



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2018

Mario Marcel C.

Presidente



Banco Central de Chile, Diciembre 2018

Principales mensajes

- La inflación ha aumentado durante 2018, situándose en torno a 3% anual en los últimos meses. La inflación de los componentes más sensibles a la brecha de actividad ha subido sostenidamente en el año, en línea con la recuperación del crecimiento.
- Tal como se esperaba, la actividad redujo su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, lo que se intensificó por factores puntuales en la minería y la industria.
- Pasada esta pausa, el cierre de la brecha continuará, impulsado por la inversión, cuyo crecimiento anual proyectado pasa de 4,5 a 6% en el 2019.
- El impulso externo que recibirá la economía chilena se moderará en los próximos años, pero continuará siendo positivo. Persiste un balance de riesgos negativo.
- En este contexto, en la Reunión de diciembre el Consejo reafirmó que la evolución de las condiciones macroeconómicas, y sus perspectivas en el escenario base, hace necesaria la gradual reducción del estímulo monetario.



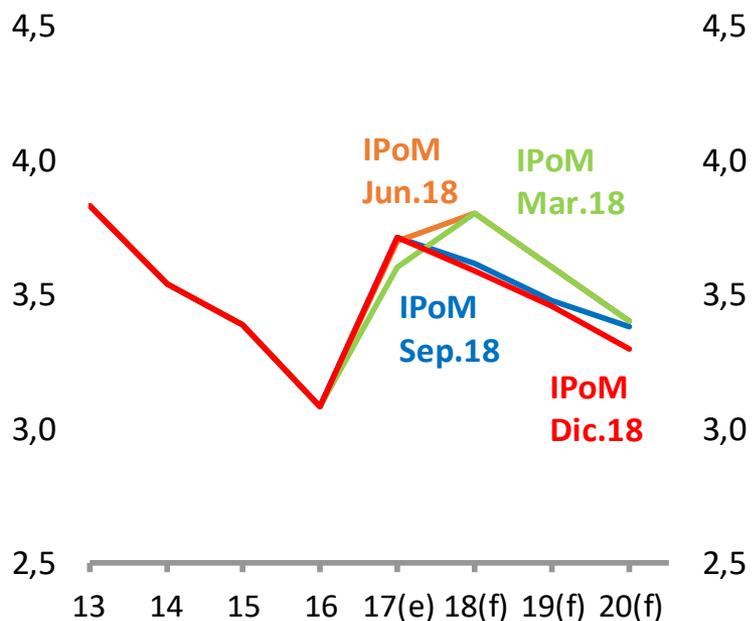
Evolución reciente de la economía: Escenario internacional



El impulso externo que recibirá la economía chilena irá declinando los próximos dos años, pero seguirá siendo positivo. Tras alcanzar un *peak* en 2017-2018, se proyecta un menor crecimiento de los socios comerciales para los próximos dos años. En tanto, los términos de intercambio permanecerán relativamente estables.

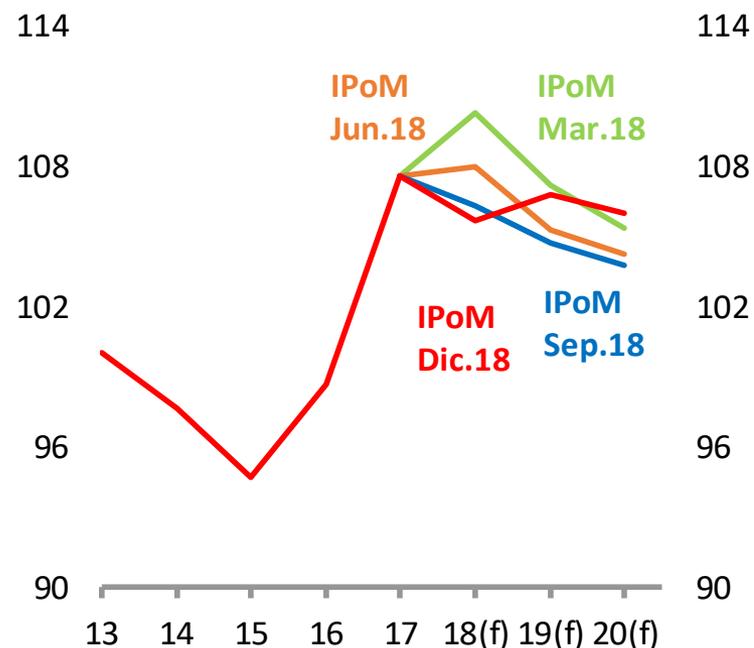
Crecimiento socios comerciales

(variación anual, porcentaje)



Términos de intercambio

(índice 2013=100)



(e) Estimación.
(f) Proyección.

(f) Proyección.

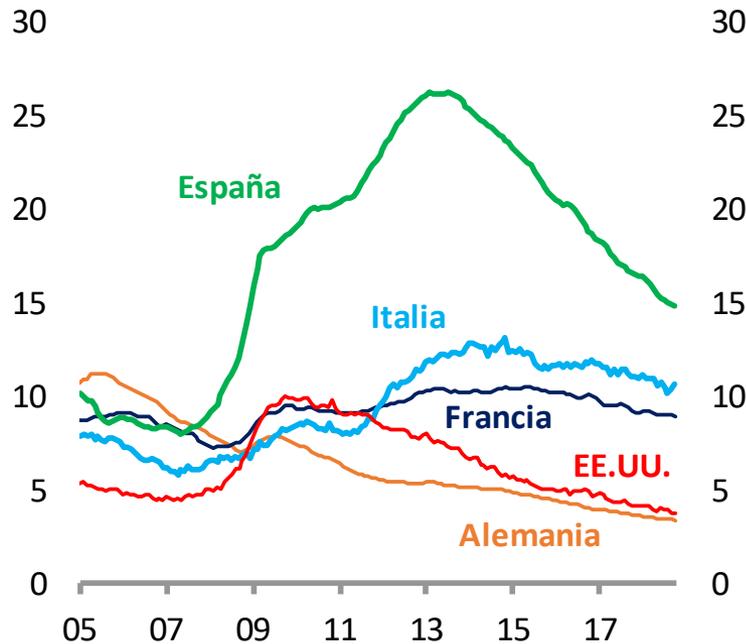
Fuente: Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

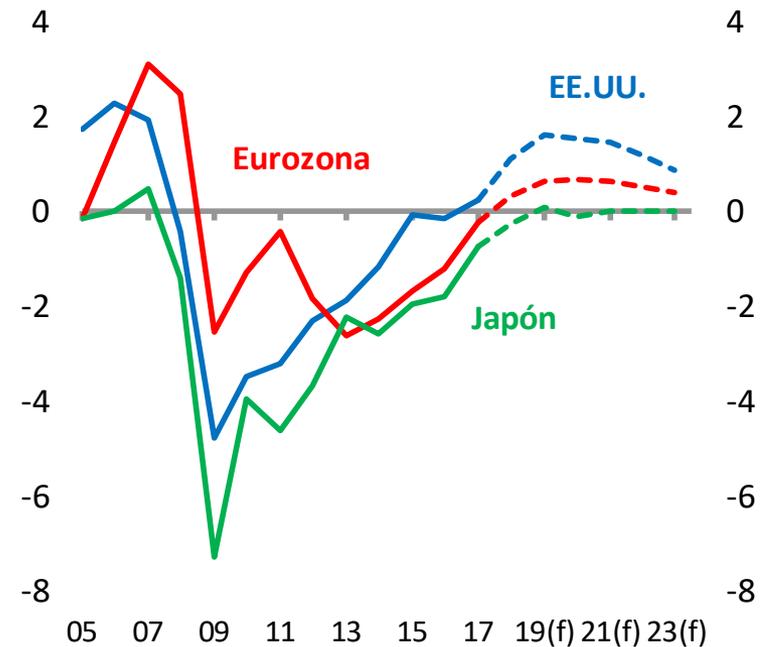


En los últimos trimestres se han ido acrecentando las diferencias entre la evolución cíclica de las economías en el mundo desarrollado.

Tasa de desempleo en economías desarrolladas
(porcentaje)



Brecha de actividad efectiva y esperada
(porcentaje del PIB potencial)



Fuentes: Eurostat y BLS.

(f) Proyección.

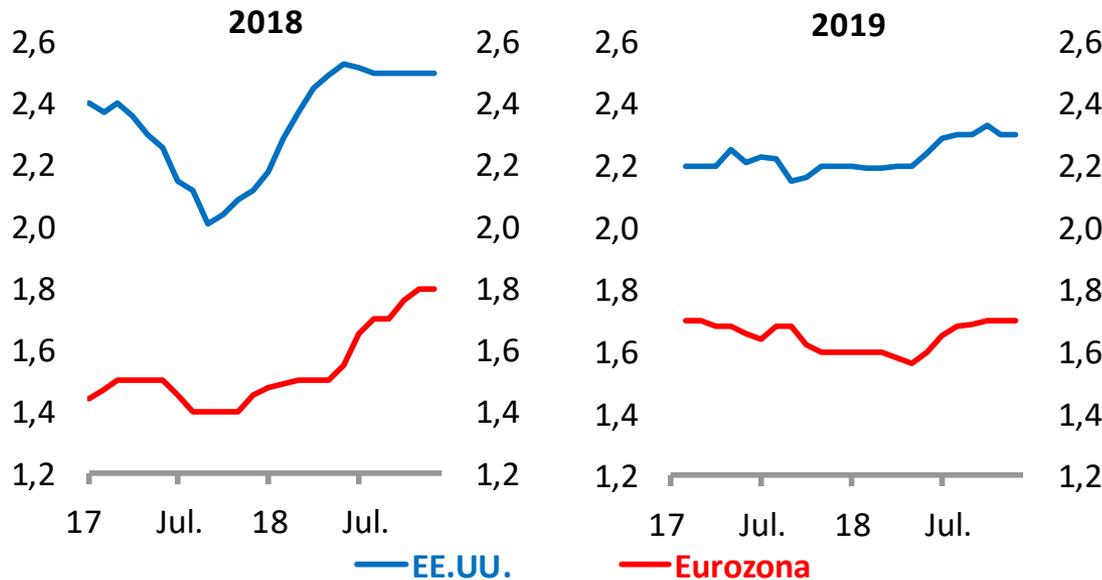
Fuente: FMI.



