

**La inflación convergerá gradualmente a 3%, aunque permanecerá 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)



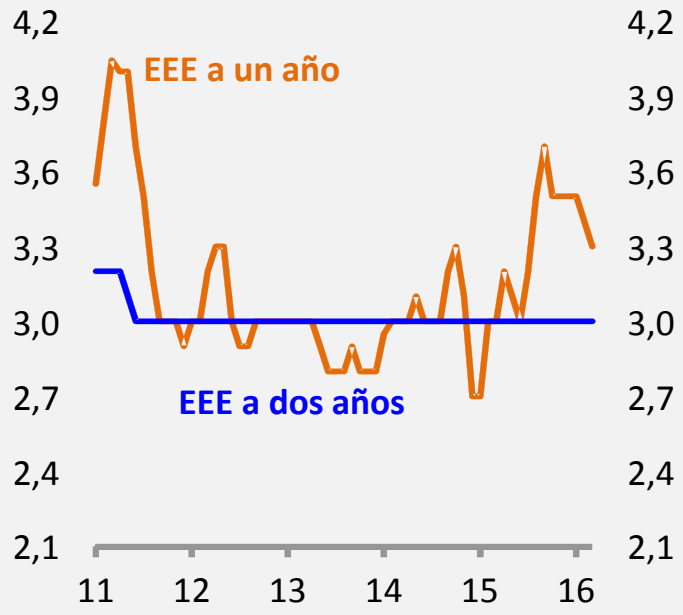

**Inflación IPCSAE (*)**
(variación anual, porcentaje)



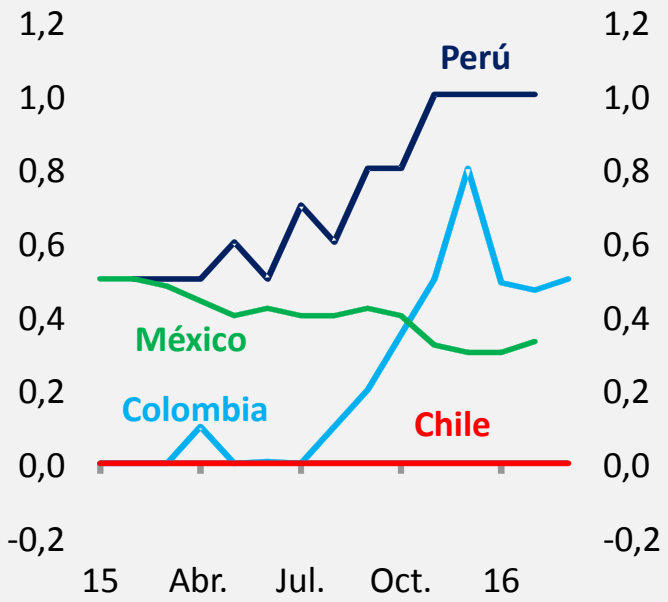

(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2016, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Las expectativas privadas son coherentes con este escenario. Ello nos ha diferenciado respecto de otros países, donde la elevada y prolongada inflación ha desviado las expectativas de la meta de política.**

