INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Junio 2017

Mario Marcel
Presidente

Introducción

En los últimos meses, el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo previsto. Así, aunque permanecen focos de incertidumbre tanto en el ámbito interno y externo, las perspectivas para este año y el próximo no tienen mayores cambios respecto de marzo.

La inflación no muestra mayores novedades: Se sigue estimando que en los próximos meses la variación anual del IPC bajará a niveles cercanos al piso del rango de tolerancia, para volver a 3% a fines de año y oscilar en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección.

La actividad del primer trimestre tuvo un crecimiento anual casi nulo, principalmente por la importante caída de la actividad minera. Hacia adelante, el escenario base sigue considerando tasas de expansión mayores para fines del 2017 y más cercanas al crecimiento potencial durante el 2018.

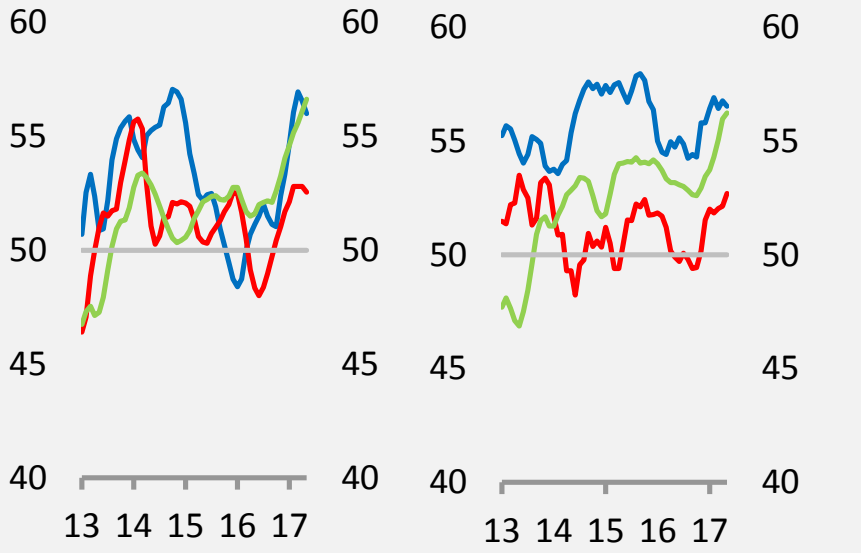
El escenario internacional, más allá de volatilidades recientes, sigue apuntando a un impulso externo algo más favorable que el del año pasado, tanto por un mayor crecimiento global, mejores términos de intercambio y condiciones financieras que se mantienen expansivas.

En este contexto, el Consejo amplió el estímulo monetario llevando la Tasa de Política Monetaria a 2,5%.

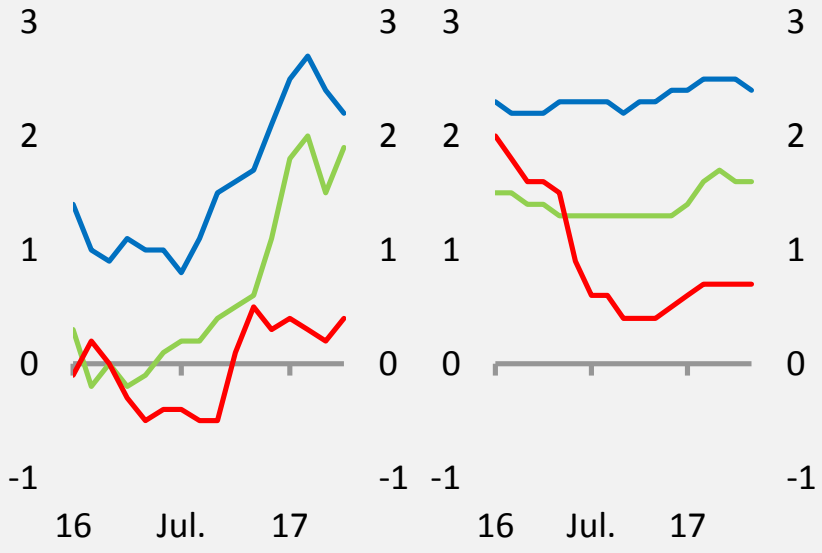
Escenario internacional

En el mundo desarrollado, se sostienen los signos de repunte. Ello, en un contexto en que sus indicadores inflacionarios muestran cierta estabilización y sus políticas monetarias se mantienen altamente expansivas.

Perspectivas sectoriales (*)
(índice de difusión, pivote=50)



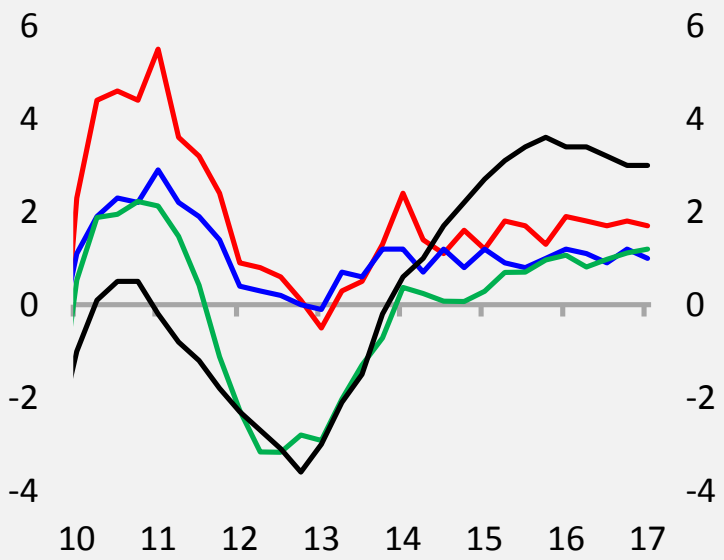
Inflación
(variación anual, porcentaje)



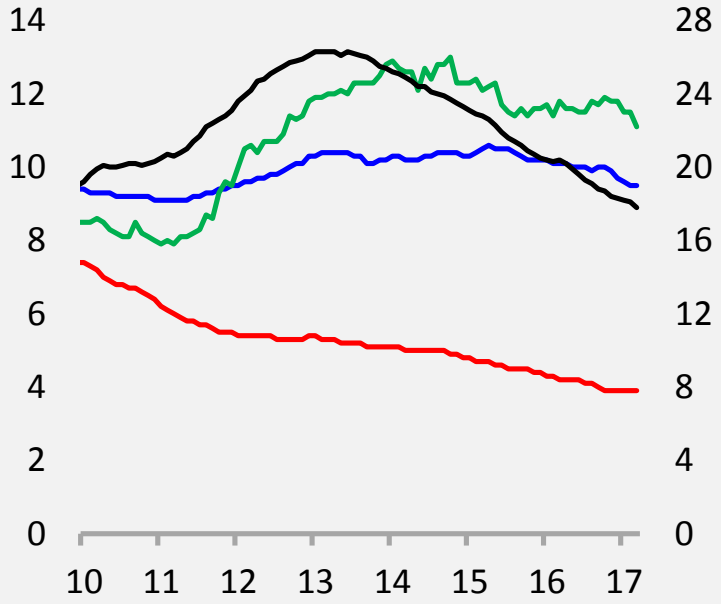
(*) Promedio móvil de 3 meses. Para EE.UU., considera los índices de gerentes de compra (PMI) del ISM. Para el resto, de Markit. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

En la Eurozona, aunque el crecimiento ha seguido afianzándose, todavía existen importantes diferencias entre sus países.

Crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)



Tasa de desempleo
(porcentaje de la fuerza laboral)



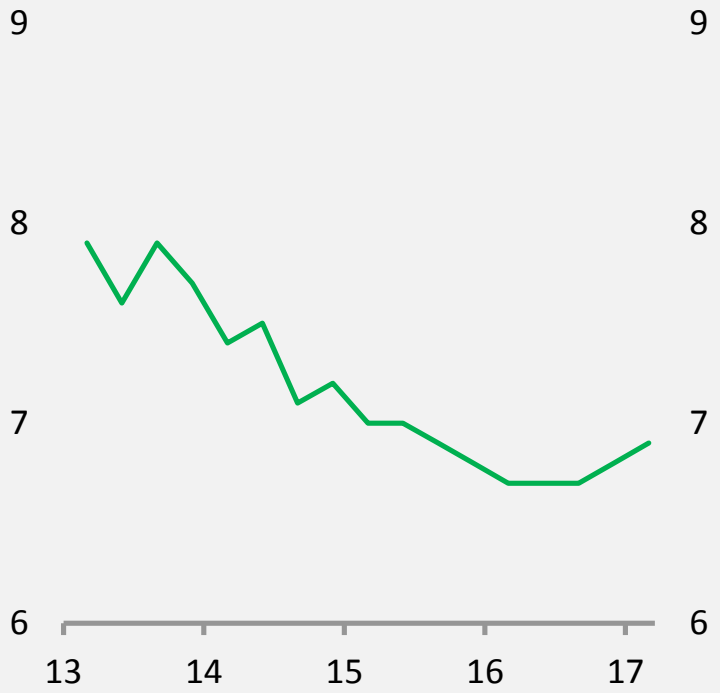
Alemania Francia Italia España (eje der.)