Estas divergencias han tenido su correlato en el comportamiento de los precios. Así, se han ido exacerbando las diferencias sobre la expansividad actual y esperada de sus políticas monetarias.

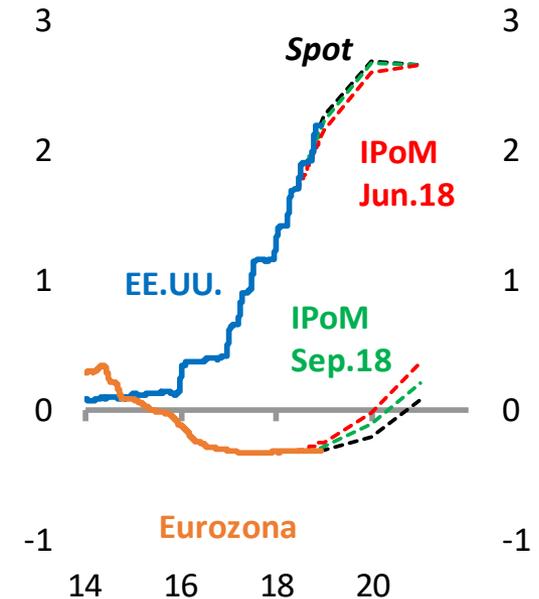
Expectativas de inflación para EE.UU. y la Eurozona

(variación anual, porcentaje)



Expectativas de TPM del mercado (1)

(a diciembre de cada año, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

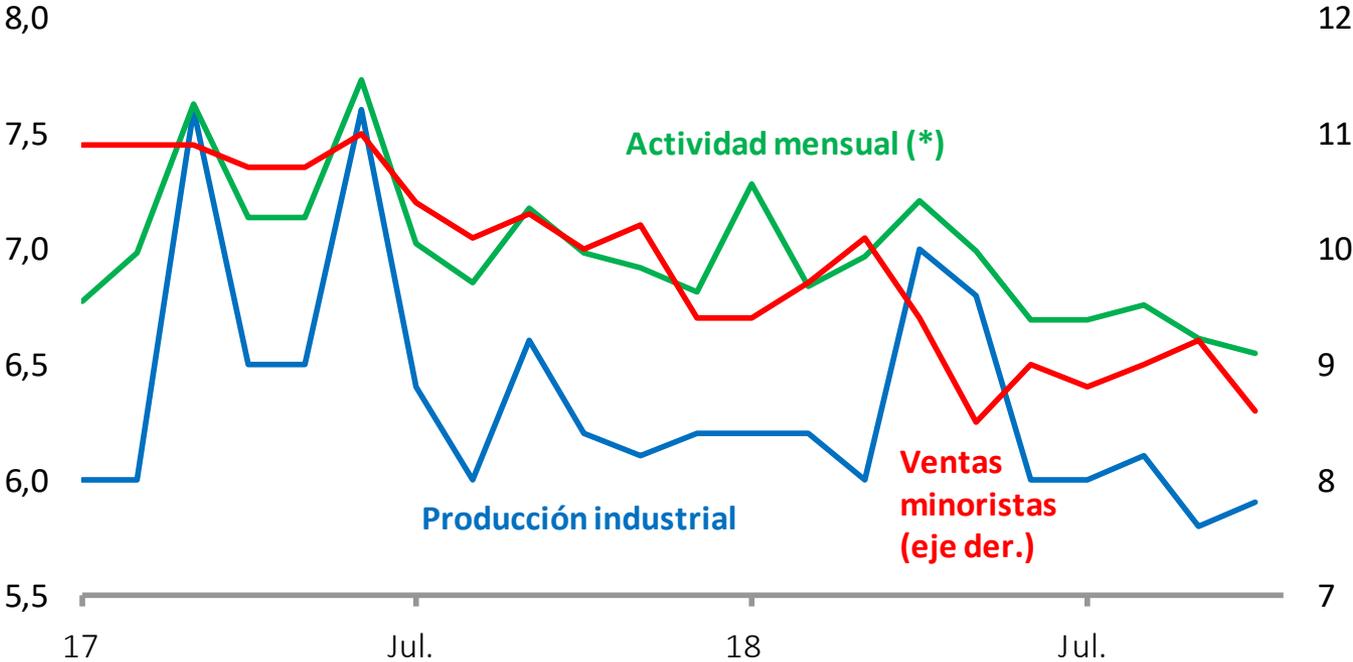
(1) En EE.UU. corresponde a la tasa *Fed Fund* y en la Eurozona a la *Euribor*. (2) Al día 05 de diciembre.

Fuente: Bloomberg.



La actividad de China se ha desacelerado gradualmente durante el año, favoreciendo el rebalanceo de su economía. Luego de crecer 6,7 y 6,8% en 2017 y 2018, respectivamente, se espera que se expanda cerca de 6% los próximos dos años.

China: Indicadores de corto plazo
(variación anual, porcentaje)



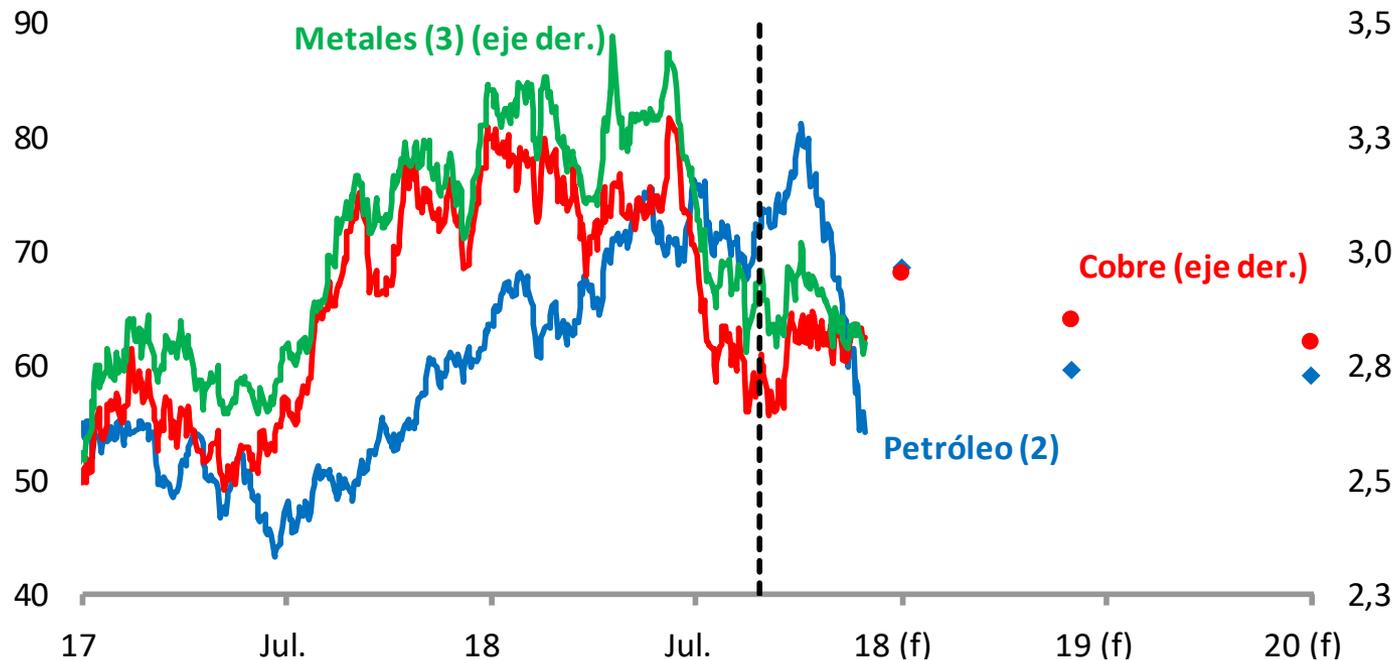
(*) Indicador elaborado por Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

En este contexto, los precios de las materias primas han tenido movimientos mixtos en los últimos meses. En lo más reciente, destaca la caída del precio del petróleo, en medio de la relativa estabilidad del precio del cobre y de los metales en general.