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




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

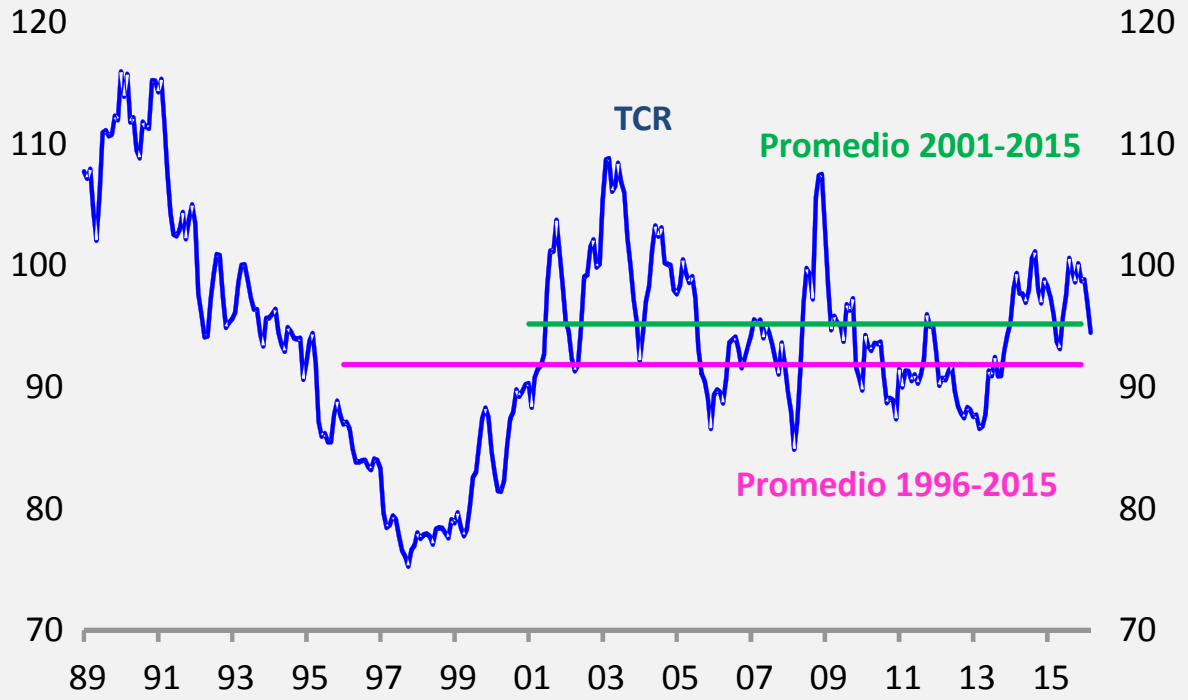



(*) Corresponde a la diferencia de la inflación meta respecto de la inflación esperada a diciembre de 2017 para Perú y México y a dos años para Chile y Colombia. Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.

**El IPCSAE convergerá a niveles similares a sus promedios históricos en la segunda mitad del 2017. Este proceso estará determinado en gran parte por un tipo de cambio nominal que, más allá de la volatilidad habitual, se espera no tendrá depreciaciones de la magnitud de las observadas en los años recientes.**

## Tipo de cambio real

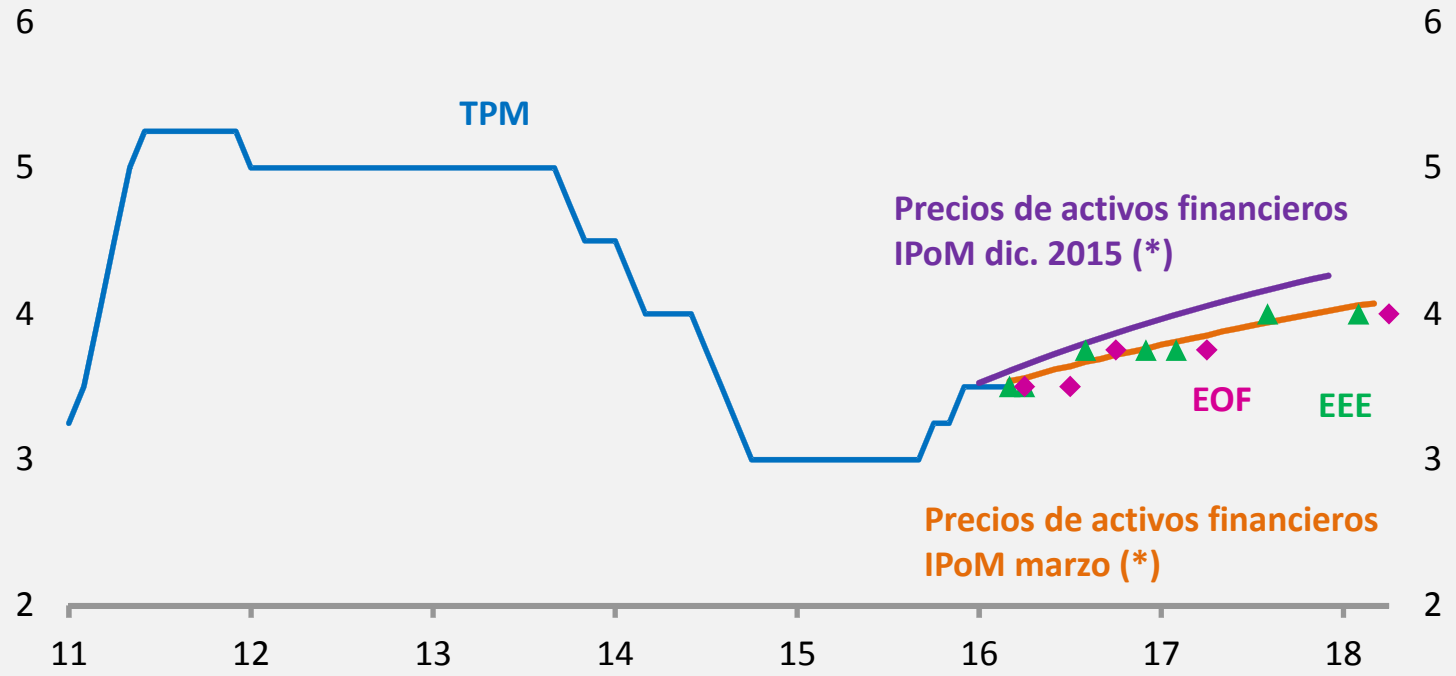
(índice, 1986=100)




