



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Junio 2016**



# Introducción

**La economía ha evolucionado en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. La inflación, aunque descendió, sigue sobre 4% y las proyecciones del escenario base indican que retornará al rango de tolerancia en los próximos meses.**

**En el primer trimestre, la actividad creció por sobre lo proyectado, pero las perspectivas para el año anticipan que la economía continuará creciendo por debajo de su potencial.**

**El impulso externo no se prevé muy distinto al considerado en marzo. La economía mundial crecerá a tasas similares a las del 2015, pero las condiciones de financiamiento externo serán más estrechas y los precios de las materias primas permanecerán bajo sus niveles de largo plazo.**

**En este contexto, el Consejo ha mantenido la TPM en 3,5% y prevé que, dentro del horizonte de proyección, serán necesarias alzas adicionales.**



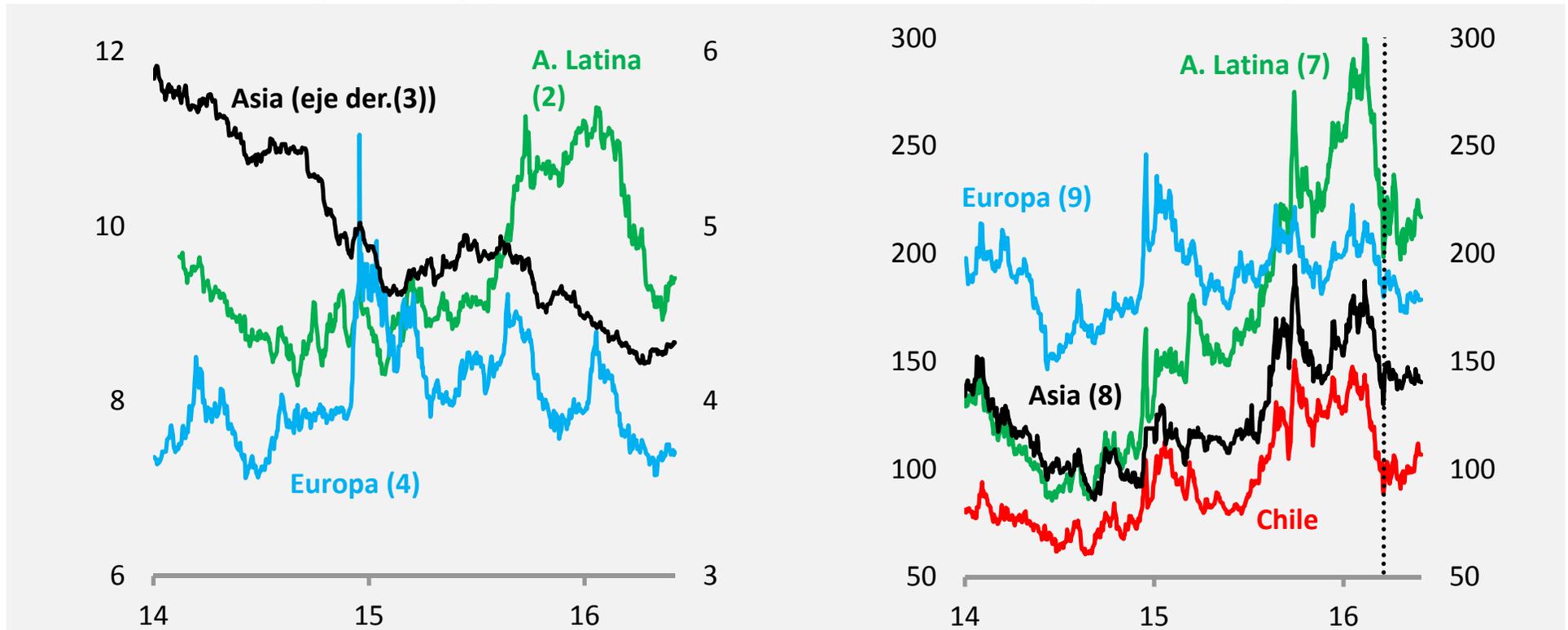
# Escenario internacional



Durante gran parte del último trimestre los mercados exhibieron una mayor calma y las condiciones financieras externas se volvieron más holgadas que las de principios de año. No obstante, en lo más reciente estas tendencias se han revertido en parte.

**Tasas de interés a 10 años emergentes (1)  
(porcentaje)**

**Premios por riesgo soberano en economías emergentes (5)(6)  
(puntos base)**

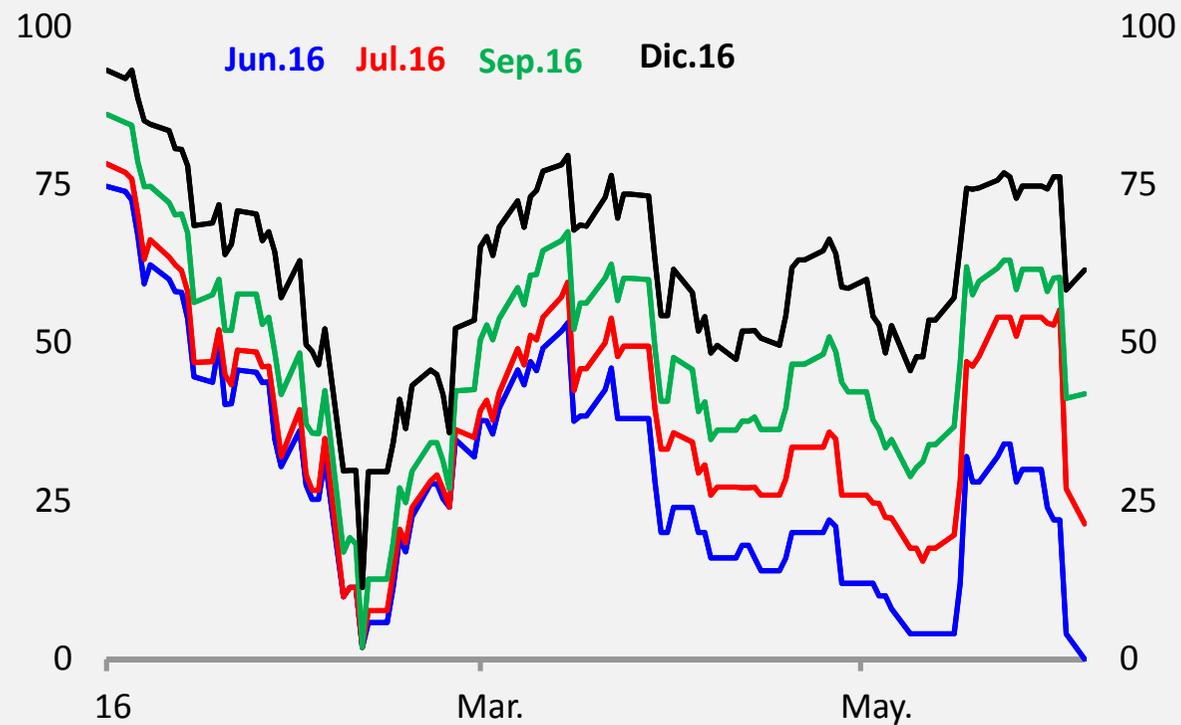


(1) Ponderado a PPC. (2) Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. (3) Incluye China, India, Indonesia, Filipinas, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Malasia. (4) Incluye Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia y Tailandia. (5) CDS a 5 años. Promedio simple. (6) Línea punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de marzo. (7) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (8) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (9) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



Los movimientos de los mercados financieros han estado determinados por los desarrollos en Estados Unidos y en China. Las noticias que alejan o acercan la posibilidad de un alza de la tasa *fed funds* a mediados de año han tenido impactos importantes en los mercados.

### Probabilidad implícita de alza de tasa (\*) (probabilidad acumulada hasta la fecha)

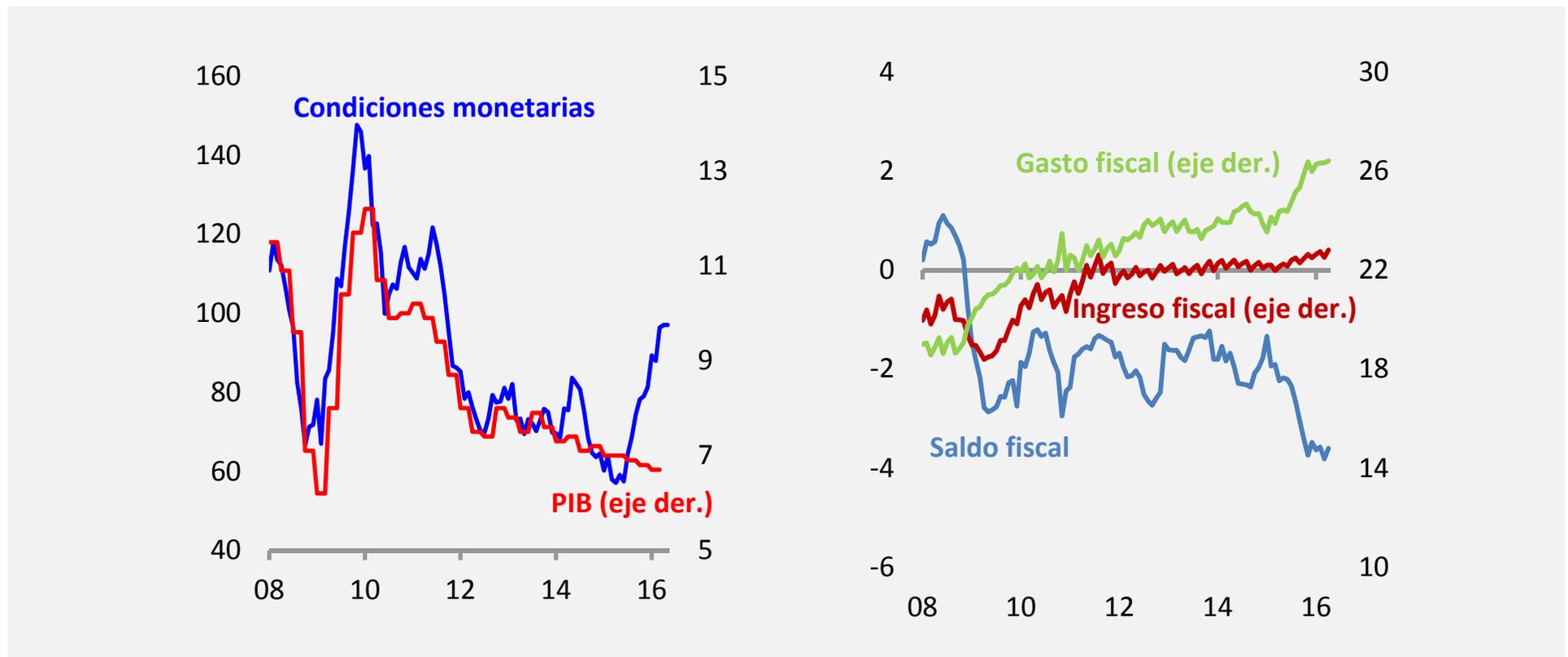


(\*) Probabilidad implícita en los precios de mercado.  
Fuente: Bloomberg.



