



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2018

Joaquín Vial



Banco Central de Chile, Marzo 2018

# Principales mensajes

- La economía ha experimentado una importante inflexión que permite proyectar un mayor crecimiento para este año. Este cambio responde a múltiples factores, entre ellos un escenario externo más favorable, la expansividad de la política monetaria y una mejora de las confianzas.
- Estos mismos factores apoyan una gradual recuperación del crecimiento hacia el 2019 y 2020, años en que serán más evidentes los efectos positivos del fin del ajuste de la inversión minera y habitacional.
- En lo externo, el crecimiento mundial será superior al de años previos, con condiciones financieras favorables y términos de intercambio más elevados.
- La inflación se ha comportado en línea con lo anticipado, manteniéndose en torno a 2% anual. No obstante, su convergencia a 3% será más lenta a lo previsto, dada la apreciación adicional del peso en los últimos meses.
- La convergencia de la inflación a 3% se producirá en la medida que la brecha de actividad continúe cerrándose y que el tipo de cambio real vuelva hacia su nivel de largo plazo.



# Introducción

- El mayor crecimiento de los últimos trimestres ha reducido los riesgos para la actividad y los precios que veíamos hace un tiempo, reafirmando la decisión de no introducir cambios en la TPM.
- De todos modos, la Política Monetaria continuará con el grado de expansividad actual y solo se normalizará en la medida que tengamos seguridad que el proceso de convergencia de la inflación a 3% se ha ido consolidando.
- En suma, tenemos un escenario en que el crecimiento económico está mejorando, la inflación seguirá en niveles bajos por algún tiempo más y la Política Monetaria seguirá siendo expansiva mientras no se consolide el retorno de la inflación a la meta.
- Esta convergencia está en parte supeditada a la recuperación del crecimiento, la que será más segura mientras más sólida sea la recuperación de la inversión. Para ello es importante que se mantengan condiciones favorables, incluyendo un sistema financiero eficiente y procesos expeditos de evaluación y autorización de proyectos.

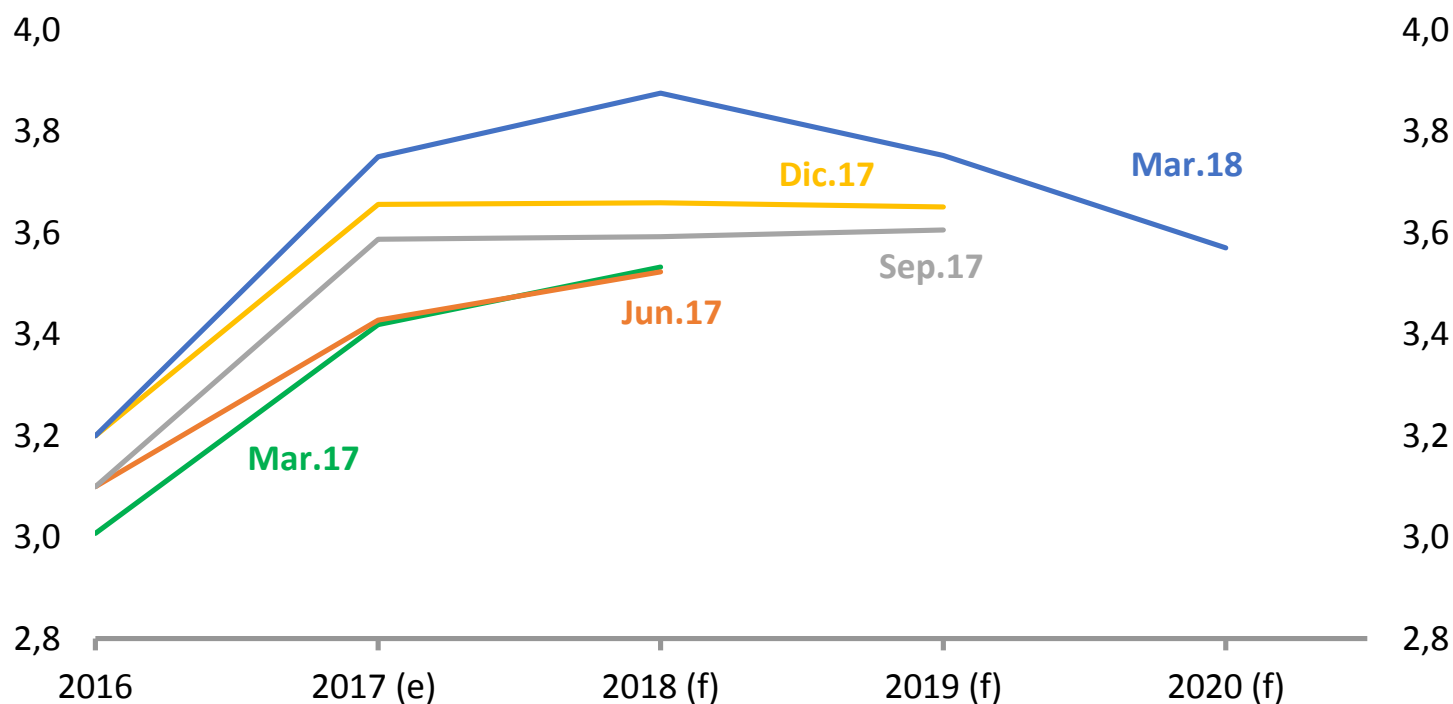


# Evolución reciente de la economía: Escenario internacional



En el escenario externo, se ha consolidado un panorama de mayor crecimiento mundial.

**Evolución de las proyecciones de crecimiento mundial en los IPoM**  
(variación anual, porcentaje)



(e) Estimación. (f) Proyección.

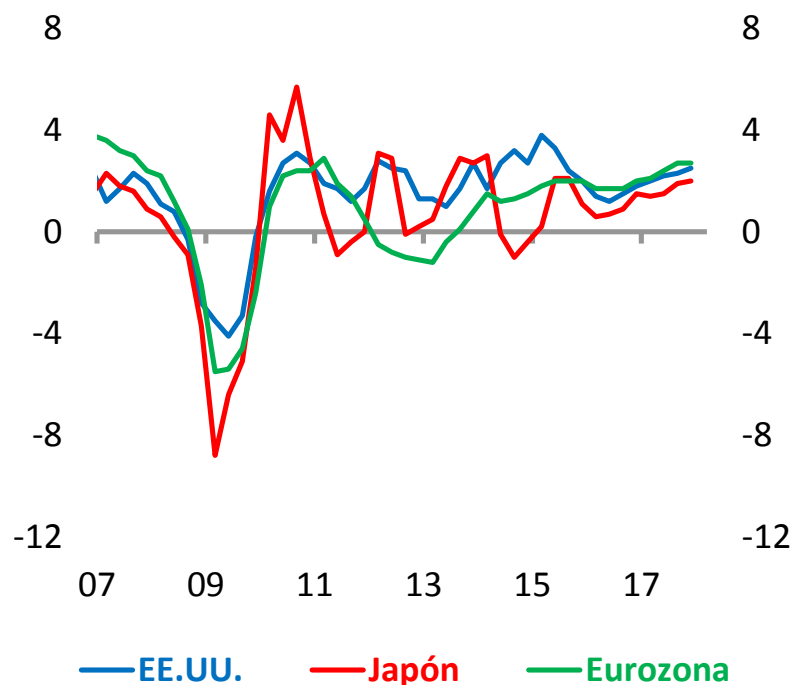
Fuente: Banco Central de Chile.



Al buen desempeño que ha mostrado EE.UU. desde hace un tiempo, se han ido sumando mejores cifras en la Eurozona y Japón.

### PIB: economías desarrolladas

(variación anual, porcentaje)



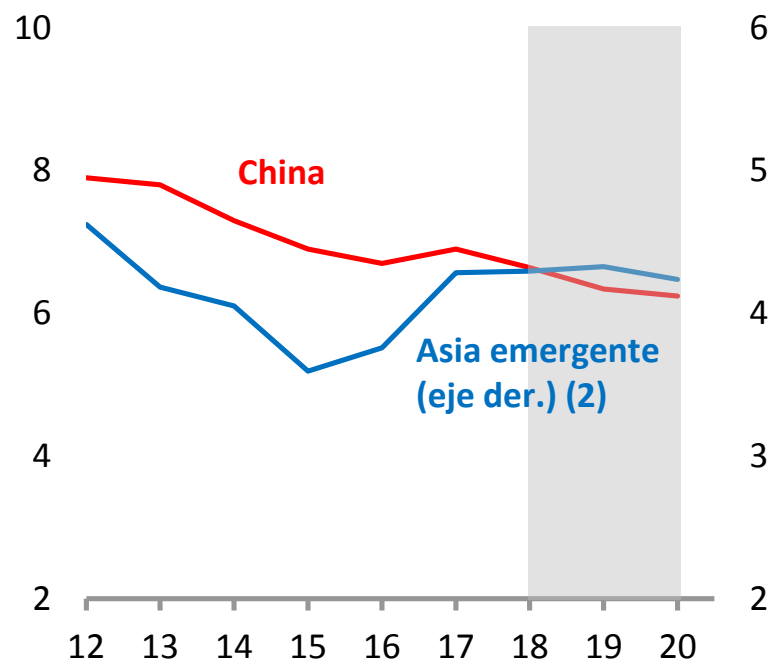
Fuente: Bloomberg.



China tuvo mejores resultados que lo previsto en el 2017 y que lo registrado el 2016. América Latina también muestra un mejor desempeño en el margen y se siguen esperando crecimientos mayores para este año.

## China y Asia emergente: PIB (1)

(variación anual, porcentaje)

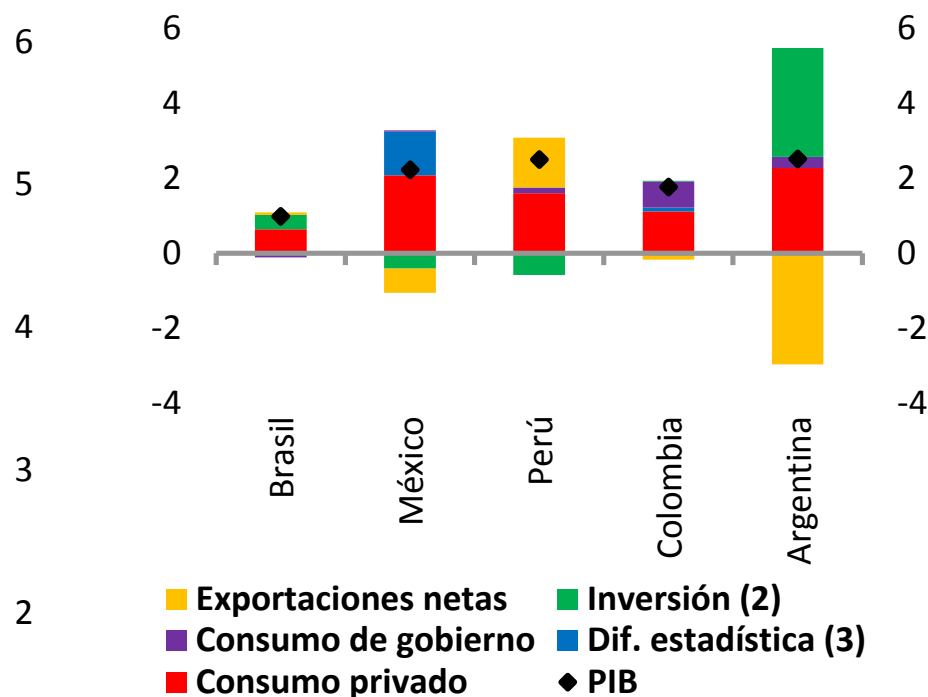


(1) El área gris, a partir del 2018, corresponde a la proyección.  
(2) Excluye a China e India.

