



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Marzo 2017**

**Rosanna Costa C.**  
Consejera



Banco Central de Chile, Abril 2017

# Introducción

**La inflación anual del IPC disminuyó en línea con lo anticipado en el IPoM de diciembre. Se prevé que continuará descendiendo por algunos meses, para luego volver a 3% a fines del 2017 y oscilar en torno a ese valor hasta el primer trimestre del 2019.**

**La actividad, en particular el PIB Resto, mostró una debilidad mayor que la prevista y los datos recientes sugieren que su recuperación será algo menor que la esperada.**

**En lo externo, se ha ido configurando un panorama algo más favorable, con mejores perspectivas de crecimiento para los socios comerciales, condiciones financieras más holgadas y términos de intercambio algo mayores que lo anticipado.**

**En este contexto, el Consejo redujo la TPM en 50 pb durante los primeros meses del año, adelantando los recortes respecto de lo previsto en diciembre.**

**Además, considera que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, se requiere de una política monetaria que aporte un impulso algo superior al anticipado en diciembre.**

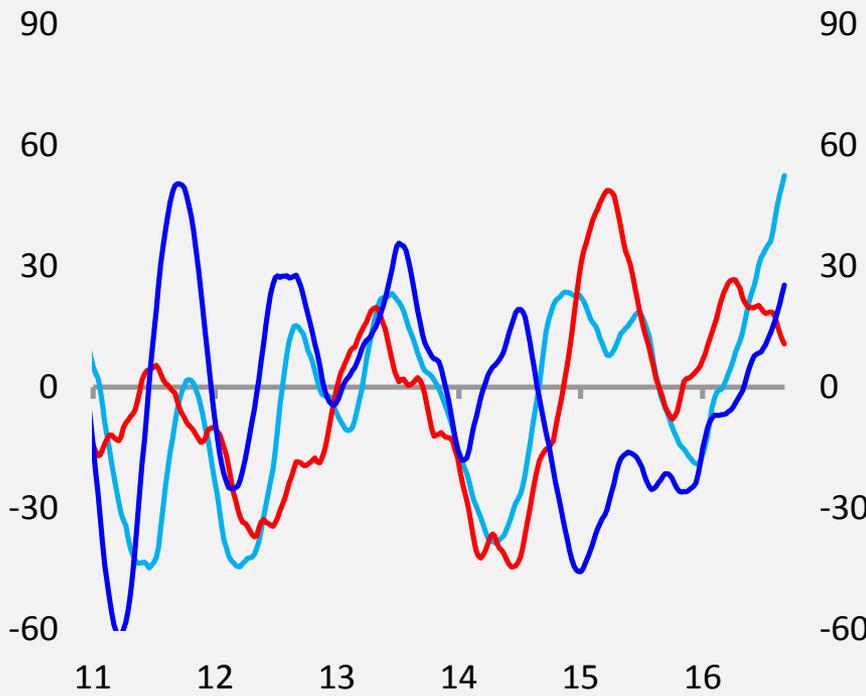
# Escenario internacional



# En el mundo desarrollado, los datos de actividad y expectativas han continuado confirmando un mejor panorama.

## Índice sorpresa Citi

(media móvil 25 semanas, pivote=0)

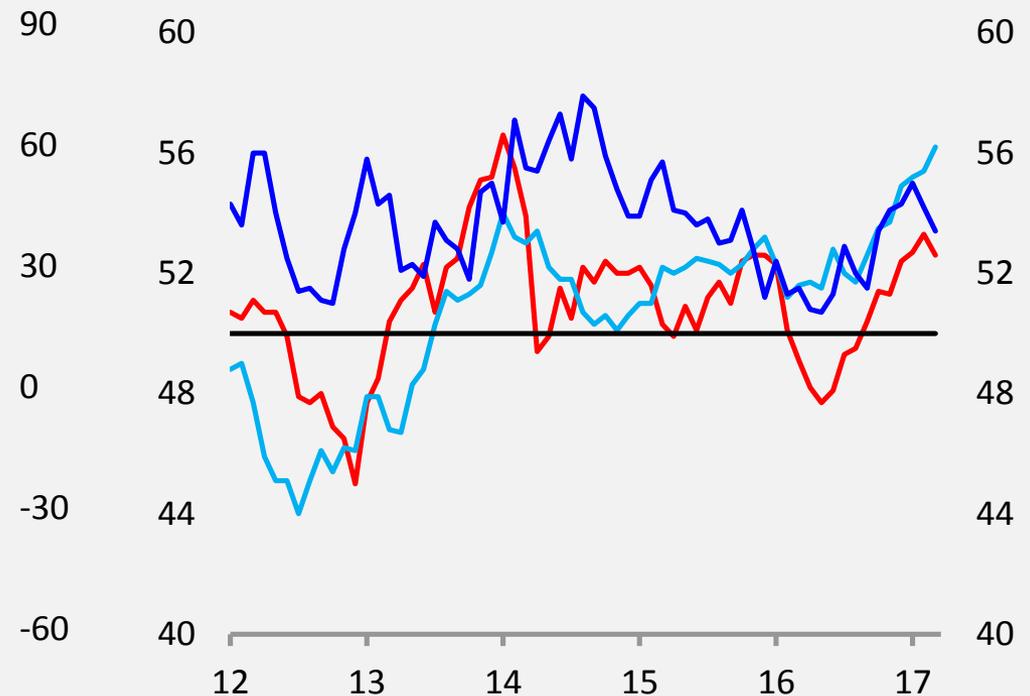


EE.UU.

Eurozona

## Perspectivas manufactureras (\*)

(índice de difusión, pivote=50)



Japón

(\*) Medidos por el índice de gerentes de compra (PMI).  
Fuente: Bloomberg.

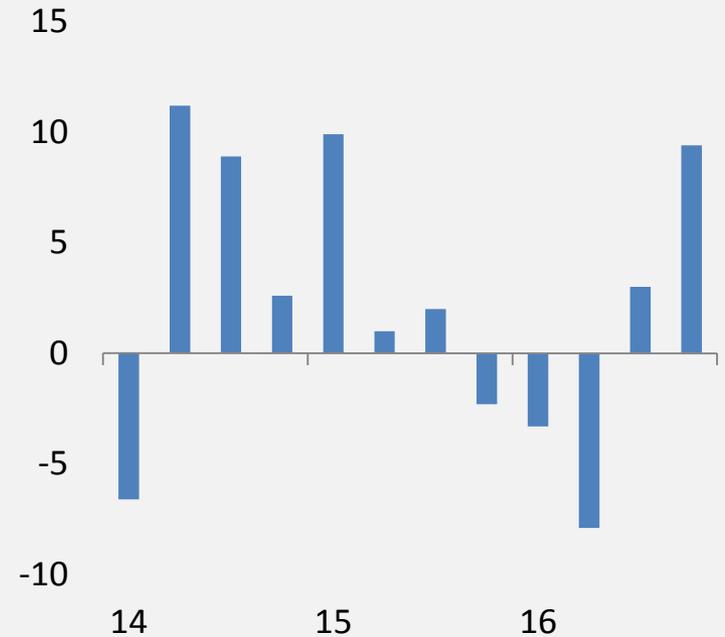


**En EE.UU., a la mantención de cifras positivas de consumo, apoyadas por un mercado laboral robusto y expectativas de consumidores favorables, se sumó el repunte de la inversión privada.**

**EE.UU.: tasa de desempleo**  
(porcentaje)

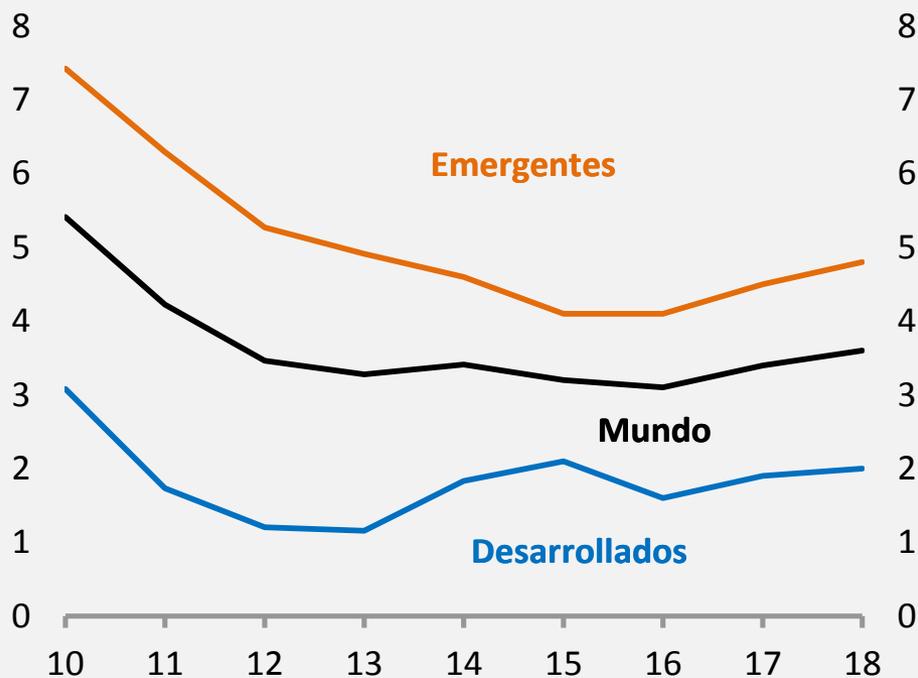


**EE.UU.: inversión privada**  
(var. trim. anualizada, porcentaje)



**Esto ha afianzado la visión de que el crecimiento global será mejor este año y el próximo.**

**Crecimiento mundial y proyecciones (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

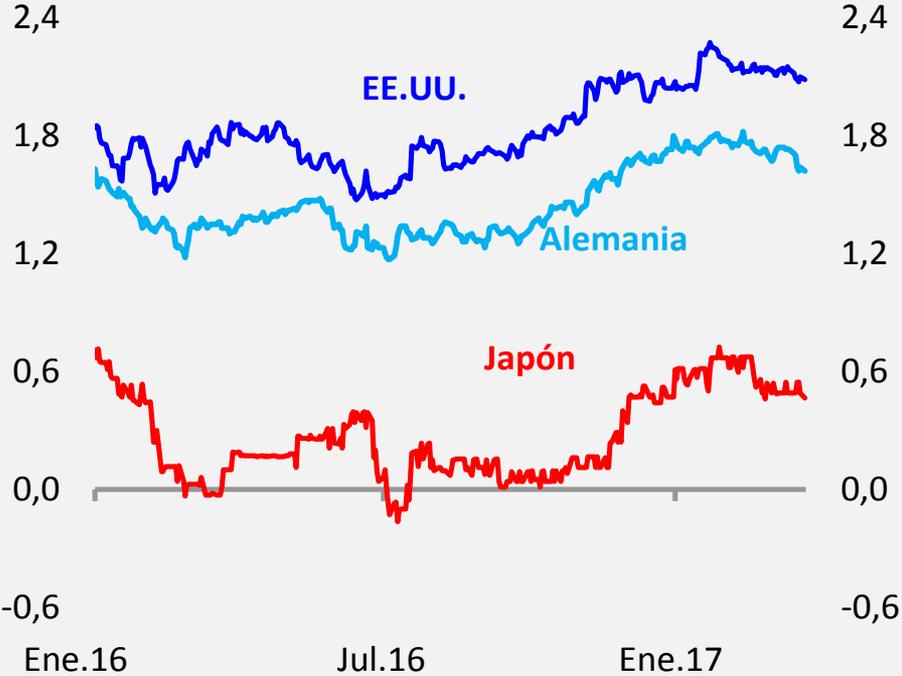


(\*) Proyección 2017 y 2018 considera WEO *update* enero 2017.  
Fuente: Fondo Monetario Internacional

