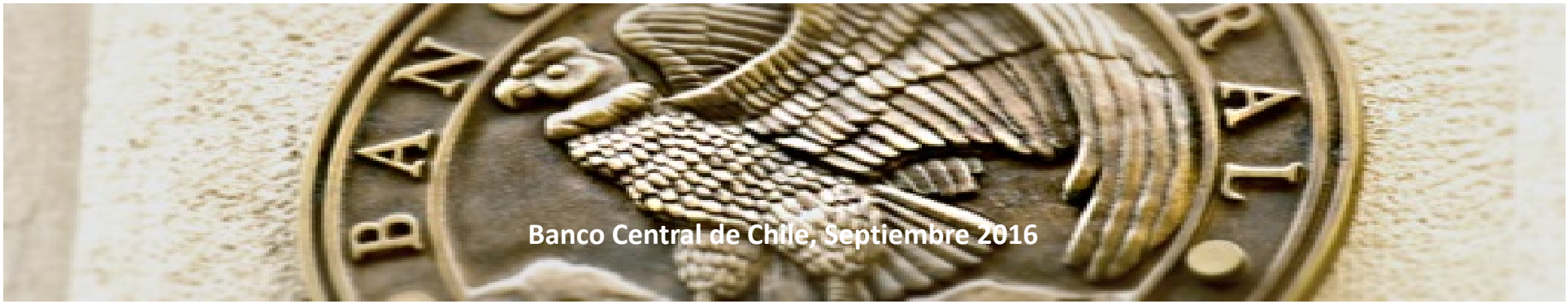
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Septiembre 2016



Introducción

La inflación anual del IPC ha descendido en línea con lo previsto y su convergencia a 3% será algo más rápida que la anticipada en junio, principalmente, debido a la evolución del tipo de cambio.

Las condiciones financieras externas son más favorables que lo anticipado en los últimos IPoM, en gran medida por la percepción del mercado de que prevalecerán condiciones monetarias expansivas por más tiempo.

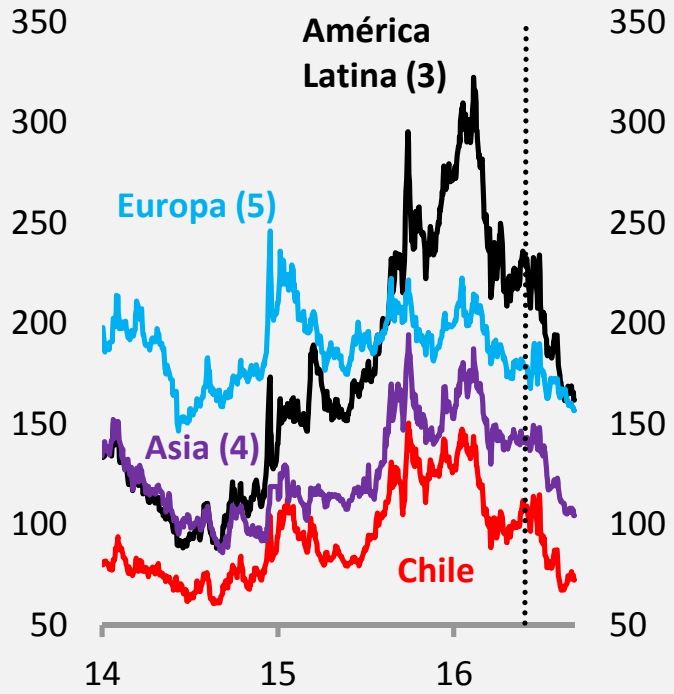
En tanto, el panorama para la actividad y la demanda no muestra mayores cambios, y la evaluación sobre el nivel actual de la brecha de actividad no es muy distinta que lo anticipado hace un año. Con todo, en esta coyuntura su efecto en la inflación es acotado.

En este contexto, el Consejo ha decidido mantener la TPM y el escenario base considera que, como supuesto de trabajo, se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección.

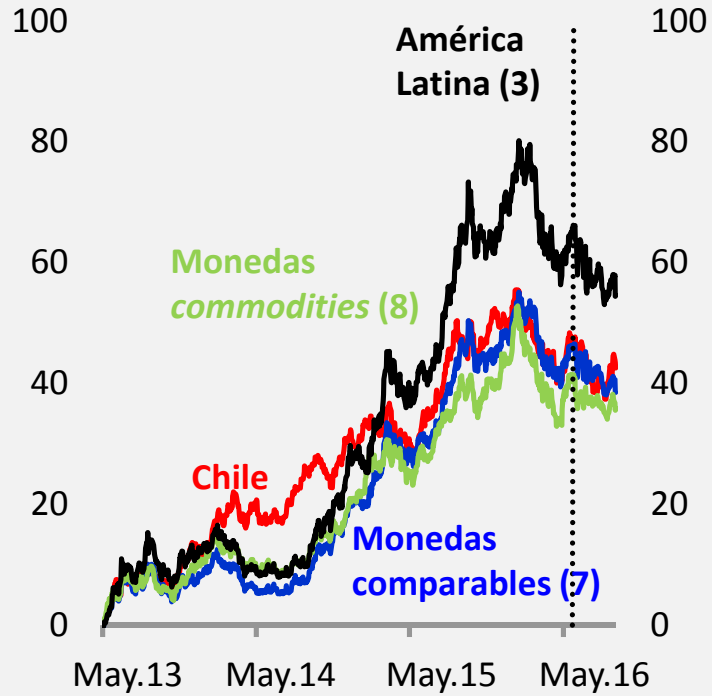
Escenario internacional

Pese a la reversión de las últimas semanas, las condiciones financieras externas para las economías emergentes son mejores, lo que se ha reflejado en una baja de los premios soberanos y la apreciación de sus monedas.

Premios por riesgo en economías emergentes (1) (2)
(puntos base)



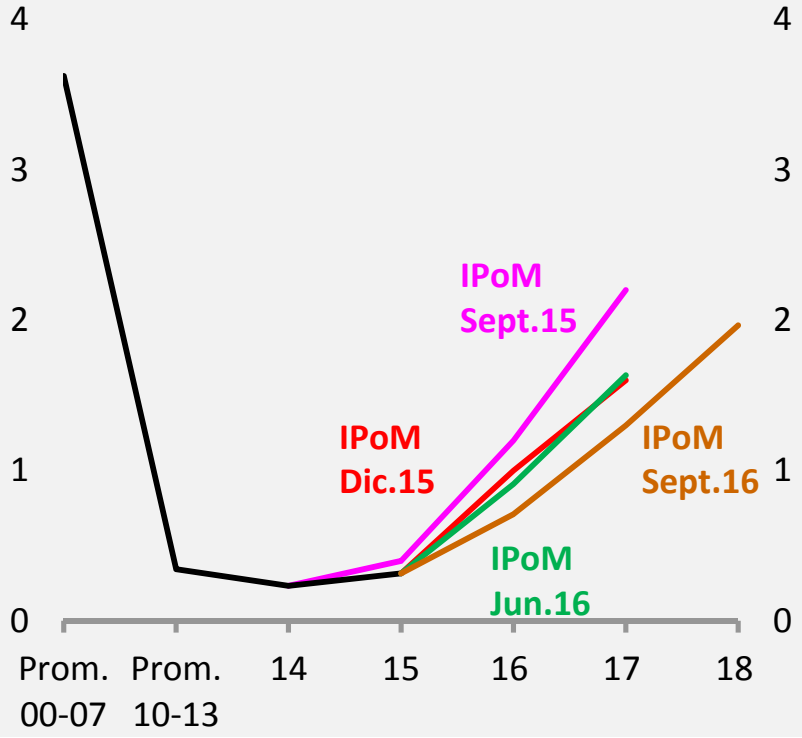
Tipo de cambio nominal (1) (6)
(variación acumulada, porcentaje)