Fuente: Banco Central de Chile.

## A. Latina: PIB por componentes del gasto en el 2017 (1)

(variación anual promedio, porcentaje)



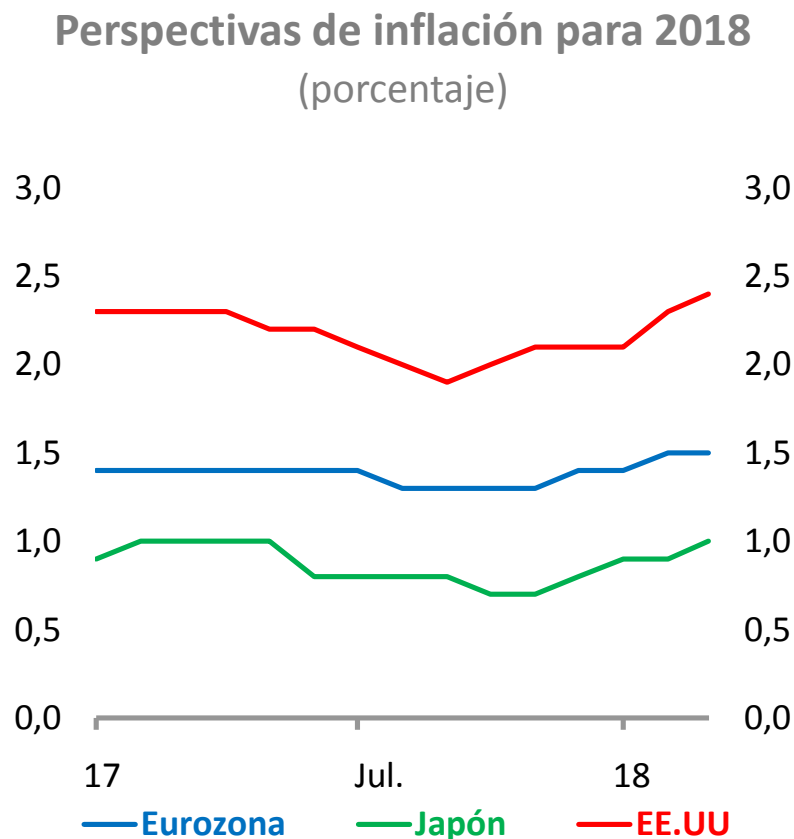
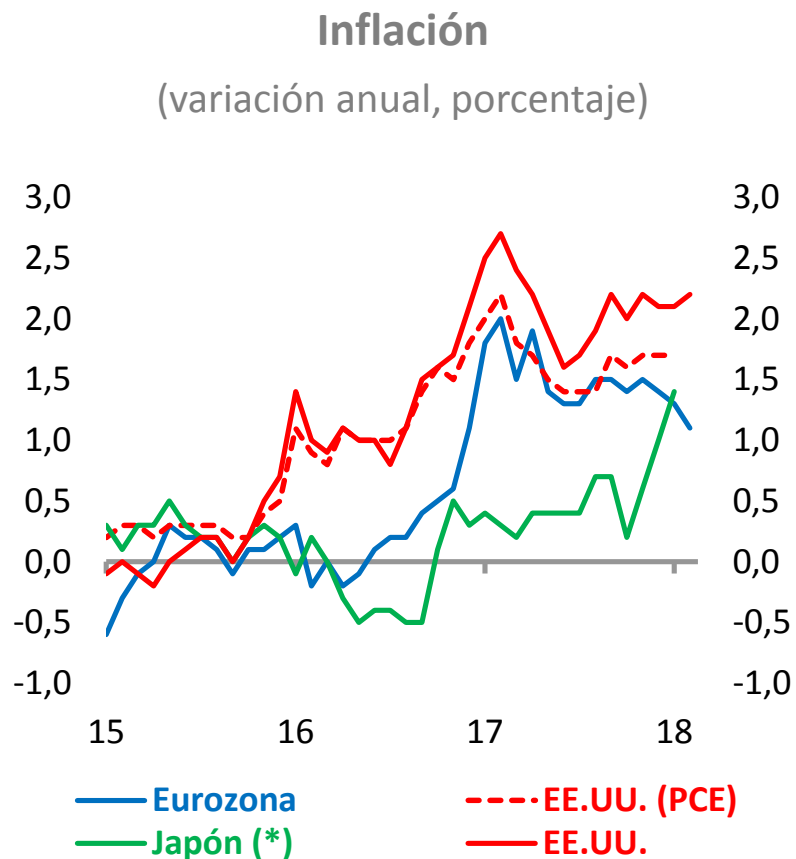
■ Exportaciones netas ■ Inversión (2)  
■ Consumo de gobierno ■ Dif. estadística (3)  
■ Consumo privado ◆ PIB

(1) Para Brasil, Perú y Colombia se considera el promedio hasta el cuarto trimestre del 2017, mientras que para Argentina y México hasta el tercero. (2) Inversión corresponde a formación bruta de capital. (3) En México, se explica por cambio de metodología.

Fuentes: Bloomberg y Bancos Centrales de Perú y Colombia.



En las economías desarrolladas la inflación sigue contenida, aunque las proyecciones de mercado se han corregido al alza en varios países.



(\*) Para 2015, excluye efecto del alza del IVA.

Fuente: Bloomberg.

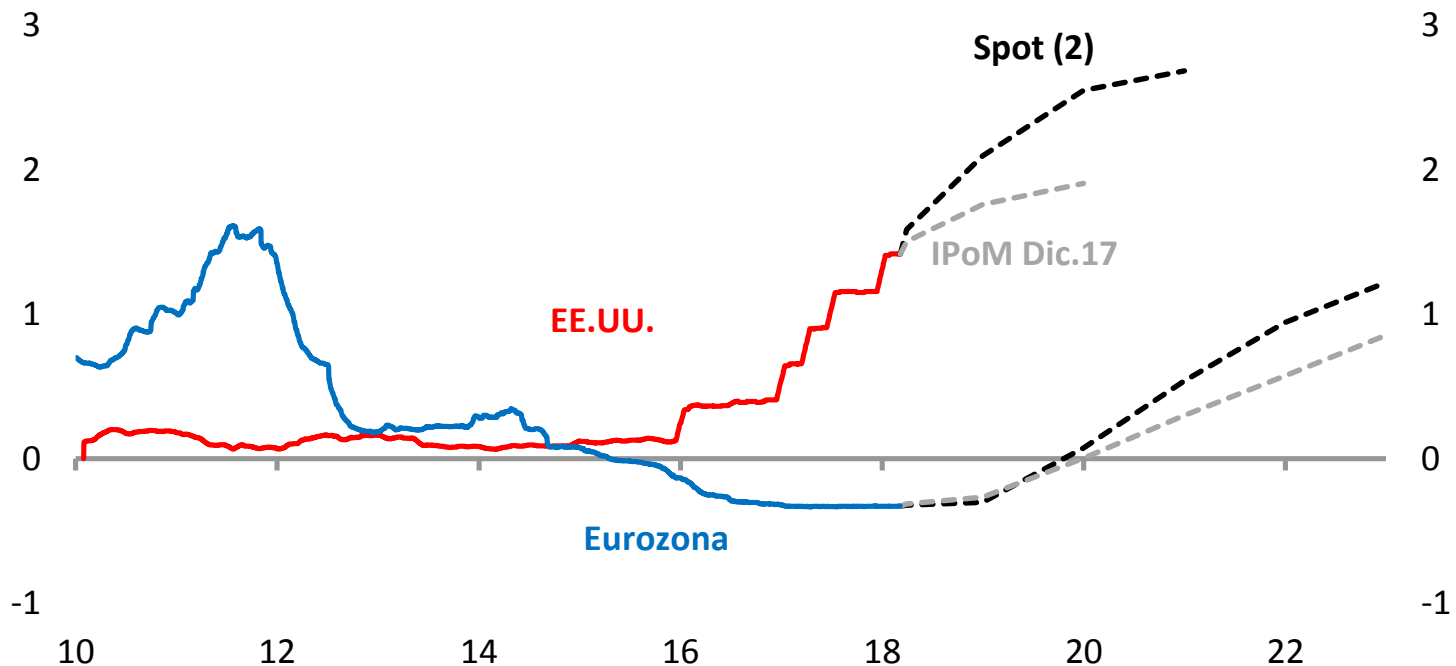
Fuente: Consensus Forecasts.



Este mejor desempeño económico ha llevado a sus bancos centrales a reducir, en distintos grados, la expansividad de sus políticas monetarias. Con ello, las expectativas de tasas de interés se han ajustado al alza.

### Expectativas de TPM en EE.UU. y la Eurozona (1)

(porcentaje)



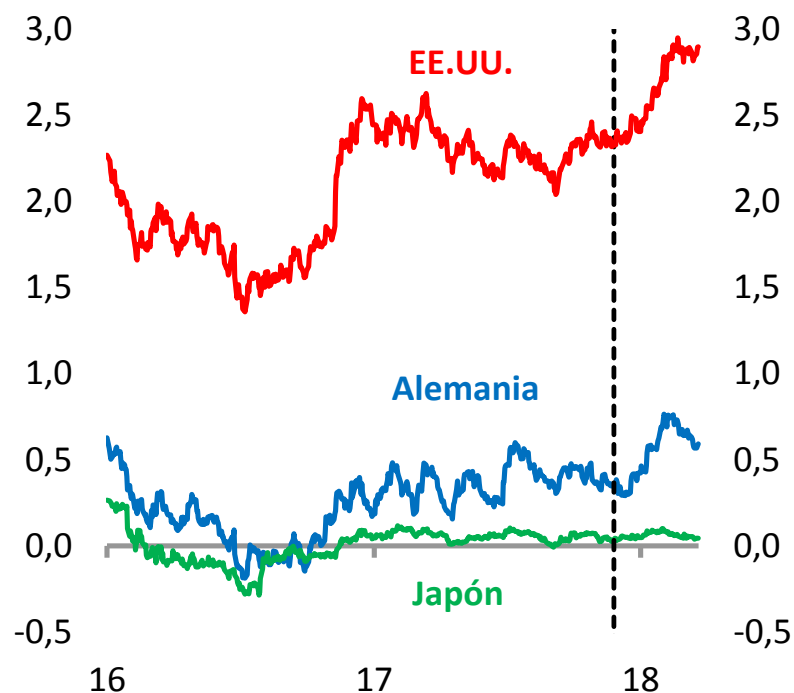
(1) En EE.UU. Corresponde a la tasa Fed Funds y en la Eurozona a la Euribor. (2) Al 21 de marzo del 2018.

Fuente: Bloomberg.

Las condiciones financieras globales siguen favorables. El alza de las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. y la Eurozona no generó mayores tensiones, pese a que los riesgos siguen presentes.