Fuente: Bloomberg.

En el mundo emergente, China también continúa estable, pero la información reciente plantea algunas dudas sobre su desempeño para lo que resta del año y ha aumentado la preocupación sobre la estabilidad de su sector financiero, especialmente en un contexto de normalización monetaria interna y externa.

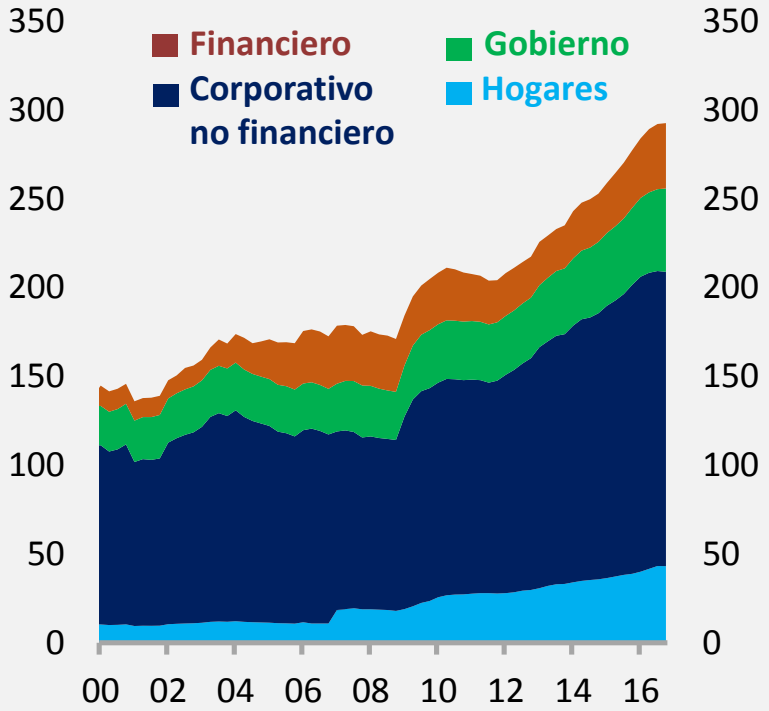
PIB

(variación real anual, porcentaje)



Deuda por sectores

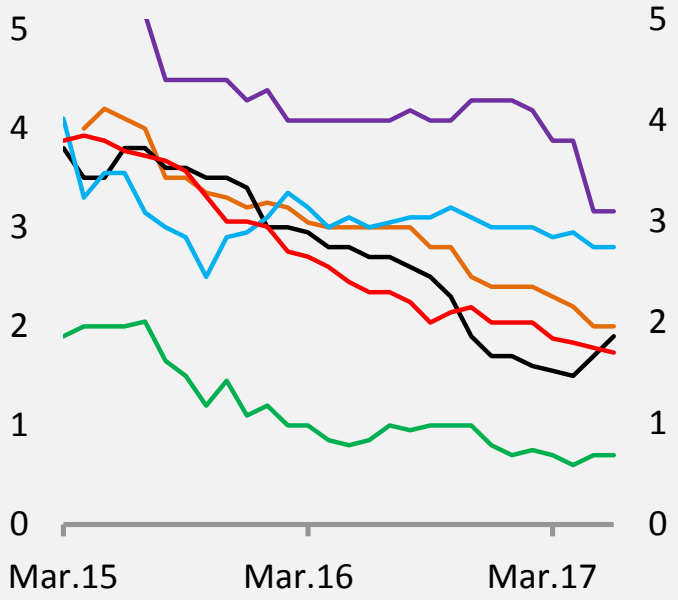
(porcentaje del PIB)



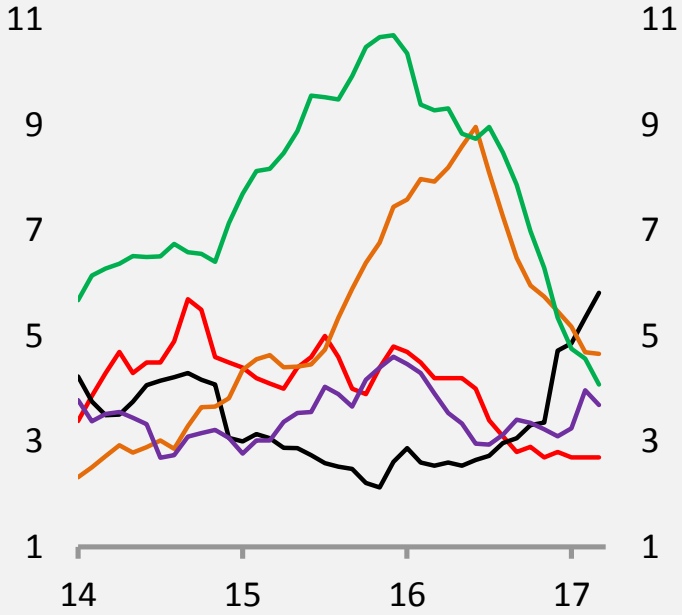
Fuentes: Bloomberg y IIF Global debt monitor.

En América Latina, en varias economías la actividad ha sido algo más débil que lo previsto y sus perspectivas se han ajustado a la baja, pero la menor inflación ha permitido normalizar más rápido la política monetaria en varias de ellas.

Perspectivas de crecimiento 2017 (*)
(variación anual, porcentaje)



Inflación efectiva
(variación anual, porcentaje)



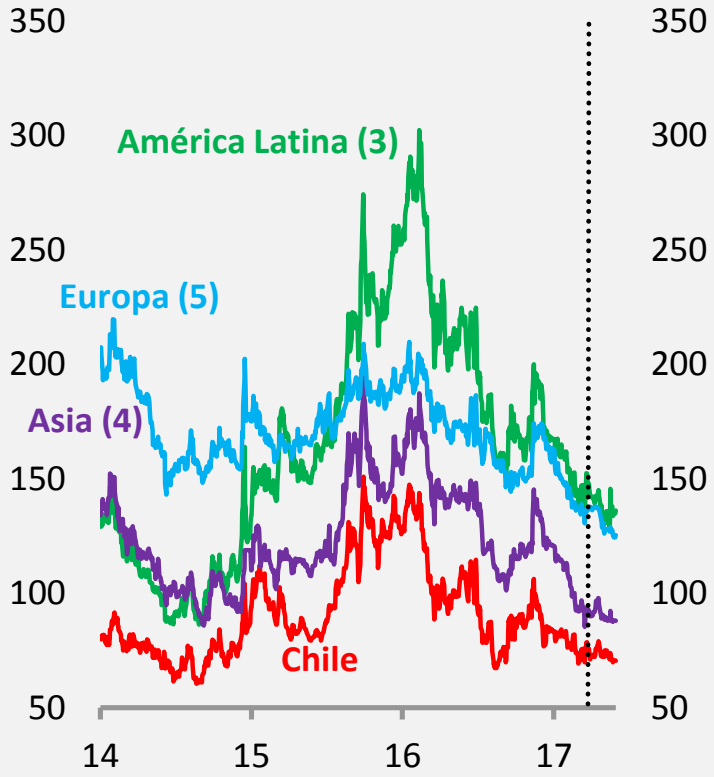
Argentina Brasil Chile Colombia México Perú

(*) Corresponden a respuestas de encuesta elaborada por Bloomberg.
Fuente: Bloomberg.

Más allá de algunos episodios de volatilidad recientes, las condiciones financieras siguen favorables, en particular para las economías emergentes. Los premios por riesgo siguen bajos, los mercados bursátiles continúan mostrando retornos positivos y los flujos de capitales se han sostenido.