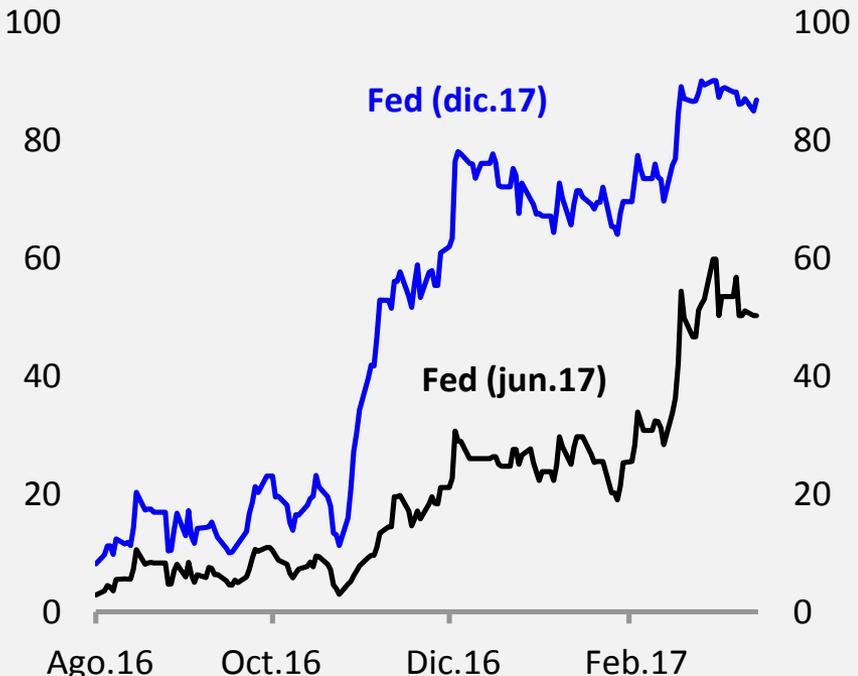


**Este mejor panorama ha dado paso a expectativas que apuntan a una normalización de la inflación o al menos disipar el riesgo deflacionario presente hasta hace poco. Además, ha validado un retiro más rápido de los estímulos monetarios.**

**Compensación inflacionaria 5 en 5 años (porcentaje)**



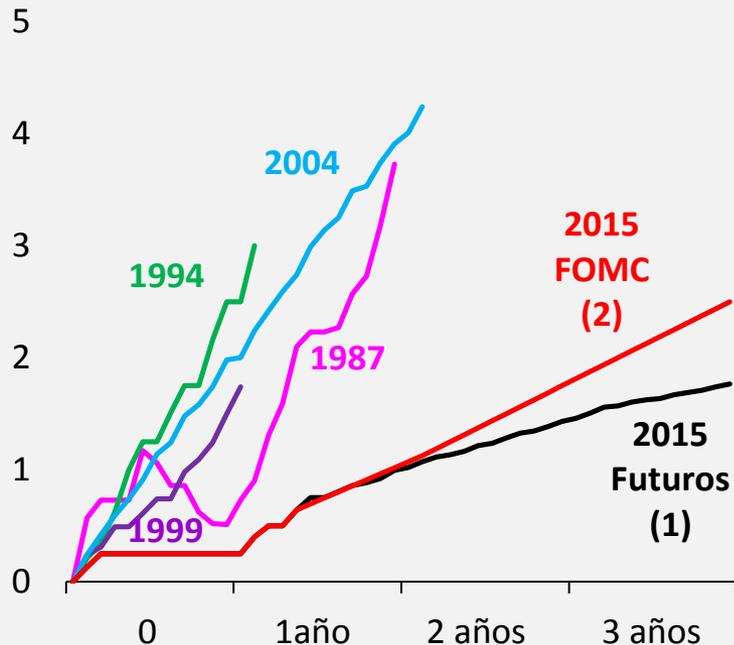
**Probabilidad de alzas de la TPM esperada por el mercado (\*) (porcentaje)**



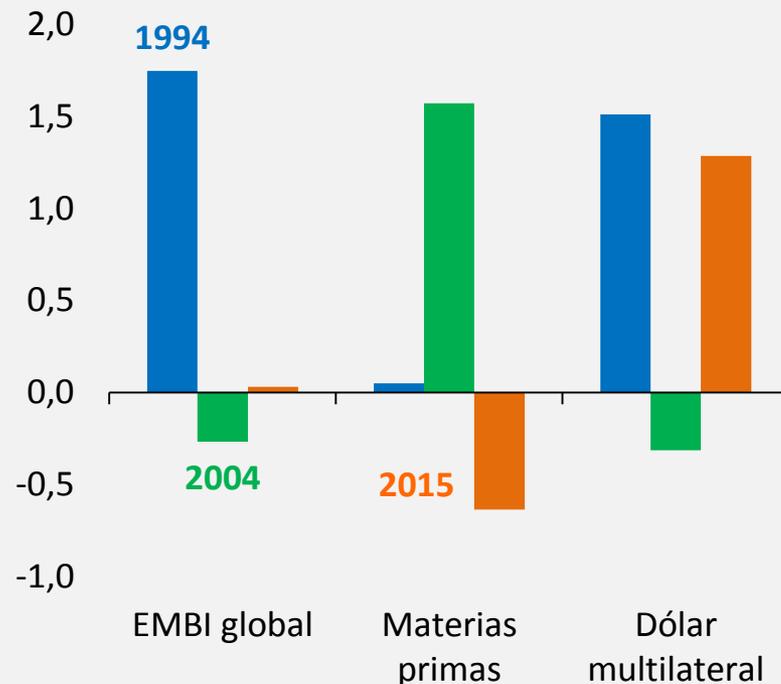
(\*) Entre paréntesis indica el mes para el cual se espera el alza de la tasa.  
Fuente: Bloomberg.

**En el pasado los procesos de alza de tasas en EE.UU. han estado rodeados por eventos económico-financieros complejos en algunas economías. Aunque existen riesgos relevantes asociados al proceso actual, ellos serían más acotados que en el pasado.**

**Ciclos de alza de la tasa FF**  
(porcentaje)



**Efectos de los ciclos de alza de la FF (3)**  
(variaciones escaladas por desviación estándar)

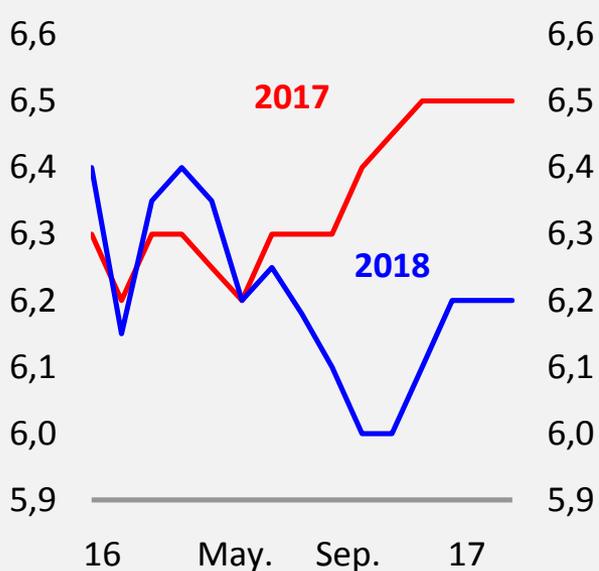


(1) Futuros de mercado en los diez días previos al cierre estadístico. (2) Proyecciones del FOMC en marzo de 2017. (3) Cambio porcentual (en puntos base en el caso del EMBI) acumulado entre 6 meses antes y 12 meses después del inicio del ciclo de alzas, dividido por la desviación estándar para ese mismo período calculada desde julio 1993 a noviembre de 2016. Fuente: Bloomberg.

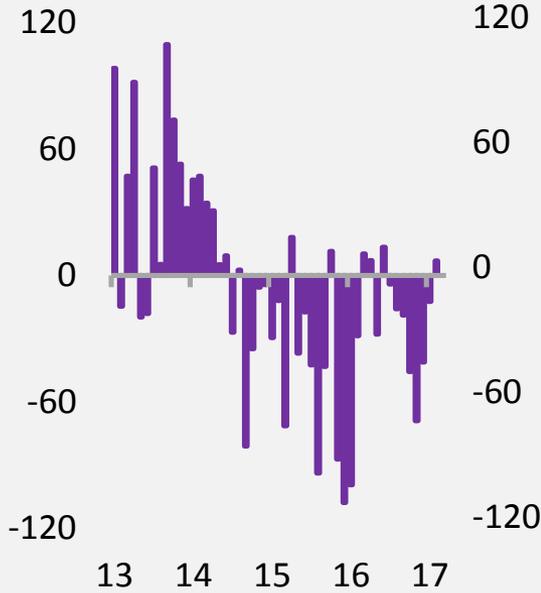


**En el mundo emergente, China mostró un panorama más estable —tanto por el lado de sus indicadores financieros como de actividad— que contribuyó a la calma en los mercados. Su moneda ha continuado en una senda de paulatina depreciación.**

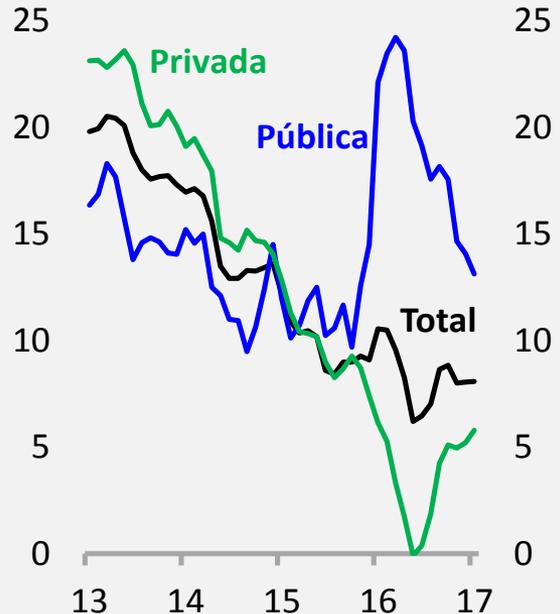
**Exp. crecimiento**  
(variación anual, porcentaje)