### Tasas de interés a largo plazo (1) (2)

(porcentaje)

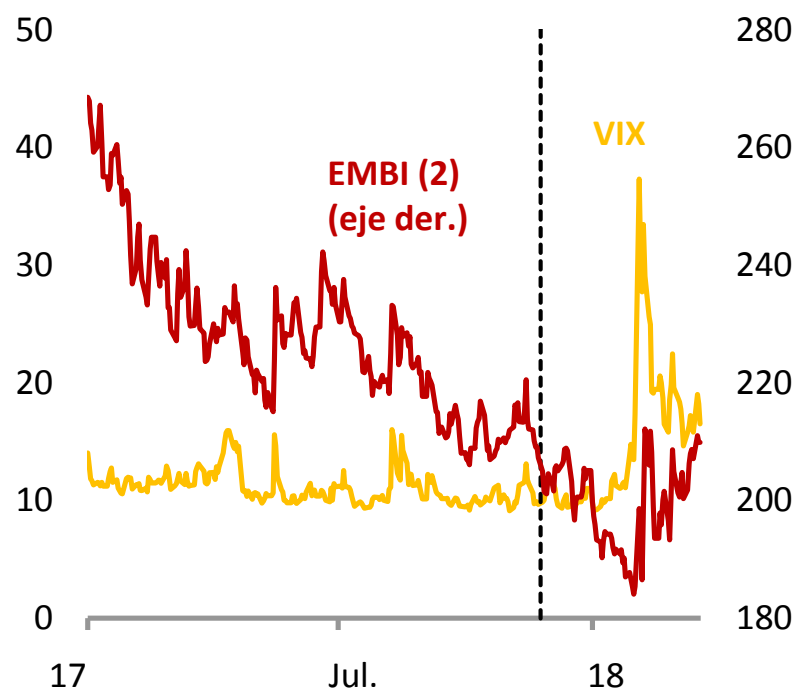


(1) Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo. (2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2017.

Fuente: Bloomberg.

### EMBI y VIX (1)

(puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde a cierre estadístico del IPoM de diciembre 2017. (2) Excluye a Argentina y Venezuela.

Fuente: Bloomberg.



Se suma que el dólar se ha depreciado globalmente, los mercados bursátiles continúan, en general, con retornos positivos y los flujos de capitales siguieron ingresando a las economías emergentes.

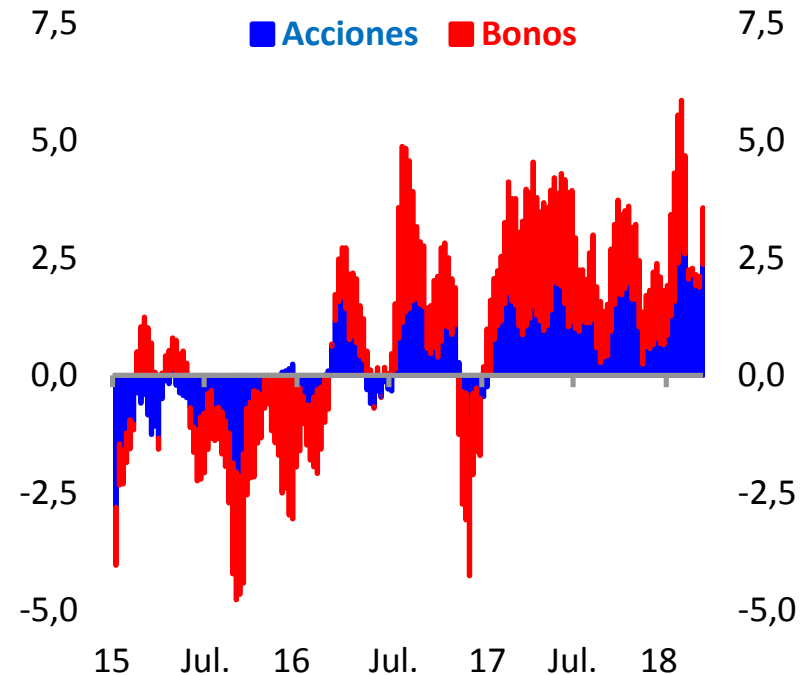
### Dólar multilateral (\*)

(índice)



### Flujos de capitales a América Latina

(miles de millones de dólares, mes móvil)



(\*) Aumento indica depreciación.

Fuente: Bloomberg.

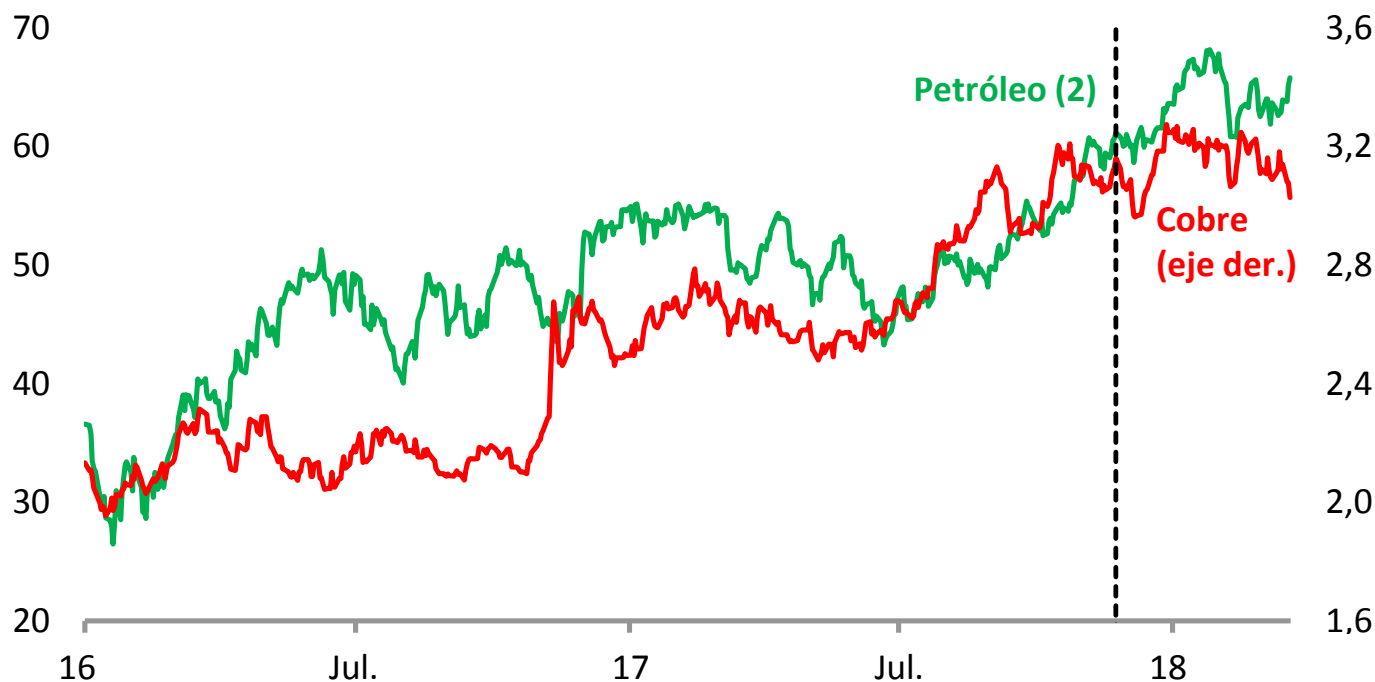
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



Los precios de las materias primas, aunque con vaivenes, siguen en niveles superiores a los de un año atrás.

### Precio de materias primas (1)

(dólares el barril; dólares la libra)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2017. (2) Promedio simple entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI.

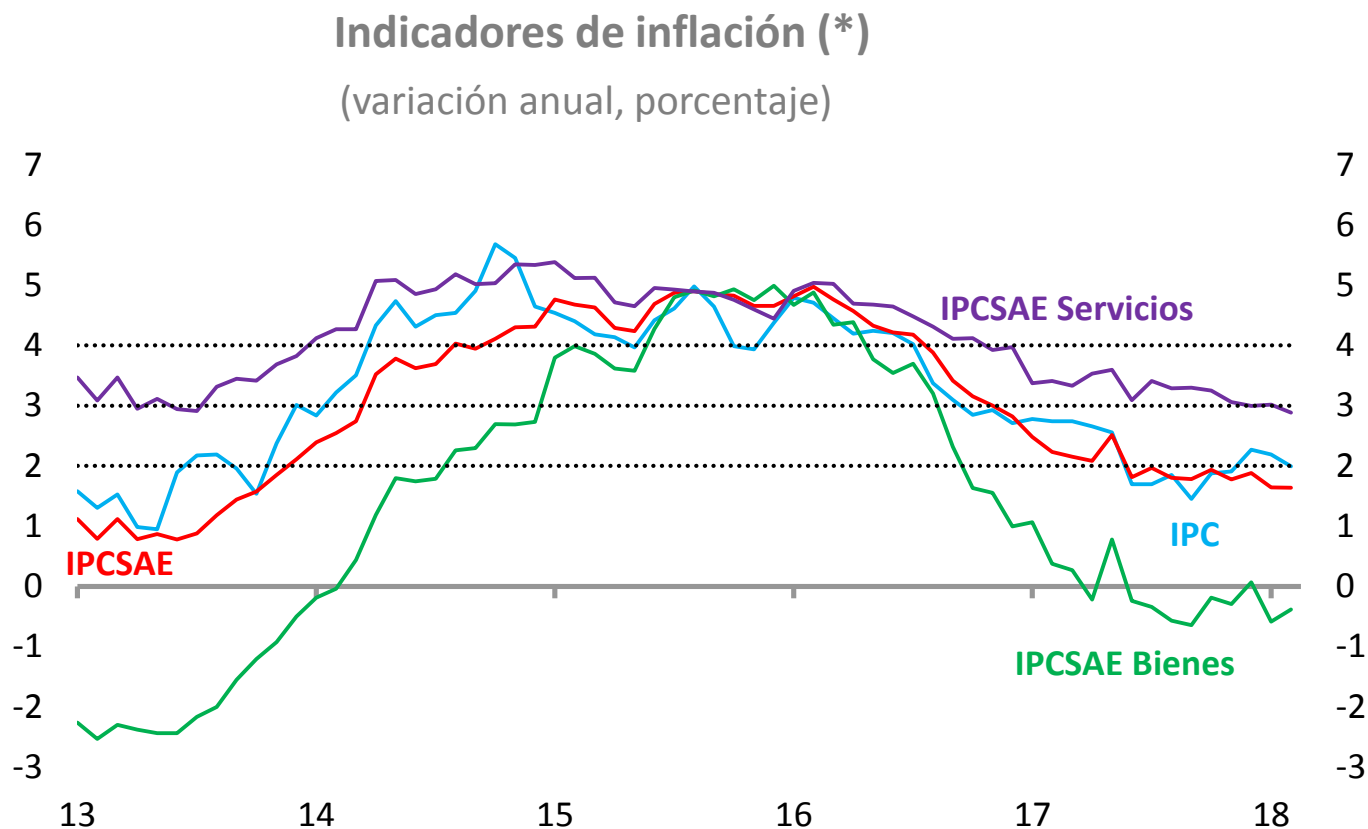
Fuentes: Bloomberg y Cochilco.



# Evolución reciente de la economía: Escenario interno



Durante los últimos meses, la inflación anual del IPC ha fluctuado en torno a 2%, sin mostrar mayores diferencias respecto de lo previsto.



(\*) 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.

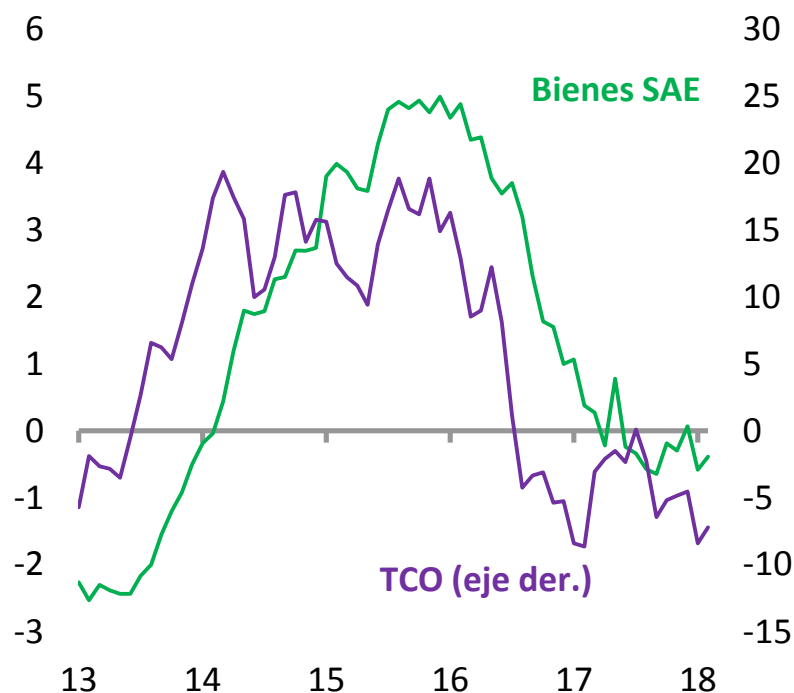
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



La evolución de la inflación ha seguido dominada por la apreciación del peso, que ha afectado principalmente a la parte de bienes del IPCSAE.