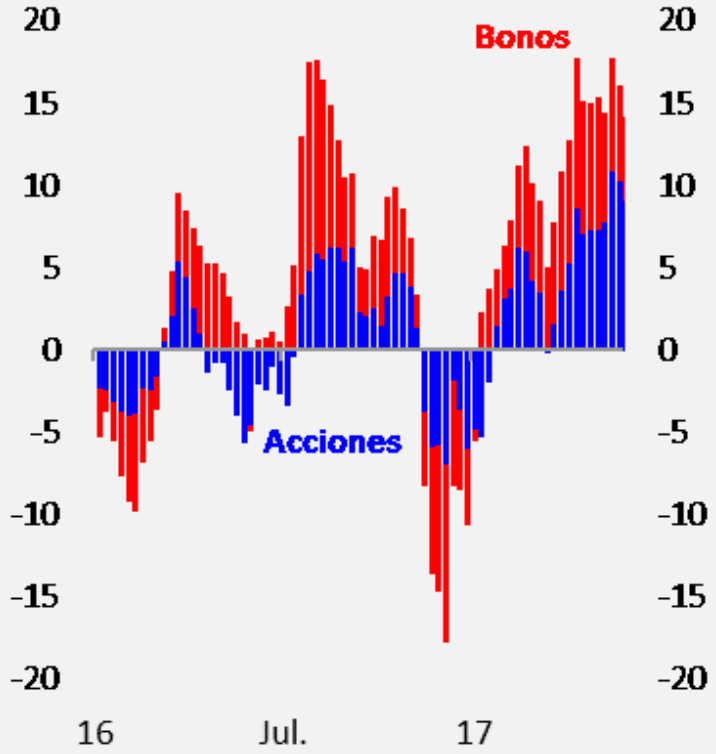
Premios por riesgo soberano (1) (2)

(puntos base)



Flujos netos de capitales a emergentes

(miles de millones de US$, mes móvil)

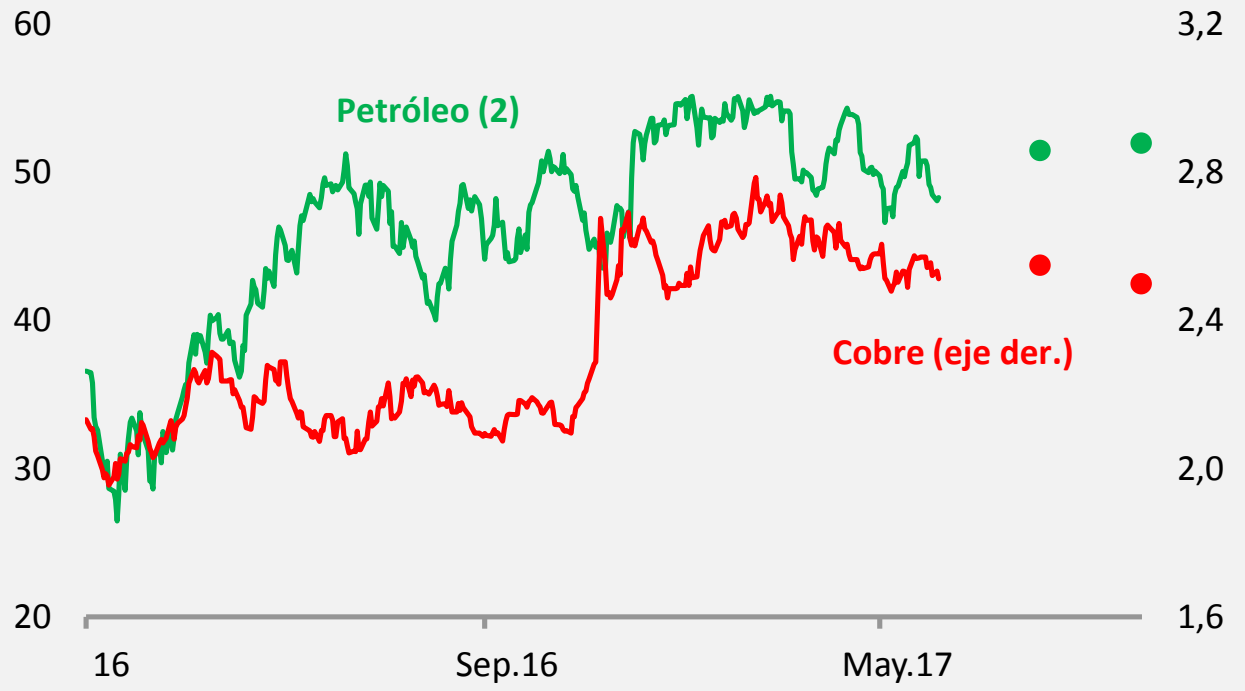


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2017. (2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (5) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

Los precios de las materias primas no tuvieron grandes variaciones desde el IPoM de marzo, luego de su recuperación desde fines del 2016.

Precios de productos básicos (1)

(dólares el barril; centavos de dólar la libra)



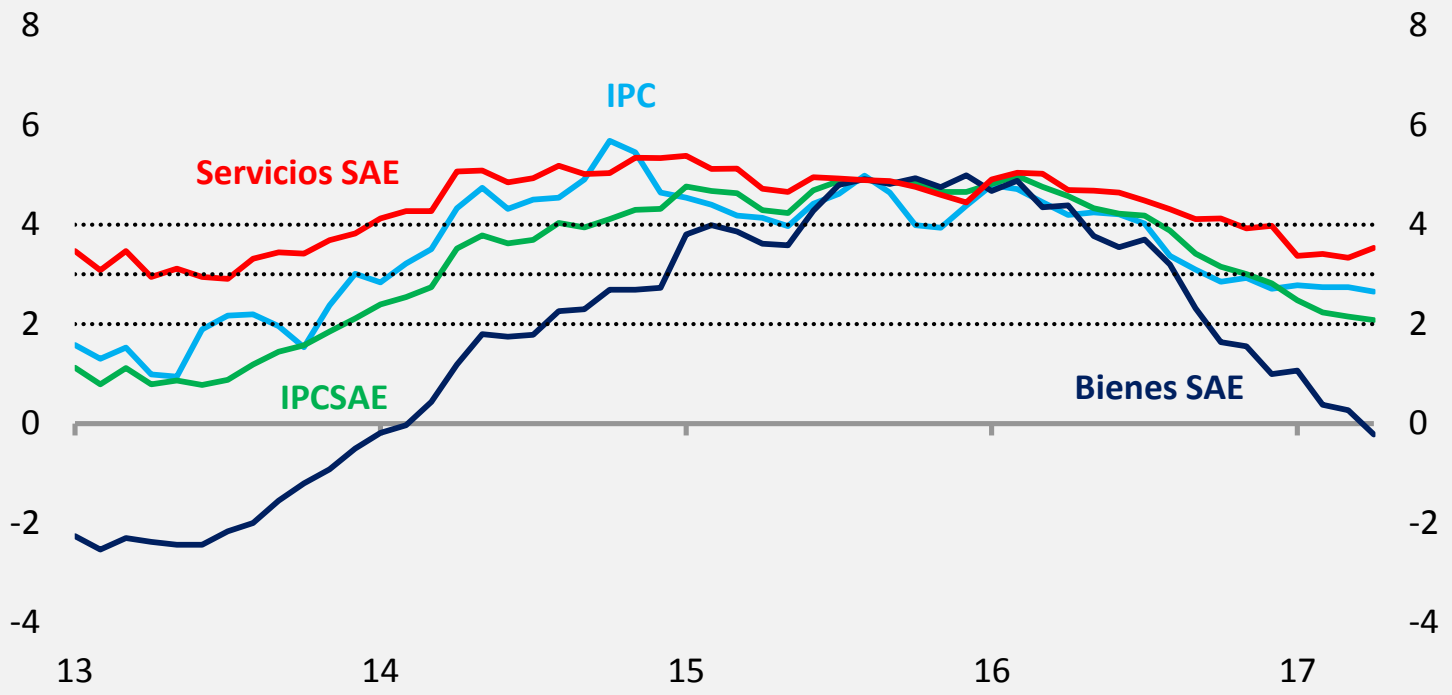
(1) Puntos corresponde a la proyección para el precio del petróleo y el cobre para el 2017 y 2018, respectivamente (2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Escenario interno

La variación anual del IPC se mantuvo en 2,7% desde febrero. La inflación subyacente – IPCSAE – disminuyó levemente, principalmente por el permanente descenso de la parte de bienes.

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

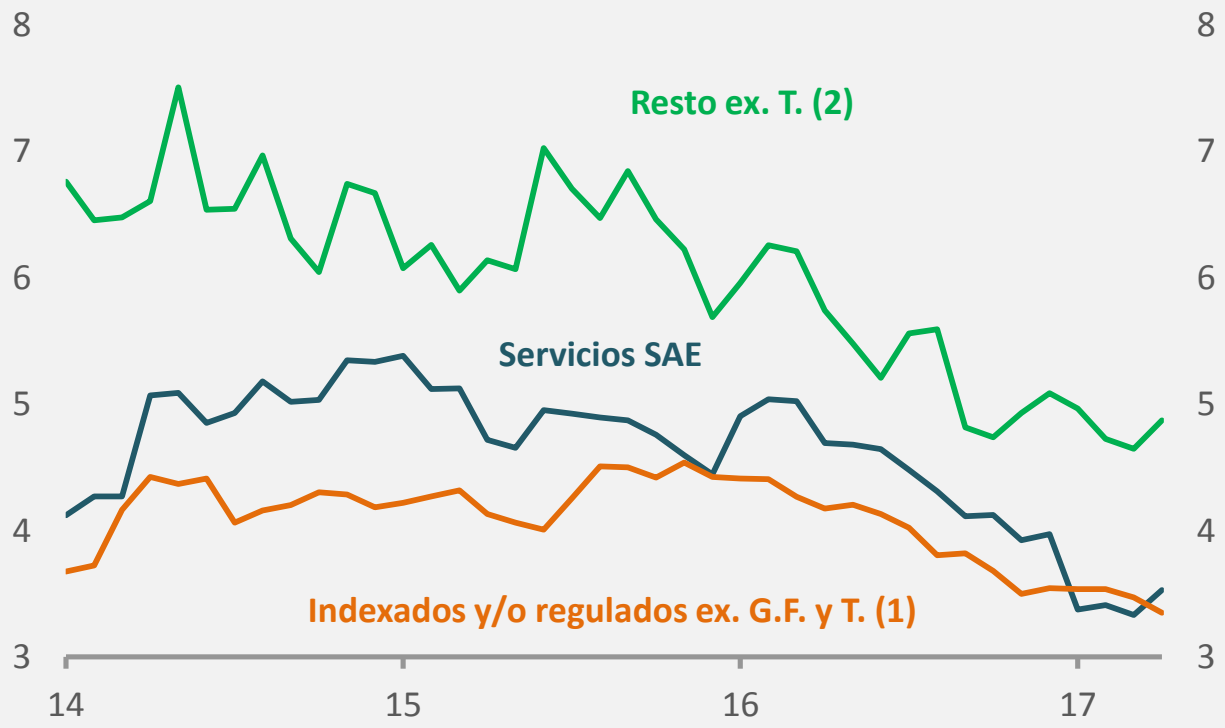


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La inflación de servicios del IPCSAE, más allá de los movimientos en el margen, mantiene un nivel inferior al de un año atrás, determinada, en lo grueso, por la indexación a una inflación pasada que ha descendido y holguras de capacidad que se han ido ampliando gradualmente.