**Cambio en reservas**  
(miles de millones de dólares)



**Inversión en activos fijos**  
(var.anual, prom.trim., porcentaje)

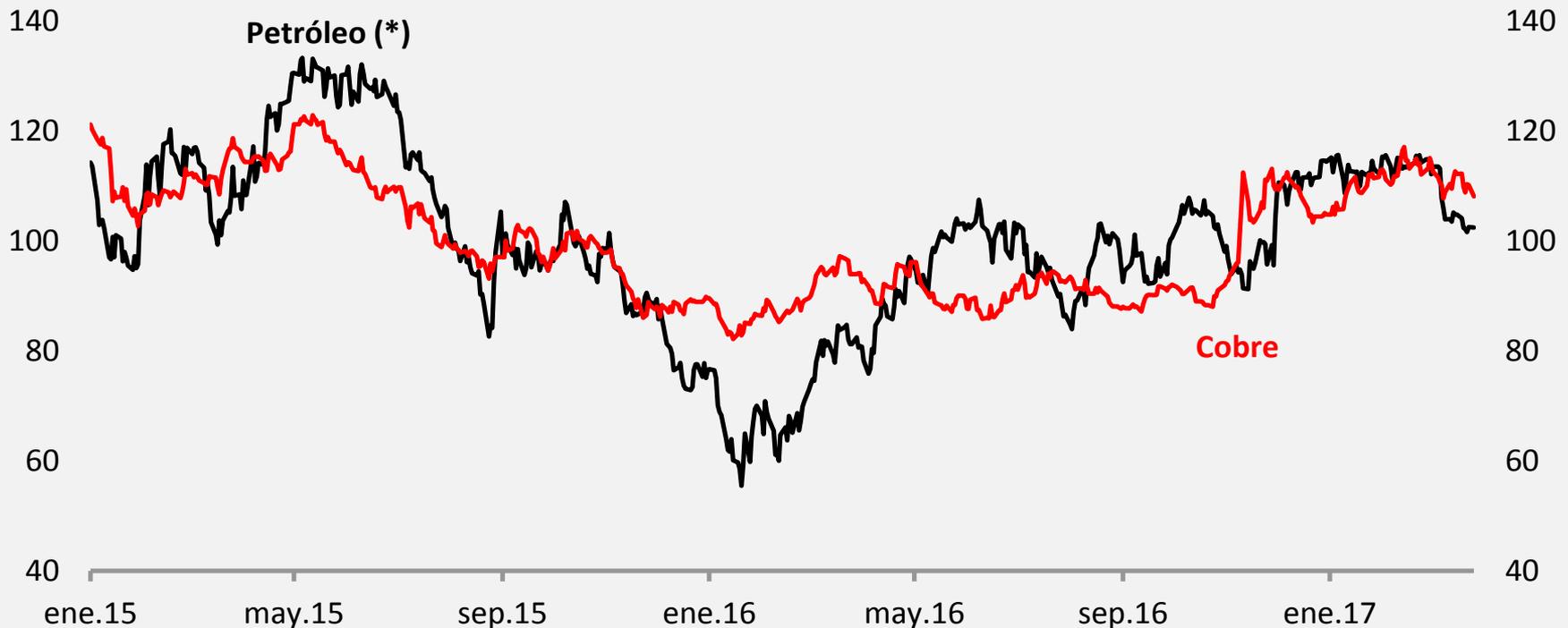


Fuentes: Banco Central de China y Bloomberg.



**El precio de las materias primas, se ha visto afectado por las mejores señales del escenario global de crecimiento, pero también por factores de oferta propios de cada mercado. De todos modos, la mayoría de los precios se encuentran sobre los valores mínimos alcanzados en los dos últimos años.**

### Precio de materias primas (índice 2015-2017=100)

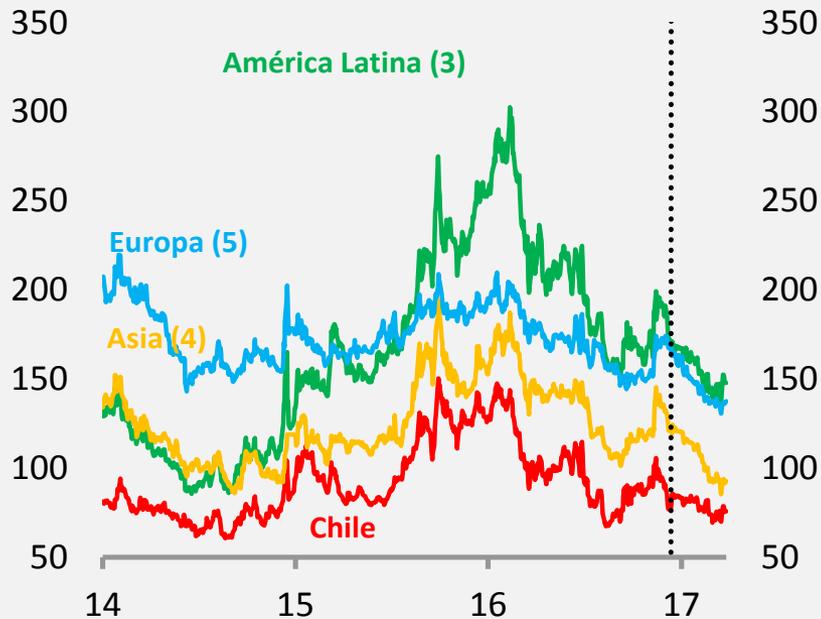


(\*) Promedio del crudo WTI y Brent.  
Fuente: Bloomberg.

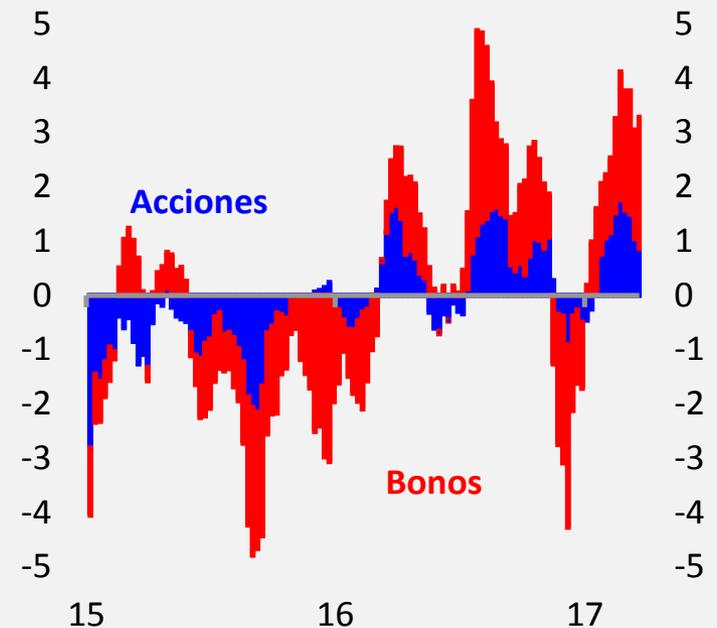


**En este contexto, se ha producido un aumento generalizado del apetito por riesgo, haciendo subir las bolsas, disminuir los premios por riesgo y mejorar los flujos de capitales hacia las economías emergentes.**

**Premios por riesgo soberano (1) (2)**  
(puntos base)



**Flujos netos de capitales a A.Latina**  
(miles de millones de US\$, mes móvil)

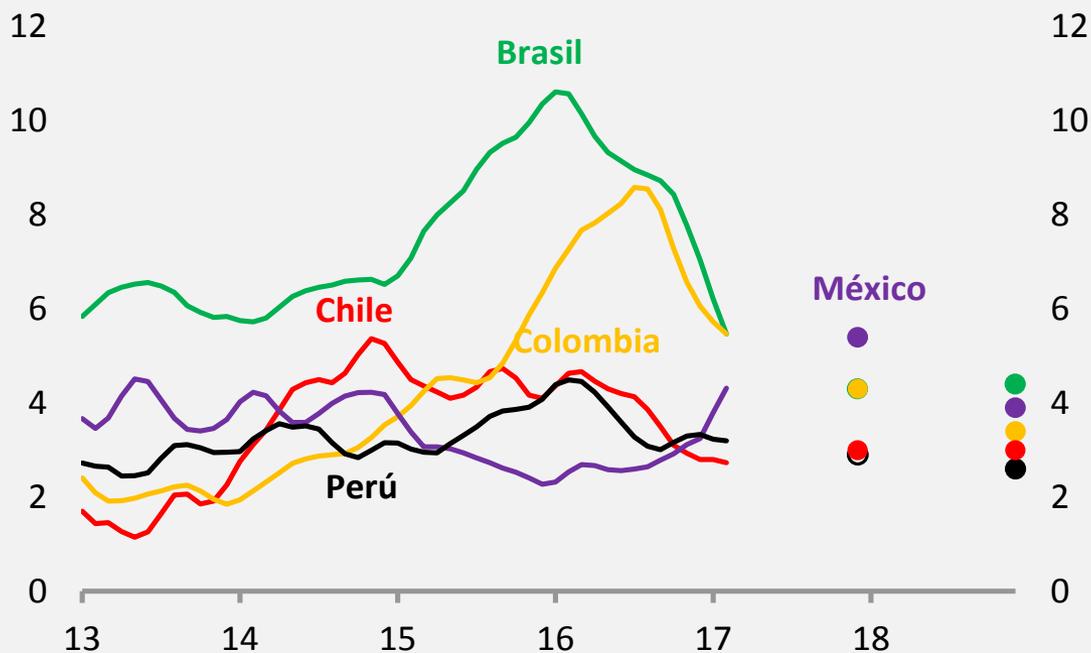


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2016. (2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (5) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.



**Las economías de América Latina siguen atravesando por un proceso de ajuste. El panorama de inflación ha continuado mejorando, abriendo espacio para un mayor estímulo monetario. Los mejores precios de las materias primas han dado paso a términos de intercambio más favorables en la región.**

### Panorama de inflación en América Latina (\*) (variación anual, porcentaje)



(\*) Puntos indican proyecciones de Consensus Forecasts para el año 2017 y 2018.

Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.



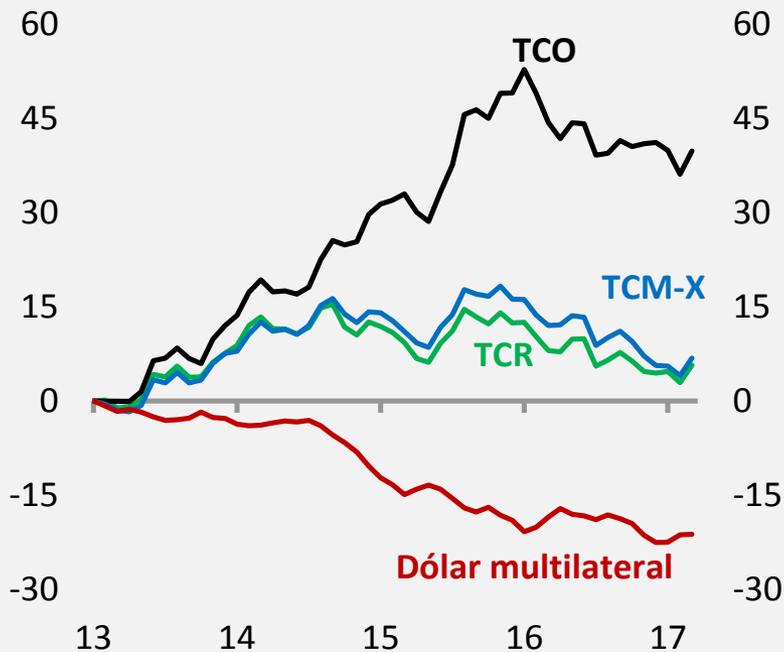
**El dólar, más allá de la volatilidad de los últimos meses, continúa en sus niveles más apreciados de los últimos años. El peso chileno también se ha depreciado respecto del dólar, pero multilateralmente la pérdida de valor es mucho menor.**

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

(var. acumulada desde enero 2013, porcentaje)

### Tipo de cambio multilateral de Chile (1)

(datos diarios, índice 2 de enero 2015=100)



(1) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación). (2) Datos de marzo 2017 contienen información hasta el cierre estadístico. (3) Considera Rep. Corea, India, Rusia y Sudáfrica. (4) Considera Brasil, Colombia, México, Perú y Argentina. (5) Considera Australia, Canadá y Nueva Zelanda. (6) Considera Japón, Reino Unido, Euro.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