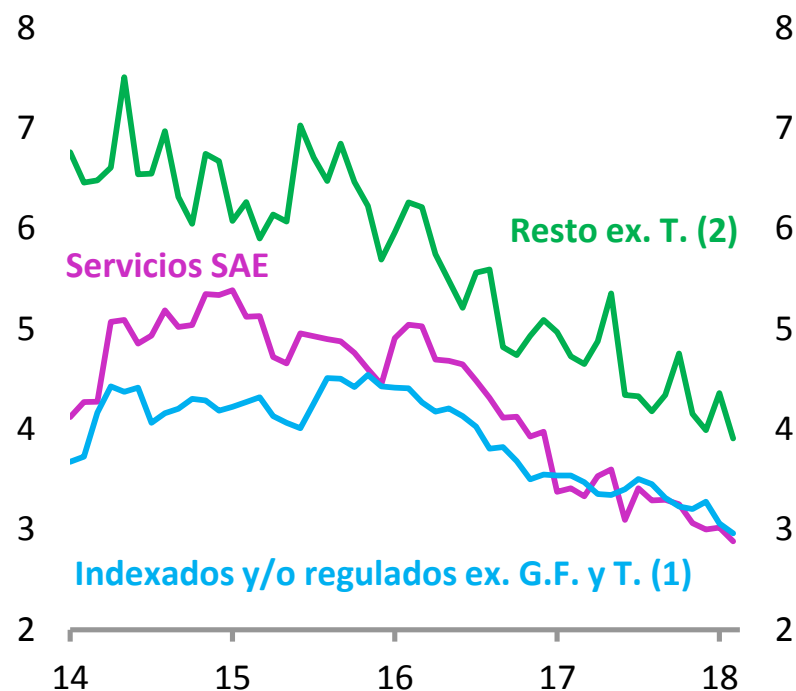
### Tipo de cambio y bienes SAE

(variación anual, porcentaje)



### Servicios SAE y desagregación

(variación anual, porcentaje)



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

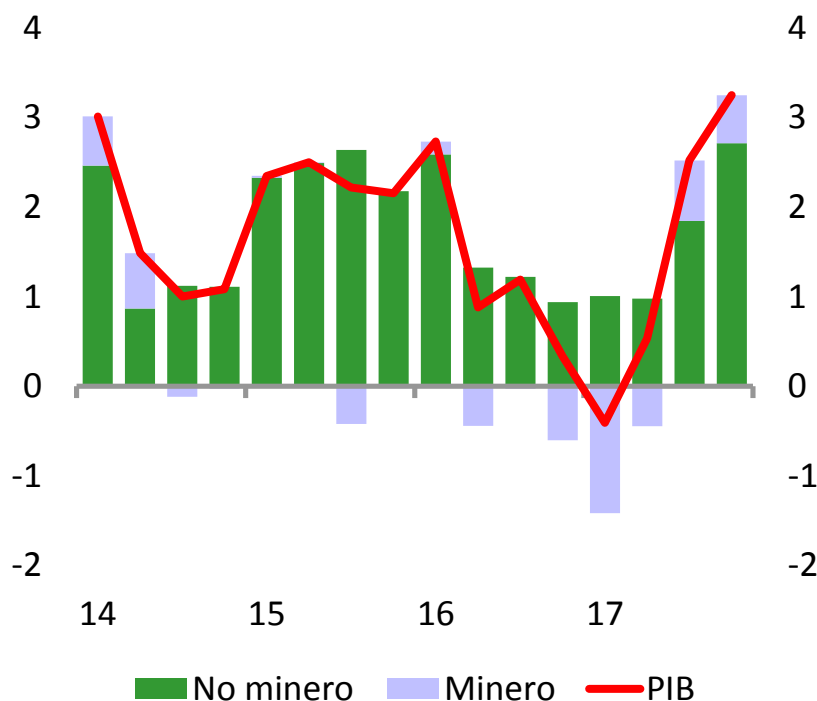
(1) No considera los ítems de gasto financiero ni de transporte asociado a este componente. (2) No considera los ítems de transporte asociado a este componente.

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



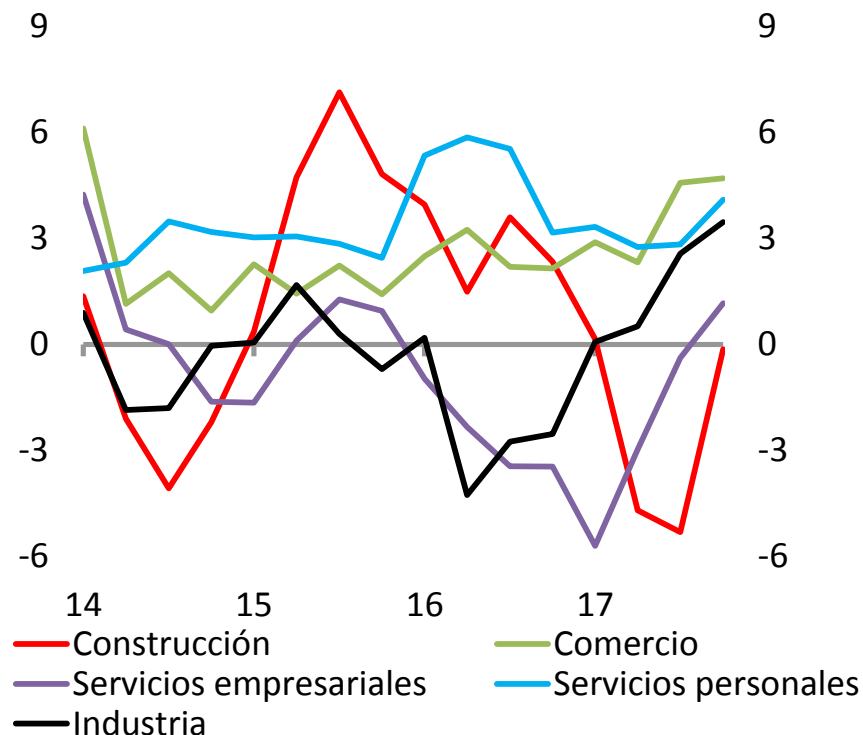
En la segunda parte del 2017 la economía mostró un punto de inflexión, con un mayor dinamismo de la actividad no minera.

**Contribución al crecimiento anual del PIB**  
(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

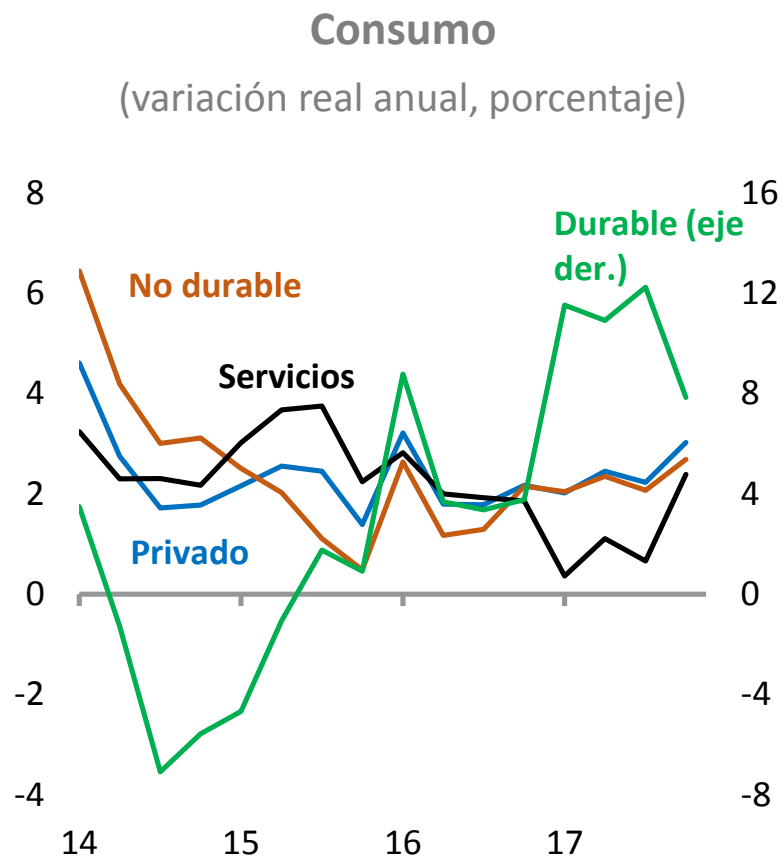
**Actividad sectorial**  
(variación real anual, porcentaje)



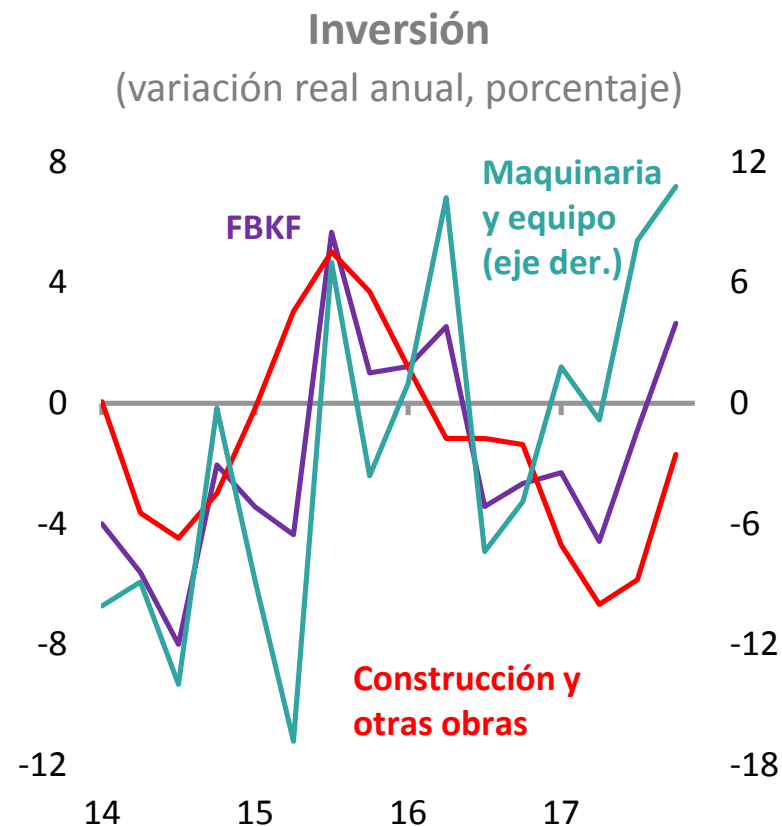
Fuente: Banco Central de Chile.



Por el lado del gasto interno, destacó la recuperación de la inversión, incluyendo construcción y otras obras. El consumo privado aumentó su crecimiento, impulsado principalmente por la mayor expansión del componente de servicios.