Fuente: Banco Central de Chile.

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

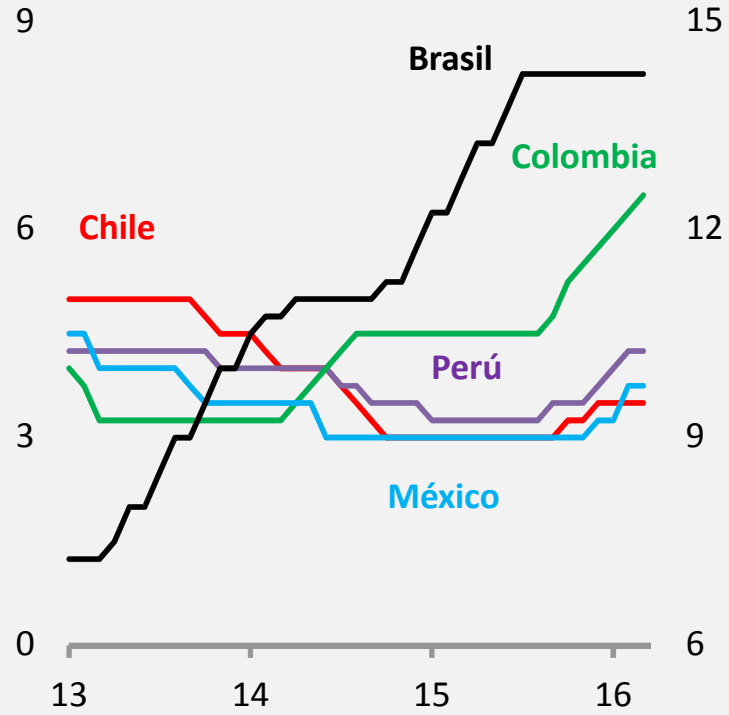
**TPM y expectativas**
(porcentaje)



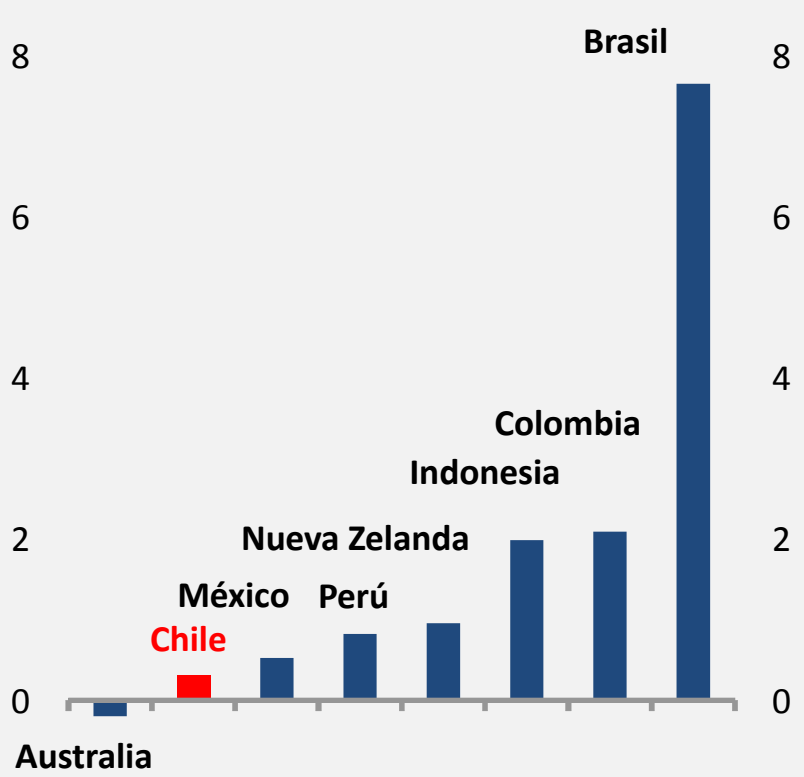

(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.