Servicios SAE: componentes principales

(variación anual, porcentaje)

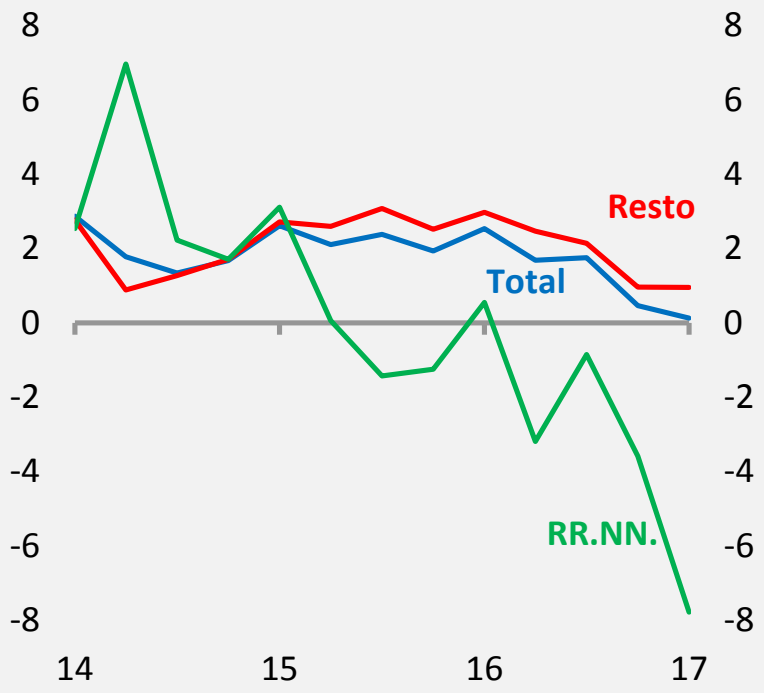


(1) No considera los ítems de gasto financiero ni de transporte asociado a este componente. (2) No considera los ítems de transporte asociado a este componente. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El PIB creció 0,1% anual el primer cuarto, afectado por el importante impacto de la huelga de Escondida en el PIB de recursos naturales. El PIB resto creció 1% anual, conjugándose un magro desempeño de los sectores ligados a la construcción con una favorable evolución de las ramas ligadas al consumo.

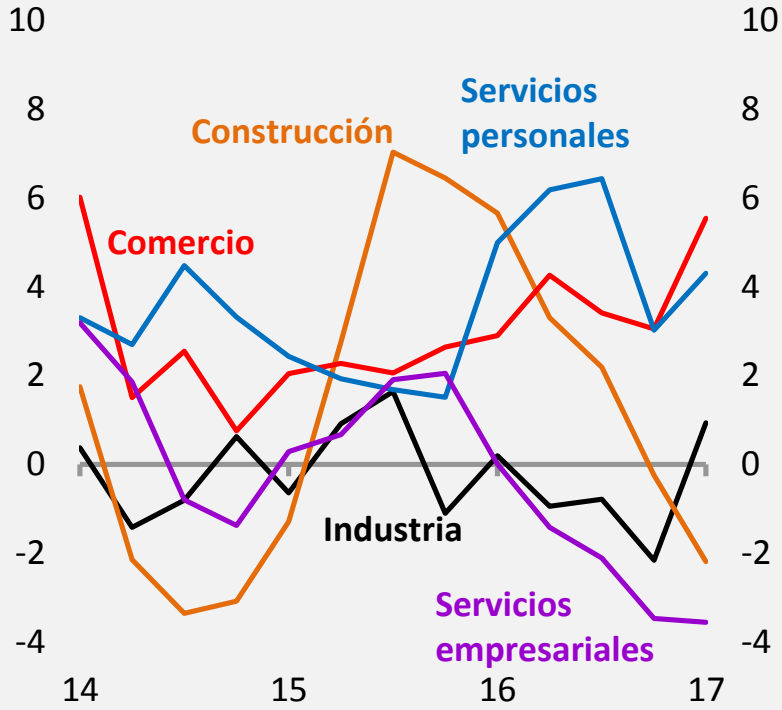
PIB

(variación real anual, porcentaje)



Actividad económica

(variación real anual, porcentaje)

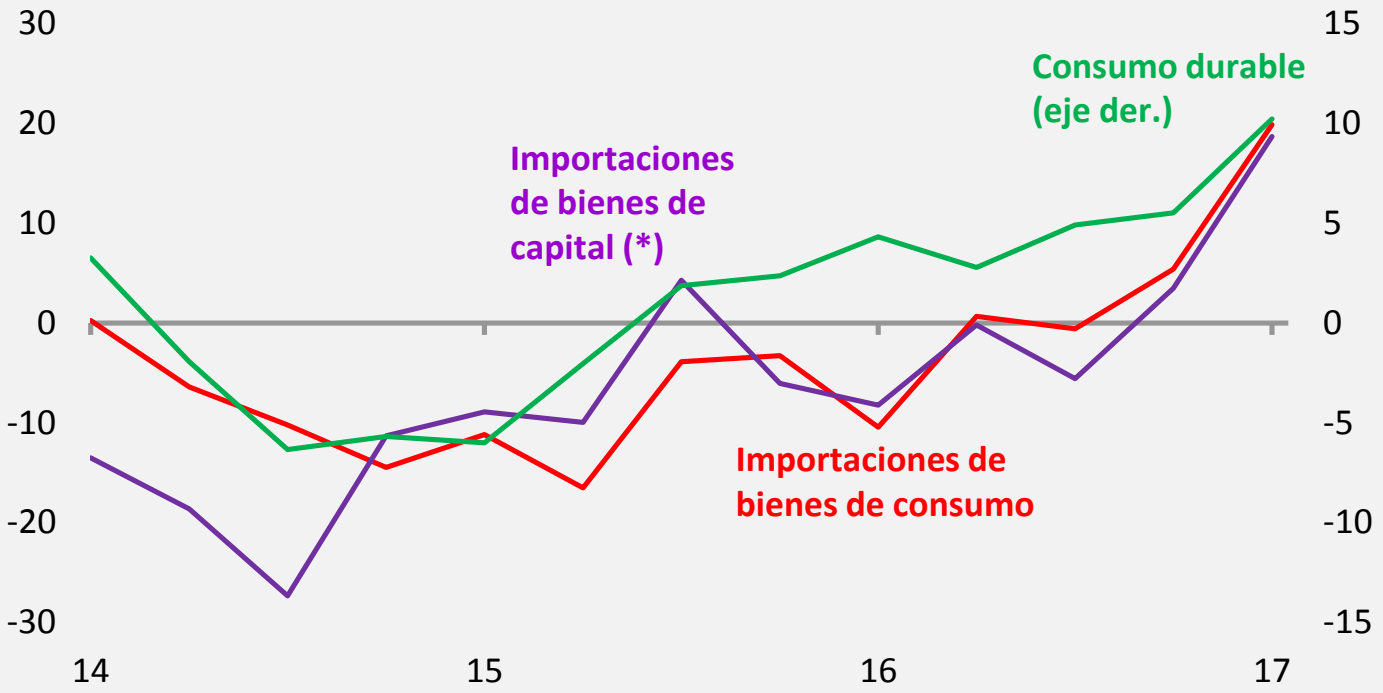


Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo privado se ha mantenido estable, impulsado por el crecimiento de los durables. Resalta la mejoría de la inversión en maquinaria y equipos que, al igual que los bienes durables, se ha beneficiado de la necesidad de reposición y por la evolución del tipo de cambio.