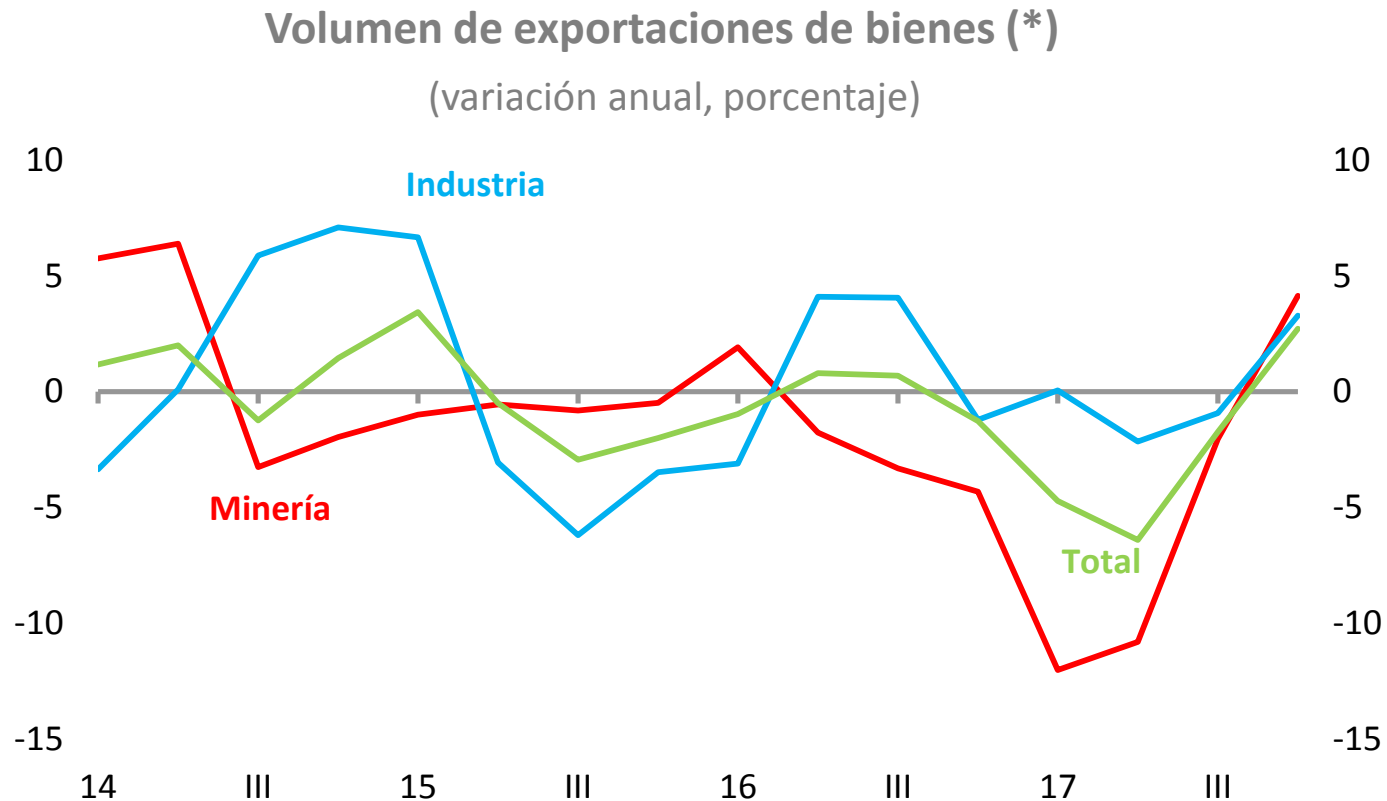
Fuente: Banco Central de Chile.



Fuente: Banco Central de Chile.



Las exportaciones siguieron aumentando, tanto en precio como en volumen. Ello, en línea con el mayor crecimiento de la industria y la minería en la segunda parte del año y con un escenario externo favorable.



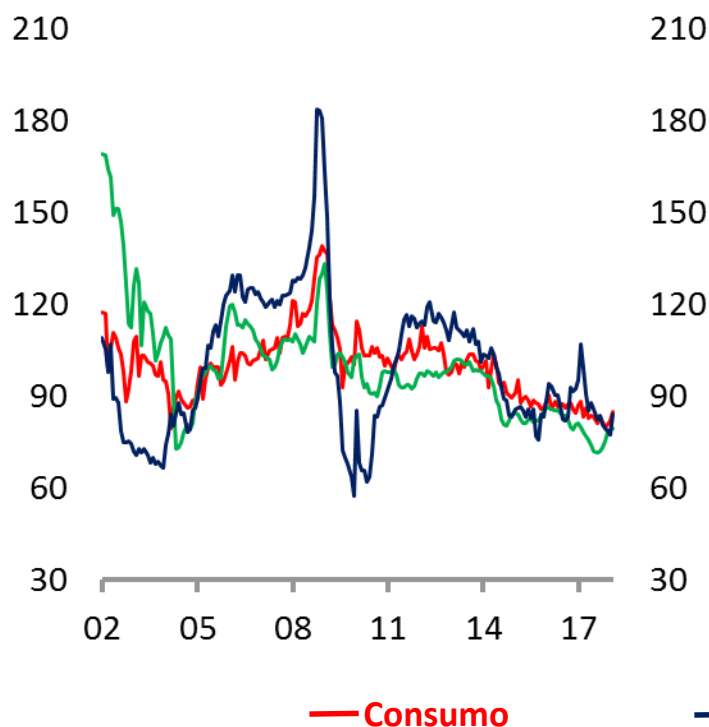
(\*) Promedio móvil de dos trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile



Las condiciones financieras internas siguen favorables, con bajas tasas de interés y un acotado crecimiento de las colocaciones.

**Tasa de interés por tipo de colocación (1) (2)**  
(índice 2002-2018=100)



**Crecimiento real de las colocaciones (3)**  
(variación anual, porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Para la cartera de vivienda, corresponden a colocaciones en UF.

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

(3) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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



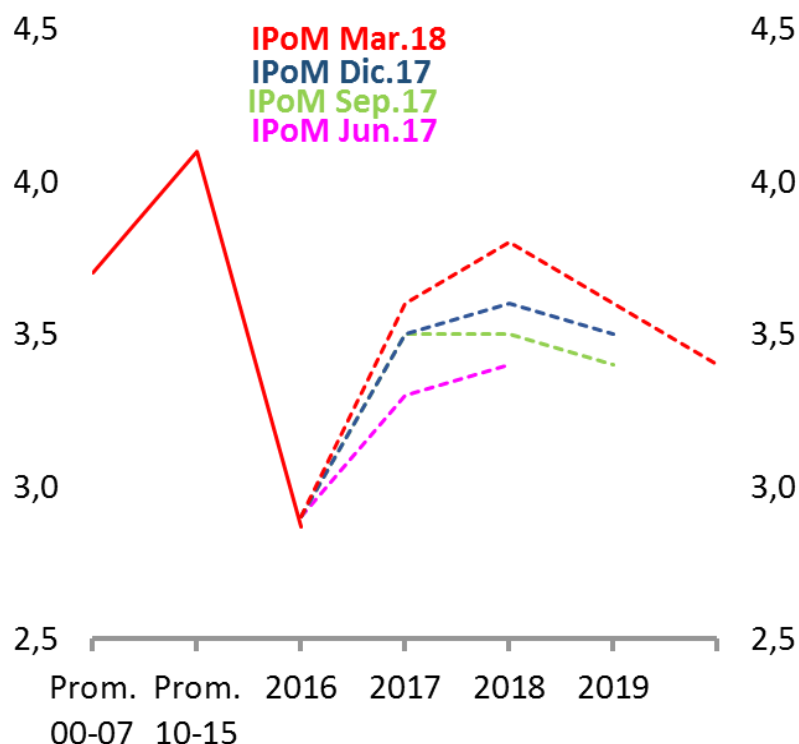
# Perspectivas 2018-2020 y riesgos



El crecimiento de los socios comerciales chilenos será mejor que lo estimado en diciembre, lo que incide en un mejor desempeño de las exportaciones.

### Crecimiento de socios comerciales

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

### Crecimiento exportaciones de bienes y servicios

(variación anual, porcentaje)

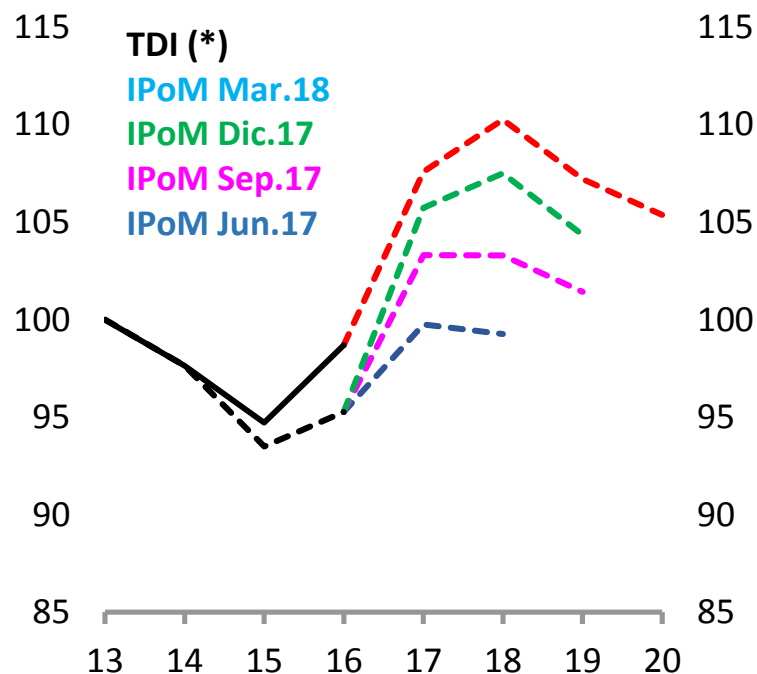


Fuente: Banco Central de Chile.

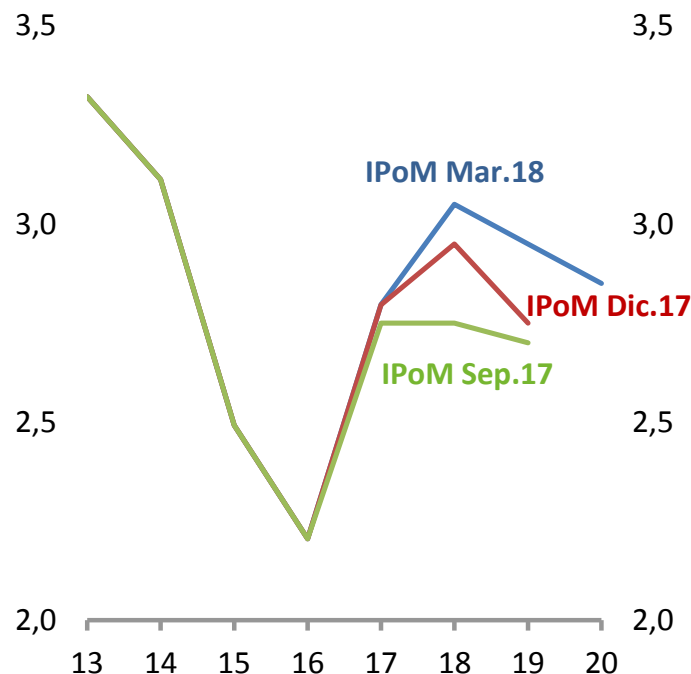


Los términos de intercambio también son mejores que lo previsto en diciembre, en parte por un precio del cobre más elevado.