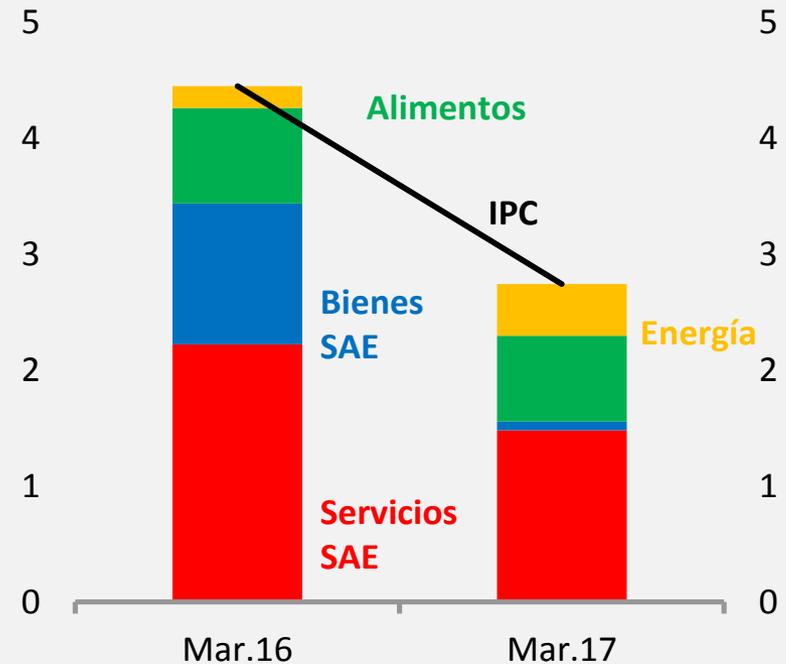
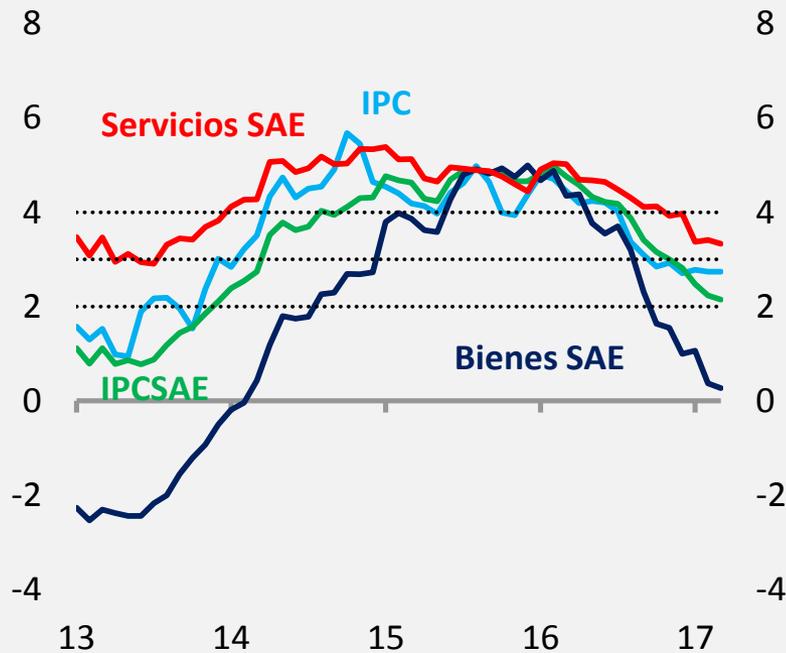
# Escenario interno



# La inflación del IPC llegó a 2,7% en febrero. Como ha sido la tónica en el último año, su baja sigue liderada por la inflación de bienes del IPCSAE.

**Indicadores de inflación (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

**Incidencia anual en el IPC**  
(puntos porcentuales; porcentaje)



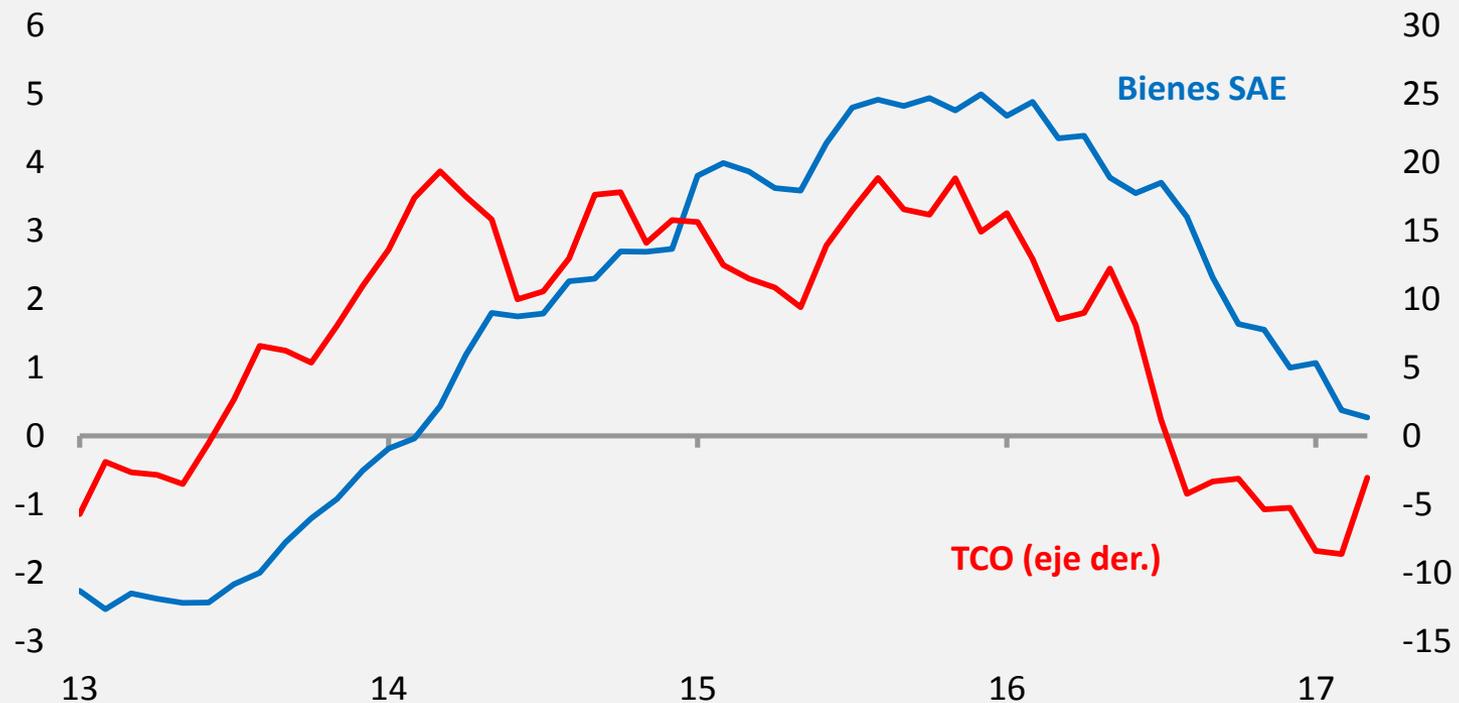
(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



**El mayor descenso de la inflación de bienes continúa relacionada al comportamiento del tipo de cambio, cuyo nivel es menor al de un año atrás.**

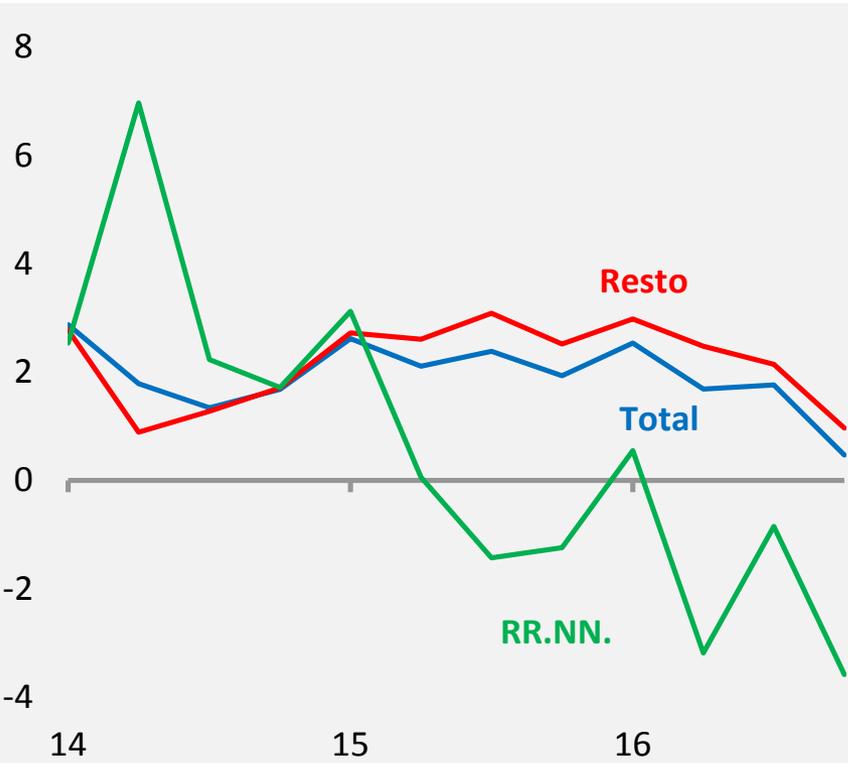
**Tipo de cambio y bienes SAE**  
(variación anual, porcentaje)



**La actividad finalizó el 2016 con un crecimiento anual en línea con lo previsto, pero con una desaceleración algo más acentuada durante el año. En los sectores distintos de recursos naturales, resaltó la debilidad en rubros ligados a la inversión en construcción y los servicios relacionados.**

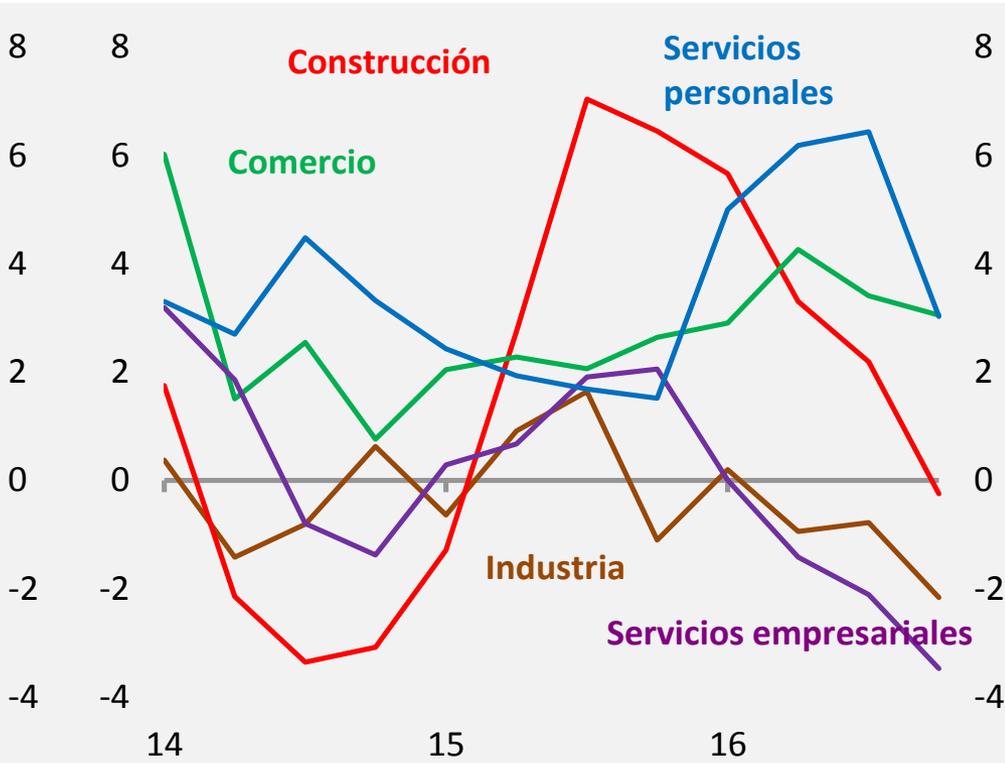
**PIB**

(variación real anual, porcentaje)