**En China, persisten los riesgos asociados al esfuerzo de sus autoridades por cumplir con sus objetivos de crecimiento. La postergación de ajustes necesarios incrementan el riesgo a futuro.**

### **China: Políticas de impulso (1)(2)** (índice; porcentaje)



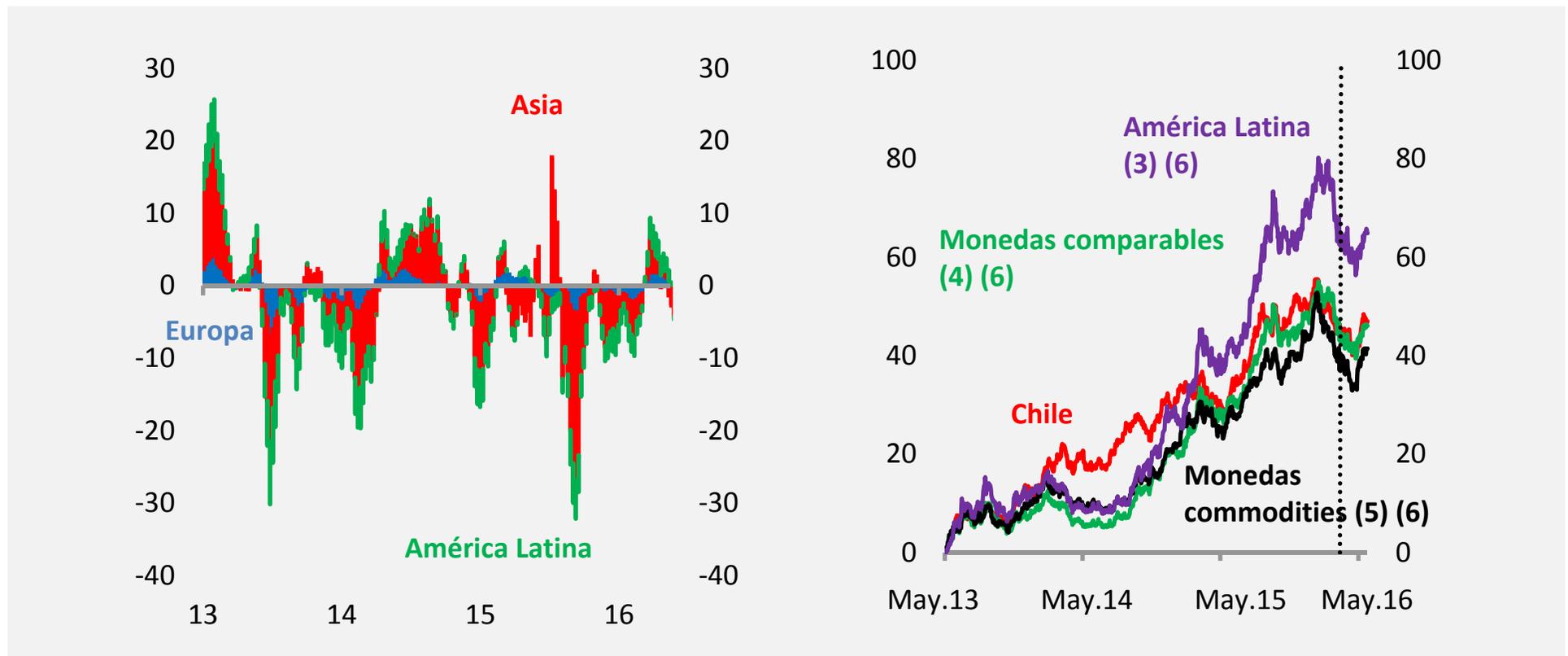
(1) Condiciones monetarias corresponde al Bloomberg intelligence monetary conditions index. (2) Cifras fiscales medidas como porcentaje del PIB. Fuente Bloomberg.



## Estas noticias también han determinado el reacomodo de portafolio y movimientos en las paridades.

**Flujos netos de capitales (1)**  
(miles de millones de dólares, mes móvil)

**Tipo de cambio nominal (2)**  
(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)



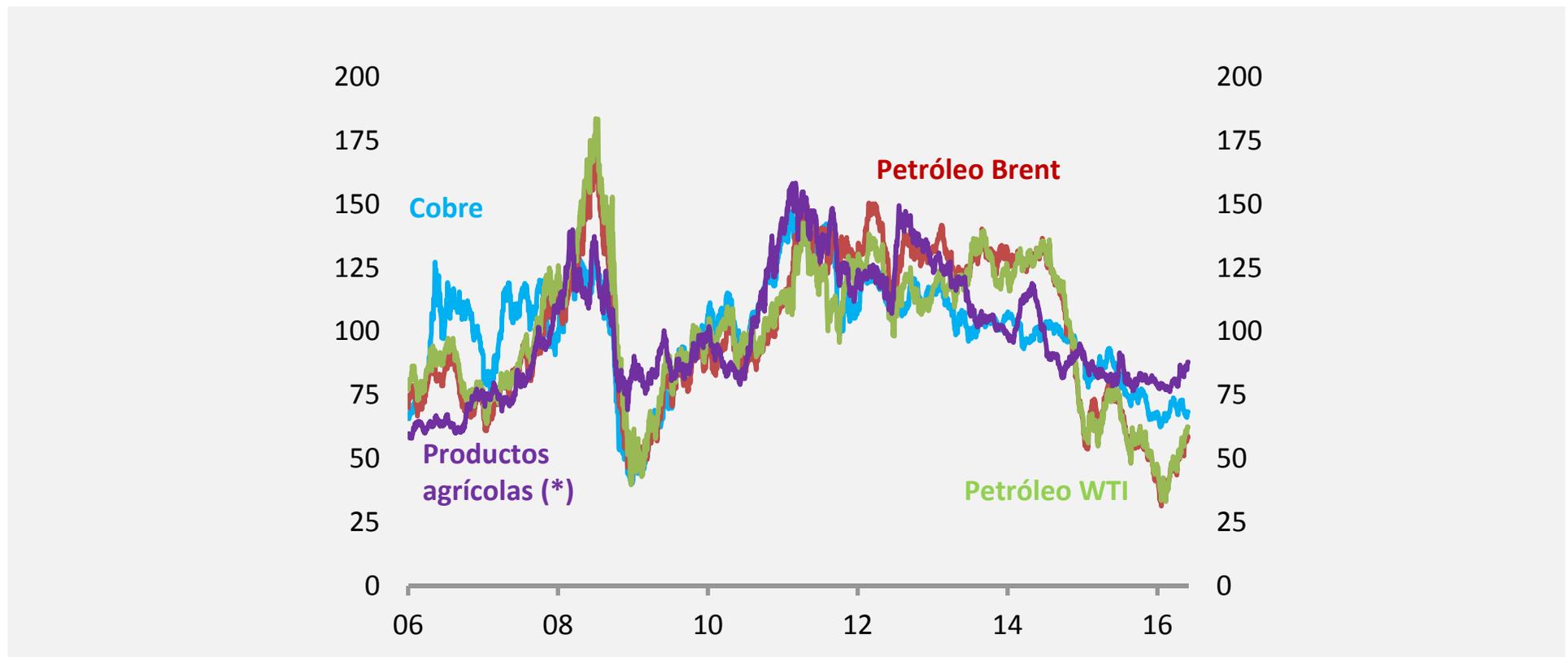
(1) América Latina incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Asia a Rep. Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia; Europa a Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia y Turquía. (2) Línea vertical puntada corresponde al IPoM de marzo 2016. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (5) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (6) Ponderadores WEO abril 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.



**El precio de la mayoría de las materias primas aumentó respecto de marzo, con excepción del cobre. Destaca el incremento del precio del petróleo**

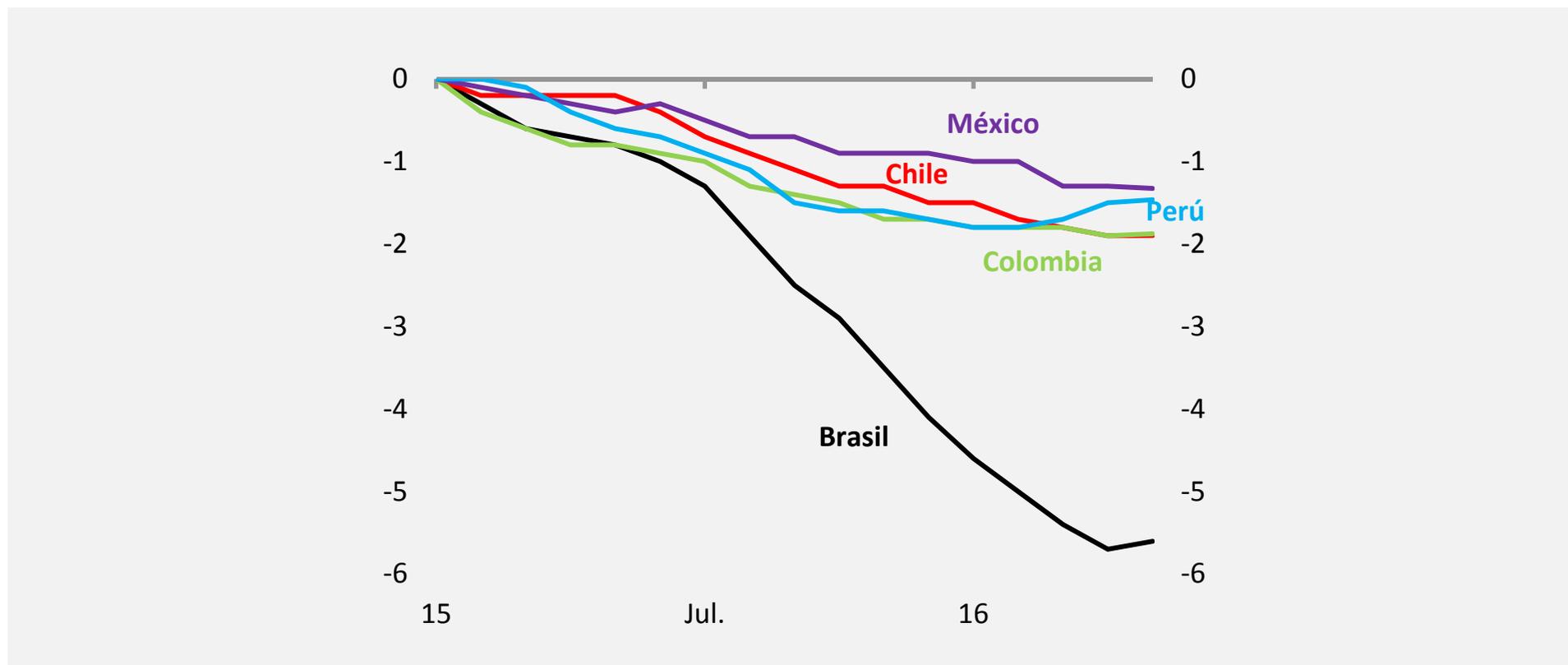
**Precios de materias primas**  
(índice, promedio 2006-2016=100)



(\*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.  
Fuente: Bloomberg.

**En América Latina, aunque se detuvo la tendencia al deterioro observado hasta el IPoM de marzo, este año la región atravesará nuevamente por una recesión. Además, siguen prevaleciendo desequilibrios macroeconómicos.**

### **Cambio en las proyecciones de crecimiento de América Latina para el 2016 (puntos porcentuales)**



Fuente: Consensus Forecasts.