Consumo durable e importaciones

(variación anual, porcentaje)

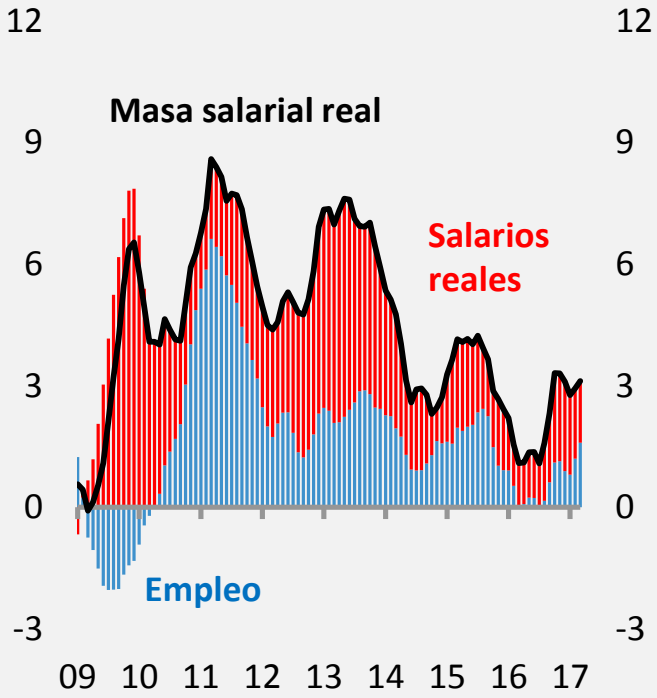


(*) Excluye vehículos de transporte no regular.
Fuente: Banco Central de Chile.

La mayor estabilidad el consumo se da en un contexto en el que mercado laboral ha seguido ajustándose, con una tasa de desempleo que se mantiene baja, pero un magro desempeño del empleo asalariado.

Empleo
(variación anual, porcentaje)

Masa salarial real (*)
(incidencia, ptos. porcent.)

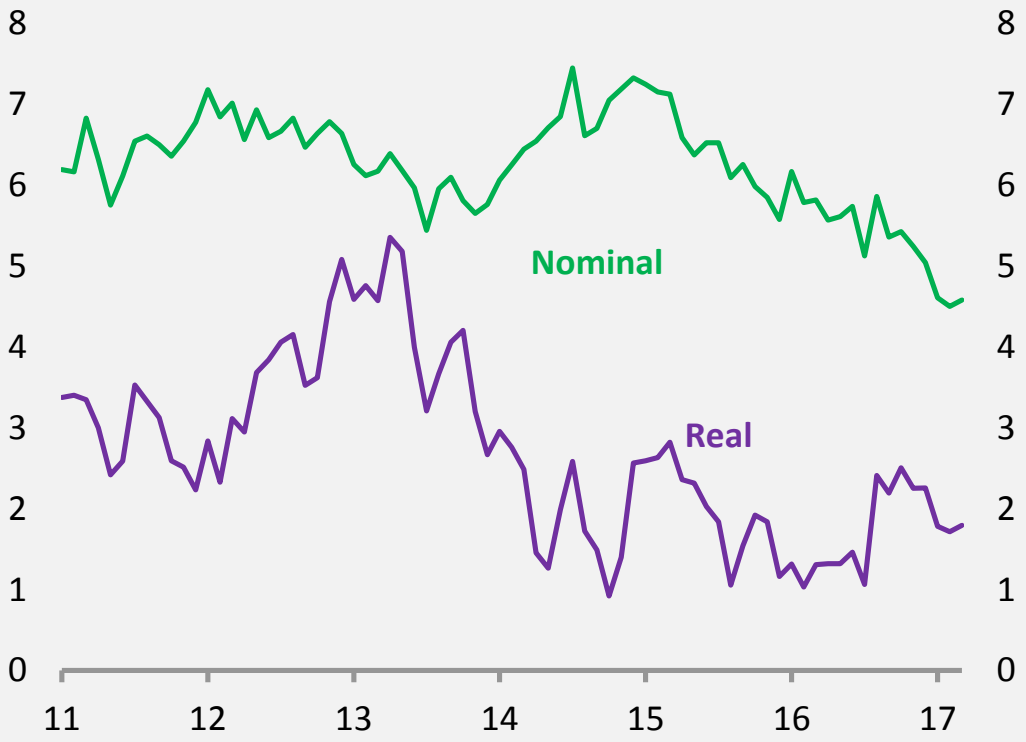


(*) Promedio móvil trimestral.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La mayor estabilidad el consumo se da en un contexto en el que mercado laboral ha seguido ajustándose, con una tasa de desempleo que se mantiene baja, pero un magro desempeño del empleo asalariado y remuneraciones que continúan desacelerándose.

Salarios (*)

(variación anual, porcentaje)

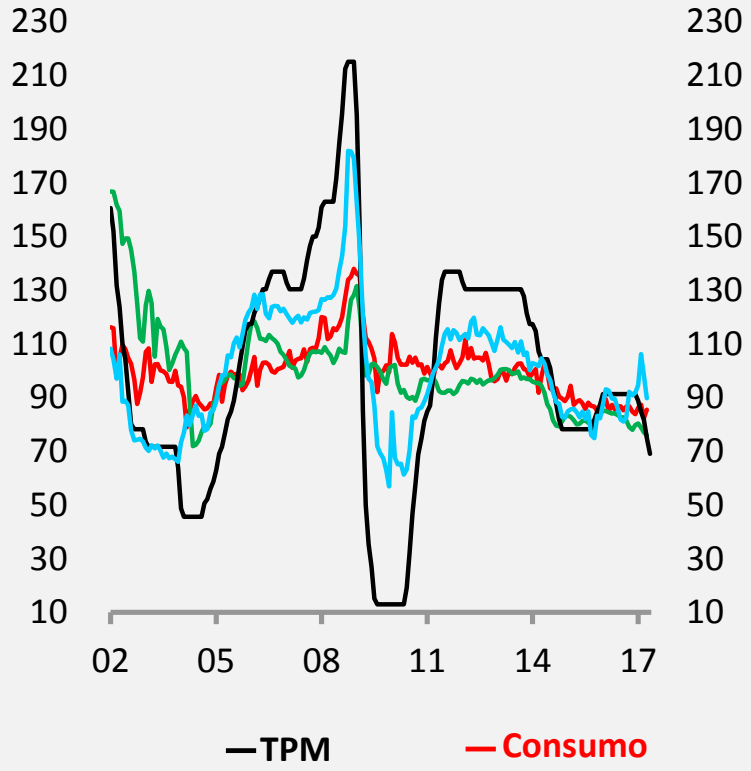


(*) Ambos corresponden al promedio de la variación anual del IREM y CMO.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En cuanto a las condiciones financieras, se han ido incorporando los recortes de la TPM en el costo del crédito. Las tasas de colocaciones de consumo, hipotecarias y comerciales están en niveles bajos en perspectiva histórica. Mientras que el crecimiento del crédito, con alguna mejora en el margen, se mantiene acotado.

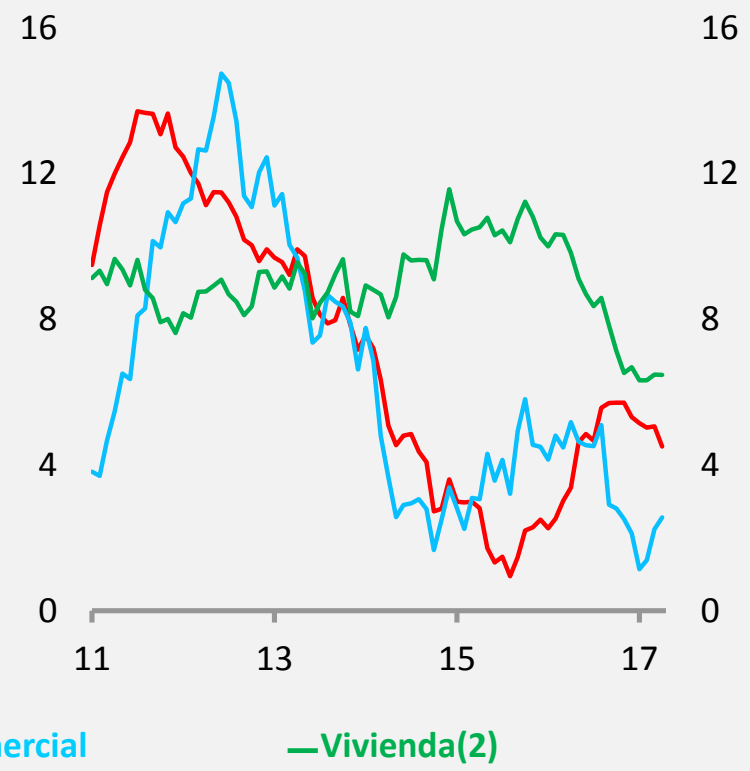
Tasa de interés de las colocaciones (1)

(índice 2002-2017=100)



Colocaciones reales

(variación anual, porcentaje)