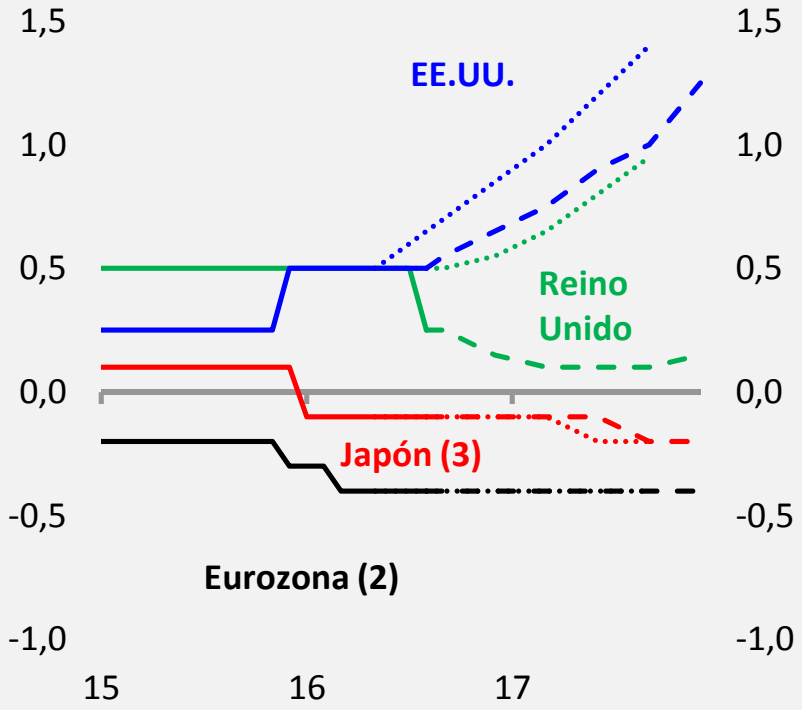
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2016. (2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (5) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. (6) Variación respecto de la fecha en que el peso chileno alcanzó su valor mínimo en mayo del 2013, mes en el cual empezó la discusión acerca del ajuste de tasas en EE.UU. (7) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (8) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Ello se debe en parte importante a la percepción de los mercados de que las políticas monetarias en el mundo desarrollado se mantendrán altamente expansivas por más tiempo, especialmente tras concretarse el *Brexit.*

Libor US$ nominal a 90 días
(porcentaje)



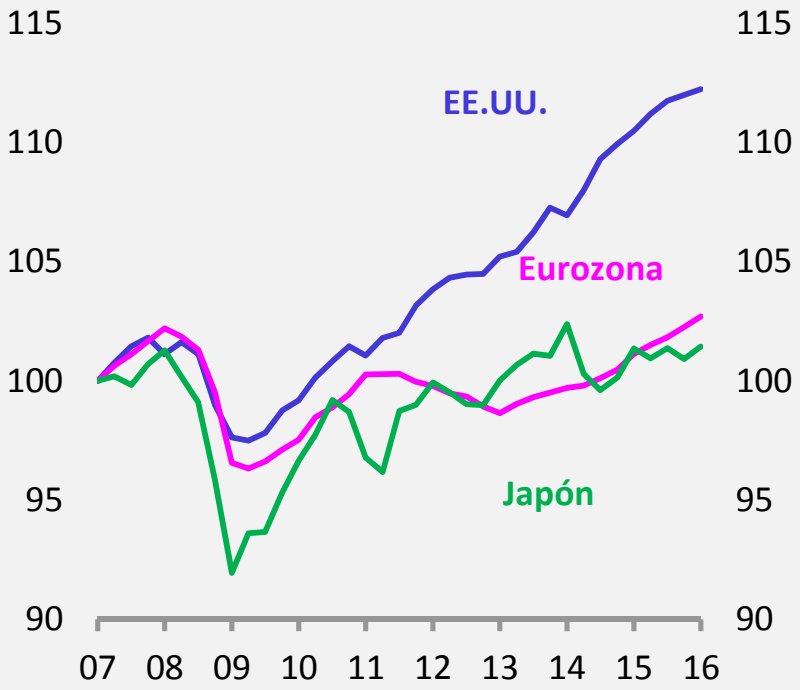
TPM y proyecciones en economías desarrolladas (1)
(porcentaje)



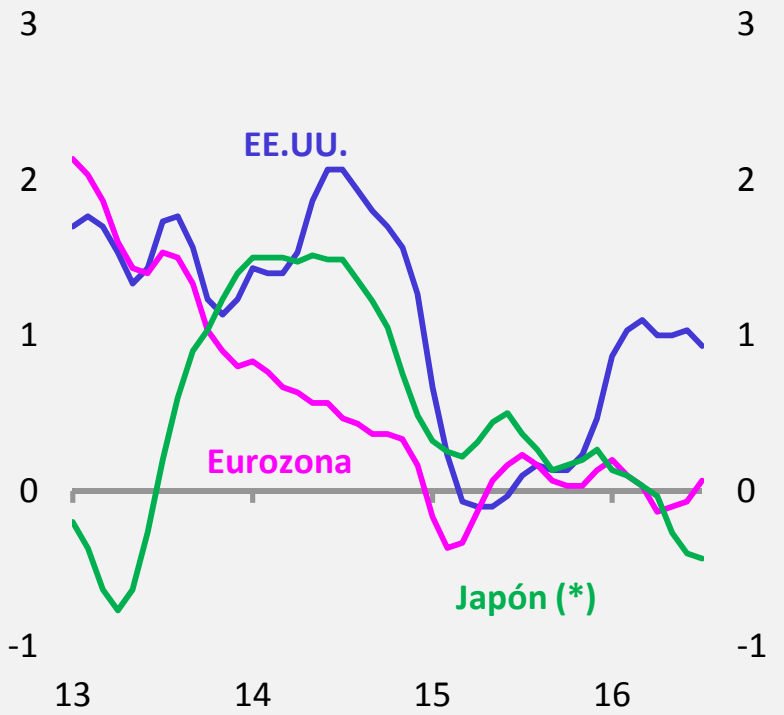
(1) Las líneas punteadas corresponden a la proyección del mercado al cierre estadístico del IPoM de junio 2016, mientras las líneas segmentadas a la actual. Proyección corresponde al *Bloomberg survey weighted average*. (2) Corresponde a la tasa de depósitos y su proyección se estima a partir de la pendiente de la proyección de la TPM. (3) Corresponde a la *Policy-Rate Balance* y su proyección se estima a partir de la pendiente de la proyección de la *Target Rate.*
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

La política monetaria más laxa responde a que tanto la actividad como los registros de inflación en el mundo desarrollado se mantienen con expansiones anuales acotadas.