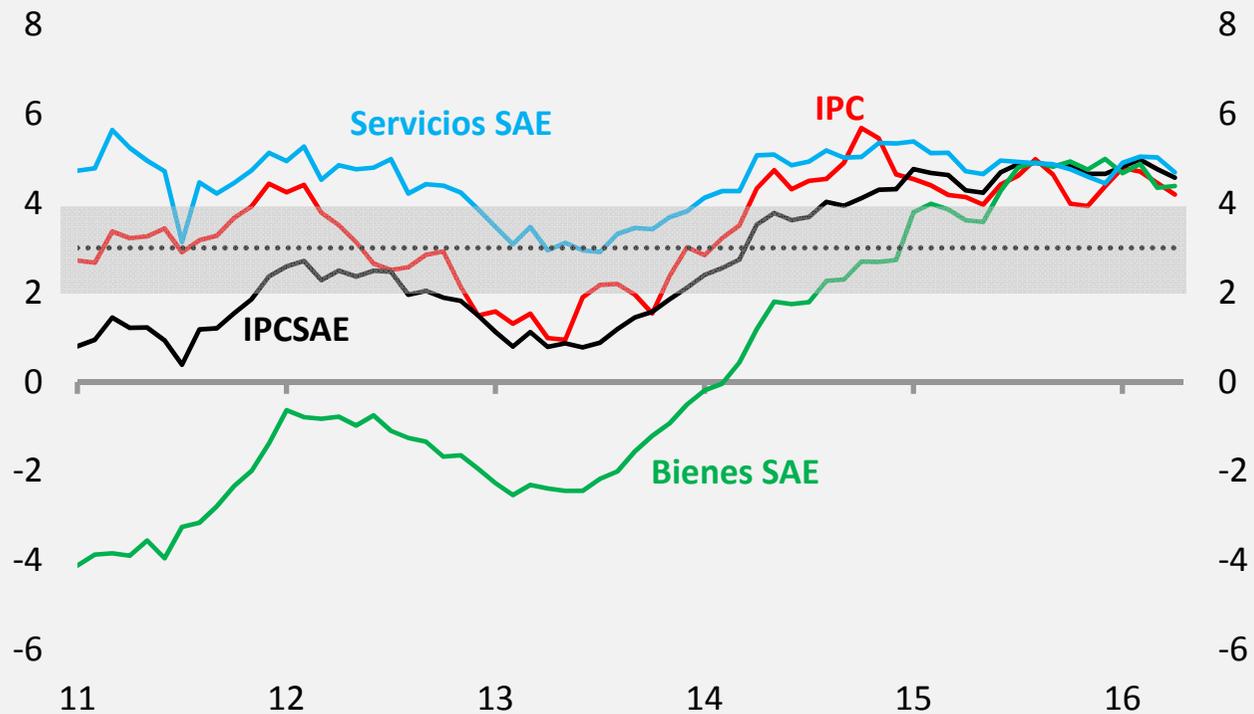


# Escenario interno



**La inflación ha evolucionado en línea con lo esperado. La de bienes disminuyó, coherente con una depreciación acumulada del peso menor que la observada entre mediados del 2013 y el tercer trimestre del 2015. La de servicios ha tenido un descenso menor, por la indexación a la inflación pasada y holguras de capacidad acotadas.**

**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.

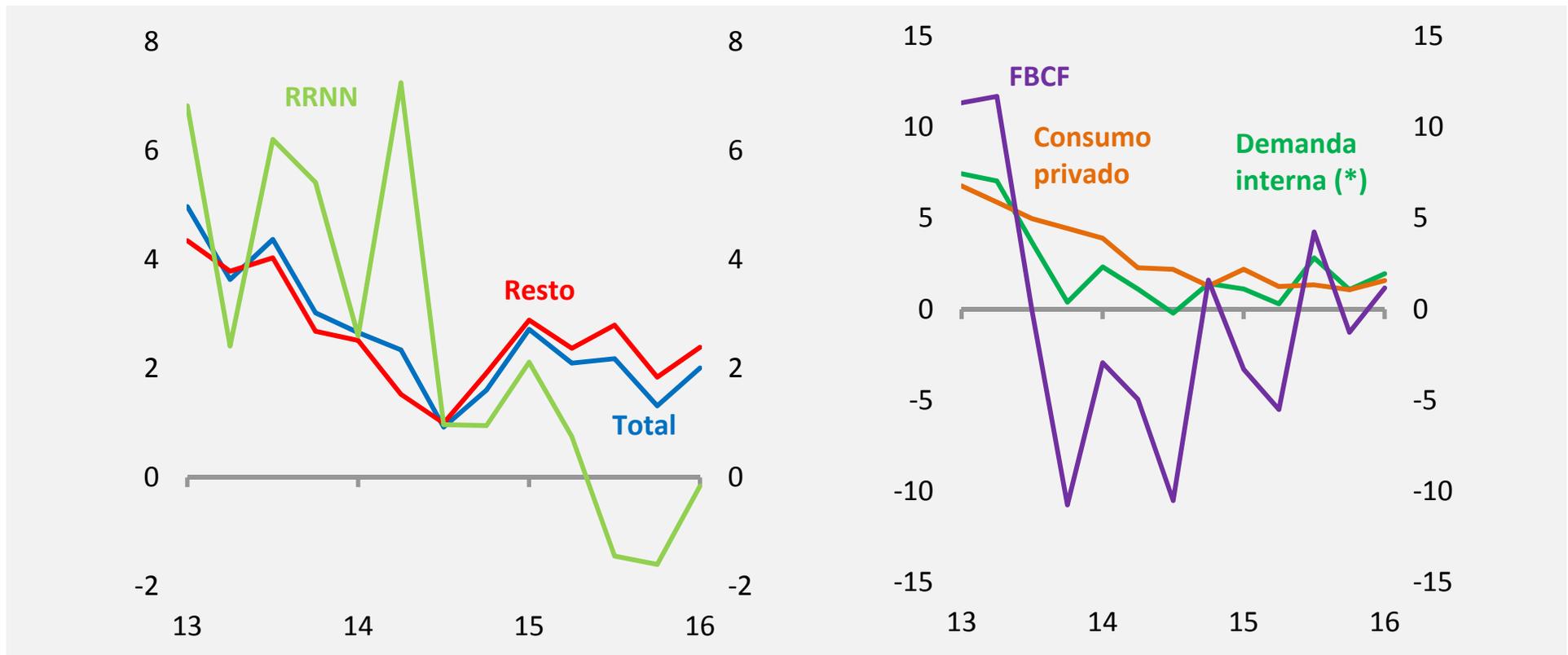
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Los datos del primer trimestre dieron cuenta de un crecimiento del PIB y de la demanda superior a lo previsto en marzo. En ello incidió el mejor desempeño de la agricultura y, en menor medida, de la minería.

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

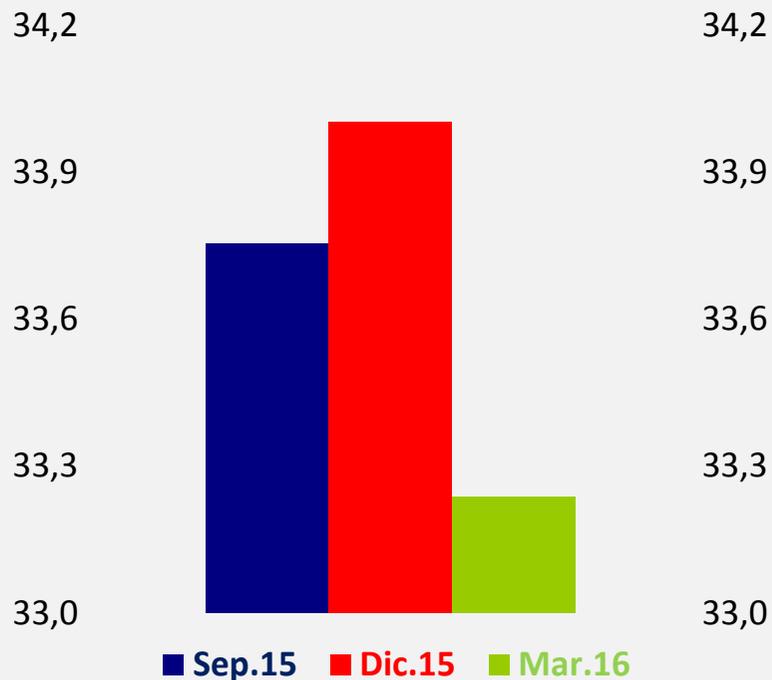
**Demanda interna**  
(variación anual, porcentaje)



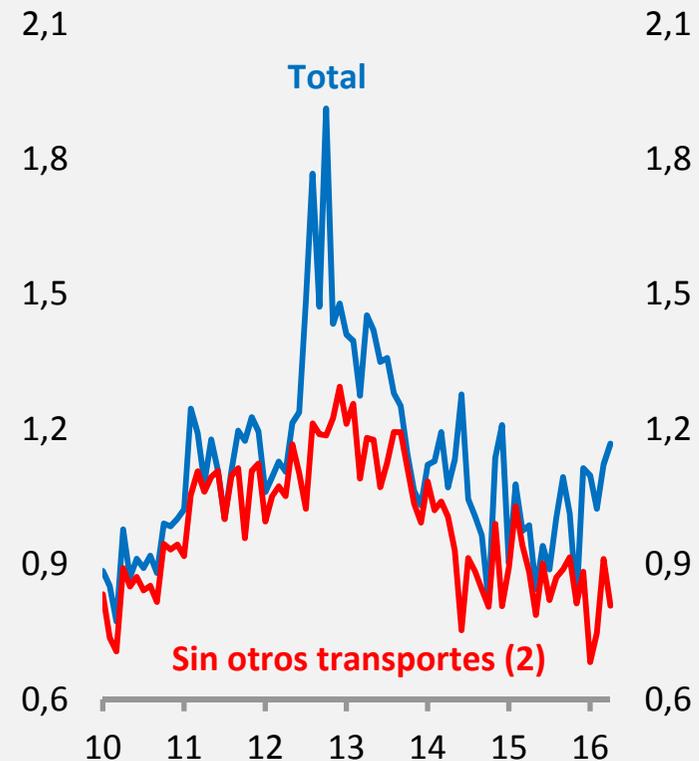
(\*) Sin variación de existencias.  
Fuente: Banco Central de Chile.

**De todos modos, la inversión se mantiene débil, especialmente la minera. Además, diversos indicadores como el catastro de la CBC y los niveles de importaciones de bienes de capital apuntan a una caída adicional de la inversión para el resto del año.**

**Inversión en construcción y obras**  
(miles de millones de dólares, acumulado entre el 2015-2019)



**Importaciones nominales de bienes de capital (1)**  
(miles de millones de dólares)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).

Fuentes: Banco Central de Chile y Catastro de proyectos de inversión de la CBC.