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



**Precio del cobre**  
(US\$/libra)



(\*) Línea negra punteada corresponde a estimación de los TDI previos a la revisión de Cuentas Nacionales publicada el 19 de marzo de 2018.

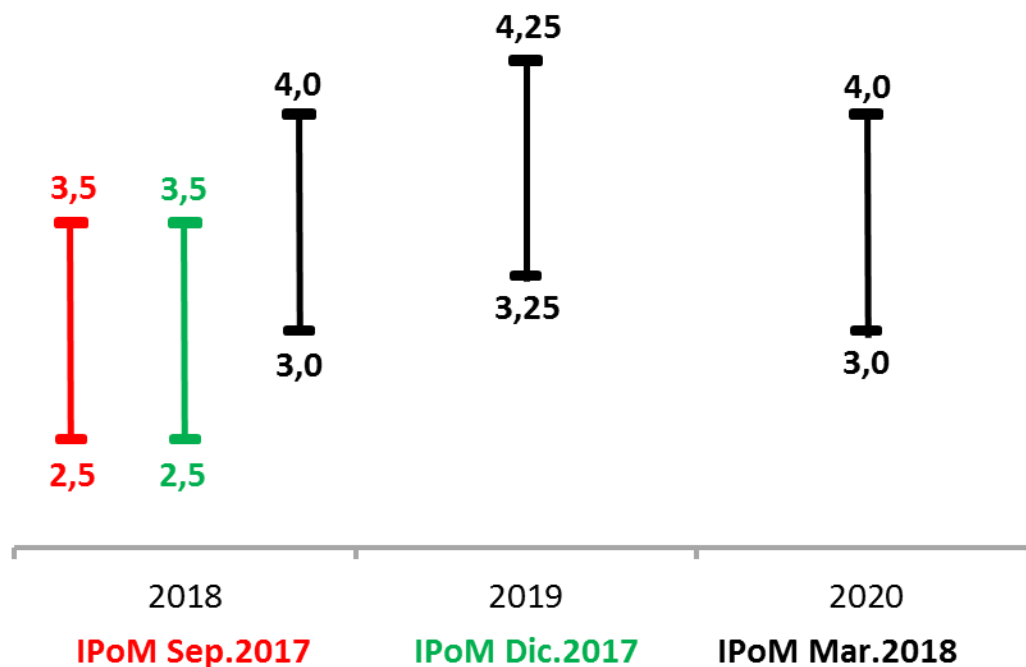
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.



Con esto, en el escenario base, el rango de crecimiento para el 2018 se corrige al alza, mientras para el 2019 y 2020, se proyecta un crecimiento por sobre el potencial, coherente con el cierre de la brecha de actividad.

### Rango de crecimiento proyectado

(variación anual, porcentaje)



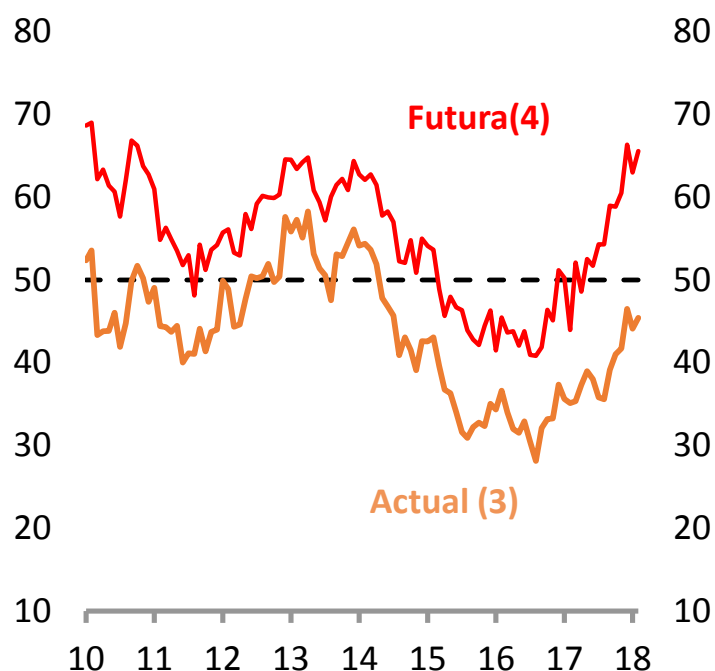
Fuente: Banco Central de Chile.



La mejora de las expectativas de los últimos meses también es un elemento que apoya la recuperación del crecimiento, aunque se mantiene una brecha entre las percepciones sobre la situación actual y futura.

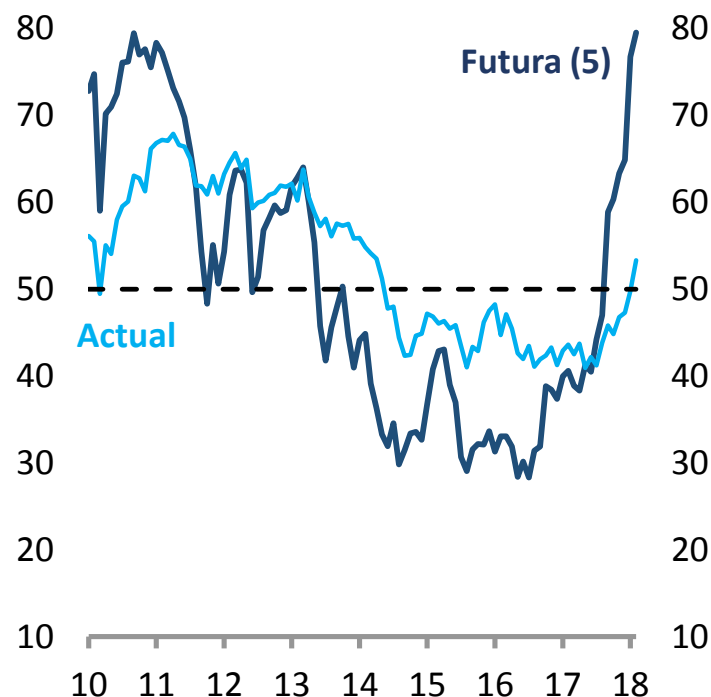
## Expectativas de consumidores (IPEC) (1)

(serie original)



## Expectativas de empresas (IMCE) (1) (2)

(serie original)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Para el IMCE corresponde al promedio simple entre comercio, construcción e industria. (3) Promedio simple entre la percepción de la situación económica actual personal y país. (4) Promedio simple entre la perspectiva de la situación económica del país a 12 meses y la familiar. (5) Promedio simple entre la perspectiva futura económica global del país y la situación general del negocio. Para el sector construcción corresponde a la expectativa sobre situación financiera de la empresa.

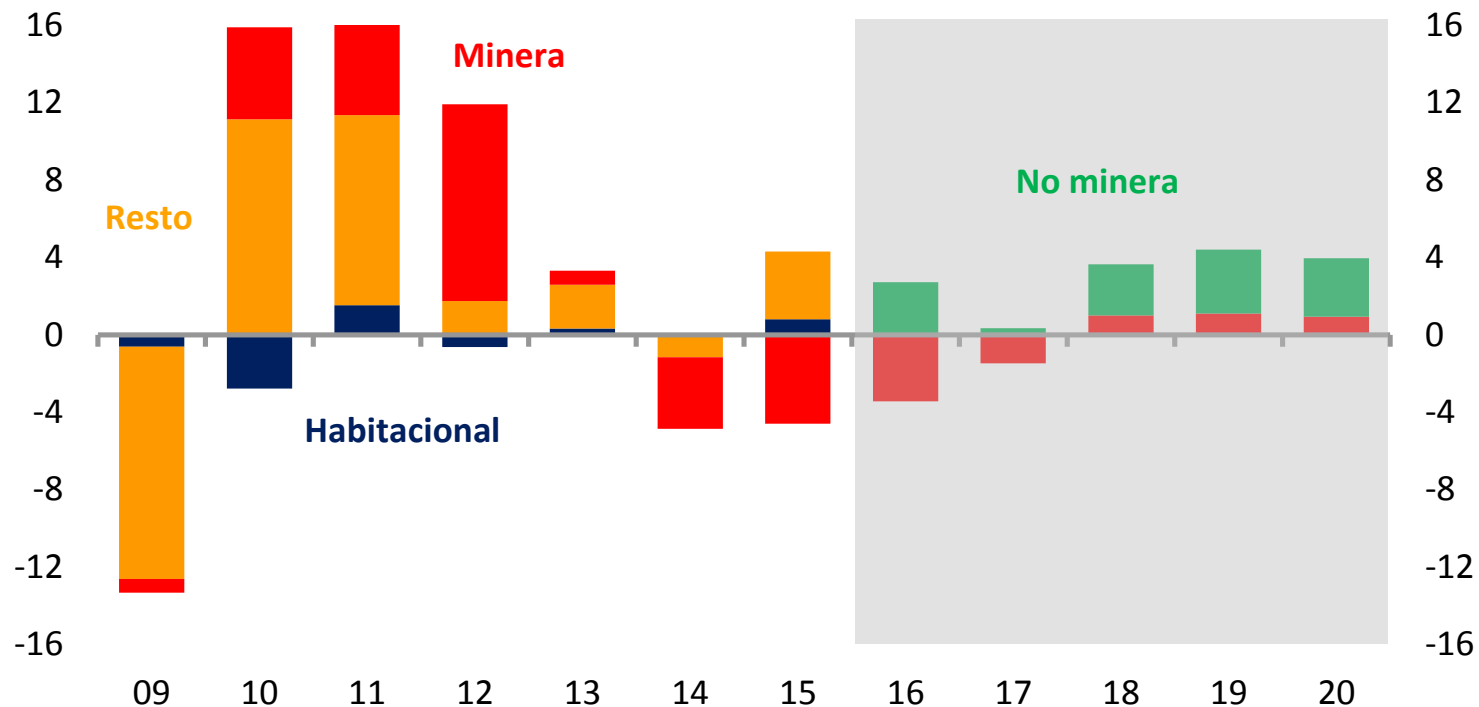
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



Por el lado de la inversión, se espera un crecimiento por sobre el del PIB en el período 2018/2020, en línea con una política monetaria claramente expansiva, y el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional.

## Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (\*)

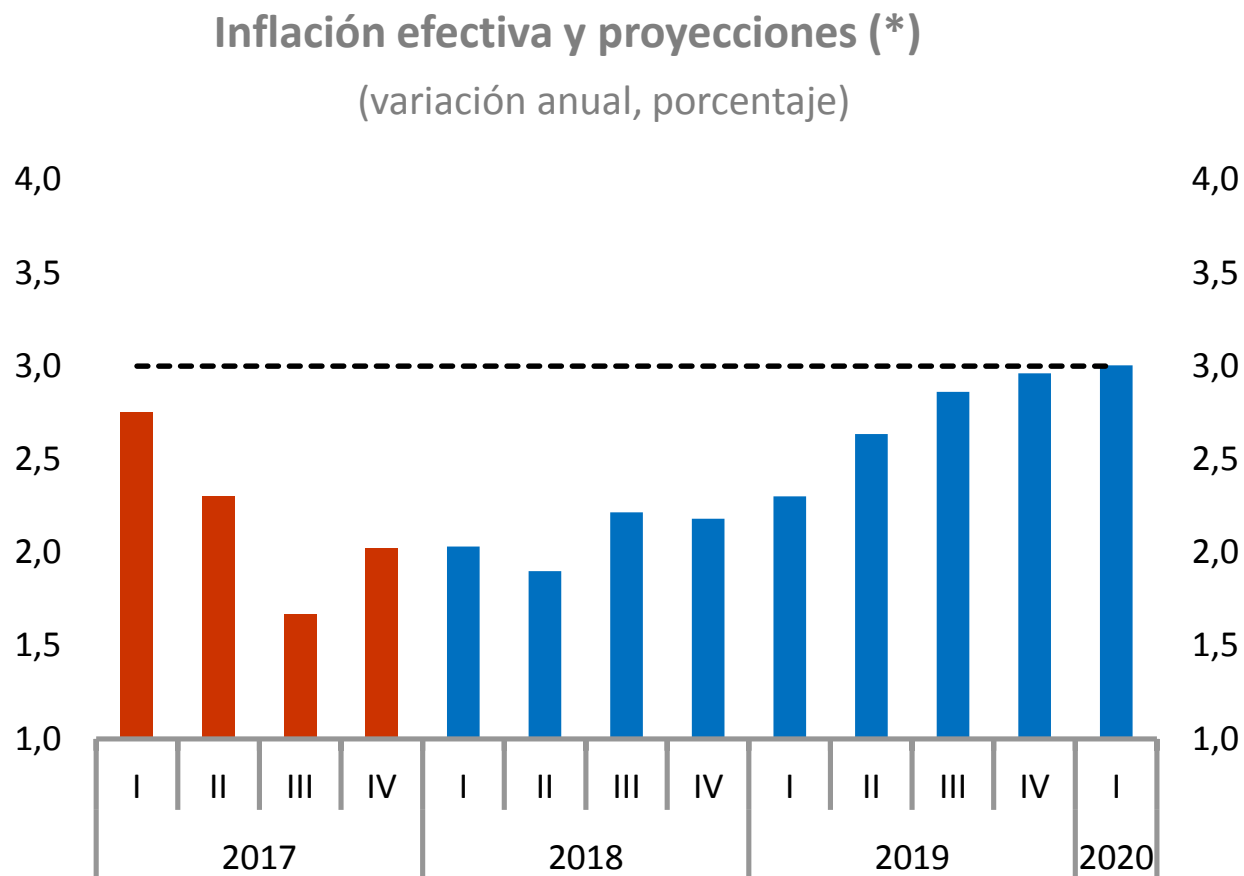
(puntos porcentuales)



(\*) Para el año 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar las proyecciones de los años 2017, 2018 y 2019 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.



Respecto de la inflación, su retorno a 3% anual se dará en el 2019, más lento a lo previsto en diciembre.

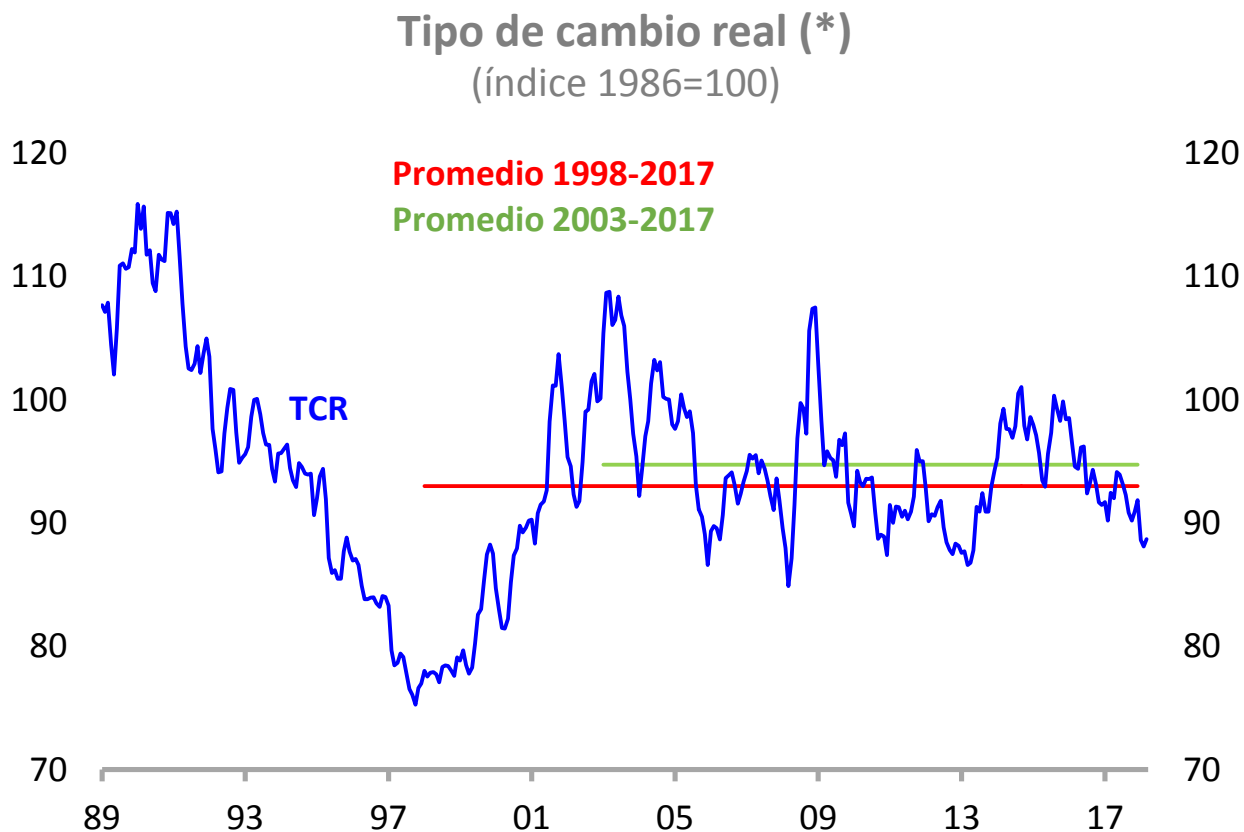


(\*) Proyección a partir del primer trimestre del 2018.

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



En el escenario base, el tipo de cambio real aumentará hasta sus valores de largo plazo, ayudando a la convergencia de la inflación a 3%.



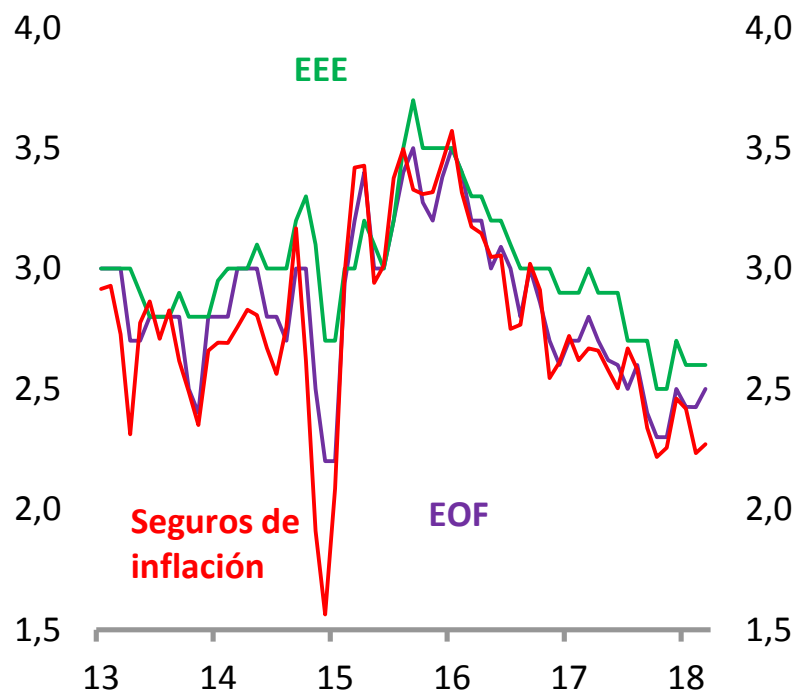
(\*) Dato de febrero 2018 corresponde a estimación preliminar. Para marzo 2018, considera información hasta el día 21 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



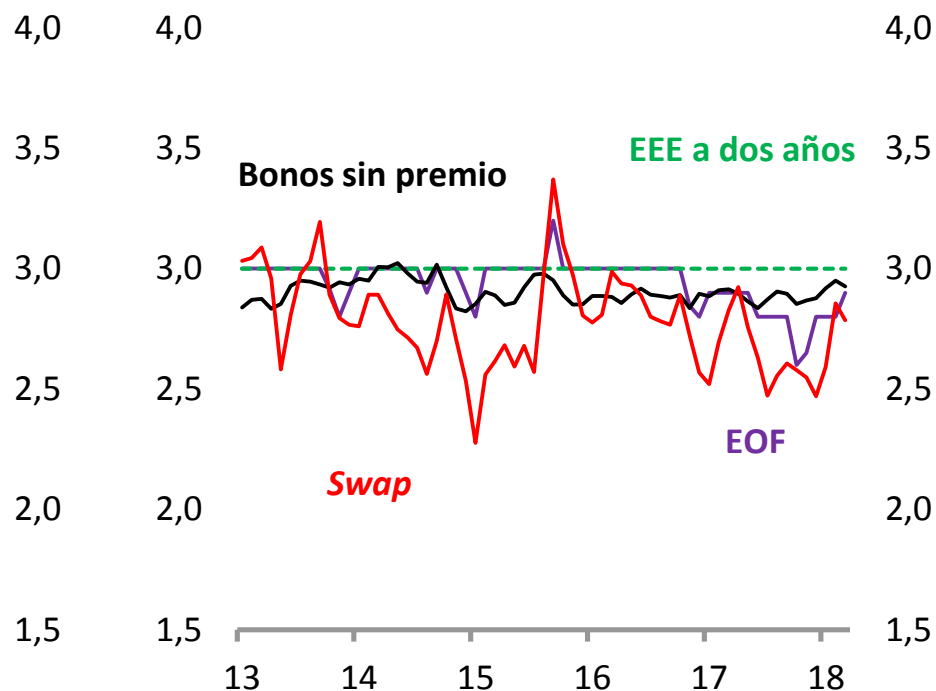
Las expectativas privadas de inflación son coherentes con este escenario, ubicándose entre 2 y 2,5% a un año plazo, y cercana a 3% a dos años.