**Bajo este supuesto, la política monetaria seguirá impulsando a la economía a lo largo de todo el horizonte de proyección. Además, su nivel actual es uno de los más expansivos entre un conjunto de economías comparables.**

**TPM nominal**
(porcentaje)




**TPM real**
(porcentaje)

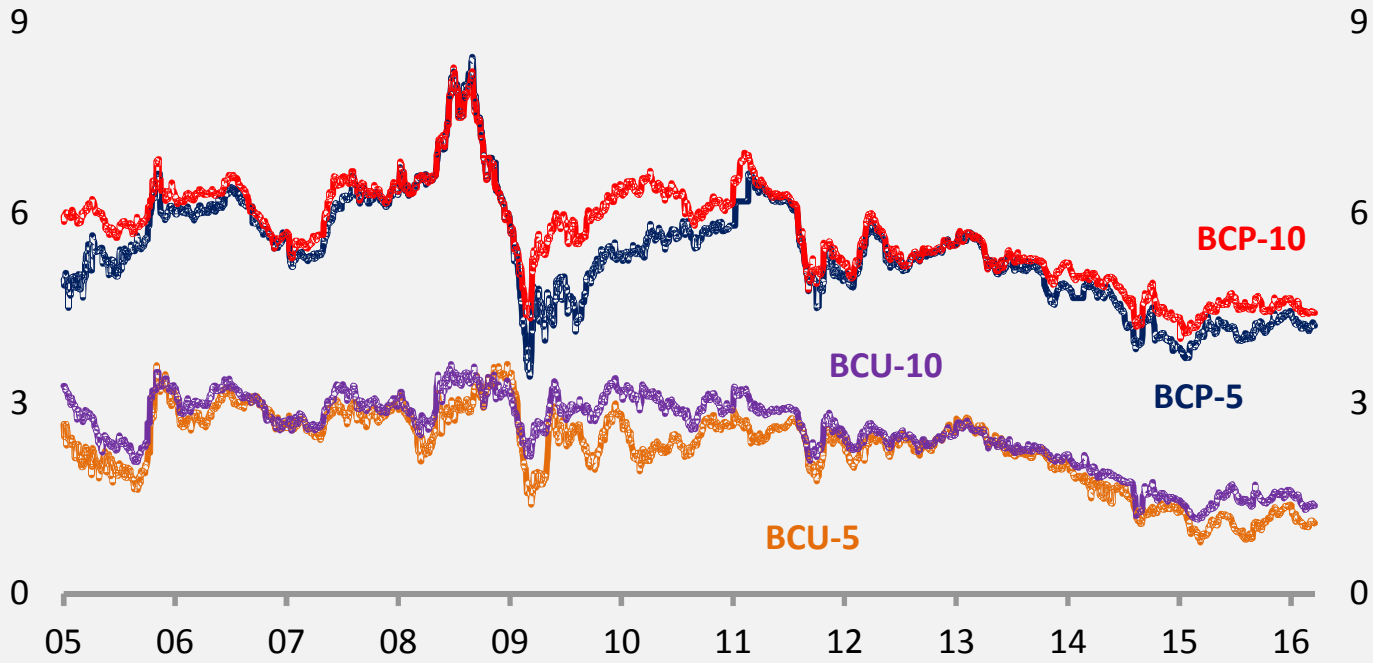



Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.

**Es importante destacar que en los últimos años, el Banco Central ha contribuido a un gradual ajuste de los precios relativos en un ambiente donde la indexación todavía es alta, con una política monetaria expansiva y acomodando una importante depreciación del peso. Ello también se refleja en la evolución de las tasas de largo plazo que se mantienen en o cerca de sus mínimos históricos.**

## Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile

(porcentaje)




Fuente: Banco Central de Chile.

## El Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

**Mercados financieros internacionales:**

- Repetición de episodios de volatilidad (China; diferencial de tasa Fed con el mercado y entre G3).

- Pero también, el reciente mayor apetito por activos riesgosos podría mantenerse.