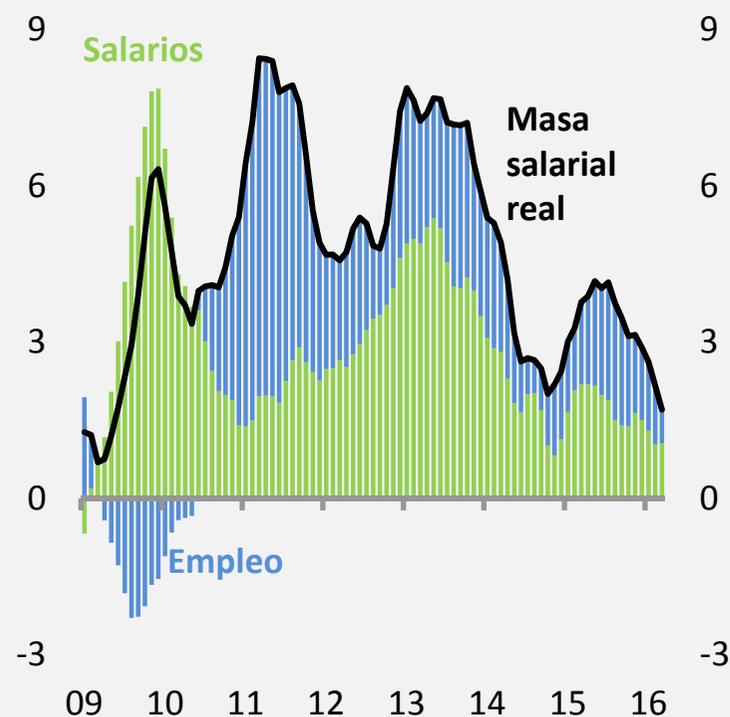


Por el lado del consumo, indicadores parciales muestran un bajo dinamismo hacia adelante. Entre ellos, el menor crecimiento de la masa salarial ante la reducción de la expansión anual del empleo asalariado y de los salarios reales.

**Mercado laboral**  
(porcentaje)



**Incidencia en el crecimiento anual de la masa salarial real (\*)**  
(puntos porcentuales)



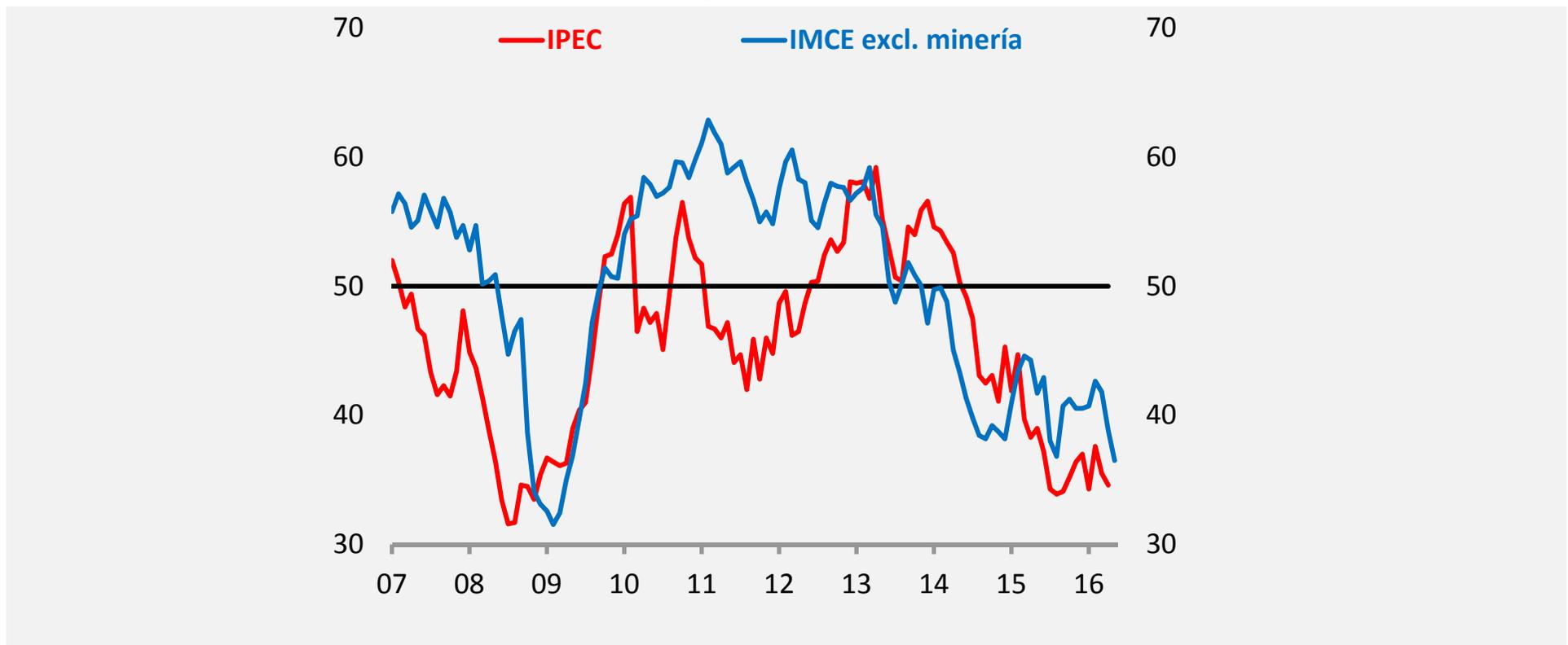
(\*) Promedio móvil trimestral.

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



Se agrega, tanto en el caso de consumo como la inversión, que las expectativas de consumidores y empresas siguen en terreno pesimista.

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



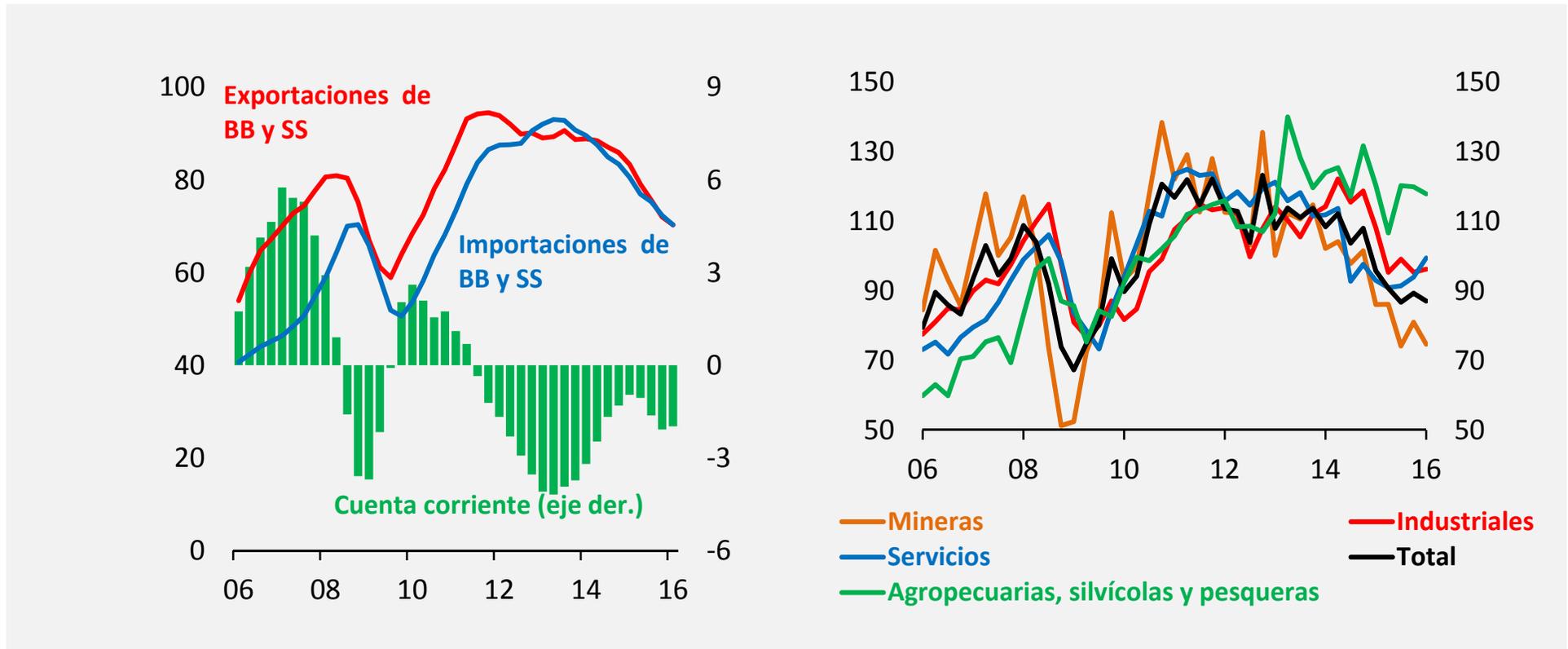
(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).  
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



En el lado externo, la cuenta corriente mantiene un déficit en torno a 2% del PIB, con exportaciones cuyo valor se ha visto afectado por los menores precios.

**Cuenta corriente y balanza comercial (1)**  
(porcentaje del PIB; miles de millones de dólares)

**Exportaciones (2)**  
(índice 2006-2016=100)



(1) Acumulado en un año móvil. (2) Millones de dólares. Series desestacionalizadas.  
Fuentes Banco Central de Chile.



# Perspectivas



**En el escenario base, los socios comerciales tendrán un crecimiento cercano al del 2015, las condiciones financieras, si bien más estrechas que en los últimos años, seguirán siendo favorables y los términos de intercambio se estabilizarán el 2017.**

### Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015 (e)		2016 (f)		2017 (f)	
		IPoM Mar.16	IPoM Jun.16	IPoM Mar.16	IPoM Jun.16	IPoM Mar.16	IPoM Jun.16
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-1,8	-4,5	-4,5	-4,2	-3,9	0,7	0,1
PIB socios comerciales	3,4	2,9	3,0	2,9	2,8	3,1	3,2
PIB mundial PPC	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	3,3	3,4
PIB mundial a TC de mercado	2,7	2,4	2,4	2,4	2,3	2,7	2,7
Estados Unidos	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,4	2,3
China	7,3	6,9	6,9	6,4	6,5	6,1	6,2
Eurozona	0,9	1,5	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6
América Latina (excl. Chile)	1,1	-0,7	-0,5	-0,9	-1,0	1,3	1,5
Precios externos (en US\$)	-0,9	-9,7	-9,8	-5,8	-3,8	1,0	0,6
		(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	311	249	249	220	215	230	225
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	93	49	49	40	45	45	51
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	99	52	52	41	45	46	52
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	731	467	467	398	401	420	420
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,2	0,3	0,3	0,7	0,9	1,5	1,6

(e) Estimación.