**Crecimiento sectores Resto**

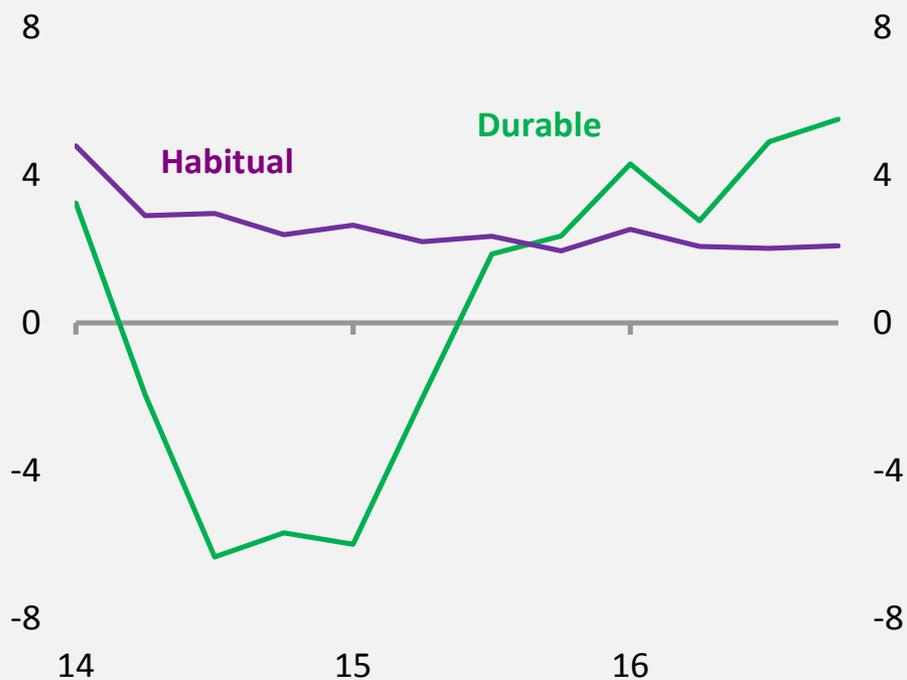
(variación real anual, porcentaje)



**La demanda final — sin la variación de existencias— también decreció a lo largo del 2016, en particular la inversión en construcción y otras obras. El consumo privado siguió otorgando soporte a la economía, creciendo por sobre 2%.**

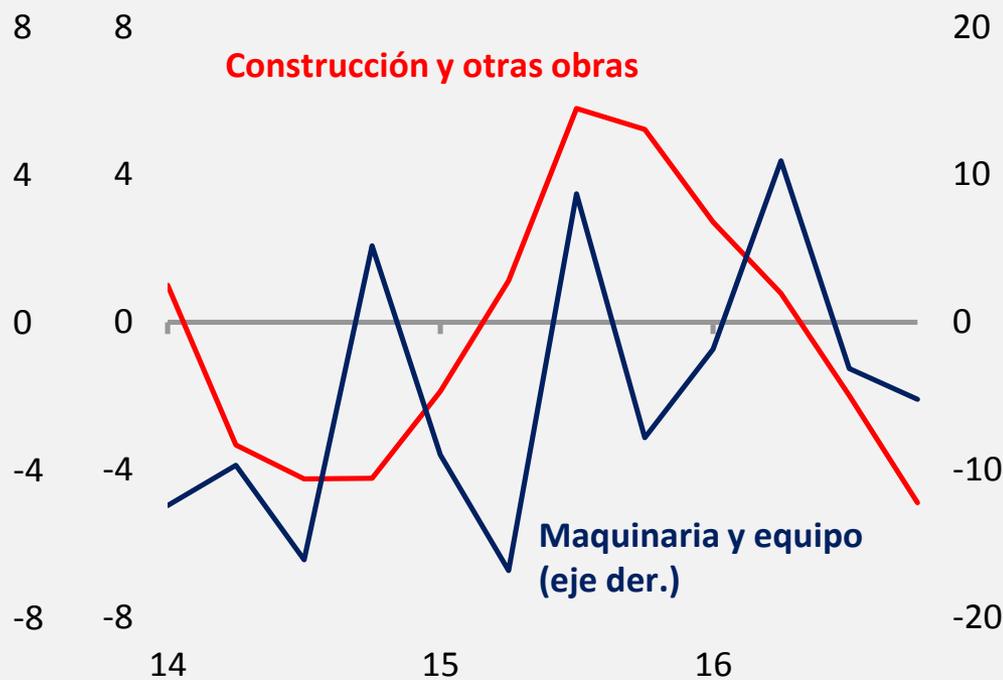
### Consumo

(variación real anual, porcentaje)



### Formación bruta de capital fijo

(variación real anual, porcentaje)



**La demanda final — sin la variación de existencias— también decreció a lo largo del 2016, en particular la inversión en construcción y otras obras. El consumo privado siguió otorgando soporte a la economía, creciendo por sobre 2%.**

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

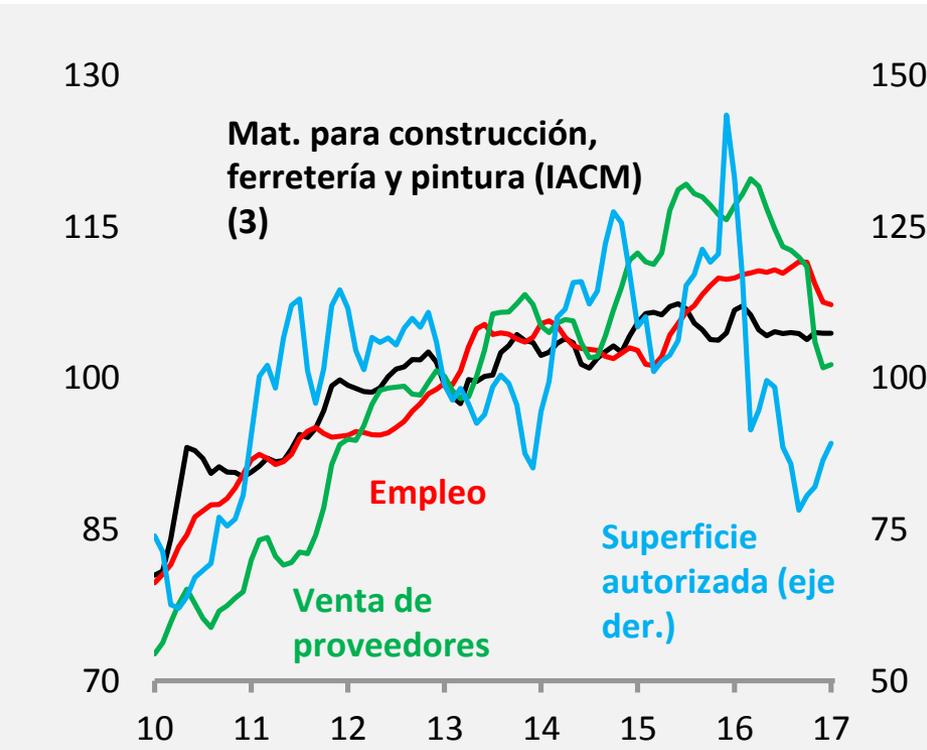
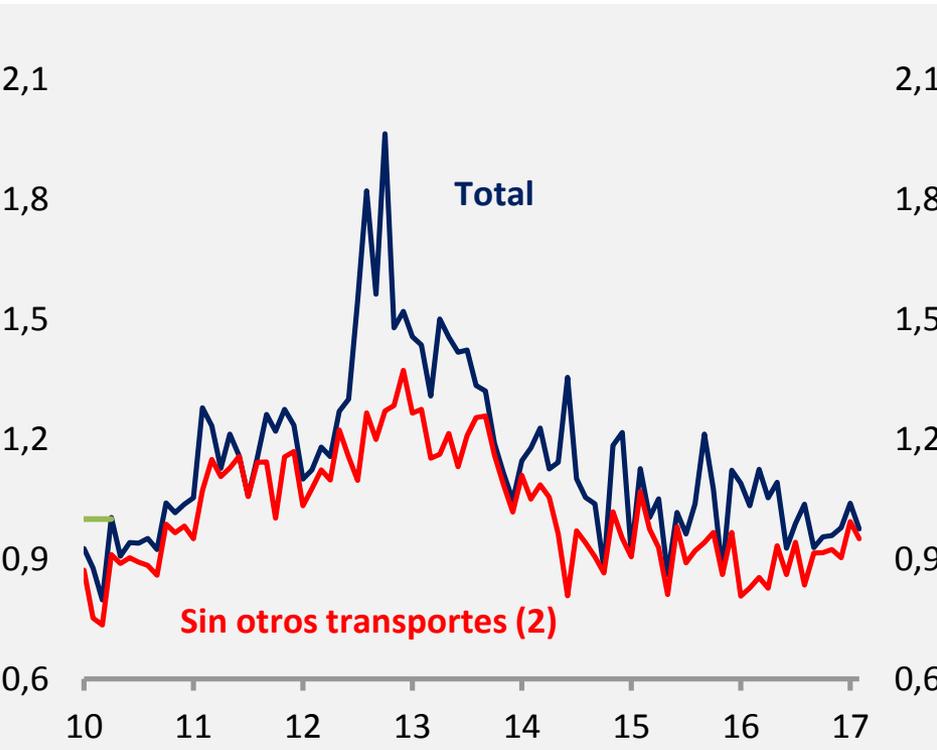
	2015	2016			
		I	II	III	IV
Demanda interna	2,0	1,4	1,2	0,9	1,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5
Consumo privado	2,0	2,7	2,1	2,3	2,4
Bienes durables	-0,8	4,3	2,8	4,9	5,5
Bienes habitual	2,3	2,5	2,1	2,0	2,1
Consumo gobierno	4,5	4,7	7,4	7,1	1,7
Formación bruta de capital fijo	-0,8	1,1	4,1	-2,4	-5,0
Maquinaria y equipos	-6,6	-1,8	10,9	-3,1	-5,2
Construcción y otras obras	2,7	2,7	0,8	-2,0	-4,9
Exportaciones de bienes y servicios	-1,8	0,8	0,6	0,1	-2,0
Importaciones de bienes y servicios	-2,7	-3,4	-1,1	-2,0	0,0



**Indicadores parciales del primer trimestre muestran que la construcción y edificación han seguido debilitándose. De todos modos, la importación de maquinaria y equipos, descontadas las compras de transporte no regular, se aprecian mejor.**