Precios de materias primas (1)

(dólares el barril; dólares la libra; índice prom. 17-18=3)



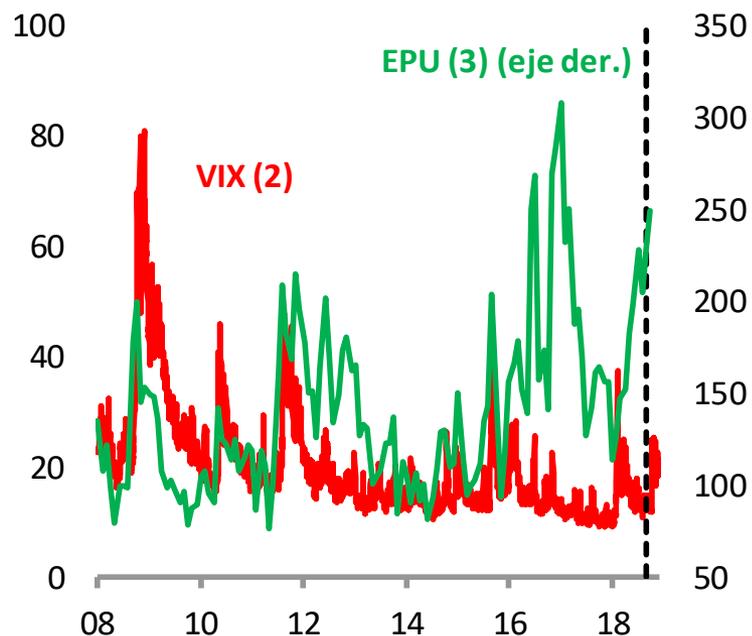
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI. (3) Corresponde al índice de precios de metales de Goldman Sachs. (f) Proyección promedio para el año respectivo contenida en IPoM diciembre 2018.

Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.



Todo lo anterior ha llevado a una normalización de las condiciones financieras externas relevantes para las economías emergentes, acompañadas de episodios puntuales de volatilidad y correcciones en los precios de los activos financieros durante el último año, destacando los ajustes recientes en economías desarrolladas.

Indicadores de volatilidad e incertidumbre político-económica (1) (índices)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2018. (2) Medida de volatilidad para el mercado bursátil de EE.UU. (3) Índice de incertidumbre político-económica global.

Fuentes: Bloomberg y Economic Policy Uncertainty.

Mercados bursátiles (4) (5) (índice 01/01/2018=100)

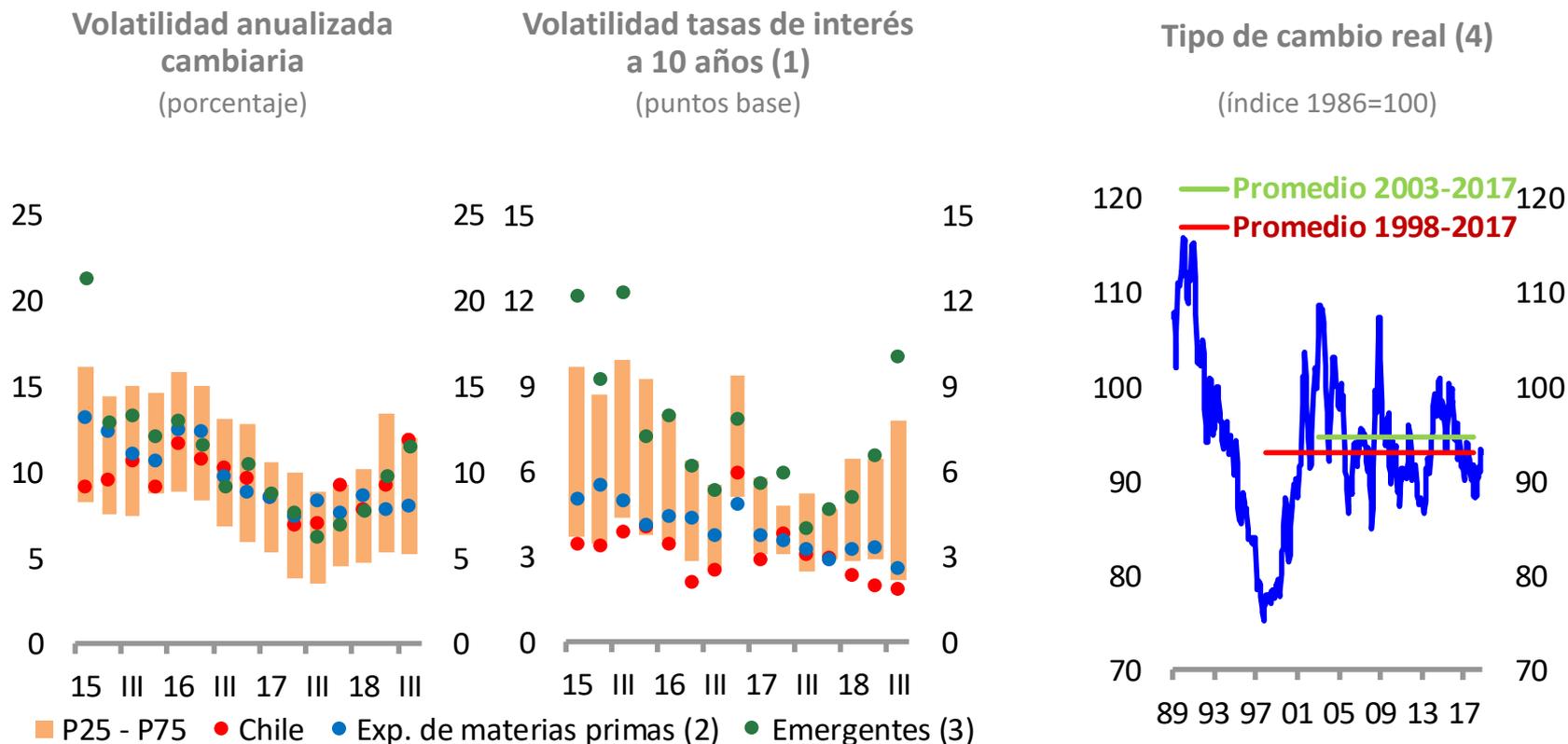


(4) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2018. (5) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.



En Chile, la evolución de las condiciones financieras externas se han manifestado principalmente en la volatilidad cambiaria, mientras que otras variables han tenido ajustes menores. El tipo de cambio se depreció en términos nominales y reales.



(1) Calculado como la desviación estándar del cambio diario en las tasas. (2) Incluye a Chile, Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. (3) Incluye a Australia, Canadá, Noruega y N. Zelanda.

(4) Para noviembre del 2018, considera información hasta el día 28.

Fuente: Banco Central de Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

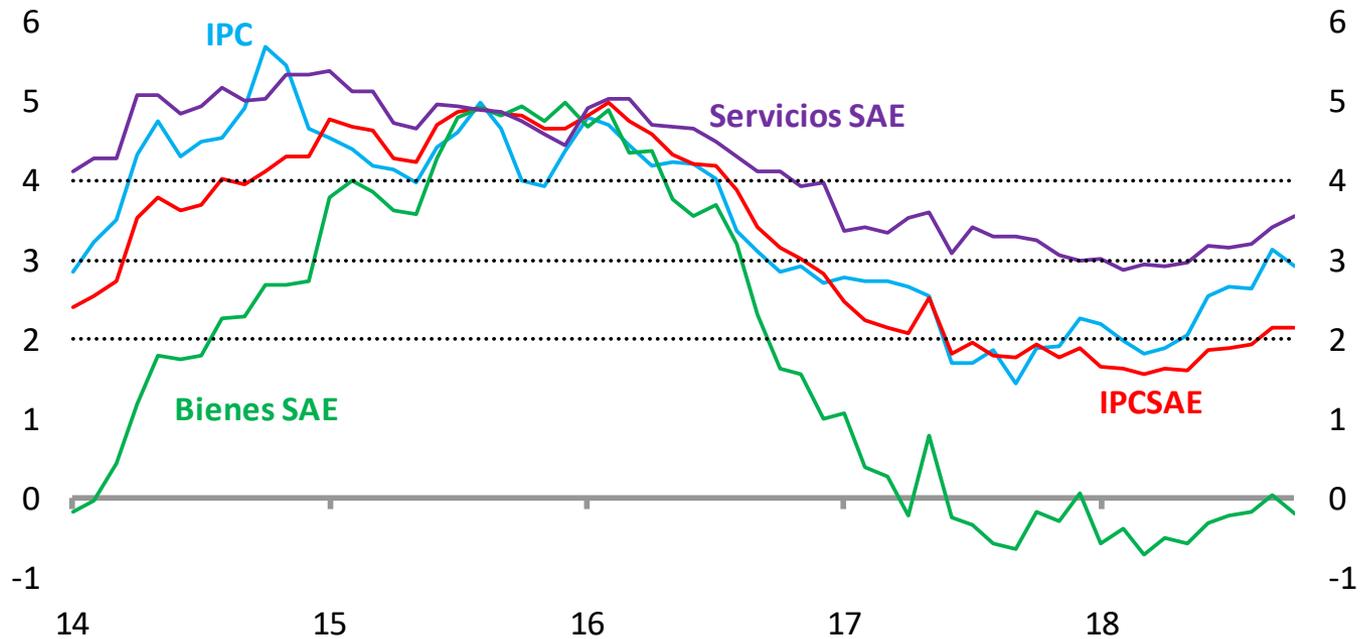


Evolución reciente de la economía: Escenario interno



La inflación anual del IPC ha aumentado desde valores en torno a 2% hasta ubicarse en torno a 3% en los últimos meses.

Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)



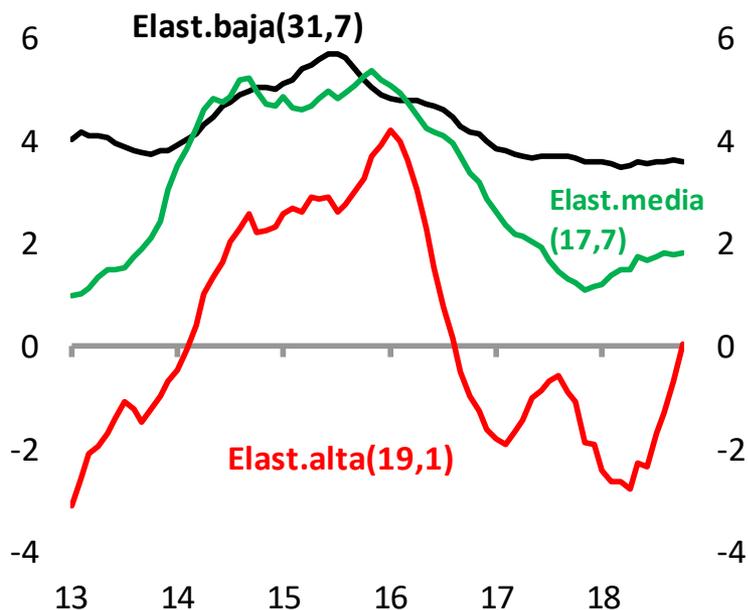
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Este comportamiento responde en parte al incremento de las líneas más volátiles del IPC y a la depreciación del peso chileno.

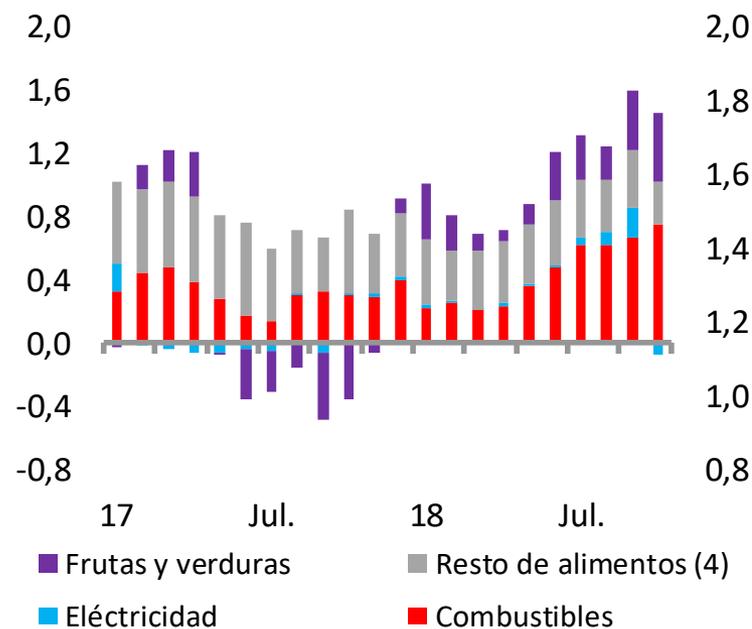
IPCSAE agrupados por elasticidad el tipo de cambio (1)(2)(3)

(variación promedio semestral anualizada, porcentaje)



Incidencia en la inflación anual total

(puntos porcentuales)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Variación por subclase en base a Contreras y Pinto (2016). Excluye gastos financieros. (3) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC.

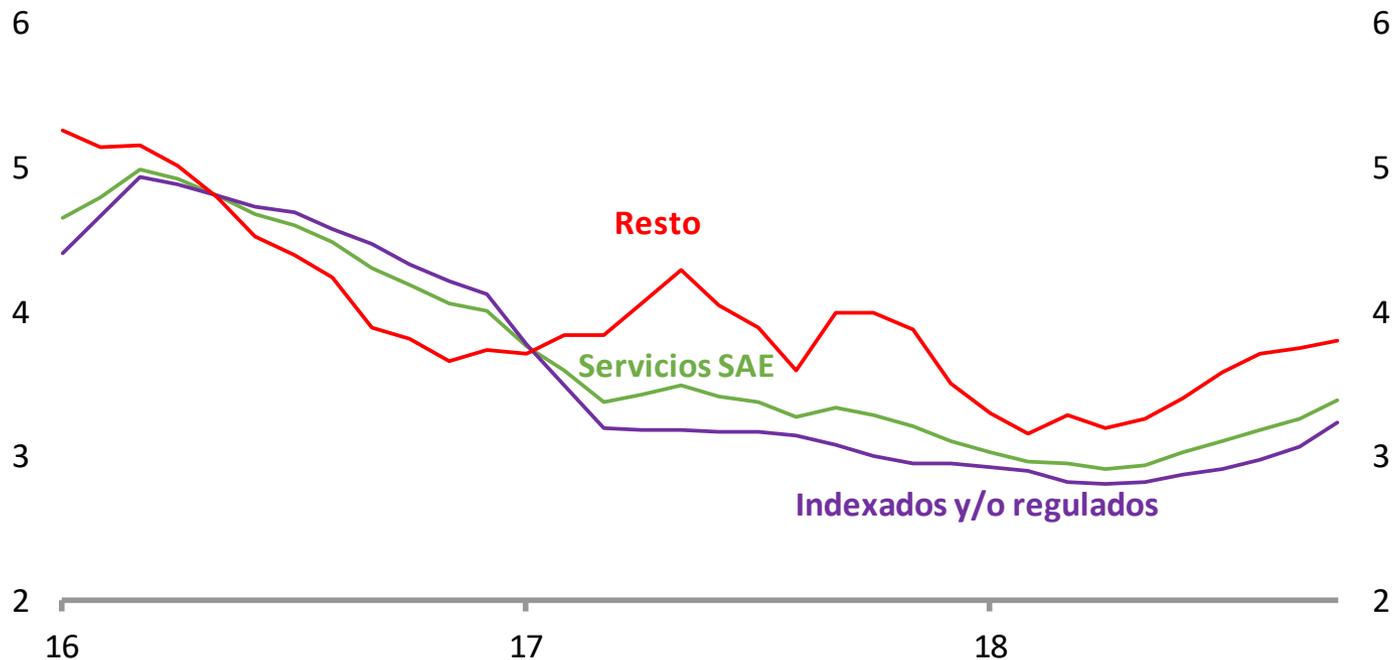
(4) Considera alimentos y bebidas no alcohólicas sin frutas y verduras.



La inflación de los componentes de la canasta más sensibles a la brecha de actividad ha crecido sostenidamente durante este año.

IPC SAE servicios y desagregación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses.

(2) Para mayor detalle ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2017.

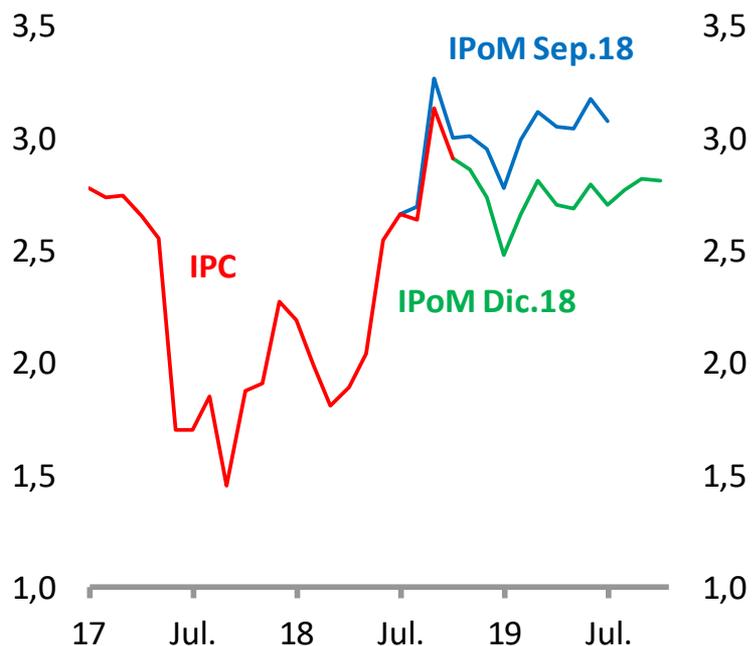
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



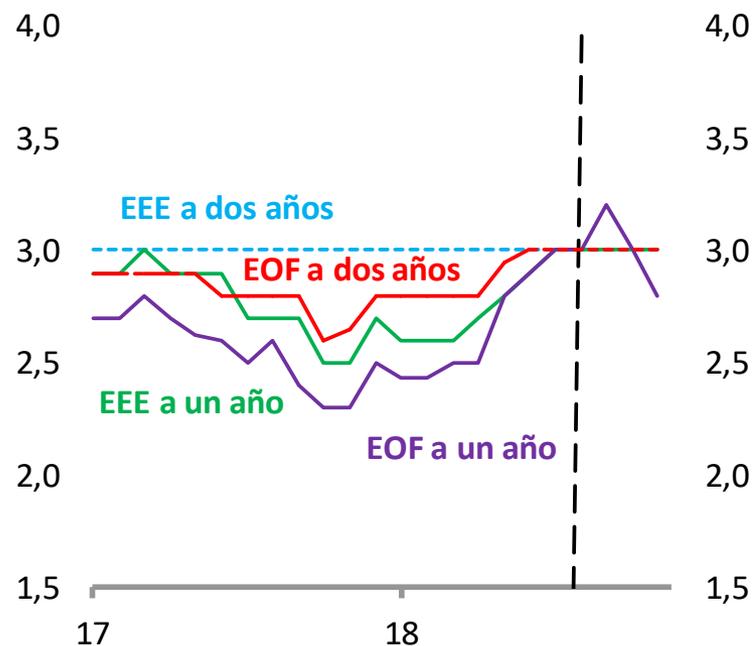
En este contexto, las expectativas de inflación siguen ancladas a la meta en el horizonte de política (2 años), mientras que en el corto plazo se han reducido producto de la baja en el precio del petróleo.