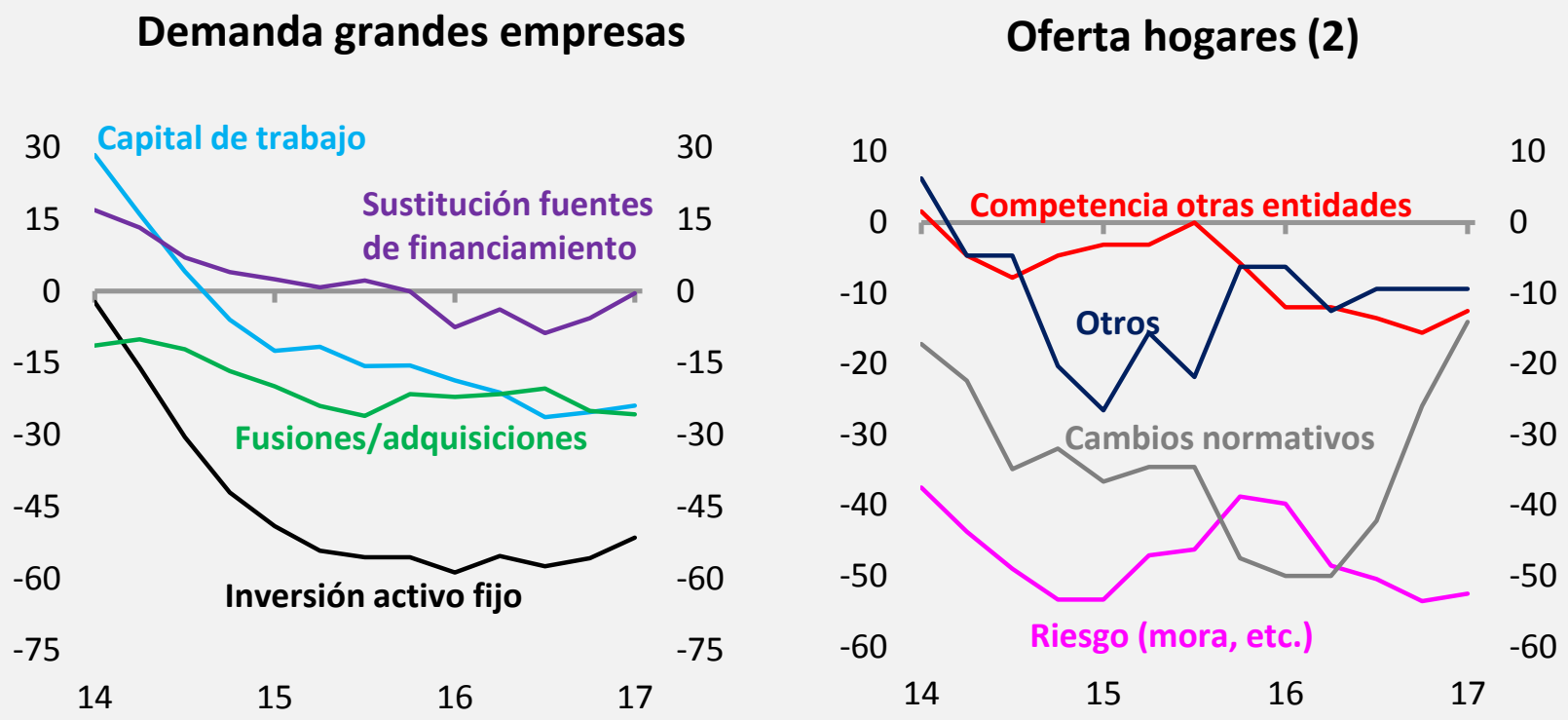


(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

El crecimiento del crédito responde a factores restrictivos tanto del lado de la oferta como de la demanda. Los primeros son más relevantes para los hogares, entre otros motivos, por el mayor riesgo asociado al mercado laboral. Los segundos explican la baja demanda de las empresas ante la falta de proyectos de inversión.

ECB: causas de los cambios en las condiciones crediticias (1)

(índice, promedio cuatro trimestres móviles)

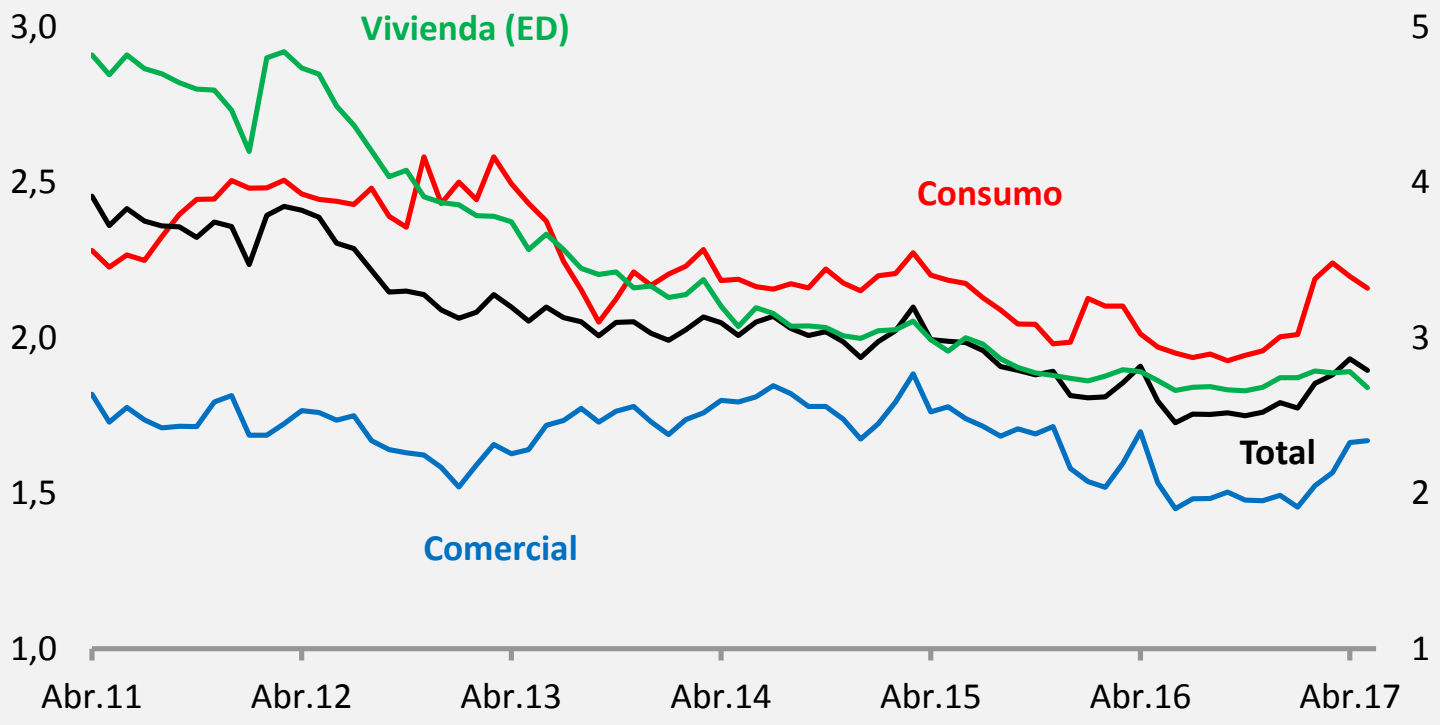


(1) Mide la importancia relativa neta que los bancos atribuyen a los determinantes de la demanda y oferta de crédito. Para mayor detalle ver la Encuesta de Crédito Bancario. (2) Promedio entre segmento hipotecario y de consumo. Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso del consumo, se agrega que algunos indicadores de no pago muestran cierto deterioro en lo que va del año. Aunque de todas formas, se sitúan en valores bastante bajos en perspectiva histórica.

Indicadores de mora 90 días o más, por cartera

(porcentaje de las colocaciones respectivas)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Perspectivas

El escenario base sigue considerando un mayor impulso externo que en años anteriores, sin grandes novedades en relación con lo previsto en marzo.

Escenario internacional

	2015	2016		2017 (f)		2018 (f)	
		IPoM Mar.17	IPoM Jun.17	IPoM Mar.17	IPoM Jun.17	IPoM Mar.17	IPoM Jun.17
				(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	-4,2	1,9	1,9	4,6	4,7	-0,5	-0,5
PIB socios comerciales	3,3	2,8	2,9	3,3	3,3	3,5	3,4
PIB mundial PPC	3,4	3,0	3,1	3,4	3,4	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado	3,0	2,3	2,5	2,8	2,8	2,9	2,9
Estados Unidos	2,6	1,6	1,6	2,3	2,2	2,3	2,3
China	6,9	6,7	6,7	6,4	6,5	6,2	6,3
Eurozona	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
América Latina (excl. Chile)	-0,4	-1,8	-1,5	1,3	1,1	2,5	2,2
Precios externos (en US$)	-9,8	-2,7	-2,7	2,1	2,4	1,3	1,4
				(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	249	221	221	255	255	250	250
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	49	43	43	50	50	50	51
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	52	44	44	52	53	52	53
Precio paridad de la gasolina (US$/m3)	467	389	389	457	453	444	447
Libor US$ (nominal, 90 días)	0,3	0,7	0,7	1,5	1,5	2,4	2,5

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

El PIB del 2017 se estima crecerá entre 1 y 1,75% y para el 2018 entre 2,5 y 3,5%. Los cambios responden principalmente al menor desempeño de la actividad minera este año y su recuperación el 2018, ya que las perspectivas de crecimiento para el resto de los sectores no variaron mayormente.