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

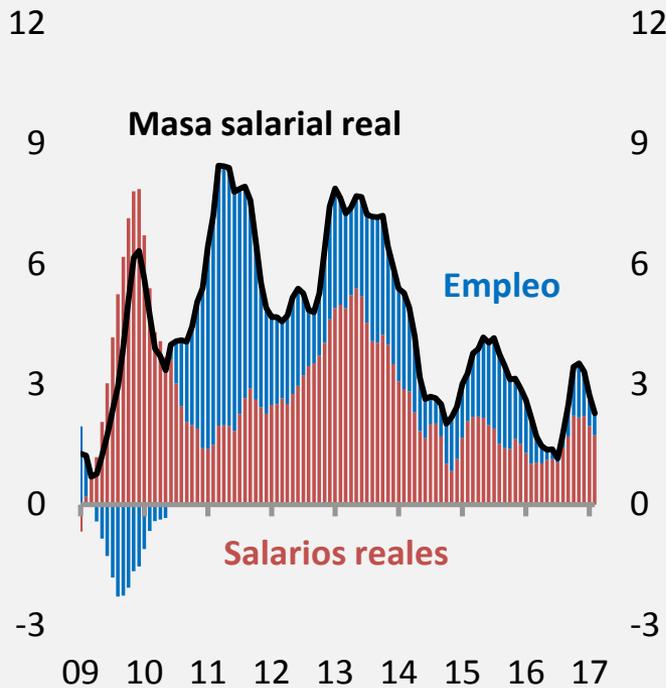
**Indicadores de construcción y edificación (1)** (pr. móvil trim., índice 2010-17=100)



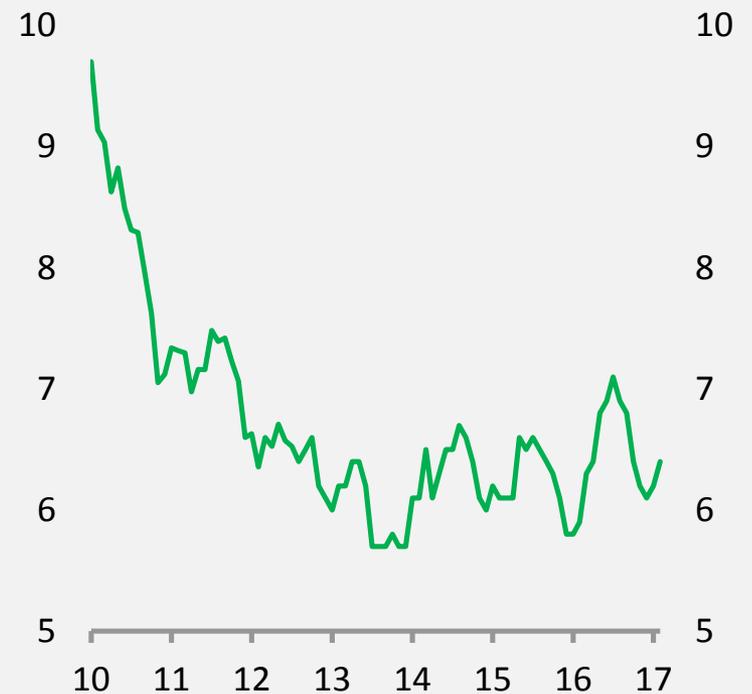
(1) Series mensuales desestacionalizadas. (2) Excluye vehículos de transporte no regular (aviones, barcos, helicópteros y trenes). (3) Serie empalmada con la línea equivalente del IVCN.  
 Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

**En la evolución del consumo ha contribuido el crecimiento de los ingresos laborales, la menor inflación y la mantención de una tasa de desempleo.**

**Masa salarial real (\*)**  
(incidencia, puntos porcentuales)



**Tasa de desempleo**  
(porcentaje)



(\*) Promedio móvil trimestral.

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

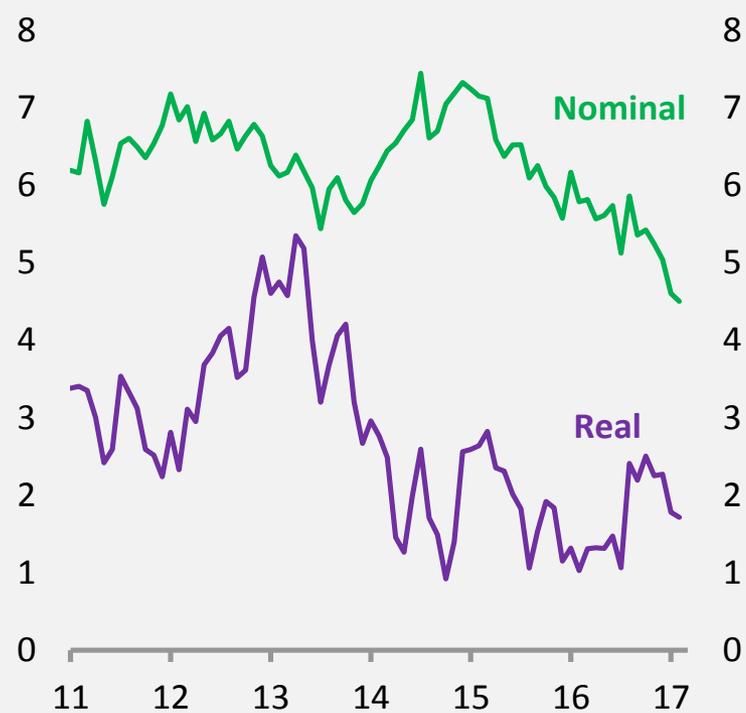


Con todo, destaca el deterioro del empleo asalariado y la moderación del crecimiento anual de los salarios. El empleo por cuenta propia, aunque más precario, ha actuado como un significativo amortiguador del empleo asalariado.

**Empleo según categoría ocupacional**  
(variación anual, porcentaje)



**Salarios (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Tanto el nominal como el real corresponden al promedio de la variación anual del IREM y CMO.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

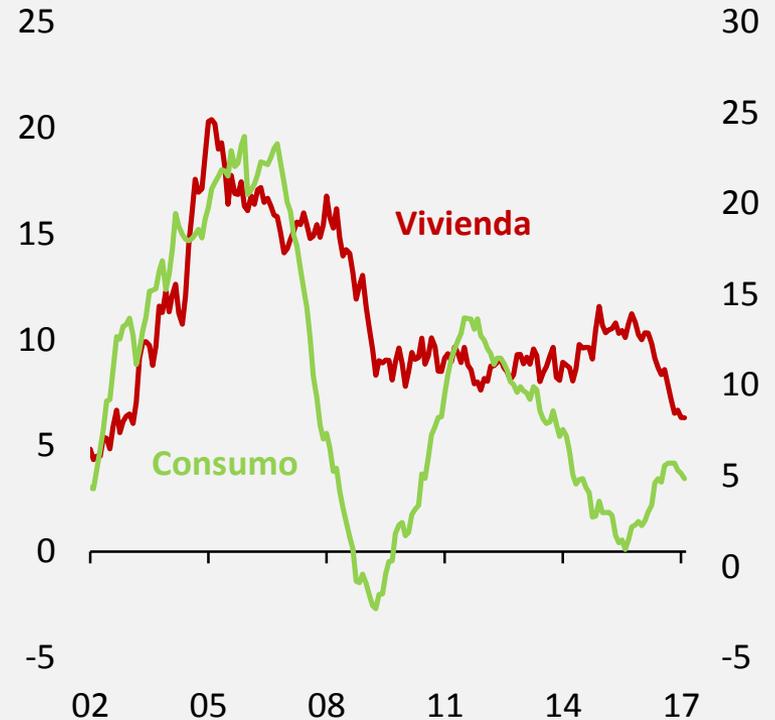


# Las condiciones financieras siguen favorables, particularmente en términos de las tasas de interés. No obstante, los volúmenes de crédito se han desacelerado, lo que obedecería a una débil demanda

## Tasas de interés de colocaciones (1) (porcentaje)



## Crecimiento de colocaciones (variación anual, porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF.  
Fuentes: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

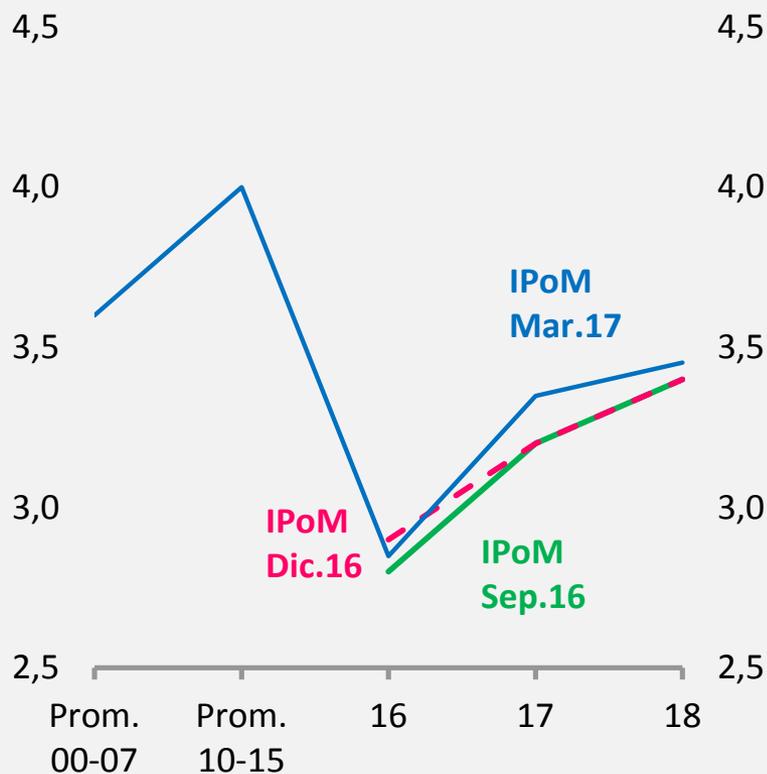


# Perspectivas

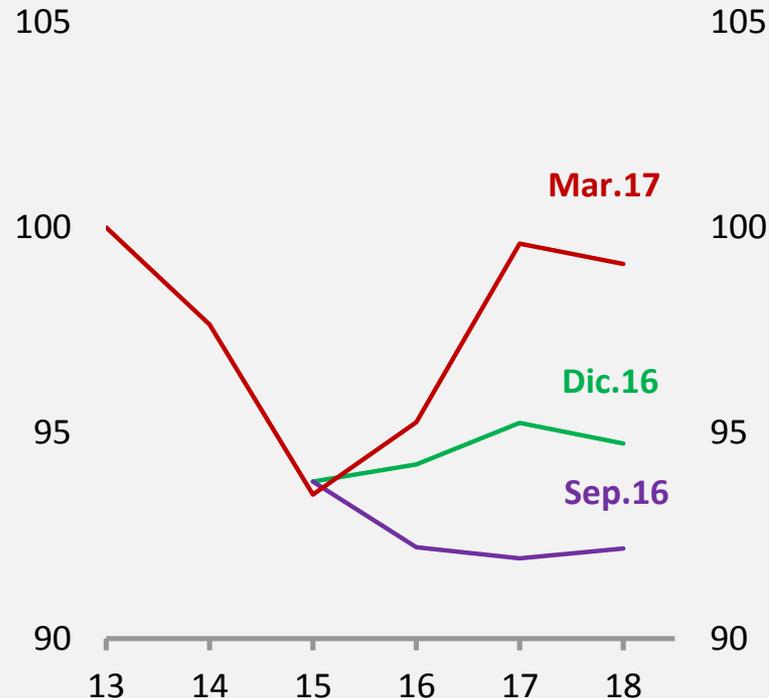


**Como se mencionó, el mayor impulso externo se condice con mejores expectativas de crecimiento de nuestros socios comerciales, mayores términos de intercambio y condiciones financieras externas que se prevén mejores.**

**Crecimiento socios comerciales**  
(variación anual, porcentaje)



**Términos de intercambio (\*)**  
(índice 2013=100)



(\*) Para propósitos comparativos con la nueva CdR 2013, los TDI de IPoMs previos se ajustan a 100 para el 2013.  
Fuente: Banco Central de Chile.