Expectativas de inflación (variación anual, porcentaje)

Seguros de inflación



Encuestas a analistas (1) (2)



(1) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero, considera la encuesta publicada después de cada RPM, excepto para el último dato que corresponde a la publicada antes de la RPM de diciembre. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre.



Tal como se esperaba, la economía ha reducido su ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año, coherente con holguras de capacidad que se han ido reduciendo, la desaparición de factores puntuales que favorecieron el primer semestre y una base comparación más exigente.

Crecimiento anual del PIB
(incidencias, puntos porcentuales)

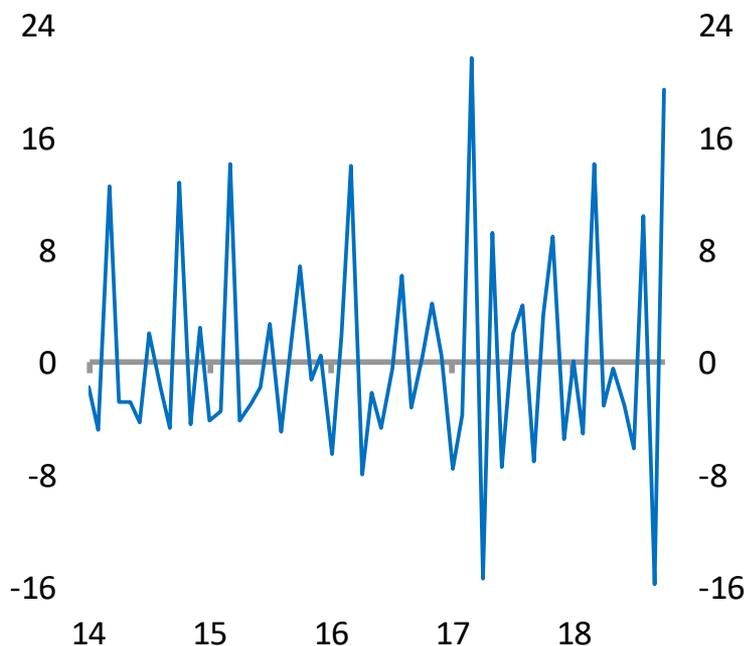


Fuente: Banco Central de Chile.

Sin embargo, la desaceleración fue superior a la prevista. Gran parte de ello se originó en septiembre, mes que hubo una sorpresa negativa que se centró en minería e industria. Este último sector se vio afectado puntualmente por la combinación de días hábiles del mes.

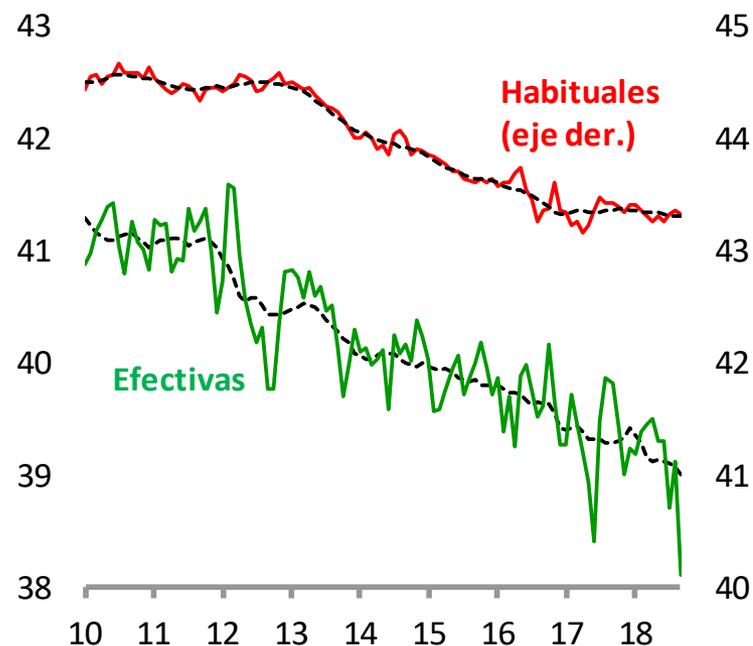
Índice de producción manufacturera

(variación mensual, porcentaje)



Horas asalariadas privadas trabajadas (*)

(niveles desestacionalizados, promedio semanal)



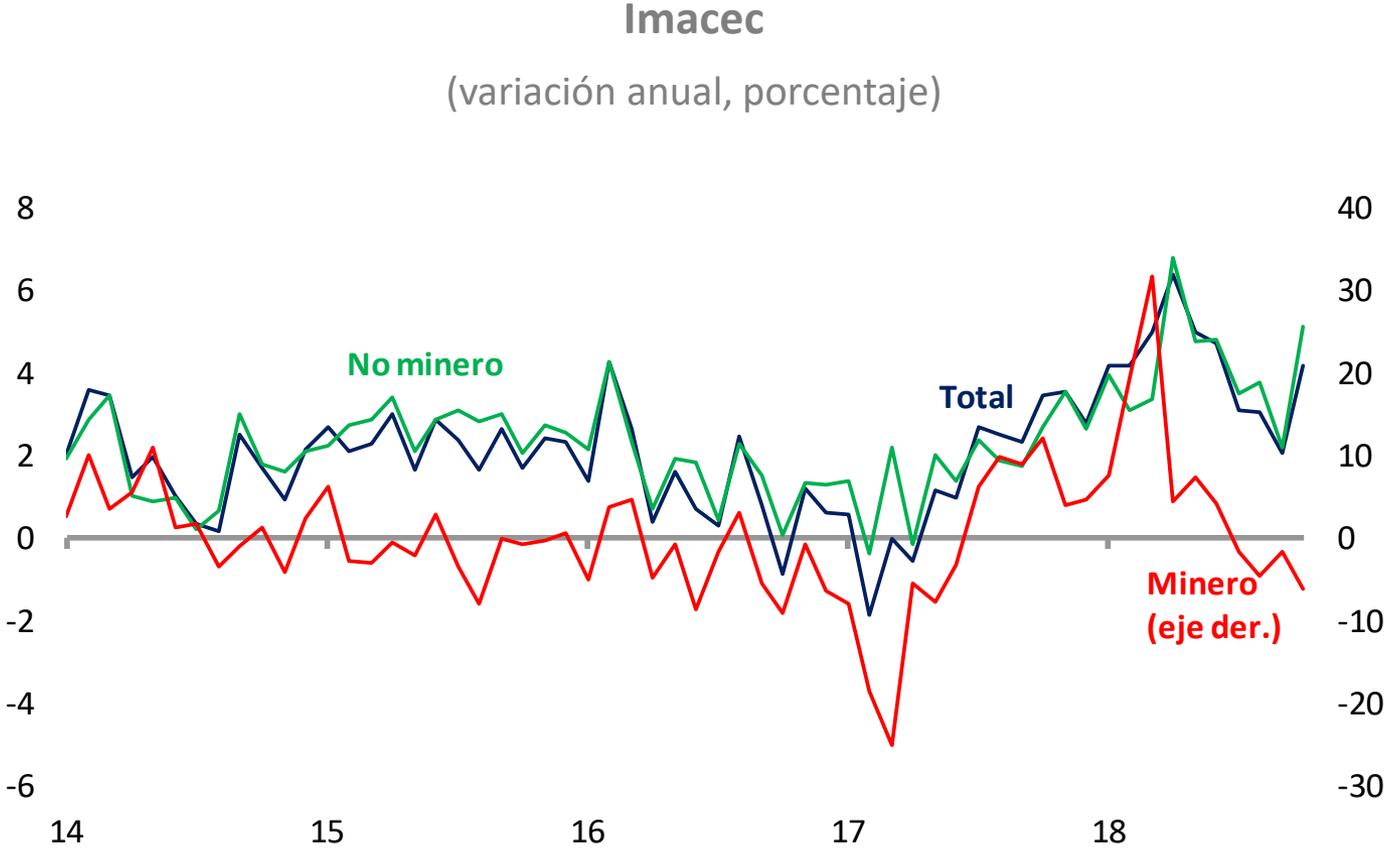
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

(*) Líneas negras punteadas corresponden al promedio móvil anual centrado de cada serie.

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



Sin embargo, se estima que este proceso se reanudará el cuarto trimestre. Indicativo de ello es el IMACEC de octubre.