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

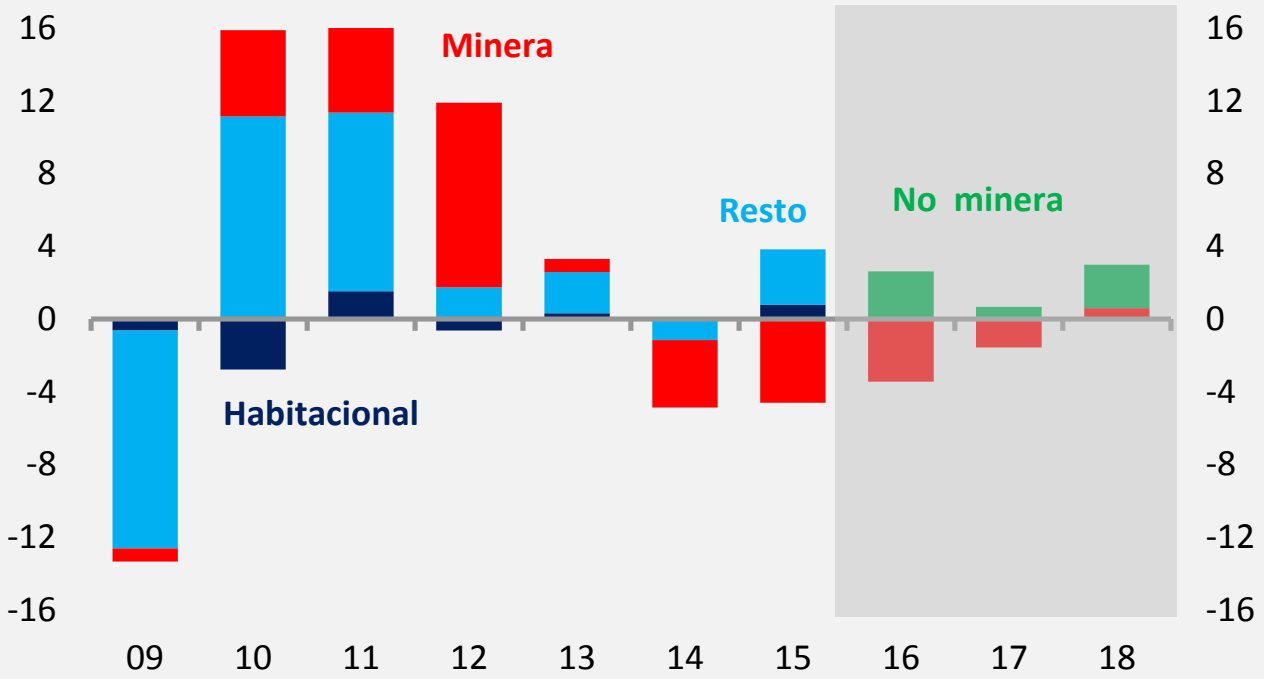
	2015	2016		2017 (f)		2018 (f)	
		IPoM Mar.17	IPoM Jun.17	IPoM Mar.17	IPoM Jun.17	IPoM Mar.17	IPoM Jun.17
PIB	2,3	1,6	1,6	1,0-2,0	1,0-1,75	2,25-3,25	2,5-3,5
Demanda interna	2,0	1,1	1,1	2,3	2,5	4,1	3,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,7	2,0	2,0	1,9	1,8	2,8	2,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,8	-0,8	0,2	-0,9	3,0	3,0
Consumo total	2,4	2,8	2,8	2,5	2,6	2,8	2,9
Exportaciones de bienes y servicios	-1,8	-0,1	-0,1	1,6	0,7	2,7	3,9
Importaciones de bienes y servicios	-2,7	-1,6	-1,6	4,3	4,3	7,2	6,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,0	-1,4	-1,4	-0,9	-1,0	-2,1	-1,9
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,4	20,2	20,2	20,3	20,2	20,5	20,3
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,6	23,2	23,2	22,5	22,1	22,6	22,2

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

En el nuevo escenario base de proyección, la inversión completará un cuarto año consecutivo de caída, comportamiento que se asocia a la FBCF en minería. De hecho, desde el 2015 en adelante la inversión no minera ha mostrado aumentos.

Incidencias reales anuales en la FBCF (*)

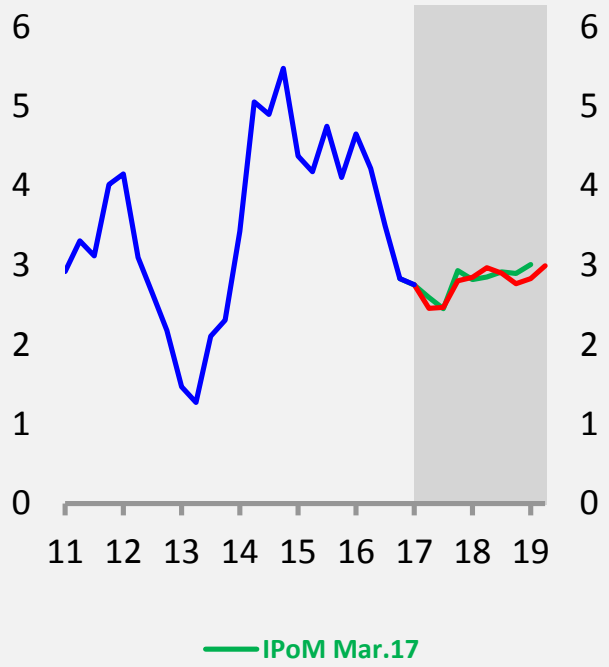
(puntos porcentuales)



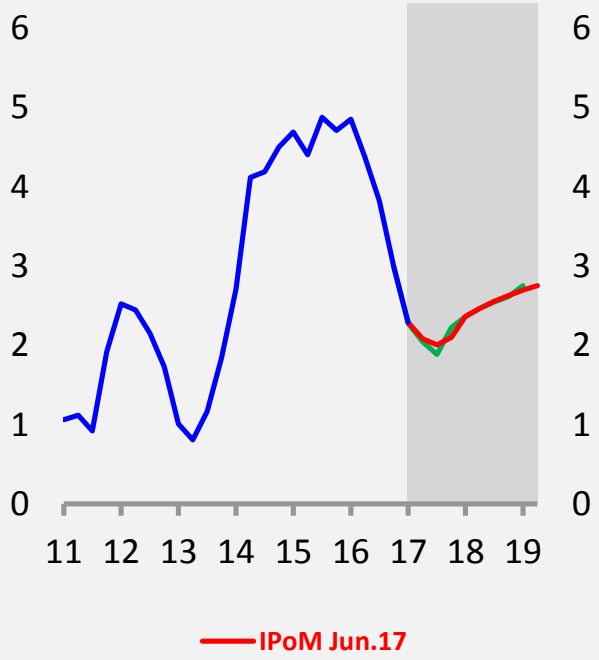
(*) Para el 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión no minera se calcula residualmente, utilizando también la información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. Para las proyecciones del 2017 y 2018, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.

Se prevé que la inflación total bajará a niveles en torno a 2%, para volver a 3% a fines de año y oscilar en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección. Ello considera que el TCR permanecerá en valores similares a los actuales y que las holguras de capacidad empezaran a cerrarse durante el próximo año.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