**El PIB del 2017 se estima crecerá entre 1 y 2%, rango inferior al previsto en diciembre. Ello, por la mayor debilidad del PIB resto, pero también por los eventos recientes que han mermado considerablemente la actividad minera.**

**Para el 2018, se prevé un crecimiento mayor: entre 2,25 y 3,25%**

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

	2015	2016 (e)		2017 (f)		2018 (f)
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Dic.16	Mar.17	Dic.16	Mar.17	Mar.17
PIB	2,3	1,5	1,6	1,5-2,5	1,0-2,0	2,25-3,25
Demanda interna	2,0	1,1	1,1	2,6	2,3	4,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	2,8
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,6	-0,8	0,7	0,2	3,0
Consumo total	2,4	2,8	2,8	2,4	2,5	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	-1,8	0,1	-0,1	2,0	1,6	2,7
Importaciones de bienes y servicios	-2,7	-1,4	-1,6	4,1	4,3	7,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,0	-1,7	-1,4	-1,9	-0,9	-2,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,4	19,3	20,2	19,2	20,3	20,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,6	22,2	23,2	21,7	22,5	22,6

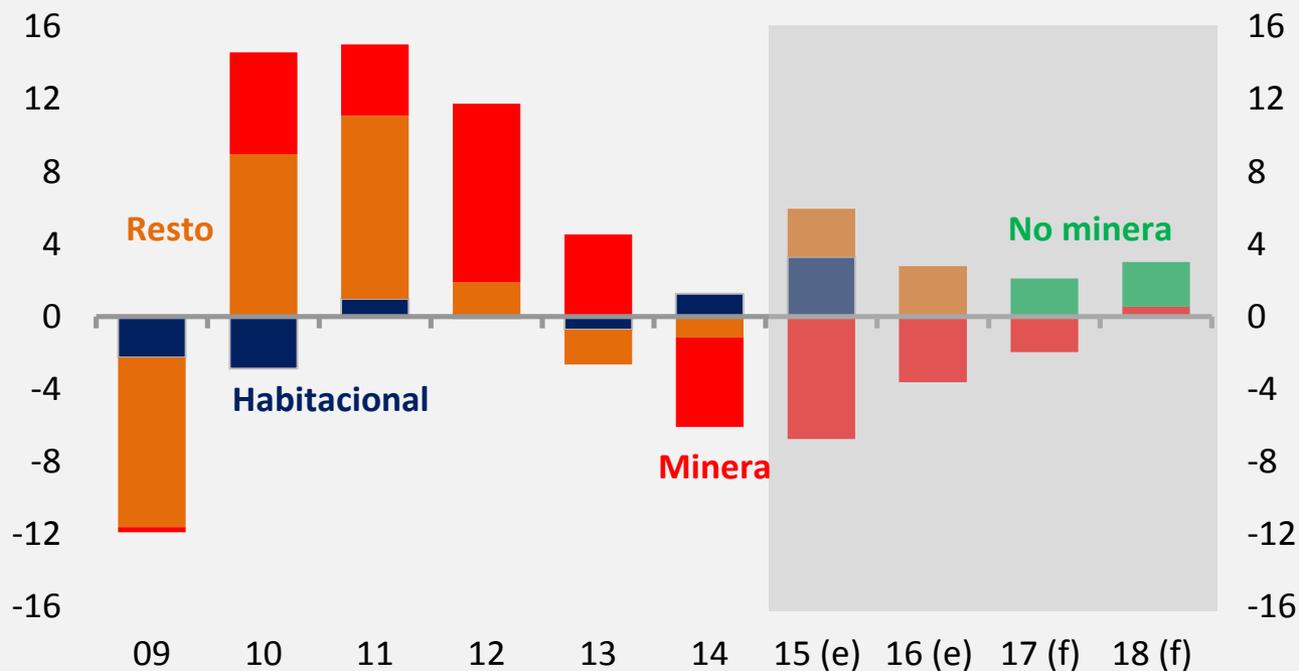
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile .



**La disminución del ajuste de la inversión minera y una inversión productiva que crecerá en los próximos años ayudarán a un mayor crecimiento de la economía.**

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

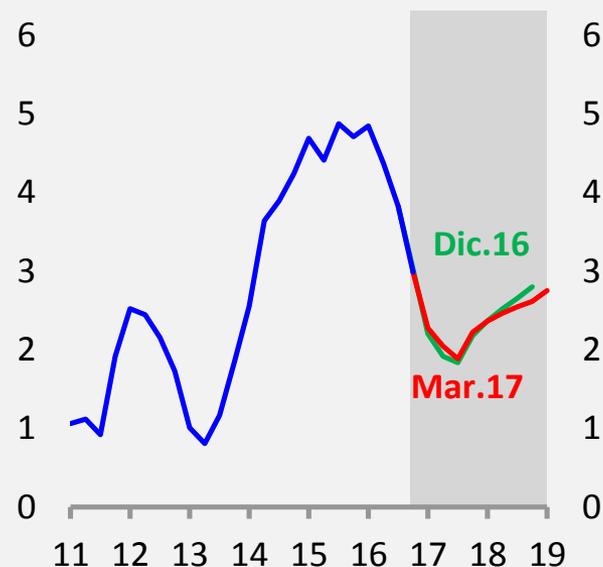
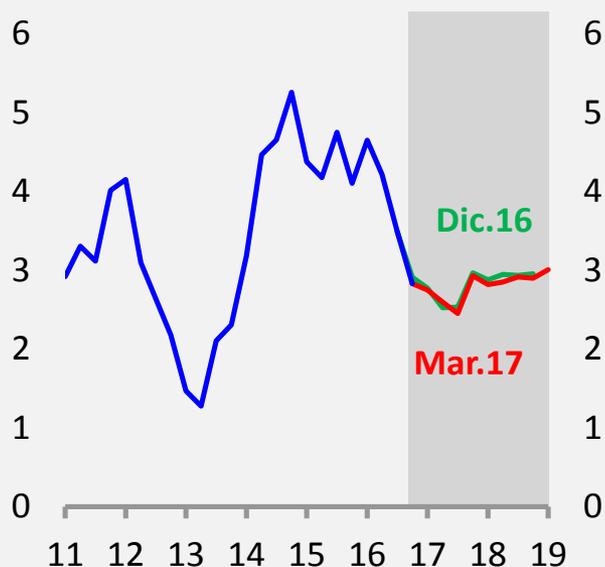


(\*) Para los datos de FBCF sectorial, se utilizan las variaciones de la CdR 2008. Estimaciones para 2015 y 2016 en base a FECUS, catastro de la CBC, CChC y CC.NN. por Sector Institucional. Para 2017 y 2018, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. (e) Estimación. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.



**Se prevé que la inflación total continuará descendiendo, para luego volver a 3% a fines del 2017 y oscilar en torno a ese valor hasta el fin del horizonte de proyección.**

### Inflación IPC e IPCSAE (\*) (variación anual, porcentaje)



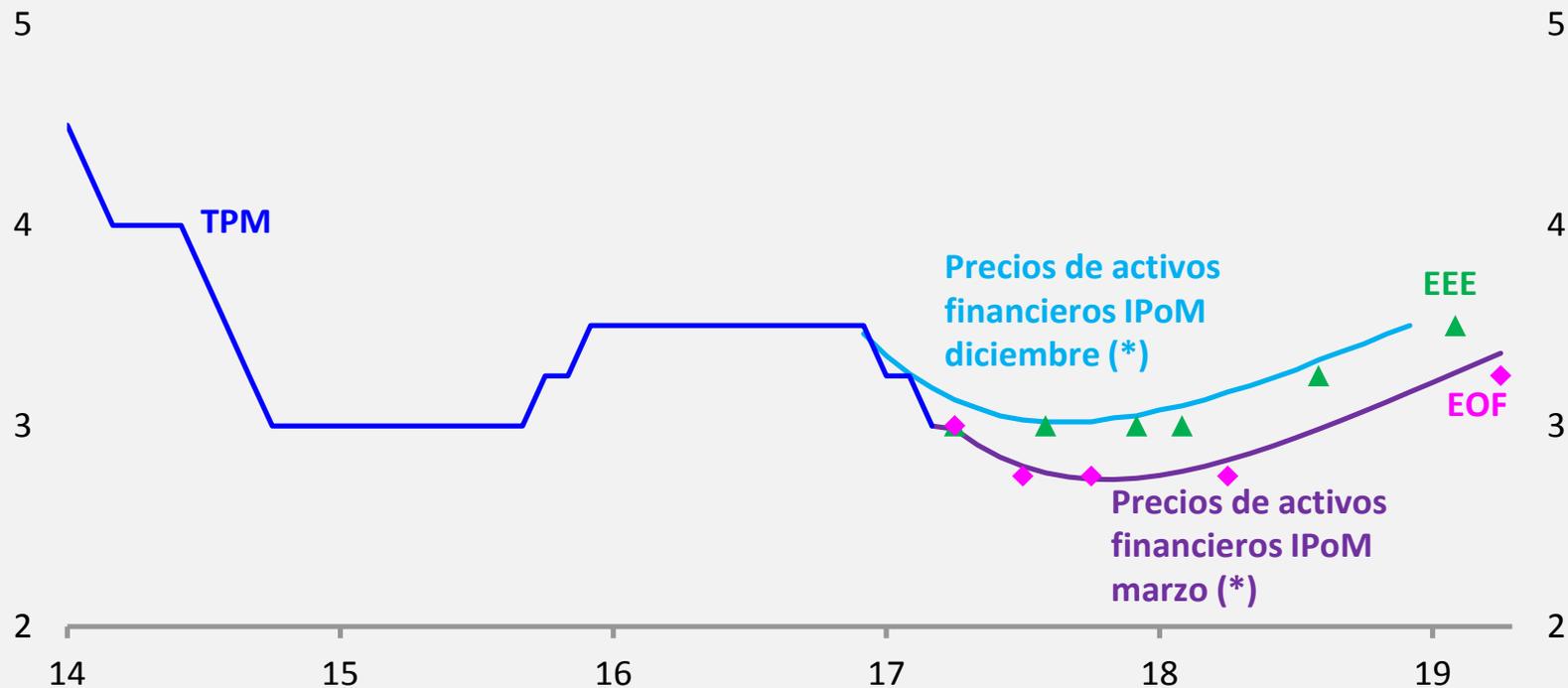
(\*) El área gris corresponde a la proyección a partir del primer trimestre del 2017.