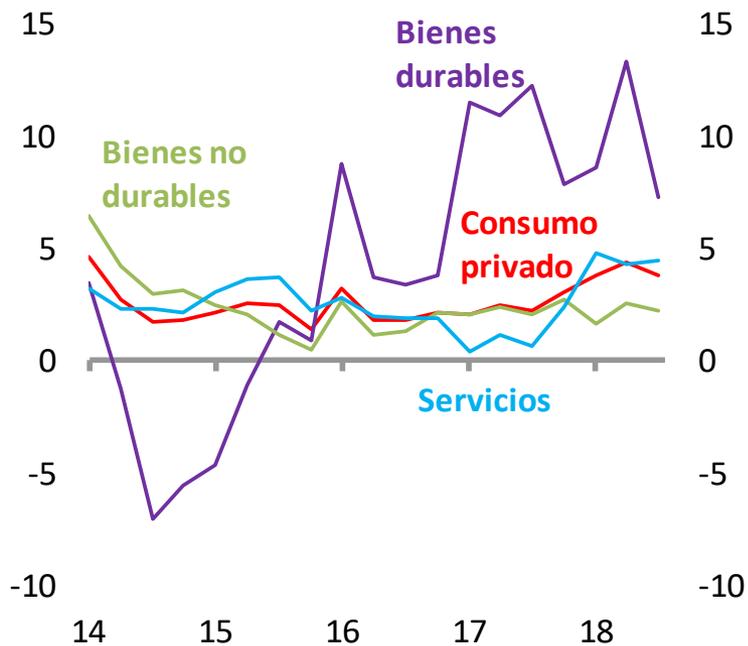


Fuente: Banco Central de Chile.

En la demanda interna, destacó el dinamismo de la inversión, en particular la de maquinaria y equipos. Esto, compensó el desempeño algo menor del consumo.

Consumo privado

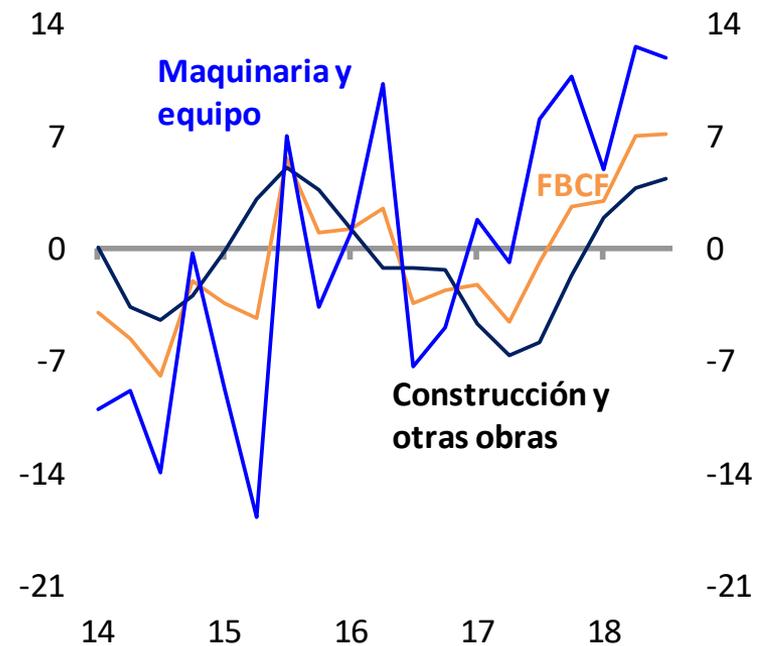
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Formación bruta de capital fijo

(variación real anual, porcentaje)



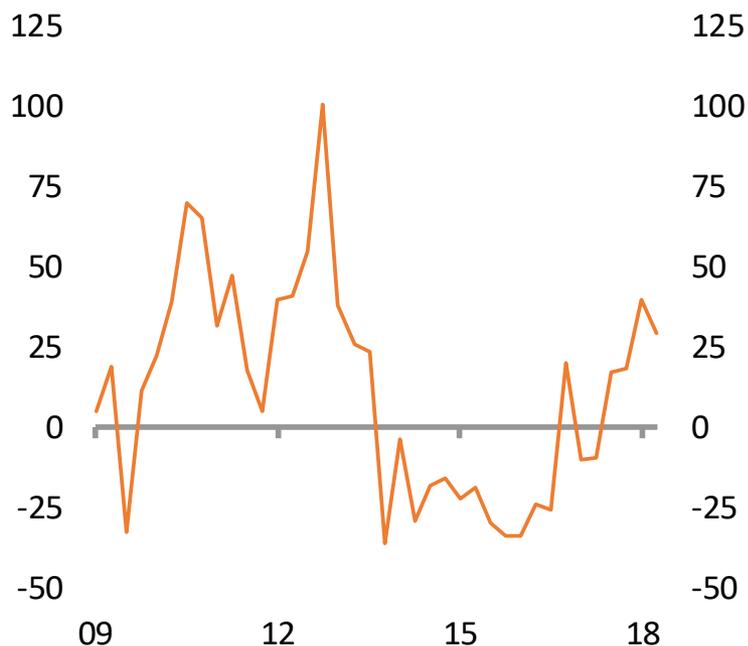
Fuente: Banco Central de Chile.



Por sectores, la inversión destinada a la minería sigue concentrando el repunte de los distintos agregados de la FBCF.

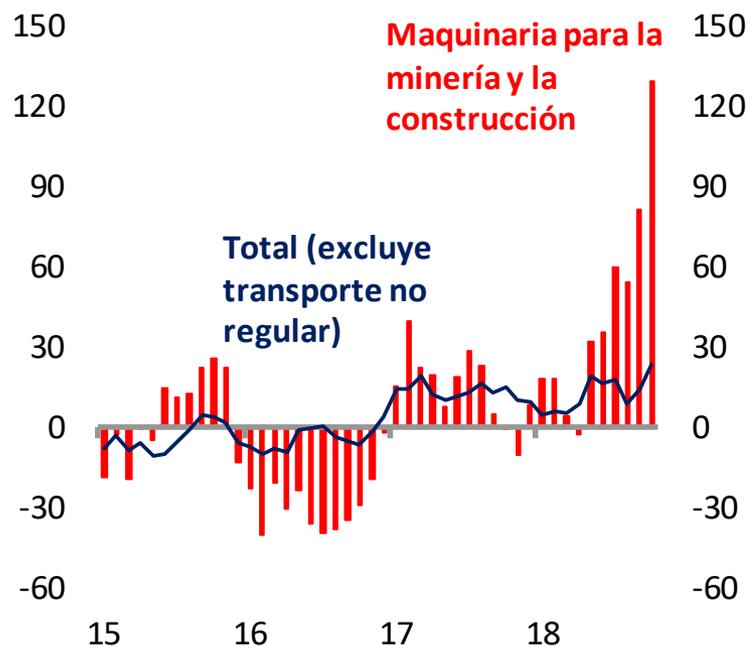
Inversión en planta y equipo de empresas mineras (*)

(variación anual, porcentaje)



Importaciones nominales de bienes de capital

(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)

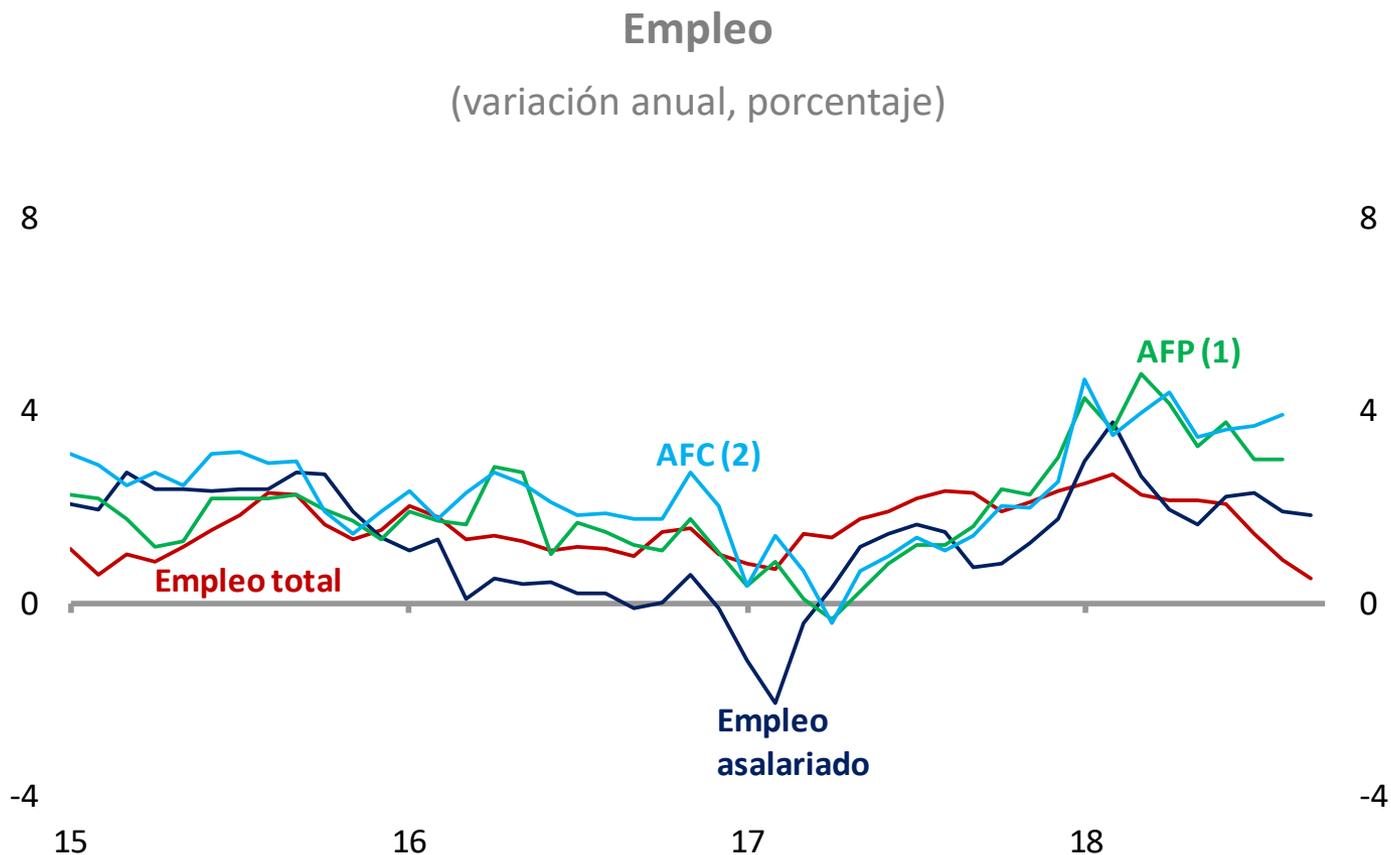


(*) Información de los estados financieros reportados por las empresas a la Superintendencia de Valores y Seguros (Ley de Impuesto Específico a la Actividad Minera).