**Perspectivas de actividad mundial:**

- Dudas sobre China y la fuerza de la recuperación de EE.UU; además, debates electorales en varios países y un posible viraje hacia políticas más proteccionistas.

- Las políticas de impulso, particularmente en el mundo desarrollado y China, podrían ser más efectivas en lograr un mayor crecimiento global.

**América Latina:**

- Varios países deben realizar ajustes importantes y costosos.
- Situación política se ha complicado en algunos.
- Escenarios negativos con efectos en costos de financiamiento y demanda externa.

## El Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

**Actividad:**

- Menor crecimiento si se intensifica el deterioro del mercado laboral, la debilidad de la actividad y la demanda, y las expectativas pesimistas.

- Recuperación más rápida: la economía se encuentra bien balanceada desde un punto de vista macro, posee una política fiscal responsable, expectativas de inflación bien ancladas y un sistema financiero estable y bien regulado.

**Inflación:**

- La inflación se ha mantenido elevada por mucho tiempo, lo que podría afectar su velocidad de convergencia tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos en la formación de expectativas.

- En el corto plazo, su dinámica seguirá muy ligada a la evolución del tipo de cambio que estará determinado por los escenarios externos, por ende hay riesgos en ambas direcciones.

# Informe de Percepciones Negocios

**Las empresas destacan un desempeño de sus negocios, en general, menor el último trimestre del 2015, así como un débil inicio del 2016.**

**La excepción fue el sector de la construcción habitacional cuyo dinamismo, incluso mayor al esperado, se debió al adelanto de compras antes de la aplicación del IVA a la construcción y a nuevos subsidios habitacionales en segmentos mas bajos.**

**De todas maneras, en el sector se destaca que las oficinas y locales comerciales muestran una menor ocupación y los valores de los arriendos han bajado.**

**En los otros sectores, las automotoras continuaron dando cuenta de menores ventas, incluso algo peor de lo esperado, por lo que debieron continuar ajustando márgenes.**

**La industria alimenticia destacó cierta desaceleración de ventas hacia el segundo semestre del año y una fuerte competencia, por lo que no pudieron traspasar los mayores costos por el tipo de cambio a sus precios de ventas.**

# Talca – Informe de Percepciones Negocios

**En el comercio también el desempeño fue menor. Los mayores costos asociados al tipo de cambio se traspasaron a precios, pero se destacó una fuerte presión al alza de los costos de seguridad y otros costos asociados a la mayor judicialización y fiscalización en el sector.**

**En hotelería y restaurantes se dio cuenta de una menor ocupación, algunos debieron bajar sus tarifas y se suspendieron eventos.**

**Los mayores costos del sector agrícola (maíz y trigo) y viñas no se ha podido traspasar a precios. Destacaron que en algunos casos debieron cambiar sus cultivos hacia otras áreas como la frutícola.**

**El mercado laboral se percibe bastante más holgado y con una oferta de mano de obra calificada algo mayor. Excepto por el sector de la construcción, el resto de los sectores mantuvo o redujo personal, aunque nada masivo.**

**Las inversiones en general han sido más acotadas y enfocadas en ahorrar costos, tanto porque perciben incertidumbre hacia adelante, como por ser parte de sus calendarios de inversión de las empresas**

# Conclusiones

**La inflación continuará por sobre 4% por algunos meses más y llegará a 3% en el 2017. El crecimiento de la actividad y la demanda se ha debilitado y se recuperará paulatinamente.**

**Gran parte de la convergencia de la inflación responde a que el escenario base no supone que se repetirán las tan significativas depreciaciones del peso que hemos visto en los últimos años.**

**El incremento de las holguras de capacidad ayudará al proceso de convergencia de la inflación, aunque las holguras siguen siendo acotadas y la elasticidad de la inflación a las brechas es baja. Por ende, no se esperan ver reducciones muy rápidas de la inflación subyacente.**

**El impulso externo para la economía chilena es menor al previsto en diciembre. Además, hay variados riesgos respecto de los mercados financieros, el crecimiento global y América Latina.**

**Para lograr la convergencia de la inflación a la meta, se sigue considerando que se requiere un retiro parcial del estímulo monetario, aunque a un ritmo más pausado que el previsto en diciembre.**

**El Consejo reitera que hará todo lo necesario para asegurar que la inflación vuelva a 3% en el horizonte de proyección. 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

Mario Marcel C.
Consejero