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



**El escenario base considera que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en los diez días previos al cierre estadístico**

### TPM y expectativas (porcentaje)



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



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

## Internacional

- En Europa: Brexit, elecciones
- Efectos en comercio y actividad mundial de medidas más proteccionistas.
- En Estados Unidos y China los riesgos negativos se han atenuado, aunque siguen presentes.
- Recuperación más acentuada de actividad mundial
- Mejores precios de las materias primas

## Internos

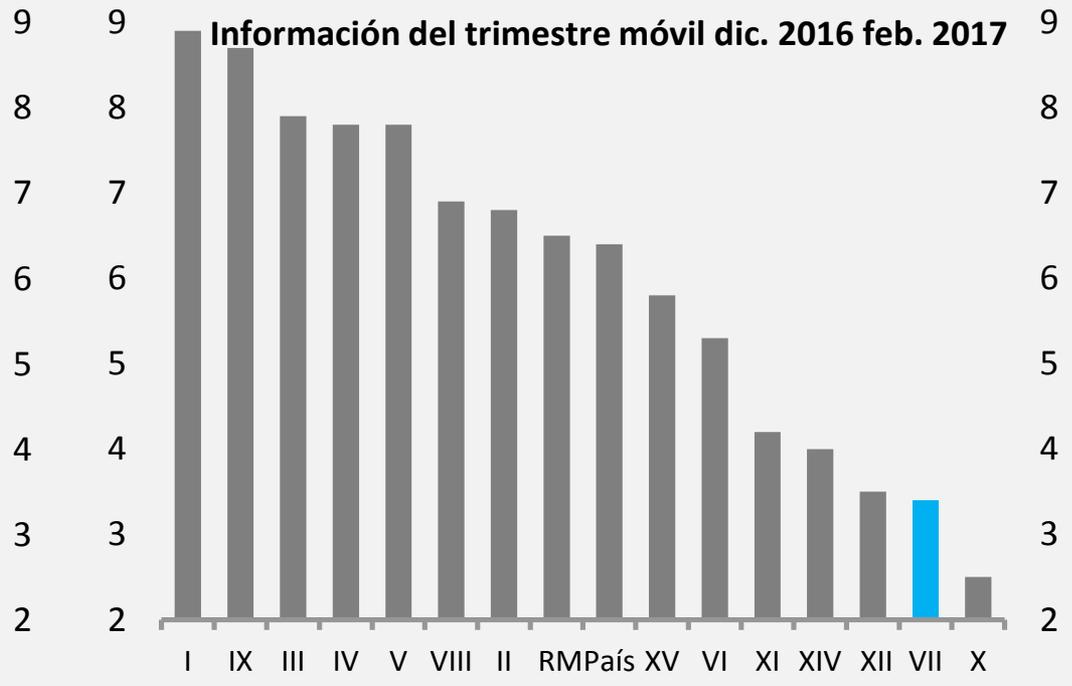
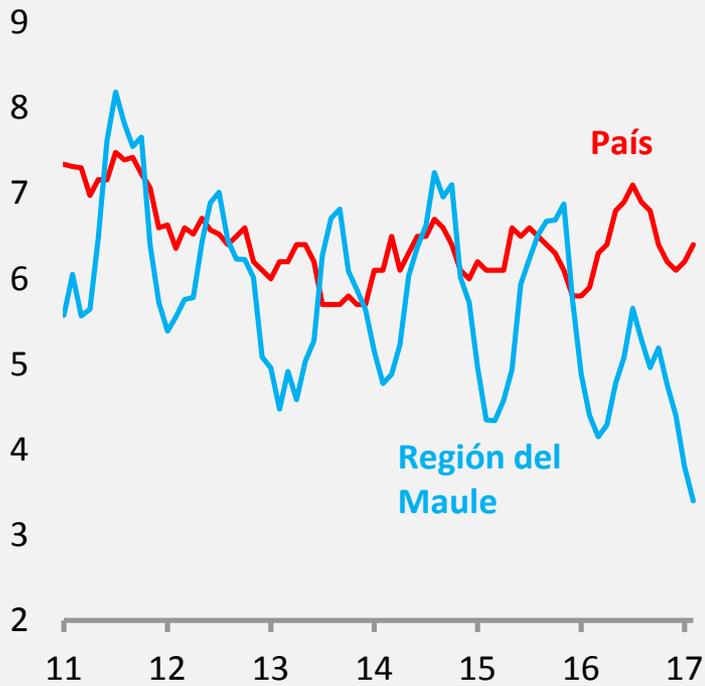
- Fenómeno más persistente que esté afectando la capacidad de crecimiento de la economía.
- Deterioro del mercado laboral
- Recuperación más dinámica: equilibrios internos, mejor panorama externo, fin ajuste ciclo minero y repunte de la confianza.

# Región del Maule



**La tasa de desempleo regional a febrero estaba entre las más bajas del país, aunque en parte afectada por factores estacionales durante ese período. De todos modos, en el último año, esta se ha ubicado por debajo de la tasa de desempleo nacional.**

### Tasa de desempleo (porcentaje)

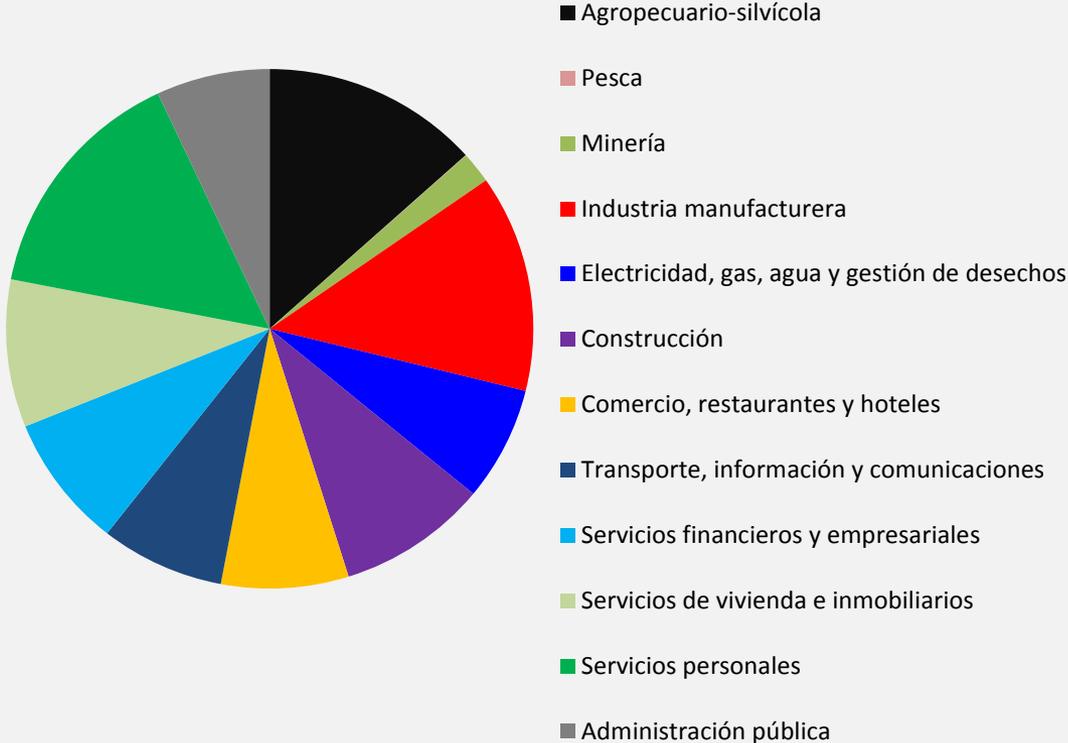


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



**En la región, el PIB es bien heterogéneo entre sectores, lo que le ayuda a suavizar los ciclos económicos.**

### Composición sectorial del PIB regional: 2015 (porcentaje)

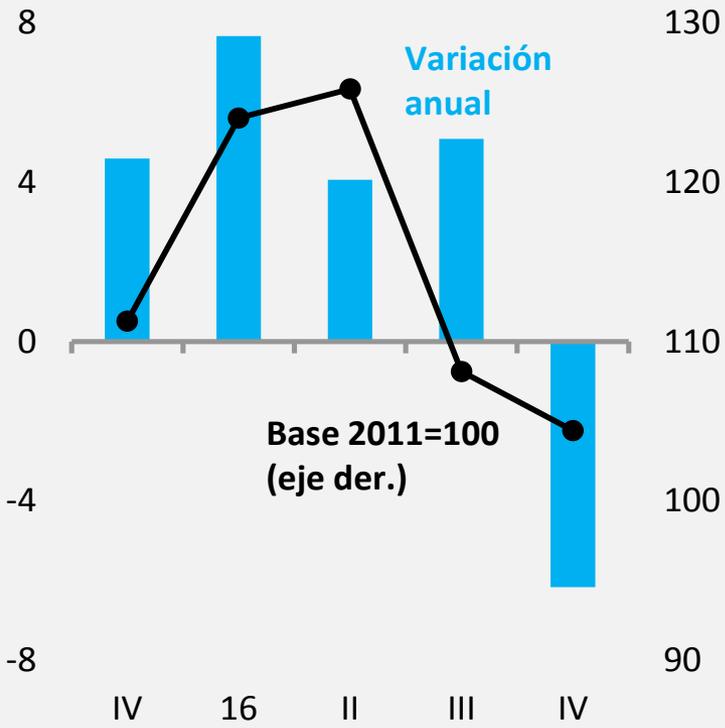


Fuente: Banco Central de Chile.



**Así, a pesar de que en el último trimestre del 2016, la actividad regional en el Maule se contrajo 6,2% anual, en gran parte por una menor generación eléctrica hídrica. Sin embargo, en el resto de los sectores se observó un mejor desempeño.**

**INACER**  
(porcentaje; índice)



**INACER por sectores**

Sectores Económicos	Maule
Total INACER	↘
Silvoagropecuario	↗
Pesca	↘
Minería	↗
Industria Manufacturera	↘
Electricidad, Gas y Agua	↘
Construcción	↘
Comercio, Restaurantes y Hoteles	↗
Transporte y Comunicaciones	↗
Servicios Financieros y Empresariales	↗
Propiedad de Vivienda	↗
Servicios Soc. Pers. y Comunales	↗

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



# **IPN: Percepciones recogidas en la Región del Maule**

**En general, entrevistados dan cuenta de un desempeño del negocio estable en el cuarto trimestre e inicios del 2017, con perspectivas de un 2017 similar al 2016.**

**Las excepciones están en empresas más ligadas al rubro forestal, donde los incendios pudieran haber deteriorado las perspectivas para el 2017.**

**En sectores como el rubro vitivinícola, alimentos, comercio y/o turismo sigue buen desempeño de las ventas y existen planes de inversión. En construcción, el mayor impulso fiscal ha contribuido a suavizar el ajuste.**

**Percepción de costos importados más favorables por la evolución del tipo de cambio. Algunos señalan estar tratando de aumentar la eficiencia de sus procesos para reducir gastos.**

**Respecto del mercado laboral, gran parte señala estar con la dotación óptima, lo que también prevén para el 2017. Las mayores contrataciones en los últimos meses han estado más ligadas a la demanda estacional.**

# Comentarios finales

**El BC tiene como objetivo velar por la estabilidad de precios, es decir, mantener la inflación baja y estable en el tiempo.**

**Nuestra meta es que la inflación se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de +/- 1.**

**El BC orienta la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política en torno a dos años. Se tiene este horizonte, reconociendo los rezagos de la política monetaria y permitiendo la adaptación a *shocks*.**

**Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas.**

**Preservar la estabilidad de precios y del sistema financiero es la principal contribución del Banco Central al bienestar de la población y al progreso del país. Por ello, orienta todos sus esfuerzos a cumplir con el mandato que la Constitución le ha encomendado.**



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Marzo 2017**



Banco Central de Chile, Abril 2017