PIB
(índice q1.2007=100)



Inflación del IPC
(promedio móvil de 3 meses, variación anual, porcentaje)

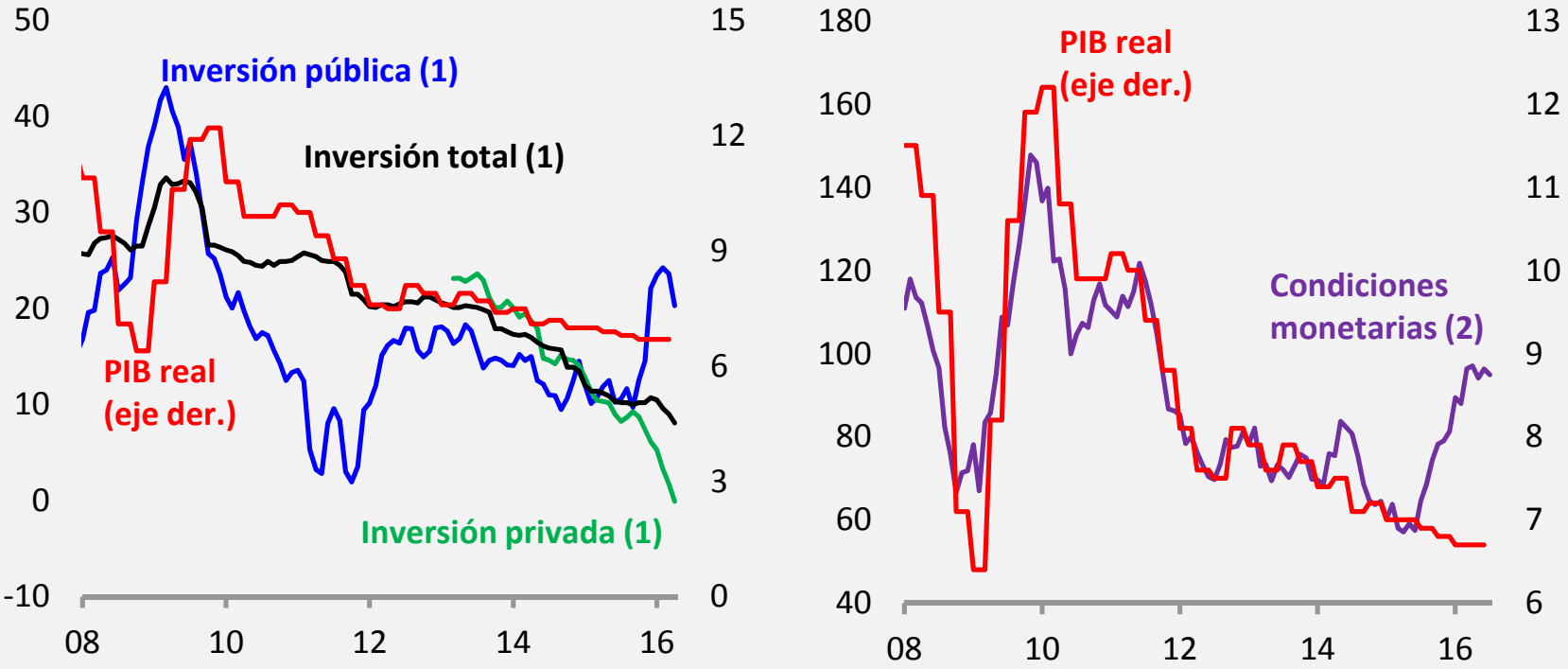


(*) Excluye el efecto de impuestos.
Fuentes: Bloomberg, FMI, bancos de inversión y Oficina de Estadísticas de Japón.

La estabilización del crecimiento de China, de la mano de las políticas de impulso de sus autoridades, también ha contribuido en la evolución de los mercados financieros para los países emergentes.

Políticas de impulso en China

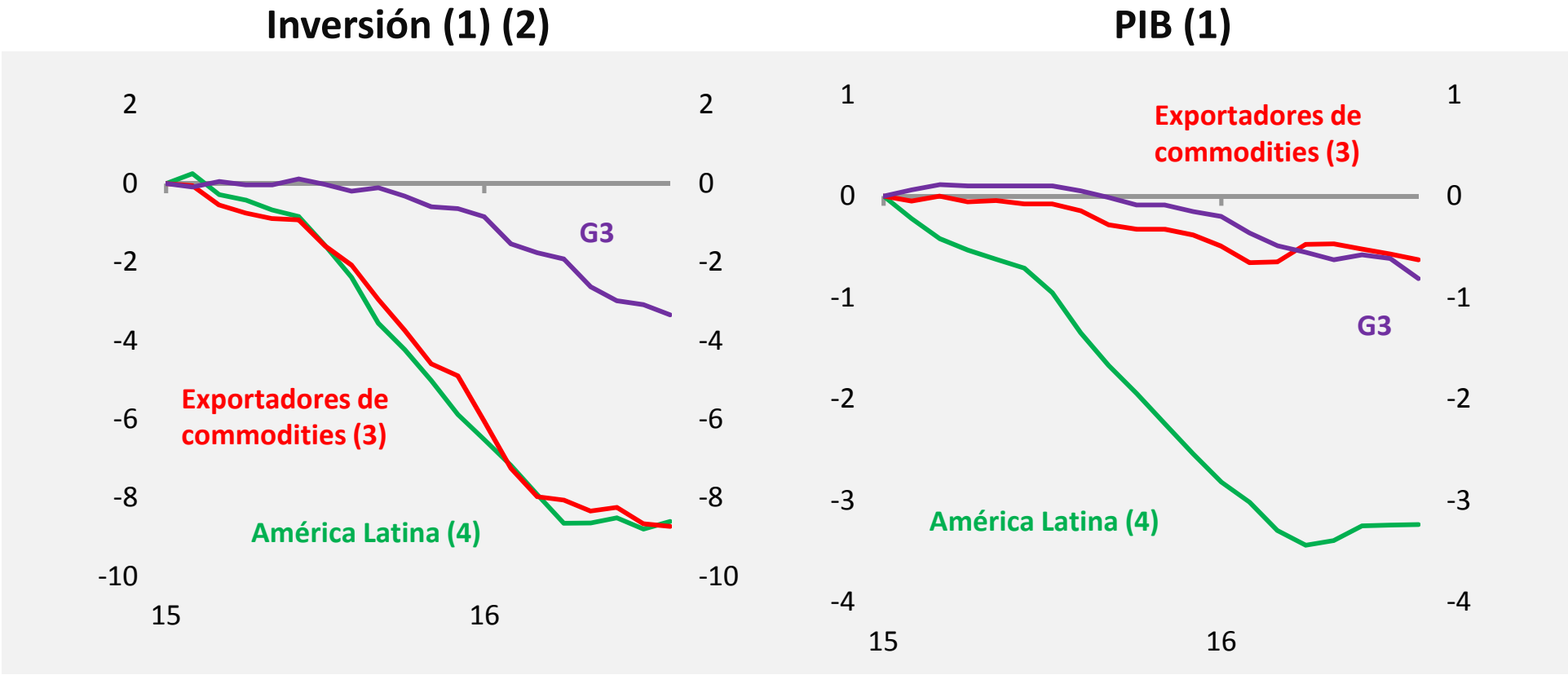
(variación anual; índice; porcentaje)



(1) Trimestre móvil. (2) Corresponde al *Bloomberg intelligence monetary conditions index*.
Fuente: Bloomberg.

En todo caso, la intensidad con que las mejores condiciones financieras impactará la actividad o el precio de las materias primas no es del todo evidente.