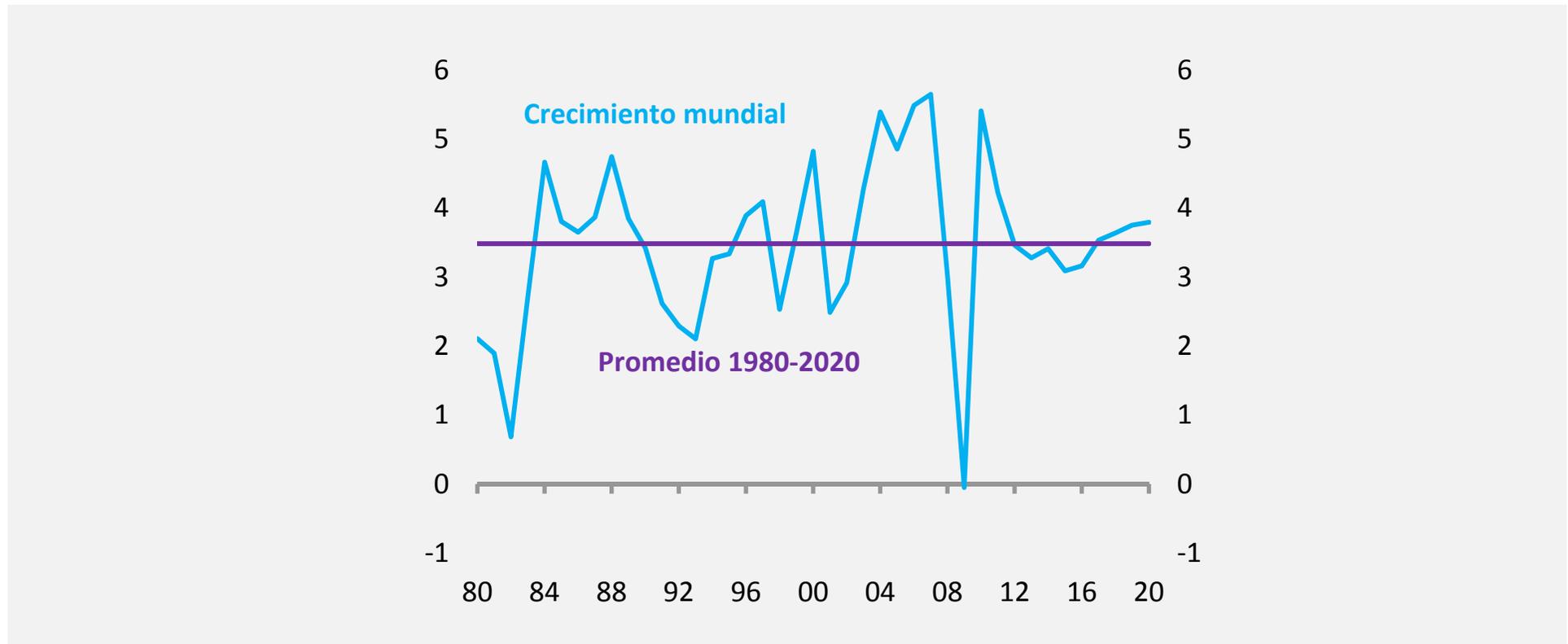
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



**Con todo, el impulso externo que recibirá la economía, si bien menor que lo anticipado algunos años atrás, no es particularmente bajo. De hecho, el crecimiento mundial esperado para los próximos años no es muy distinto de su promedio histórico.**

### **Crecimiento mundial (variación anual)**

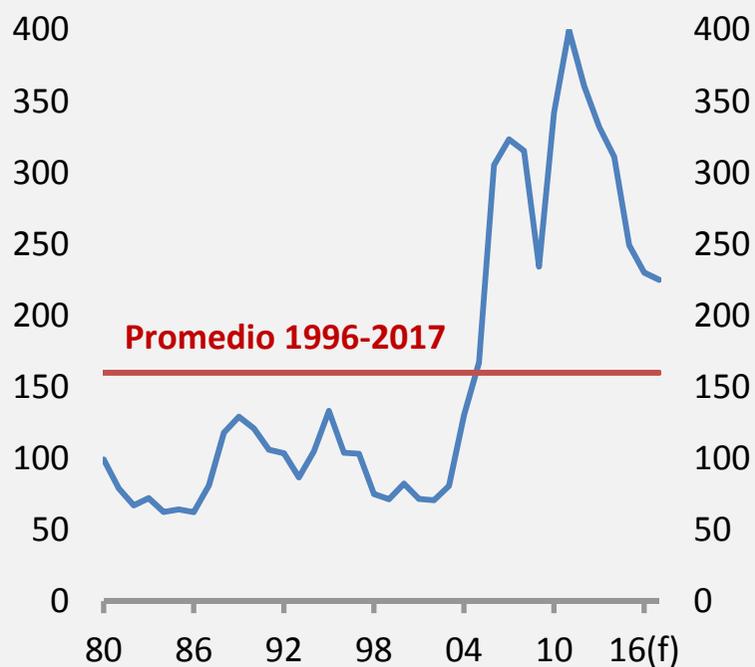


Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO abril 2016).

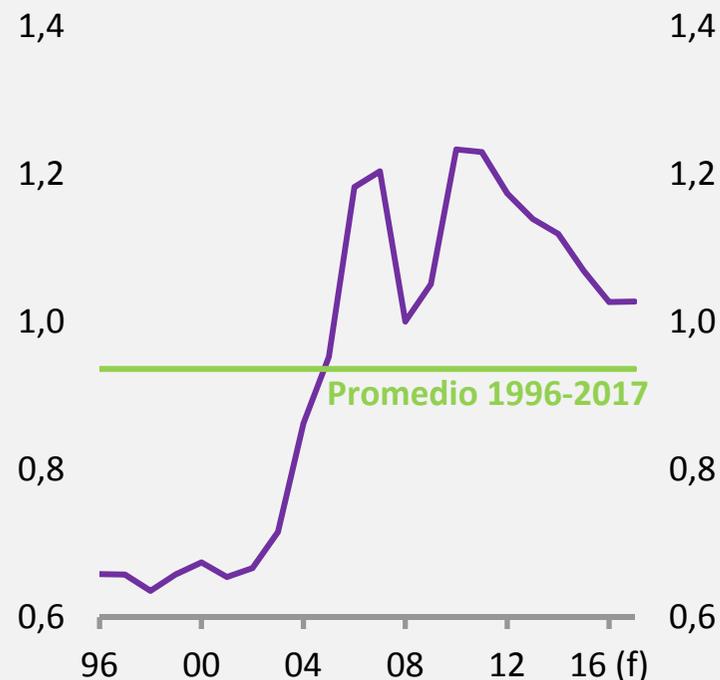


**Lo mismo sucede con los términos de intercambio y el precio del cobre, que si bien son más bajos que algunos años atrás, son altos desde una perspectiva de más largo plazo.**

**Precio del cobre (\*)**  
(centavos de dólares la libra)



**Términos de intercambio (\*)**  
(índice 2008=100)



(\*) Cifras para el 2016 y 2017 corresponden a la proyección incluida en el IPoM de junio 2016.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Cochilco.



**El escenario base de este IPoM contempla un crecimiento del PIB entre 1,25 y 2,0% para este año y entre 2 y 3% para el 2017.**

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

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

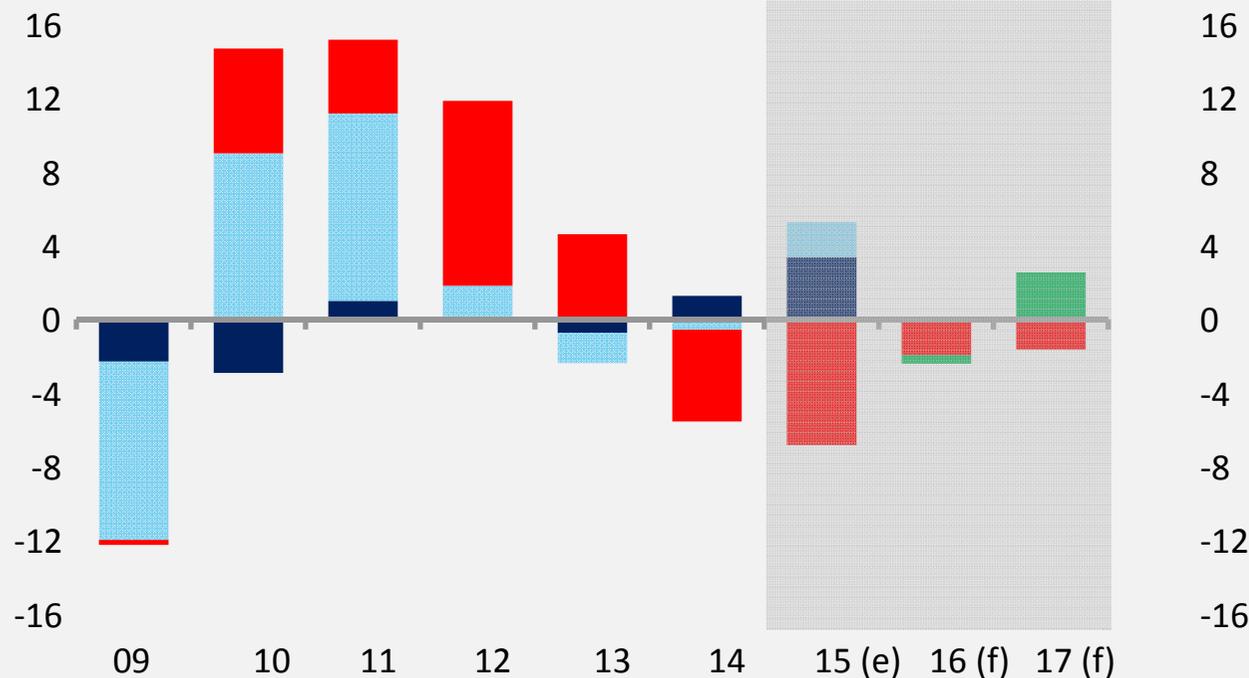
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



**El escenario base considera un menor dinamismo de la inversión para el resto del año, pero para el 2017 anticipa que la no minera retomará una expansión coherente con la recuperación del ritmo de crecimiento de la economía.**

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



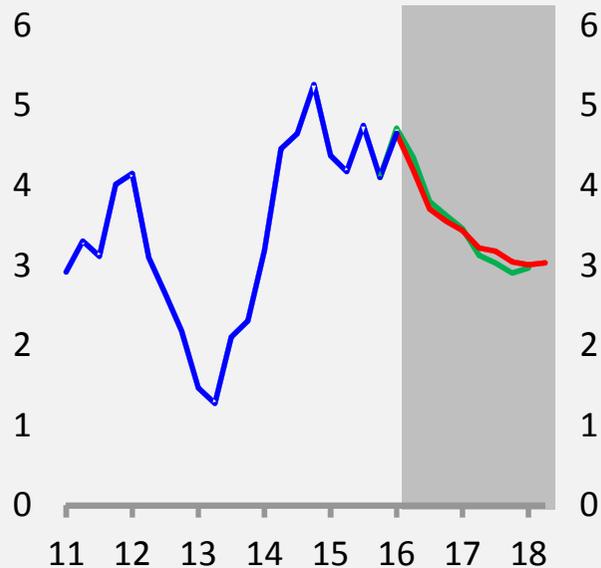
(\*) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS. La inversión habitacional considera información de la Cámara Chilena de la Construcción y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. (e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



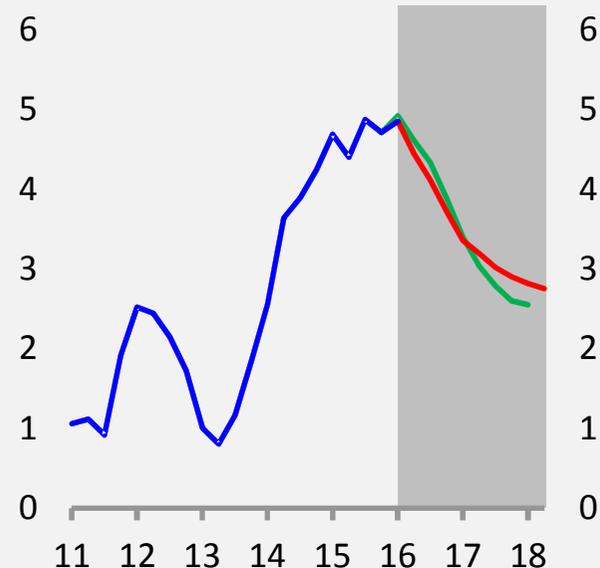
**En el escenario más probable, la inflación anual del IPC entrará en el rango de tolerancia en el tercer trimestre de este año y descenderá a valores en torno a 3% en la primera mitad del 2017.**