Fuente: Banco Central de Chile.



Respecto del mercado laboral, al incorporar otras fuentes disponibles con información administrativa y ponderando el impacto del importante flujo migratorio de los últimos años, se observan cambios mayores a los sugeridos por las encuestas.



(1) Corresponde al número de cotizantes dependientes.

(2) Total de cotizantes del seguro cesantía.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.



El mayor crecimiento del empleo no implica mayor estrechez del mercado laboral. De hecho, los distintos indicadores salariales —incluyendo las series corregidas del INE— muestran tasas de crecimiento menores.

Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



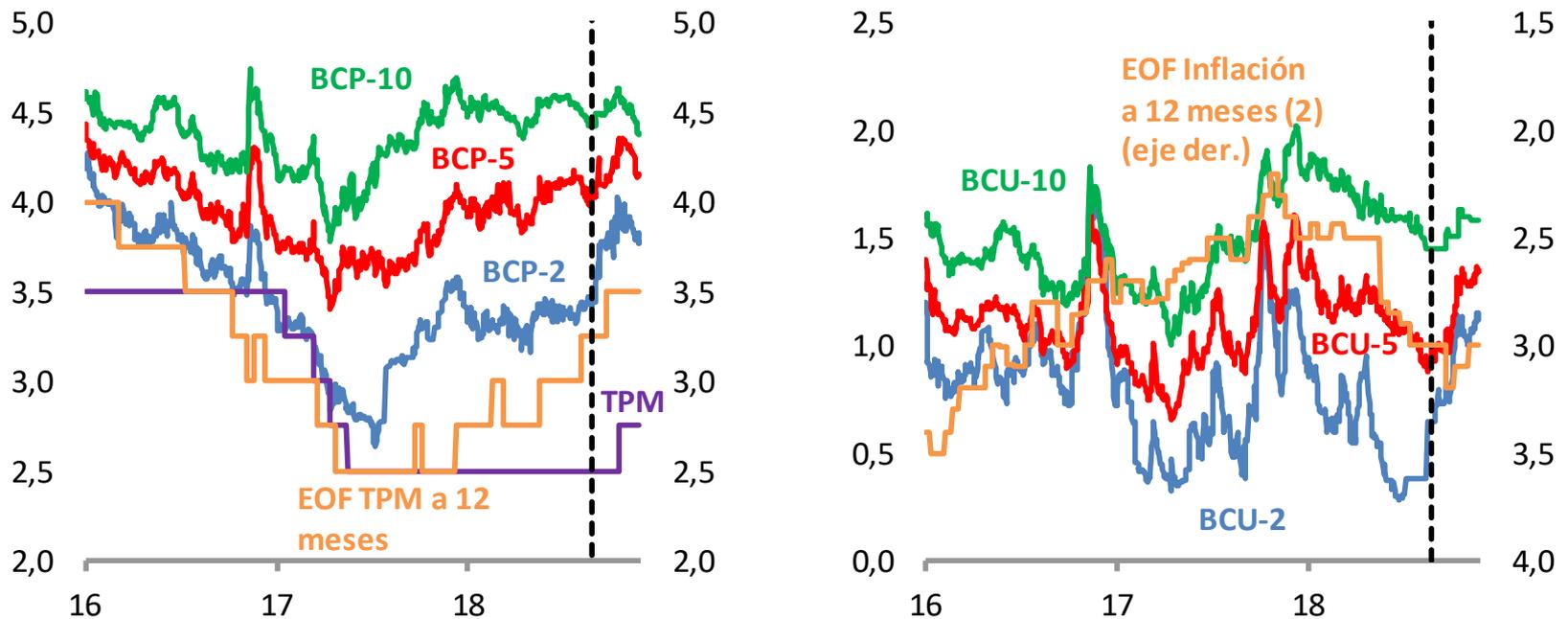
(*) Ingreso imponible promedio.

Fuentes: Banco Central de Chile, INE y Superintendencia de Pensiones.

Las condiciones financieras internas siguen favorables, con tasas de interés a largo plazo y medidas de riesgo que han permanecido relativamente estables, mientras que las tasas a menores plazos han subido en línea con los desarrollos de la política monetaria.

TPM y tasas de los documentos del Banco Central de Chile (1)

(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2018. (2) Eje invertido.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Respecto del crédito, su costo continúa en niveles bajos y las colocaciones muestran un mayor dinamismo en algunas carteras. Las medidas cualitativas dan cuenta de un relajamiento en las condiciones de otorgamiento y una mayor demanda.

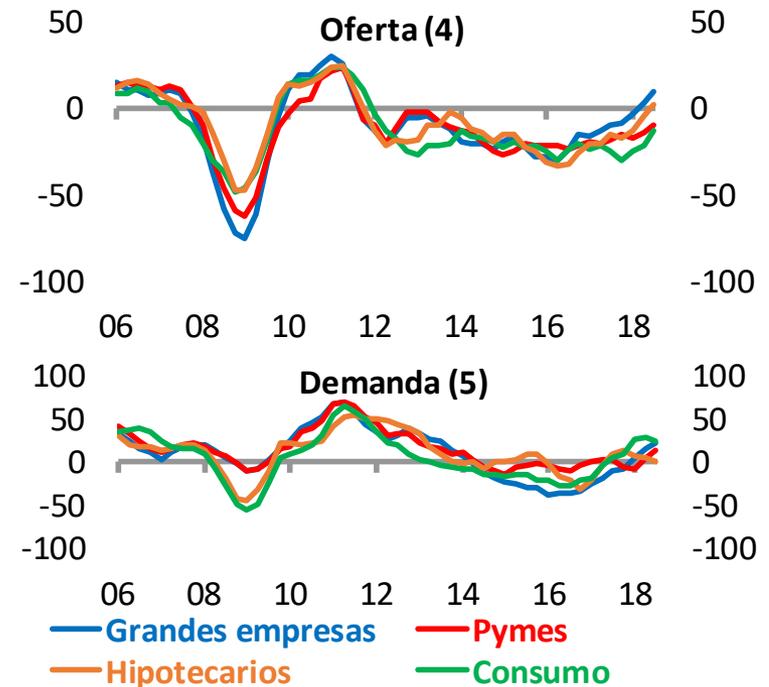
Colocaciones reales (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



Encuesta de crédito bancario (3)

(balance de respuestas, porcentaje)



(1) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2013. (2) 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.

(3) Promedio móvil anual del promedio de respuestas por trimestre. (4) Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior. (5) Valores negativos (positivos) indican una demanda más débil (más fuerte) que en el trimestre inmediatamente anterior. Fuente: Banco Central de Chile.