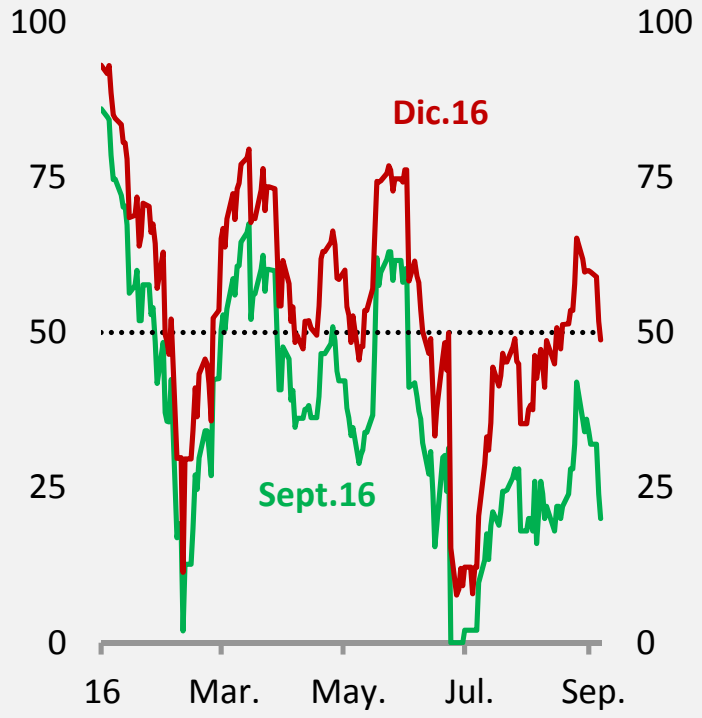
Cambio acumulado de las perspectivas de crecimiento para el 2016
(porcentaje)



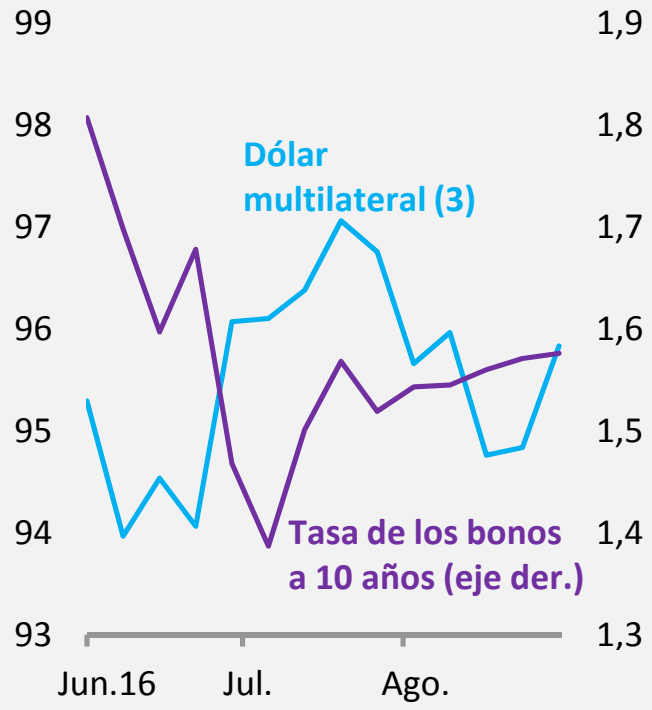
(1) Proyecciones mensuales desde enero del 2015. Corresponde a un promedio ponderado, utilizando los ponderadores del WEO de abril del 2016. (2) Corresponde a la proyección para la Formación Bruta de Capital Fijo, excepto para EE.UU., Japón y Australia, donde corresponde a la inversión privada. (3) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda. (4) Incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

Con todo, sigue siendo crítica la trayectoria de la tasa de los fondos federales que decida la Fed, toda vez que persisten las diferencias entre esta y las perspectivas que posee el mercado y la de varios analistas.

Expectativas para la tasa de fondos federales (1)
(probabilidad acumulada, porcentaje)



EE.UU.: Tasa de los bonos de gobierno a 10 años y dólar multilateral (2)
(índice marzo 1973=100; porcentaje)



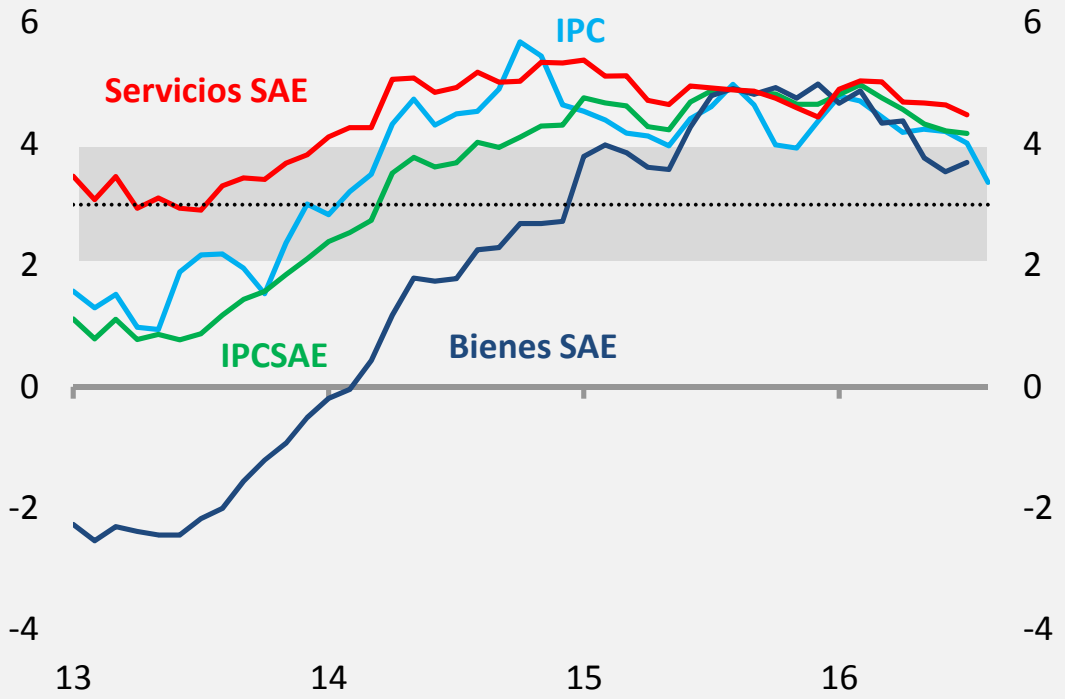
(1) Corresponde a la probabilidad de que la tasa de los fondos federales se ubique en 0,75% en la fecha indicada. Probabilidad implícita en los futuros de tasa de fondos federales. (2) Datos en frecuencia promedio semanal. (3) Promedio de las paridades entre el dólar estadounidense y las principales monedas del mundo.
Fuente: Bloomberg.

Escenario interno

En línea con lo previsto, la inflación anual del IPC siguió descendiendo, especialmente por una moderación de la inflación subyacente.