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



— IPoM Junio 2016

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



— IPoM Marzo 2016

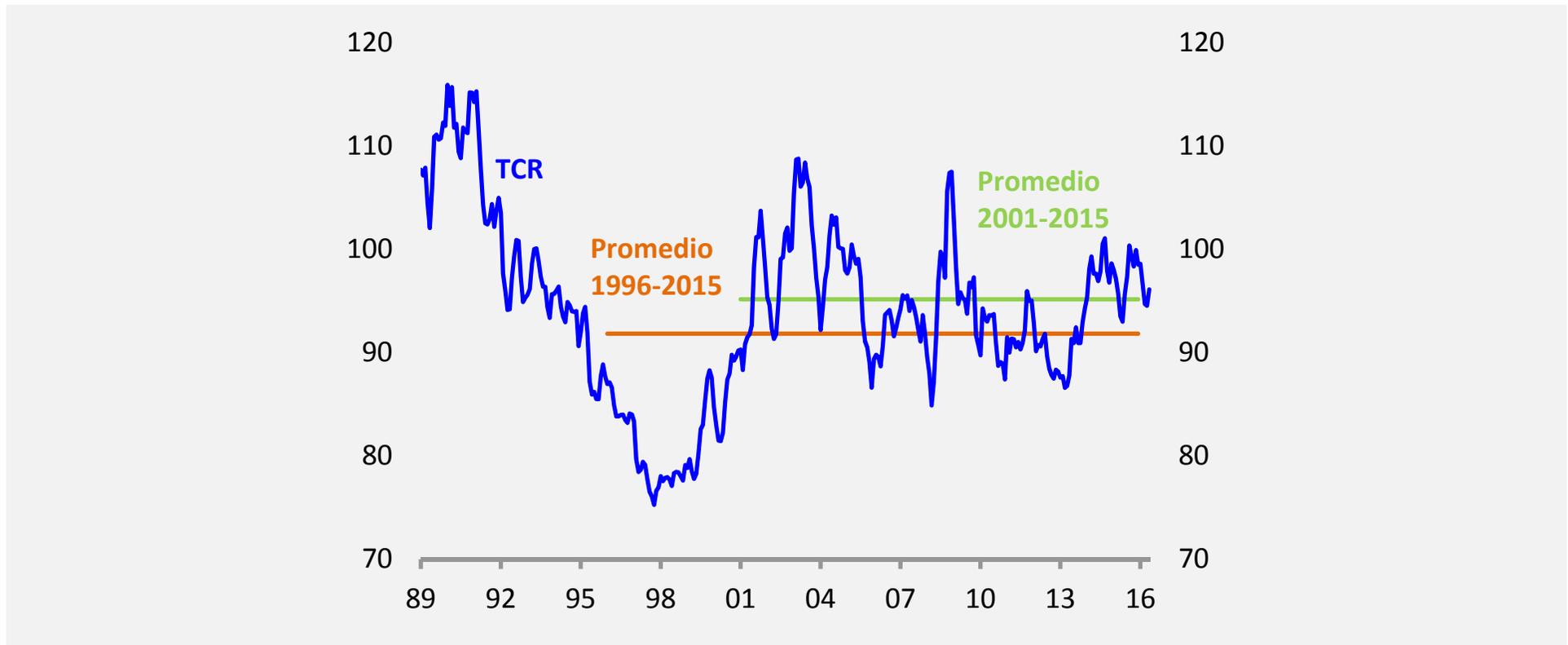
(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2016, corresponde a la proyección.

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



**Esto considera, como supuesto de trabajo, entre otros factores, que el tipo de cambio real fluctuará en torno a sus valores actuales durante el horizonte de proyección.**

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

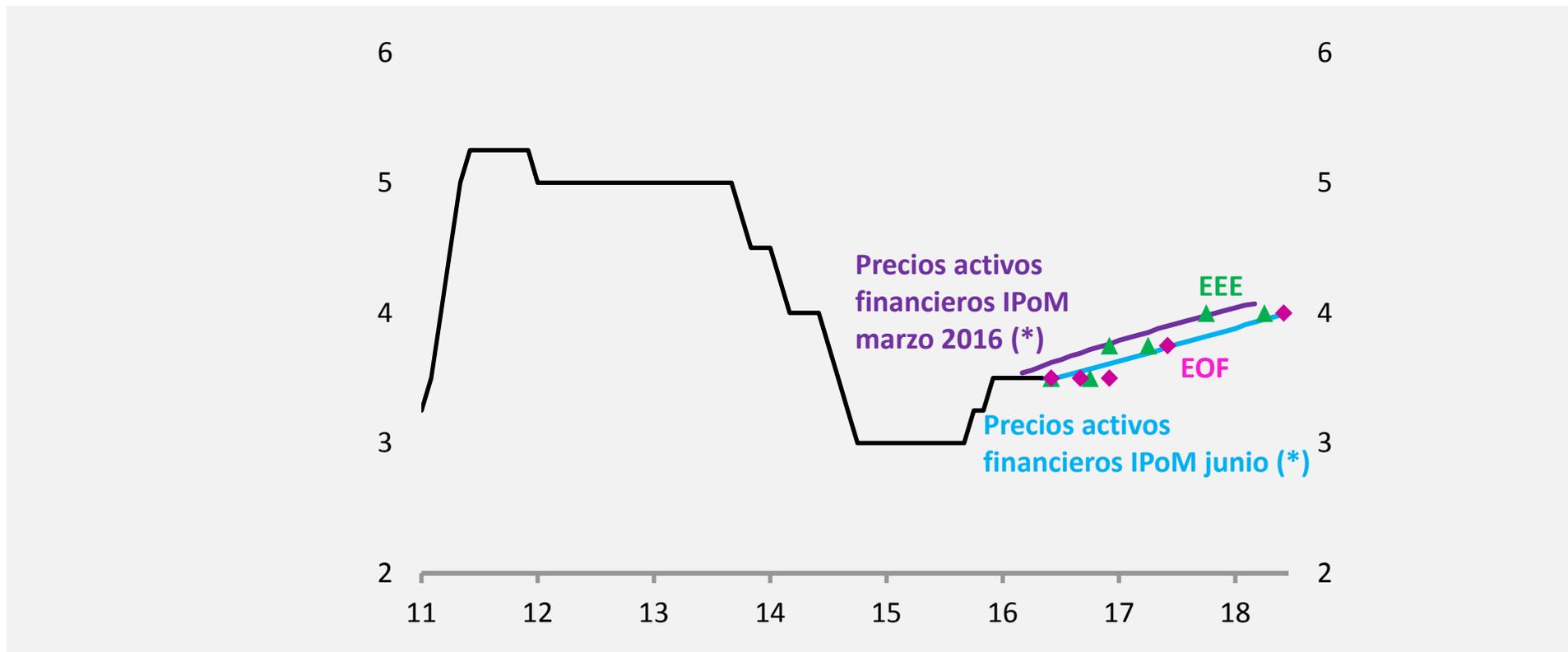


Fuente: Banco Central de Chile.



**El escenario base considera como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros disponibles al cierre estadístico de este IPoM.**

### TPM y expectativas (porcentaje)



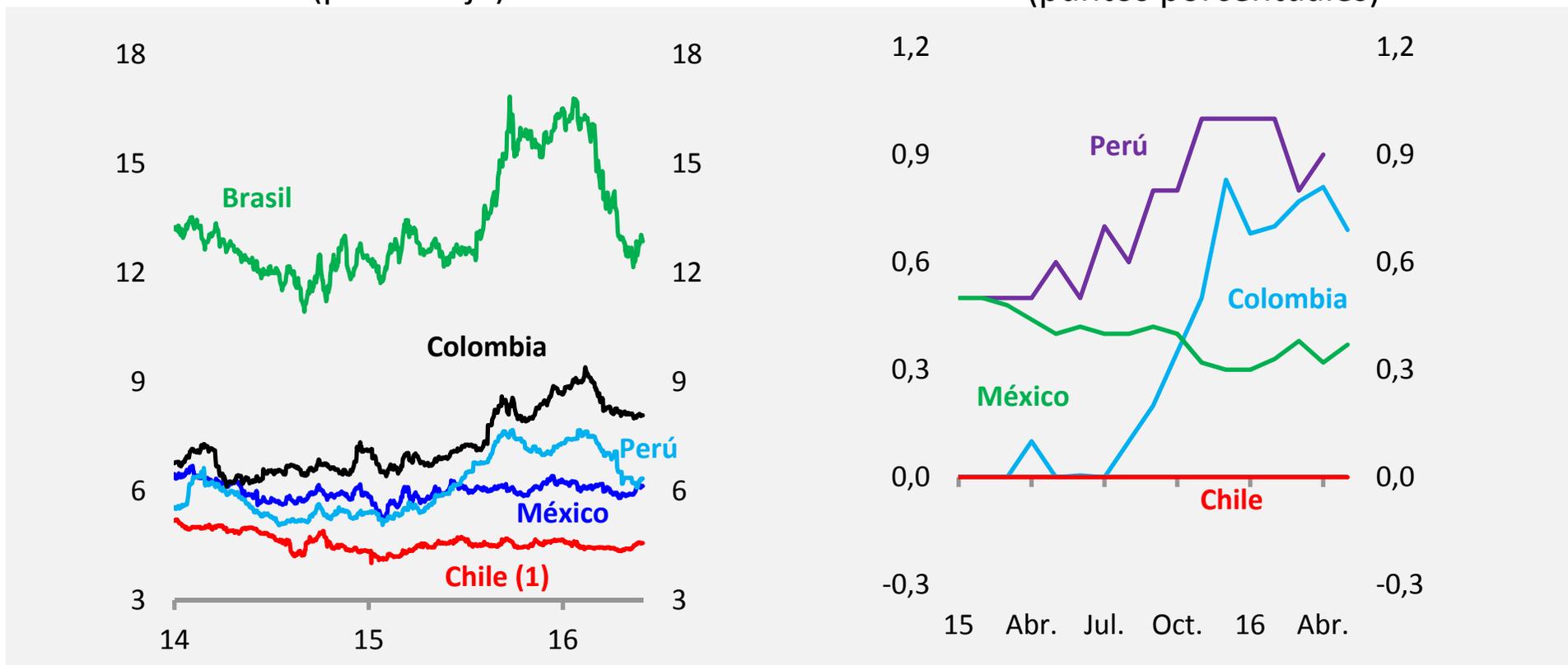
(\*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.  
Fuente: Banco Central de Chile.



En todo caso, la política monetaria ha mantenido un grado de expansividad relevante, ayudando a la economía a transitar por los cambios en el escenario macroeconómico y manteniendo las expectativas de inflación a dos años ancladas a la meta.

**Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo (porcentaje)**

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



(1) Considera bonos del Banco Central y de la Tesorería. (2) Corresponde a la diferencia entre la meta de inflación y la inflación esperada en el 2017 para Perú, a diciembre de 2017 para México, y a dos años para Chile y Colombia. Fuentes: Banco Central de Chile, Bancos Centrales de los respectivos países y Bloomberg.



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

## Internacional

- Repetición de episodios de volatilidad asociados principalmente al diferencial de tasa Fed con el mercado y a China.
- América Latina: desafíos macroeconómicos y situación política compleja en varios países.
- Precio del petróleo.
- Consolidación del crecimiento económico en Europa y EE.UU. que podría contribuir a una mayor expansión de la actividad mundial.