**Expectativas de inflación a un año**  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

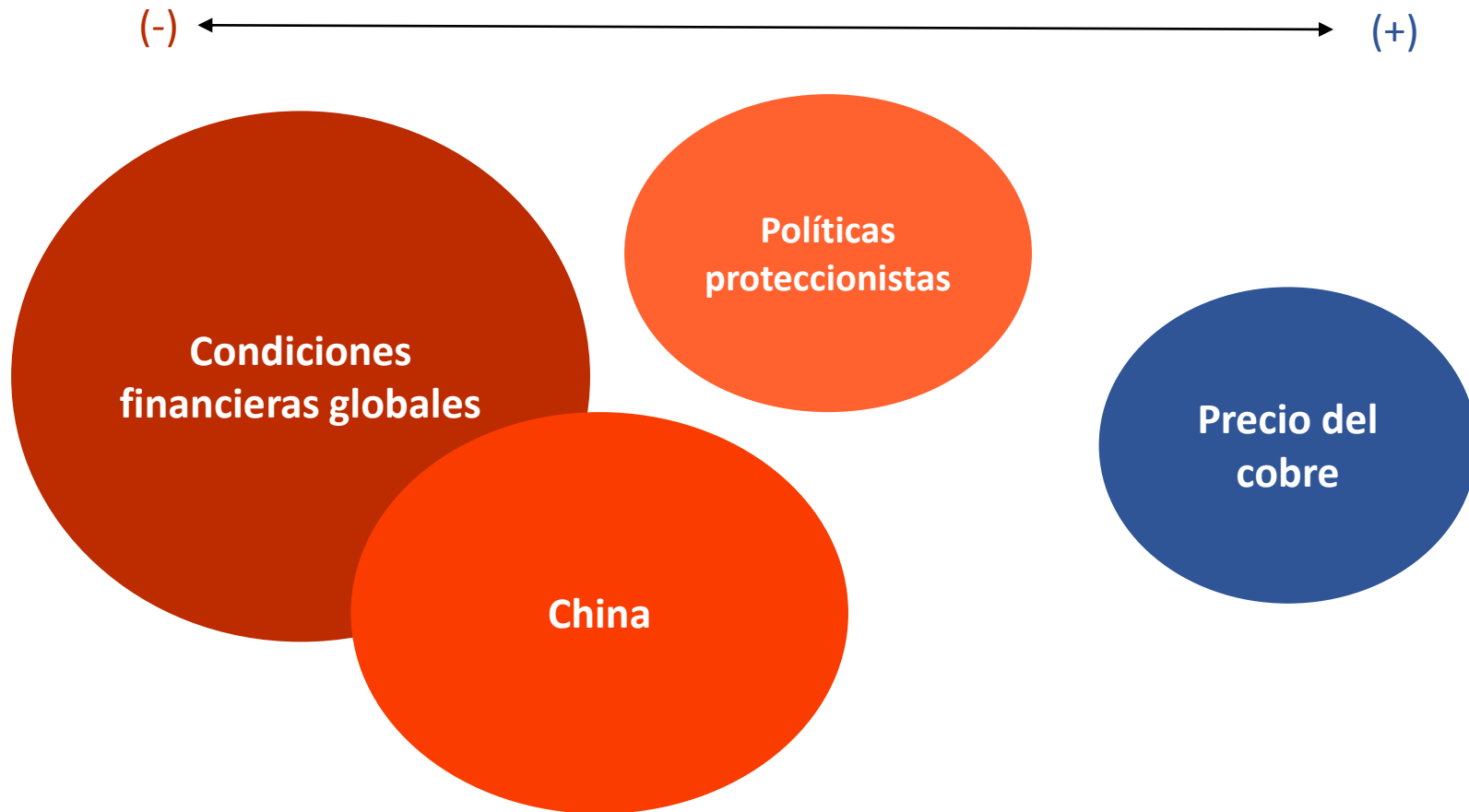
**Expectativas de inflación a dos años**  
(porcentaje)



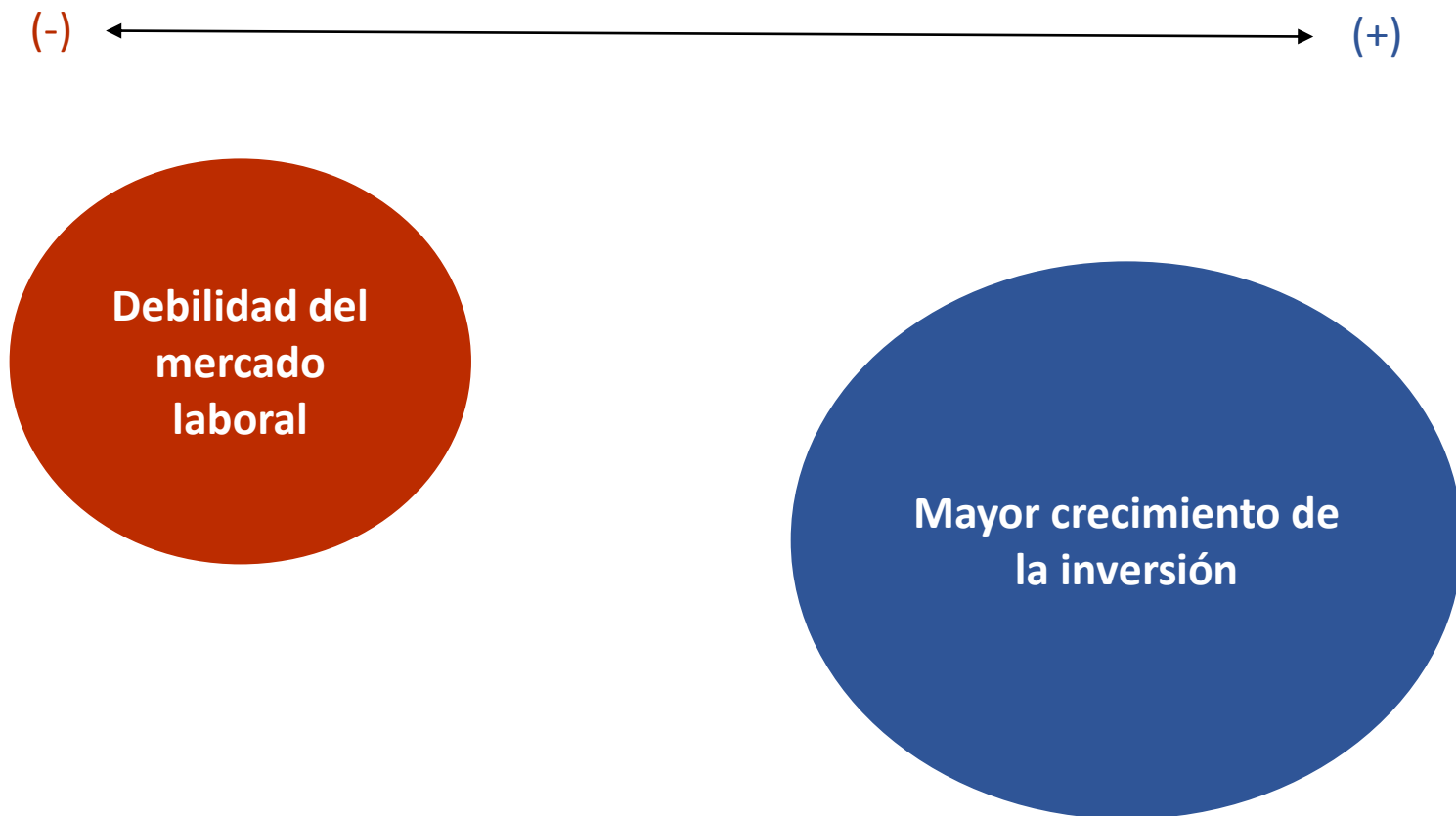
Fuente: Banco Central de Chile.



Desde el punto de vista de su impacto en la actividad interna, el balance de riesgos externo está sesgado a la baja.



Los riesgos internos para la actividad local están sesgados al alza.



Los riesgos para la inflación están balanceados.

(-) ←————→ (+)

**Formación de  
precios**

**Mayor crecimiento  
de la economía**

# Política monetaria y supuestos de trabajo

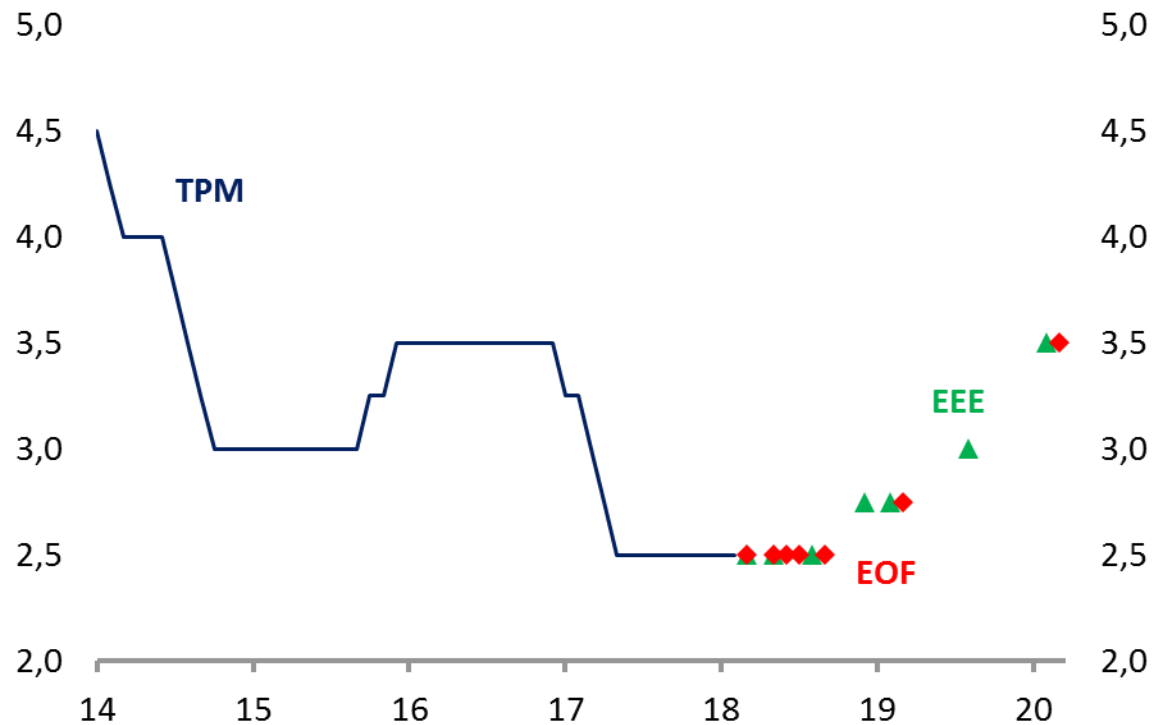


## La Política Monetaria siguió impulsando la economía

- El mayor crecimiento de los últimos trimestres ha reducido los riesgos para la actividad y los precios que veíamos hace un tiempo, reafirmando la decisión de no introducir cambios en la TPM.
- En todo caso, el bajo nivel de la inflación y una economía que aún debe consolidar su mayor dinamismo hacen necesario que la Política Monetaria continúe con el grado de expansividad actual y solo se reduzca en la medida que tengamos seguridad que el proceso de convergencia de la inflación a 3% se ha ido consolidando.
- Nuestro supuesto de trabajo para la TPM es similar a lo que muestran las encuestas al cierre del IPoM. Esto considera una TPM que dentro de un año es 25 puntos base más alta.
- En todo caso, **esto no es un compromiso** y cambios en la condiciones macroeconómicas implicarán cambios en la TPM.



# Tasa de política monetaria (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



# Supuesto de trabajo

## TPM

La TPM se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a aumentar en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

## TCR

El TCR irá aumentando en el horizonte de política hasta converger a sus valores de largo plazo.

## P. Fiscal

El impulso fiscal el 2018 crecerá acorde al presupuesto vigente, de ahí en adelante seguirá la senda de consolidación fiscal expresada en el último Informe de las Finanzas Públicas.

# Comentarios finales

- La inflexión en el ciclo económico ya se ha producido, con lo que esperamos un mayor crecimiento en el 2018 y un cierre de la brecha de actividad algo más rápido. Esto ayudará la convergencia de la inflación a la meta, a pesar de los efectos de la apreciación del peso sobre la inflación.
- Asegurar que tanto la inflexión como el mayor crecimiento previsto de la actividad se mantengan, requiere de un aumento sostenido de la inversión.
- Nuestras proyecciones son coherentes con una fase ascendente del ciclo económico, donde la propia actividad interna y el crecimiento de las exportaciones van abriendo nuevas oportunidades de inversión.
- Para que ello se materialice, sin embargo, es necesario que se mantengan condiciones favorables, incluyendo un sistema financiero eficiente y procesos expeditos de evaluación y aprobación de proyectos.
- En todo caso, para un aumento más sostenido del crecimiento se requerirán políticas y reformas adecuadas. Particularmente relevante será acelerar el crecimiento de la productividad y del capital humano, compensando el efecto de la depreciación del mayor stock de capital y el impacto de la transición demográfica. Estas políticas caen fuera del ámbito del Banco Central.





# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2018

Joaquín Vial



Banco Central de Chile, Marzo 2018