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

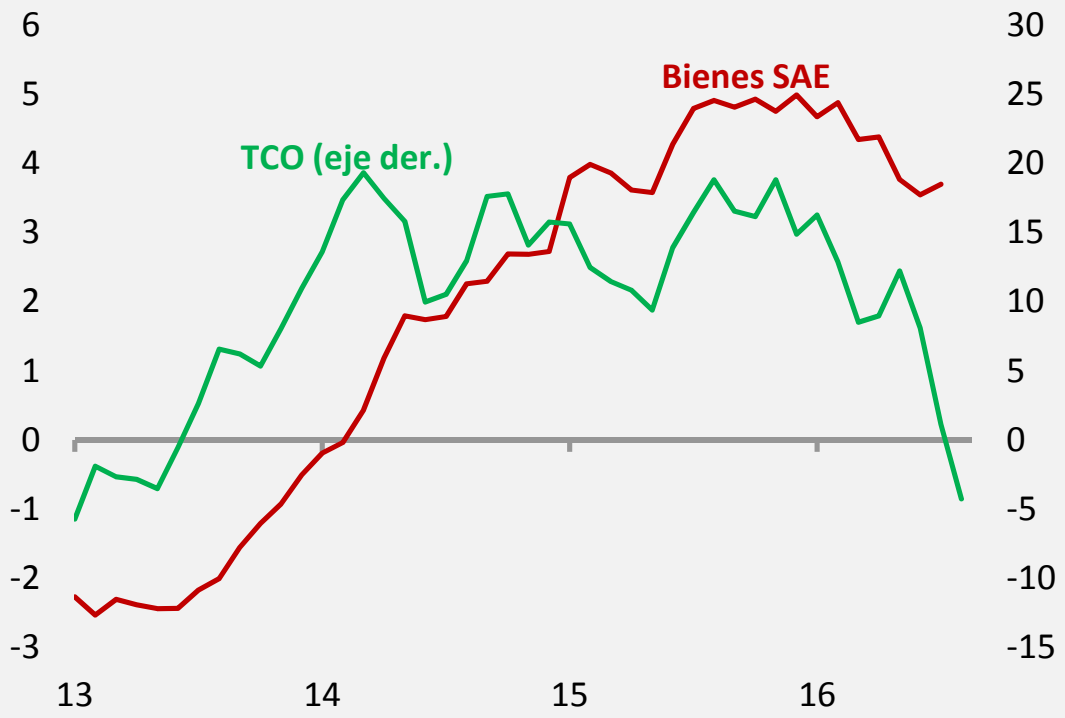


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Esto, principalmente, debido a que la trayectoria del tipo de cambio ha permitido dejar atrás los efectos alcistas sobre la inflación, en especial, del componente de bienes del IPCSAE.

Tipo de cambio nominal y bienes SAE

(variación anual, porcentaje)

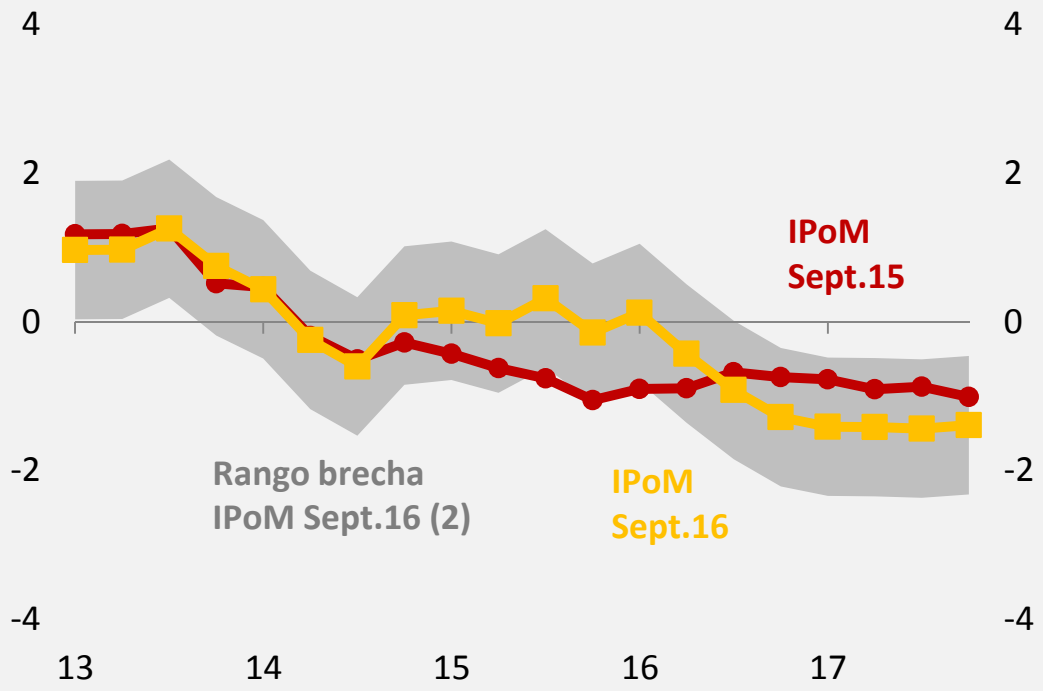


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Por su parte, la inflación del componente de servicios ha tenido una corrección menos pronunciada, en línea con su indexación a la inflación pasada y holguras de capacidad que no se han ampliado significativamente.

Brecha de actividad (1)

(puntos porcentuales)

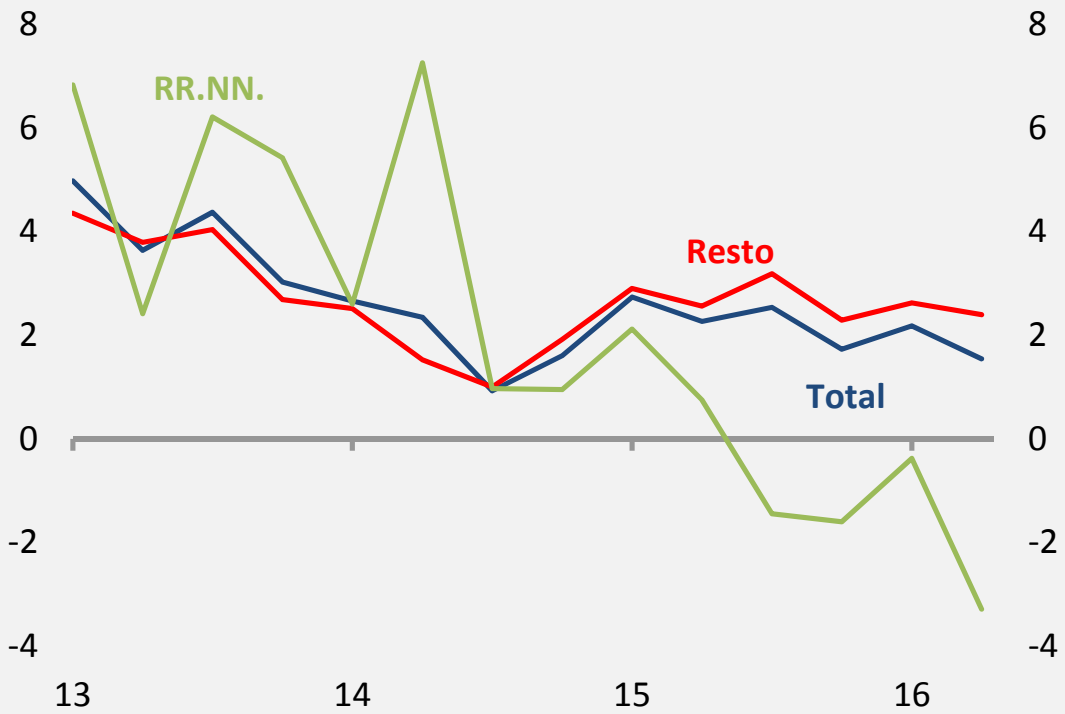


(1) Promedio de los resultados estimados por los modelos de proyección, con datos efectivos hasta el segundo trimestre del 2015 y 2016, respectivamente. (2) Rango considera una incertidumbre cercana a ±1% (Recuadro V.1, IPoM Marzo 2016). Fuente: Banco Central de Chile.

Los datos de actividad y demanda del segundo trimestre confirmaron un acotado crecimiento de la economía. El PIB tuvo un aumento anual menor que el del primer trimestre, afectado por la caída de la producción minera, mientras que el PIB resto no mostró mayores cambios.