## Internos

- Elevado nivel de inflación por varios trimestres.
- La dinámica de la inflación seguirá muy ligada a la evolución del tipo de cambio y por tanto a los riesgos externos.
- Menor crecimiento de la actividad: mayor deterioro del mercado laboral y/o un menor impulso externo al considerado en el escenario base.
- Recuperación más rápida de la economía: menores ajustes en el mercado laboral y/o un escenario externo que mantenga una relativa calma.

# Región de Valparaíso



# **Informe Percepciones Negocios Mayo 2016**

**Los entrevistados dan cuenta de un desempeño de sus negocios que se mantuvo acotado en el primer trimestre del año, pero con divergencias entre las ventas, con un mejor desempeño en el rubro comercio y turismo y uno menor en los sectores como la carga marítima y terrestre y del rubro inmobiliario.**

**De todas maneras, la mayoría mantiene sus perspectivas para el 2016 de un año similar al del 2015.**

**La mayoría de los consultados espera seguir con un proceso de reducción de gastos para recuperar márgenes, dado el escaso espacio que observan para poder ajustar precios.**

**Respecto de costos, se menciona un comportamiento más estable en los últimos meses, en lo que contribuyó la evolución del tipo de cambio.**

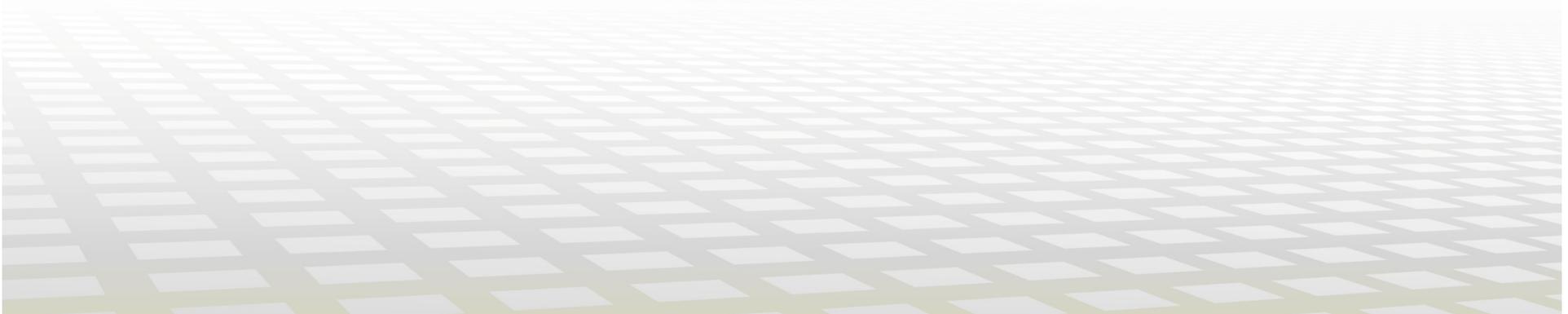


# **Informe Percepciones Negocios Mayo 2016**

**En cuanto al mercado laboral, algunos señalan que efectuarán recortes de personal en los siguientes trimestres, mientras otros ya llegaron a un nivel mínimo de personal. De todas formas, en general se menciona un proceso de ajuste gradual y que no ha significado disminuciones de gran tamaño en la dotación.**

**Según los entrevistados, los planes de inversión en general se mantienen restringidos y la toma de decisiones persiste condicionada en parte al desarrollo de las reformas en discusión.**

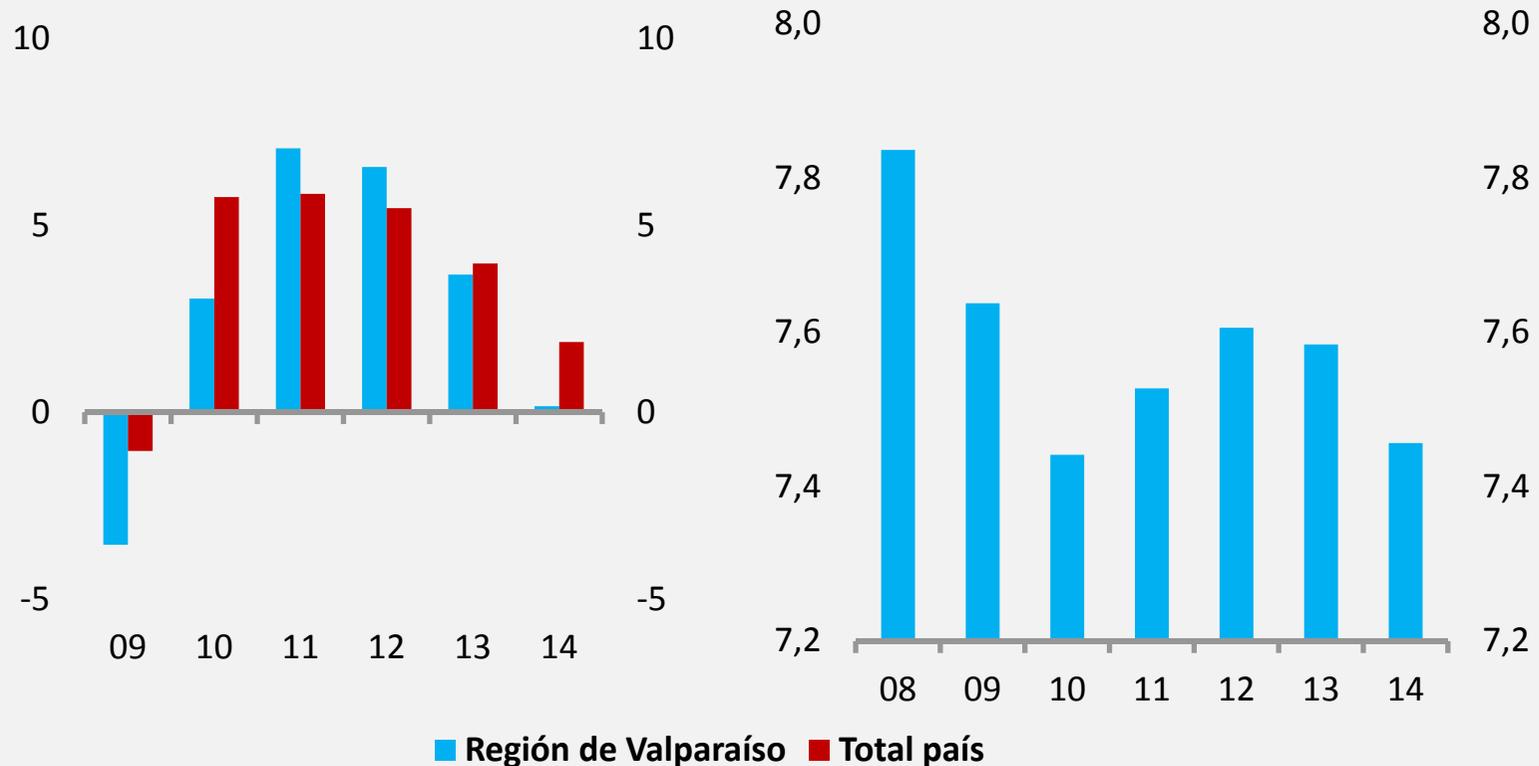
**Las condiciones financieras continúan la tendencia observada en trimestres previos y en particular, para los perfiles más riesgosos se nota una mayor restrictividad de la banca.**



**El crecimiento del PIB regional se ha reducido en los últimos años, al igual que el PIB nacional. El PIB representa en torno al 7,5% del total país.**

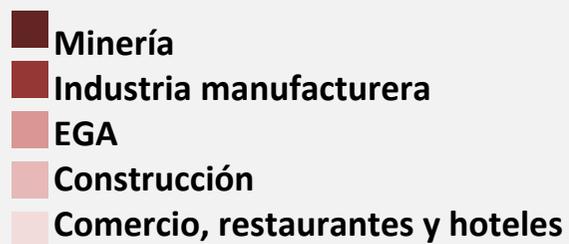
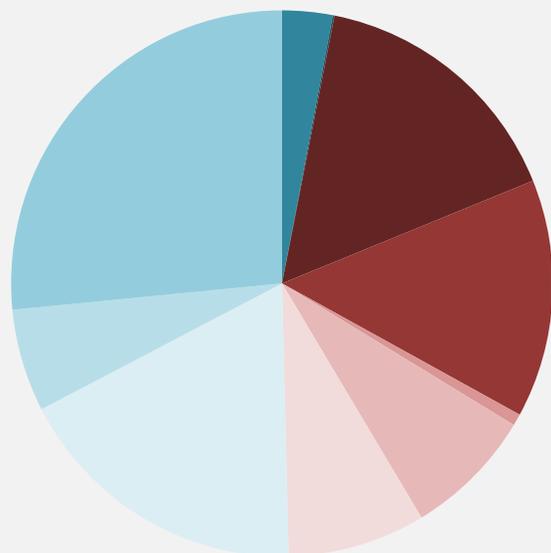
**Crecimiento del PIB**  
(variación anual, porcentaje)

**PIB Región de Valparaíso**  
(porcentaje del PIB total)

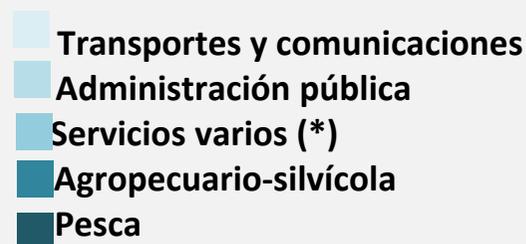
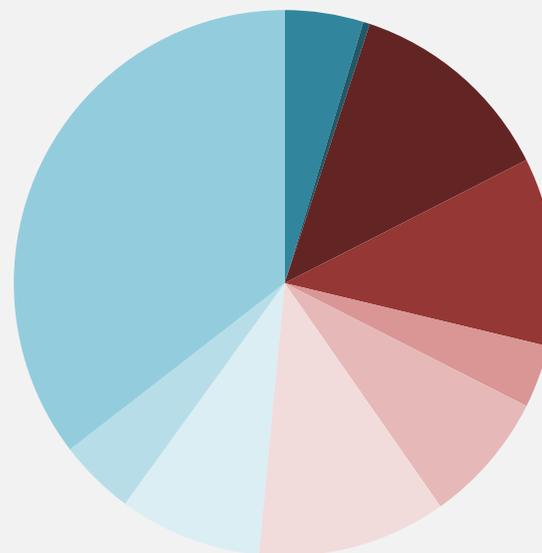