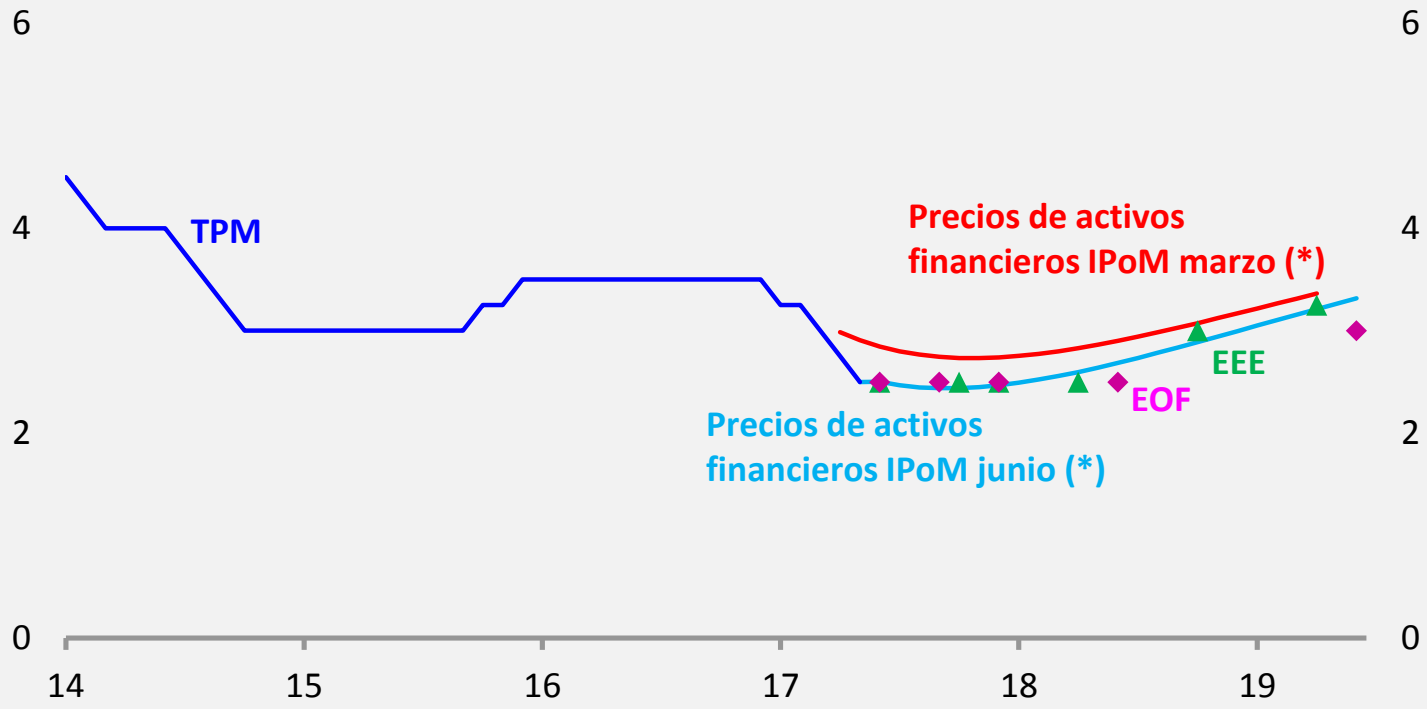
Inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del segundo trimestre del 2017.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En el escenario base, la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como supuesto de trabajo se considera una trayectoria coherente con la que muestran las distintas medidas de expectativas.

TPM y expectativas
(porcentaje)



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

Es importante notar que la política monetaria ha respondido a los cambios en las perspectivas de mediano plazo de la inflación y los efectos que la menor actividad provoca en ella. Así, en el último año y medio no solo no concretó los aumentos de TPM previstos, sino que además agregó más impulso monetario a la economía.

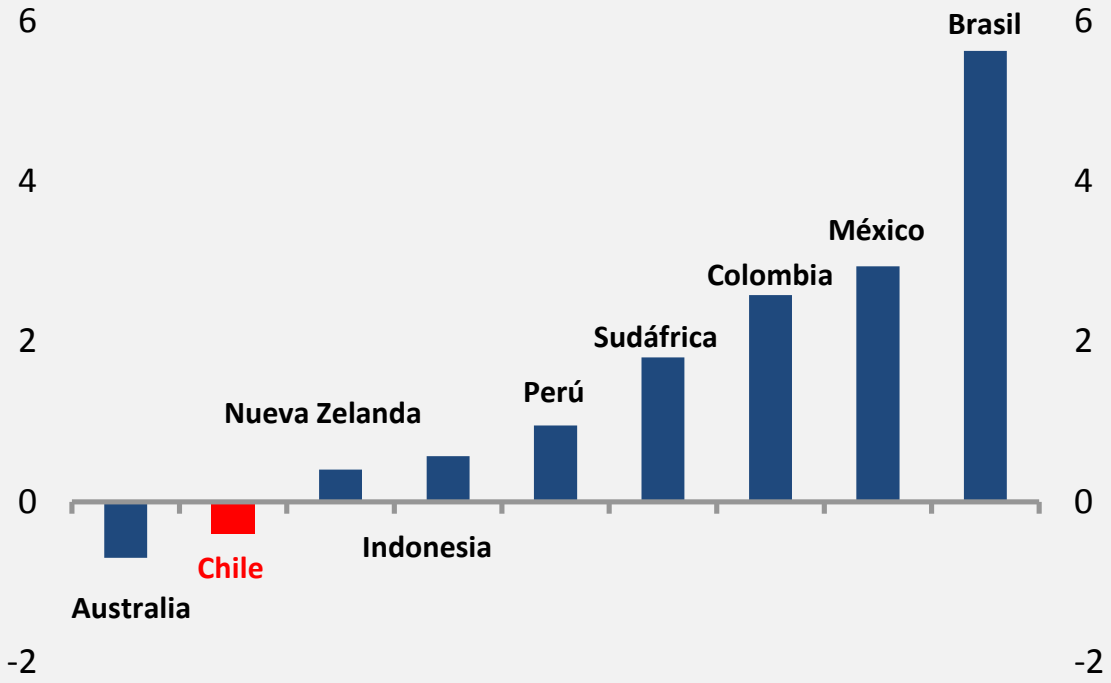
Evolución de la principales proyecciones y expectativas de TPM en cada IPoM

	Inflación (variación anual, porcentaje)		Crecimiento (variación anual, porcentaje)			TPM (*) (porcentaje)			
	Dic. 2016	Dic. 2017	2016	2017	2018	Efectiva	Dic. 2016	Dic. 2017	Sesgo
Dic. 2015	3,8	3,0	2,0-3,0	-	-	3,5	3,75	4,0	Al alza
Mar. 2016	3,6	3,0	1,25-2,25	2,0-3,0	-	3,5	3,75	4,0	Al alza
Jun. 2016	3,6	3,0	1,25-2,0	2,0-3,0	-	3,5	3,5	4,0	Al alza
Sep. 2016	3,5	3,1	1,5-2,0	1,75-2,75	-	3,5	3,5	3,5	Neutro
Dic. 2016	2,9	2,9	1,5	1,5-2,5	-	3,5	3,5	3,0	A la baja
Mar. 2017	2,7	2,9	1,6	1,0-2,0	2,25-3,25	3,0	-	3,0	A la baja
Jun. 2017	2,9	2,8	-	1,0-1,75	2,5-3, 5	2,5	-	2,5	Neutro

(*) TPM esperada a dic. 2016 y 2017 corresponde a la EEE del mes respectivo. Excepto para junio 2017, que es la EEE de mayo 2017. El sesgo es lo informado por el Consejo en el comunicado de la respectiva RPM. Fuente: Banco Central de Chile.

Incluso descontada la inflación, la TPM real efectiva también es la más baja de la región.

TPM real (*)
(porcentaje)



(*) Calculada como la TPM actual menos la inflación esperada a un año.
Fuente: Banco central de cada país.

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

Internacional

- Estados Unidos: evolución de su política monetaria y fiscal
- Europa: impulso adicional al crecimiento global
- China: preocupación respecto al crecimiento futuro y/o desequilibrios en algunos mercados
- América Latina: recuperación más lenta y eventos políticos

Internos

- Deterioro del mercado laboral
- Recuperación más rápida de la inversión por mejor panorama externo y repunte de la confianza

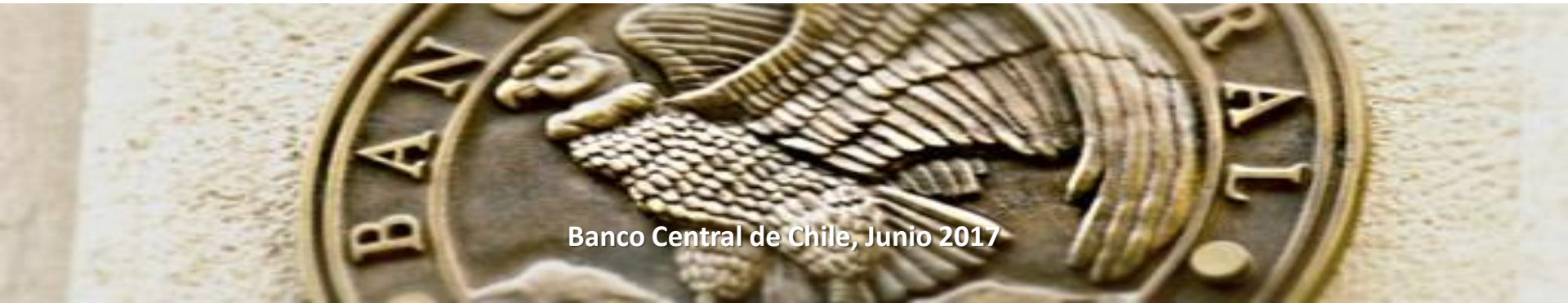
Comentarios finales

El panorama económico y financiero muestra que la economía chilena retomará mayores tasas de crecimiento en los trimestres venideros, con una inflación que se mantiene alineada con la meta en el horizonte de dos años y un sistema financiero que no presenta vulnerabilidades relevantes.

El Consejo amplió estímulo monetario en 100 puntos base entre enero y mayo de este año, en respuesta a las menores perspectivas de inflación de mediano plazo asociadas al menor dinamismo de la actividad, especialmente de fines del 2016 y principios del 2017.

Las proyecciones del escenario base consideran que la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, con lo que la inflación oscilará en torno a 3% durante buena parte del período y la actividad recuperará tasas de expansión superiores, en especial hacia fines del 2017 y el 2018.

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
Junio 2017

Mario Marcel
Presidente