PIB total y por sectores

(variación real anual, porcentaje)

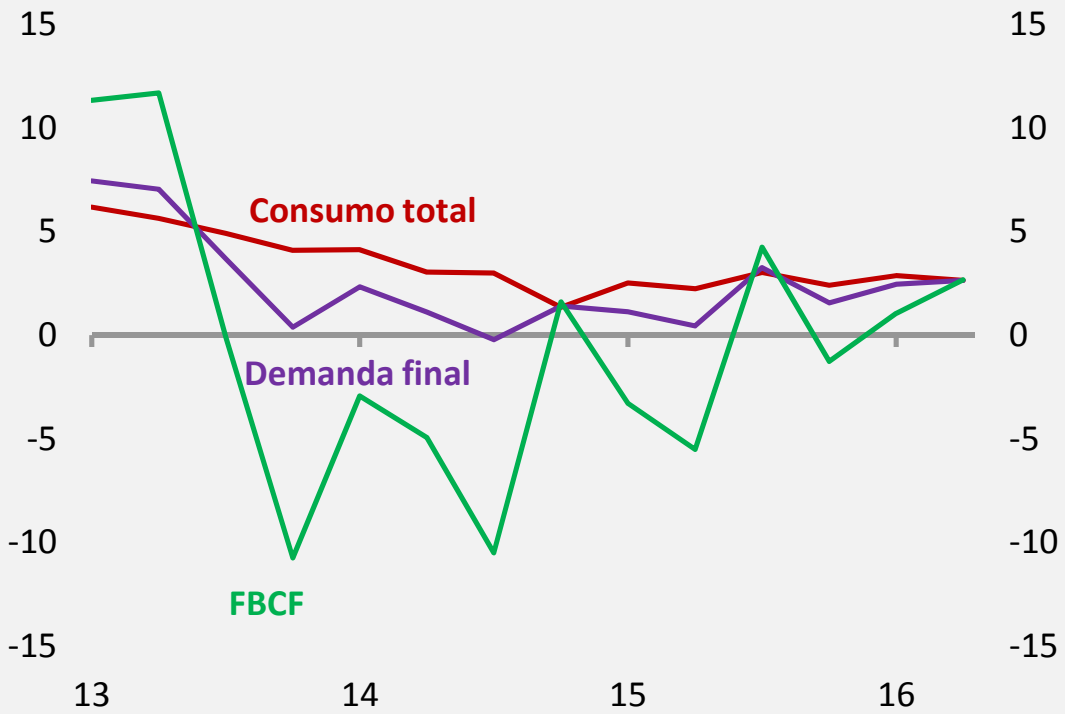


Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado de la demanda, el consumo total siguió presentando un crecimiento anual acotado, en tanto la inversión volvió a mostrar tasas de expansión positivas, ayudada por factores puntuales.

Demanda final y sus componentes

(variación real anual, porcentaje)

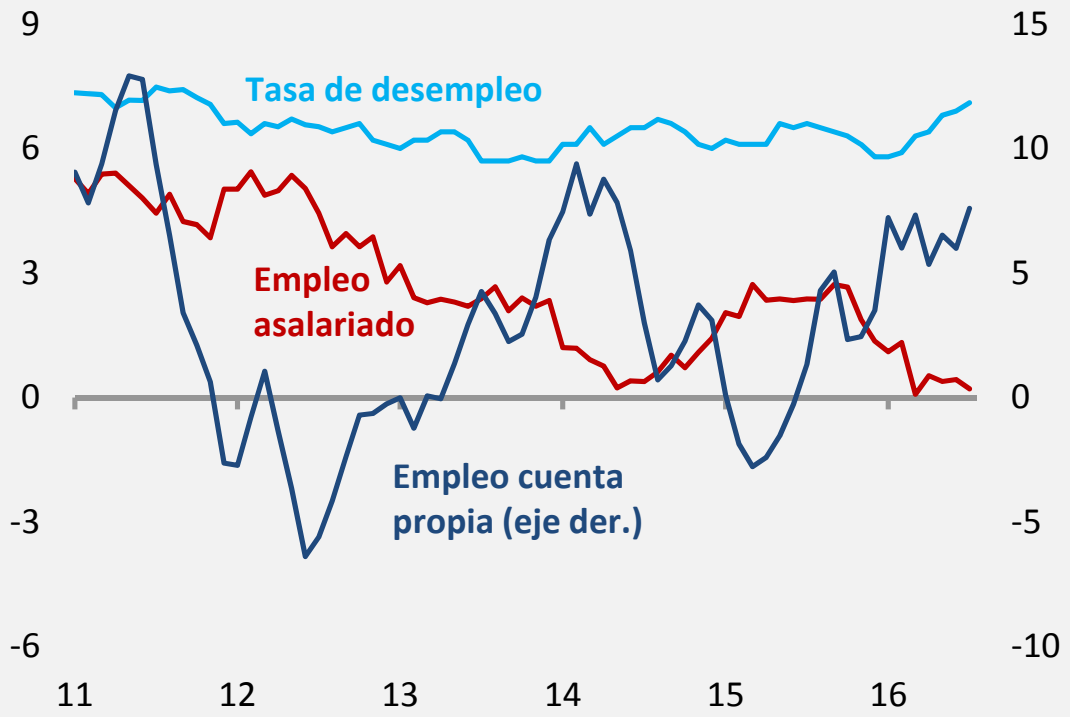


Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a los determinantes del consumo, el mercado laboral prosigue en una senda de ajuste gradual, de acuerdo con lo previsto. El crecimiento anual de los empleos por cuenta propia sigue compensando la debilidad del trabajo asalariado.

Tasa de desempleo y creación de empleo según categoría ocupacional

(porcentaje; variación anual, porcentaje)

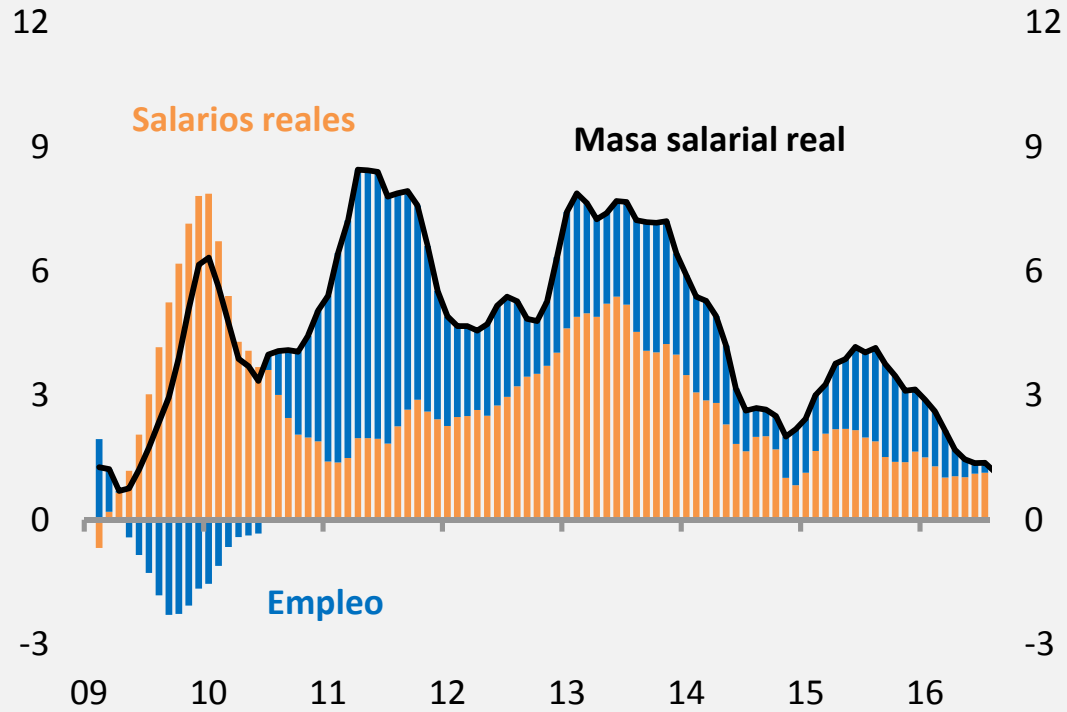


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En tanto, la masa salarial real continúa creciendo a tasas anuales similares a las del IPoM anterior.