**En la región, más allá de diversos servicios, destaca la actividad minera, seguida por la industria manufacturera.**

**Región de Valparaíso 2014**



**Chile 2016.I**

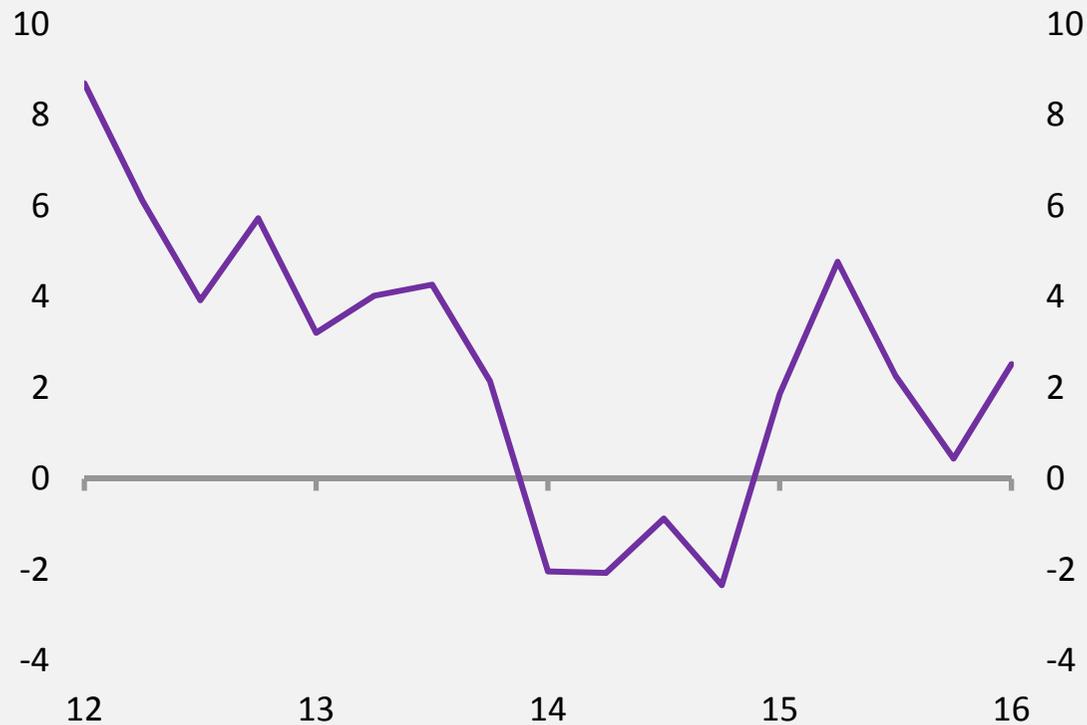


(\*) Incluye servicios personales, servicios financieros y empresariales y propiedad de vivienda.  
Fuente: Banco Central de Chile.



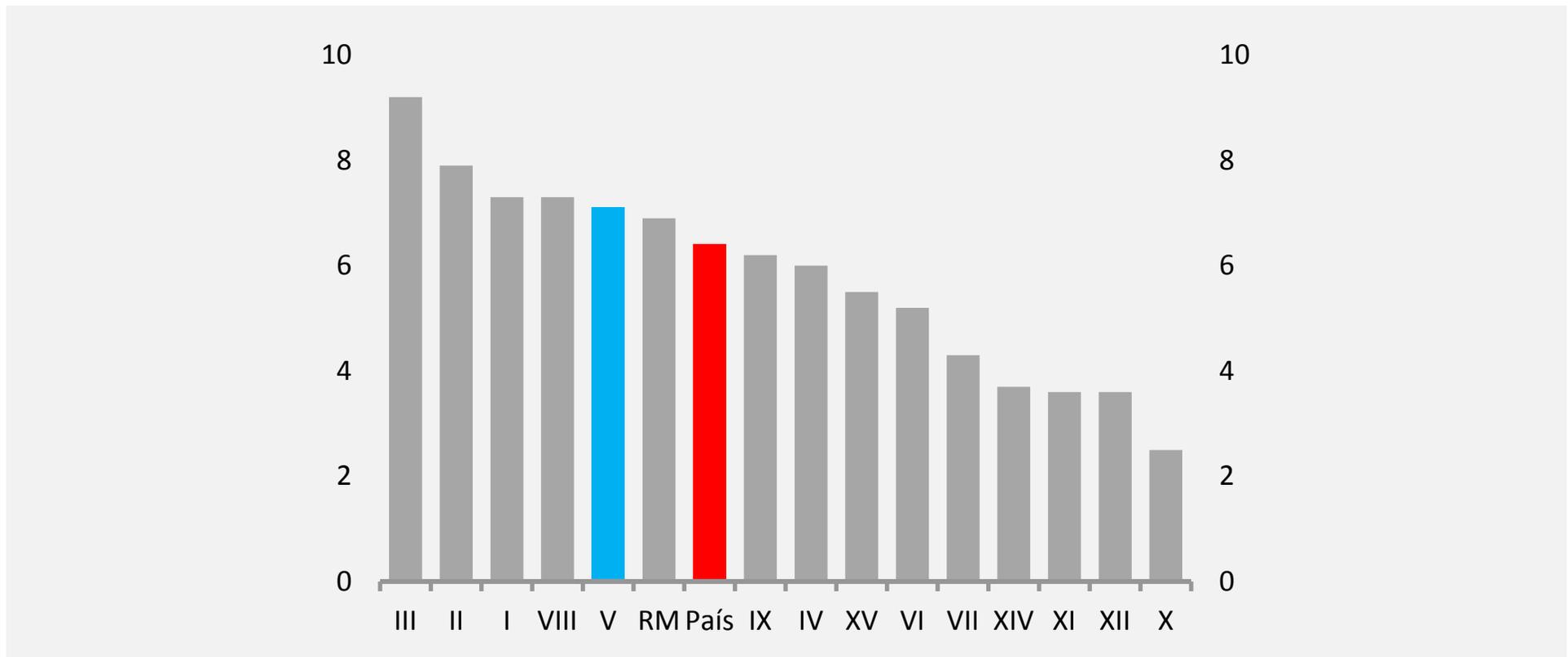
**Información más reciente muestra una cierta recuperación de la actividad en la región el primer trimestre del 2016, los principales sectores que incidieron en este resultado fueron la industria manufacturera y la construcción.**

**Indicador de actividad económica regional: Valparaíso**  
(variaciones trimestrales respecto de igual trimestre del año anterior)



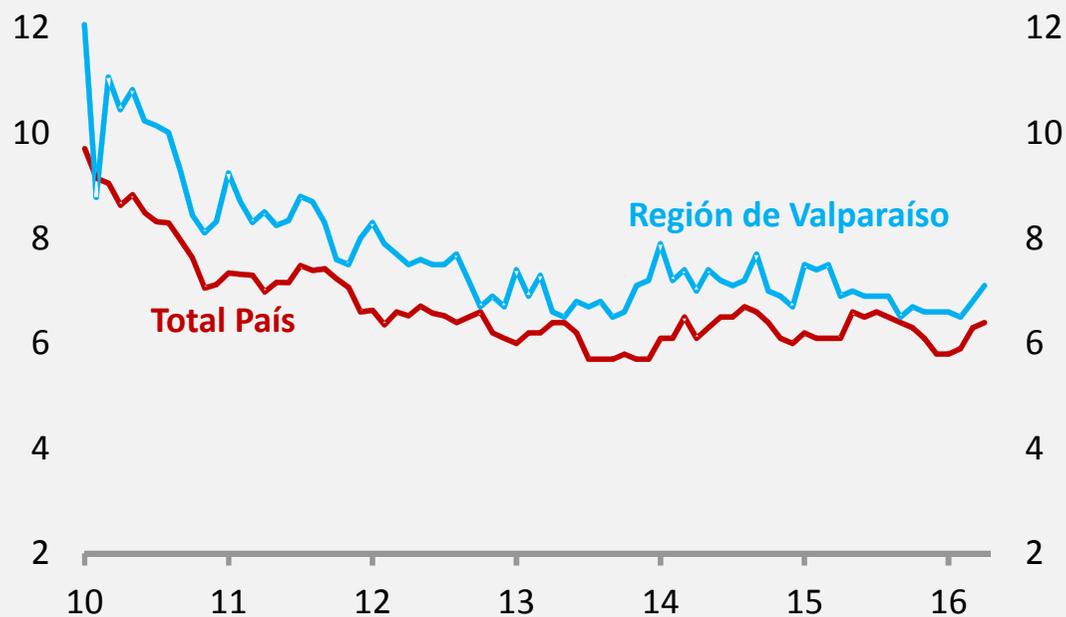
# A abril pasado, el desempleo en la Región de Valparaíso era de los más altos a nivel nacional.

## Tasa de desempleo a enero del 2016 (porcentaje)



**En general, el desempleo en la región ha sido mayor al total nacional y a abril de este año se ubica en 7,1%.**

**Tasa de desempleo**  
(porcentaje)



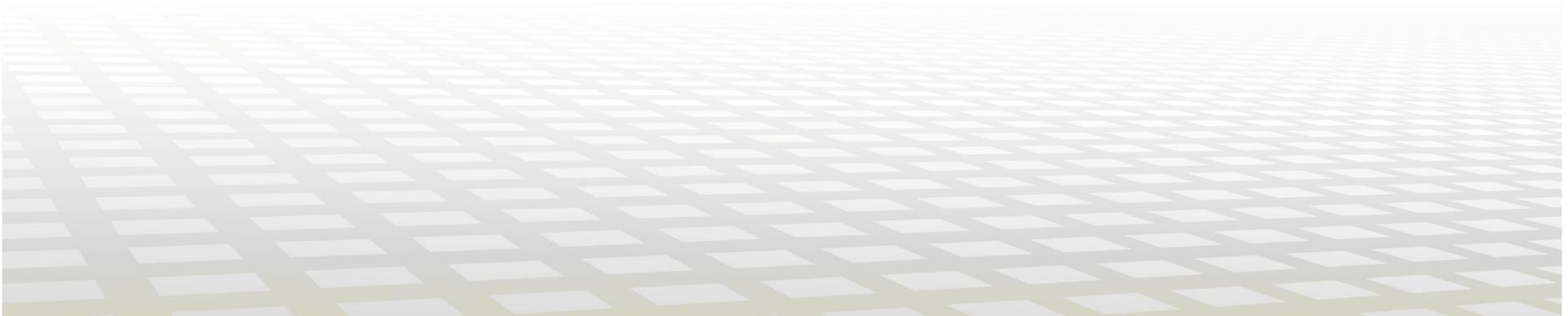
# Comentarios finales

**El escenario macroeconómico no presenta mayores cambios respecto de marzo.**

**La inflación retornará a niveles por debajo de 4% en los próximos meses y la actividad continuará mostrando un crecimiento acotado.**

**El escenario externo sigue presentando riesgos y es probable que ocurran nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros.**

**La economía se encuentra bien balanceada desde el punto de vista macro. Las cuentas externas están en orden, la posición fiscal es sólida, las expectativas de inflación permanecen bien ancladas.**



# Comentarios finales

**En la medida que la inflación retorne al rango meta y la convergencia a 3% sea clara, la política monetaria mantendrá un sesgo expansivo por más tiempo.**

**El nivel actual de las tasas de interés de mercado es bajo desde un punto de vista histórico, tanto como producto de la política monetaria, como por la compresión de tasas por plazos. Por lo mismo, es un buen momento para financiar proyectos de inversión.**

**El mayor desafío que hoy enfrenta nuestro país en el ámbito económico es el crecimiento. El escenario base prevé una economía que crecerá cerca de su potencial a fines del 2017, pero con una inversión débil.**

**La inversión y la productividad son claves para un mejor desempeño de la economía. Si no logramos mayores tasas de crecimiento de la inversión será muy difícil que proyecciones de recuperación se cumplan y además se verá un deterioro adicional en el mercado laboral.**

**La menor confianza que exhibe hoy el país, más allá de sus causas específicas, es un freno a la inversión. Nuestro escenario base considera una recuperación de dichas confianzas.**



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Junio 2016