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

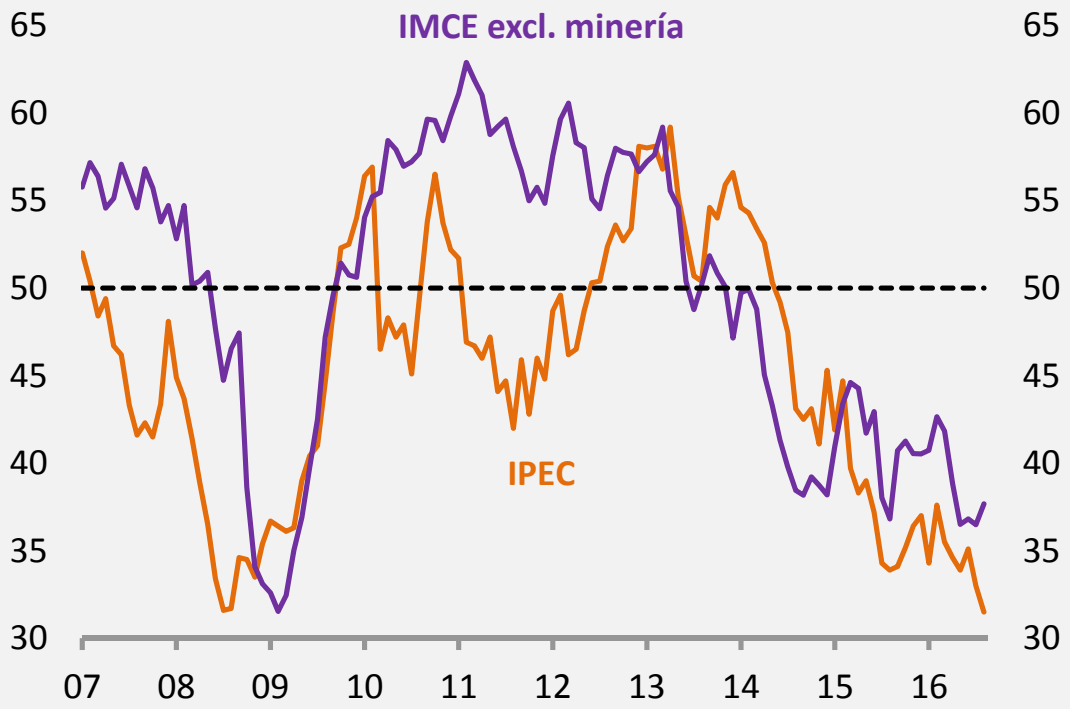
(puntos porcentuales)



(*) Promedio móvil trimestral.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En este escenario, las expectativas de consumidores y empresarios persisten en niveles pesimistas.

Expectativas de empresarios y consumidores (*)
(índice)



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

Perspectivas

En el escenario base, las proyecciones de actividad mundial y de los socios comerciales no varían mayormente respecto de lo considerado en junio. En tanto, las condiciones financieras externas así como los términos de intercambio son más favorables que lo previsto en esa ocasión.

Escenario internacional

	2015	2016 (f)		2017 (f)		2018 (f)
		IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Sept.16
			(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	-4,5	-3,9	-1,7	0,1	-0,3	0,3
PIB socios comerciales	3,1	2,8	2,8	3,2	3,2	3,4
PIB mundial PPC	3,1	3,0	3,0	3,4	3,3	3,5
PIB mundial a TC de mercado	2,5	2,3	2,2	2,7	2,6	2,8
Estados Unidos	2,6	1,9	1,5	2,3	2,2	2,3
China	6,9	6,5	6,5	6,2	6,2	6,0
Eurozona	1,7	1,5	1,5	1,6	1,4	1,6
América Latina (excl. Chile)	-0,5	-1,0	-0,9	1,5	1,7	2,0
Precios externos (en US$)	-9,8	-3,8	-2,2	0,6	1,6	1,7
			(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	249	215	215	225	225	230
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	49	45	43	51	52	54
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	52	45	45	52	53	55
Precio paridad de la gasolina (US$/m3)	467	401	395	420	448	464
Libor US$ (nominal, 90 días)	0,3	0,9	0,7	1,6	1,3	2,0

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

Para este año, el escenario base contempla un crecimiento del PIB entre 1,5 y 2,0% y para el 2017 entre 1,75 y 2,75%. Este último rango está algo por debajo de lo previsto en junio.

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2015		2016 (f)		2017 (f)	
	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16
PIB	2,1	2,3	1,25-2,0	1,5-2,0	2,0-3,0	1,75-2,75
Demanda interna	1,8	2,0	1,0	1,0	2,4	2,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,3	1,6	1,1	1,5	2,1	2,1
Formación bruta de capital fijo	-1,5	-1,5	-2,4	-1,5	0,9	0,7
Consumo total	2,2	2,5	2,1	2,4	2,4	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,9	-1,9	1,3	1,2	2,1	2,2
Importaciones de bienes y servicios	-2,8	-2,8	-1,6	-1,6	2,2	2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,1	-2,1	-2,2	-1,6	-2,1	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,4	20,3	19,5	19,7	19,5	19,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	22,7	22,7	22,0	22,1	21,6	21,8

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

La brecha de actividad no ha cambiado mayormente. En esto se conjuga la corrección al alza de las cifras del PIB del 2015, junto con la baja en las proyecciones de crecimiento efectivo y potencial para el 2016 y 2017.

Proyección de crecimiento del producto tendencial para los cinco años siguientes

(porcentaje)

	Crecimiento tendencial (1)			Contribución al crec. PIB Resto		
	PIB	RR.NN.	Resto	PTF	Horas trab.	Capital
Sept. 2015	3,5	2,9	3,6	1,0	0,9	1,7
Sept. 2016	3,2	2,9	3,3	1,0	0,8	1,5

Estimaciones de crecimiento potencial y brechas de actividad para el PIB Resto

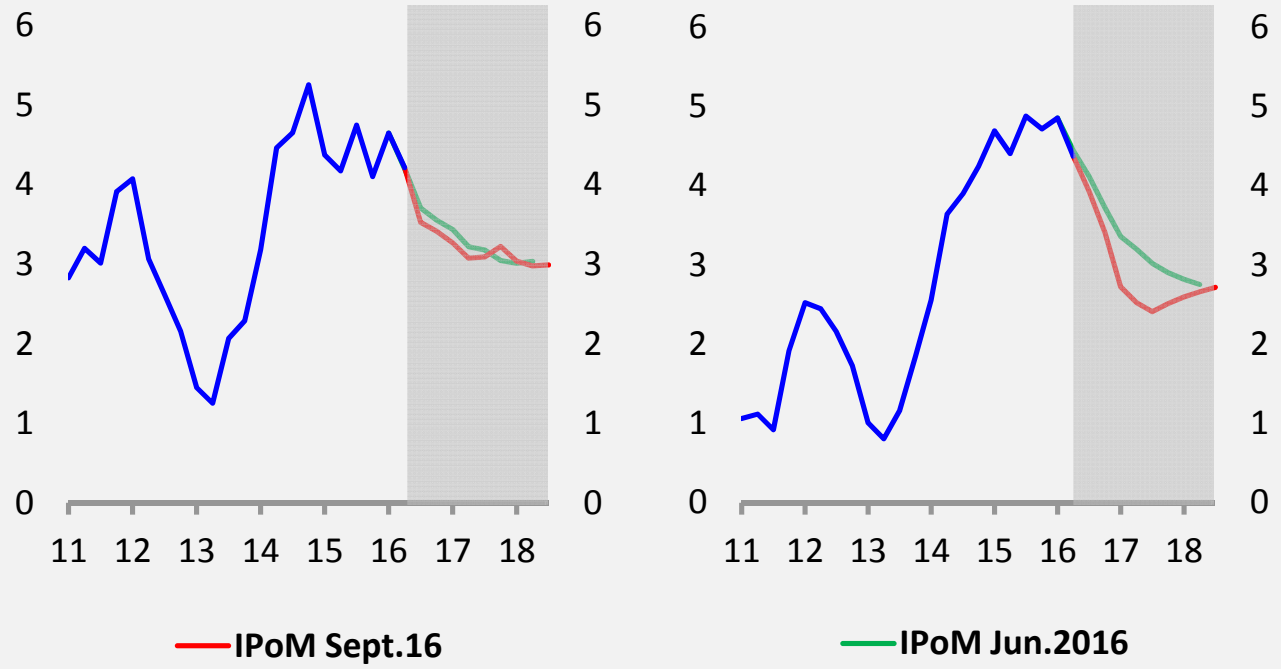
	PIB Resto (2)(3)		Potencial (3)		Brecha de actividad (3)	
	Sept. 2015	Sept. 2016	Sept. 2015	Sept. 2016	Sept. 2015	Sept. 2016
2015	2,3	2,7	2,9	2,6	-0,7	0,0
2016	3,0	2,0	3,1	2,5	-0,8	-0,5
2017	3,3	2,0	3,4	2,8	-0,9	-1,3

(1) RR.NN. pondera 12,1% del PIB total. Se asume que IVA y derechos de importación crecen a la misma tasa que el PIB Resto. La participación del trabajo en el PIB resto, parámetro α, es 52%. (2) Proyecciones contenidas en el IPoM de cada año. Se considera el punto medio del rango de proyección cuando el sesgo es neutral y el primer cuarto si el sesgo es a la baja. (3) Promedio del año. Fuentes: Albagli *et al.* (2015), Contreras y Luttini (2016) y Banco Central de Chile en base a los ejercicios descritos en Albagli y Fornero (2016).

El escenario base contempla que la inflación anual convergerá a la meta algo más pronto que lo previsto en junio. Por componentes, el IPCSAE se acercará a este valor más rápido que el total, para ubicarse bajo 3% a comienzos del 2017.

Inflación IPC y IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)

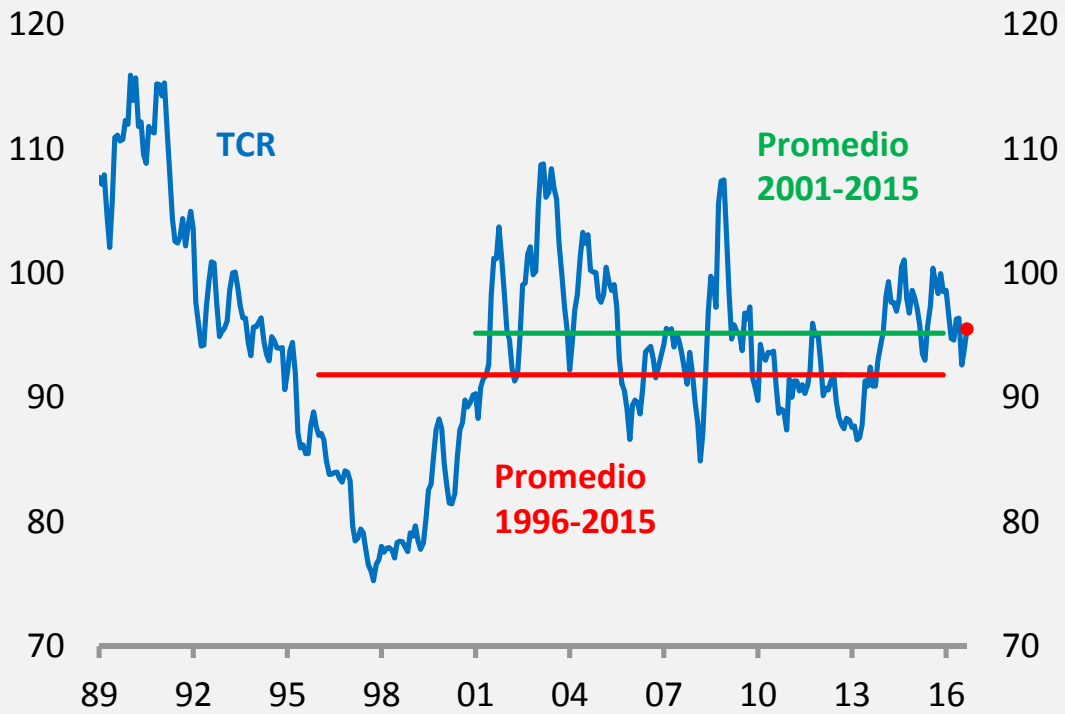


(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre del 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Esta proyección considera, como supuesto metodológico, que el TCR fluctuará en torno a sus niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evaluación de que hoy no se encuentra muy lejos de lo predicho por sus fundamentos de largo plazo.

Tipo de cambio real (*)

(índice 1986=100)



(*) Dato de agosto 2016 es estimación preliminar. Punto rojo corresponde al valor spot del día 05 de septiembre.
Fuente: Banco Central de Chile.

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

Internacional

- Reversión de las mejores condiciones financieras internacionales.
    - Accionar de la Fed.
    - Efectos del Brexit.
    - Dudas sobre China.
    - Banca europea.
    - Procesos electorales.
    - Ajustes macroeconómicos en América Latina.

Internos

- Para la inflación en el corto plazo, siguen ligados a la evolución del tipo de cambio.
- Posible mayor impulso a la actividad derivado de las mejores condiciones financieras externas.
- Por el contrario, de prolongarse los índices de confianza en terreno pesimista pueden retrasar la recuperación.

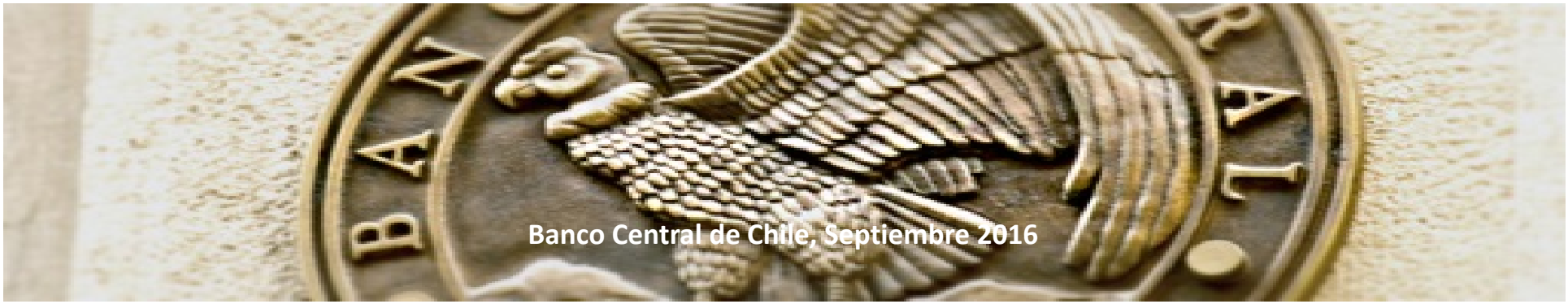
Comentarios finales

La inflación ha descendido en línea con lo previsto, y su convergencia a 3% será algo más rápida que la anticipada en junio.

El panorama para la actividad y la demanda no muestra mayores cambios.

El escenario externo sigue presentando riesgos, más allá de que su evolución reciente ha sido más favorable que lo esperado.

Como supuesto de trabajo se considera que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Septiembre 2016