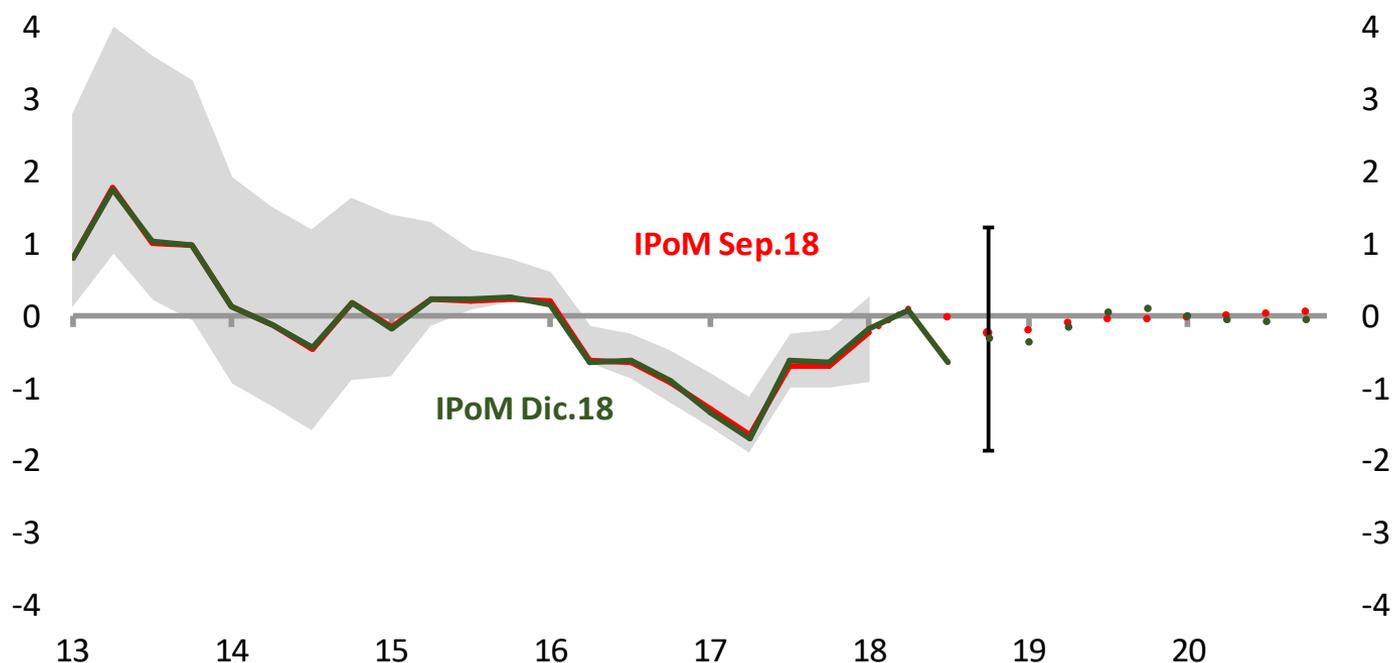


Perspectivas 2018-2020 y riesgos



El escenario base considera que, tras la pausa en el tercer trimestre de este año, el proceso de cierre de la brecha de actividad se reanudará en el cuarto trimestre.

Brecha de actividad (1) (2) (3) (puntos porcentuales)

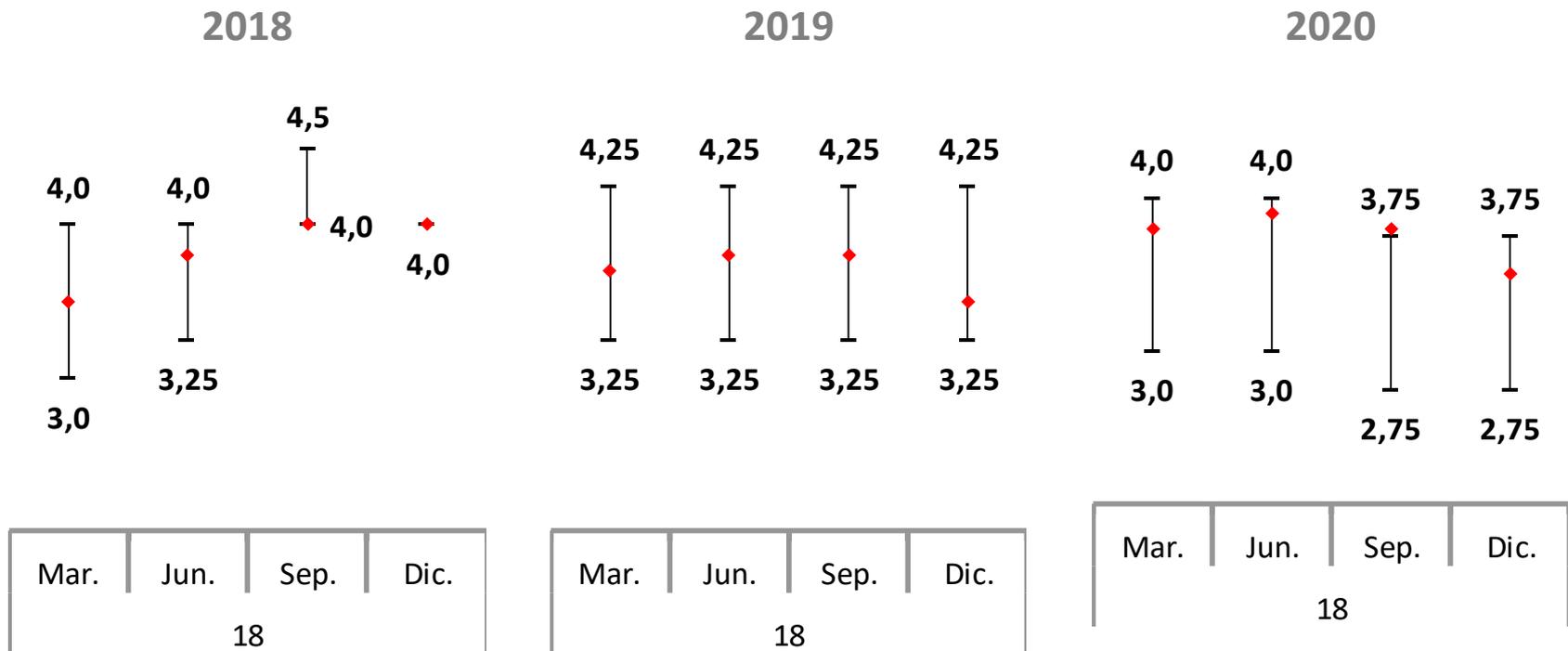


(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017). (2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones. (3) La barra en el cuarto trimestre del 2018 incluye un rango +/-1,3% que corresponde a un desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha. Por lo tanto, la instancia final de la brecha se hallará dentro del intervalo con una confianza de 68.3%. Fuente: Banco Central de Chile.



En el escenario base, y luego de expandirse 2,8% en el tercer trimestre, se proyecta que el PIB crecerá 4% anual este año. Esta revisión responde en gran parte al peor desempeño de la minería.

Proyecciones de crecimiento (*) (variación real anual, porcentaje)



(*) Rangos corresponden a la proyección de crecimiento de cada IPoM. Rombos rojos corresponden a la Encuesta de Expectativas Económicas al cierre estadístico respectivo.

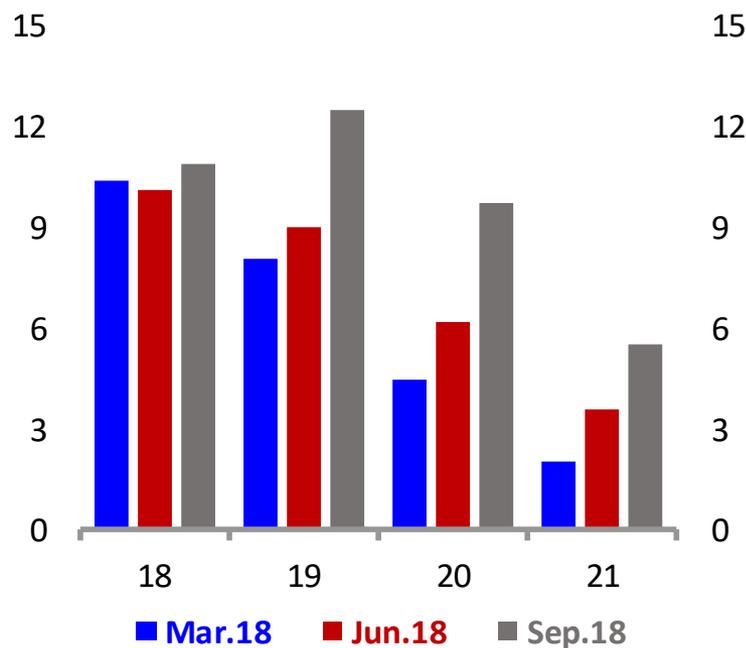
Fuente: Banco Central de Chile.



En el gasto se anticipa una composición algo distinta, con una expansión mayor de la inversión y algo menor del consumo. En la primera, varios elementos sustentan esta proyección, entre ellos el alza de la inversión minera en los próximos años.

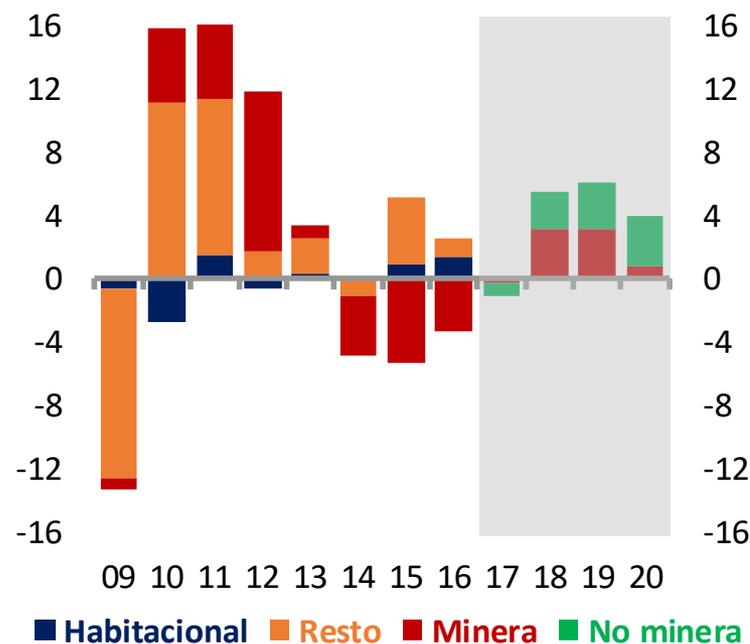
Catastro CBC: perspectivas inversión total

(miles de millones de dólares)



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

(puntos porcentuales)



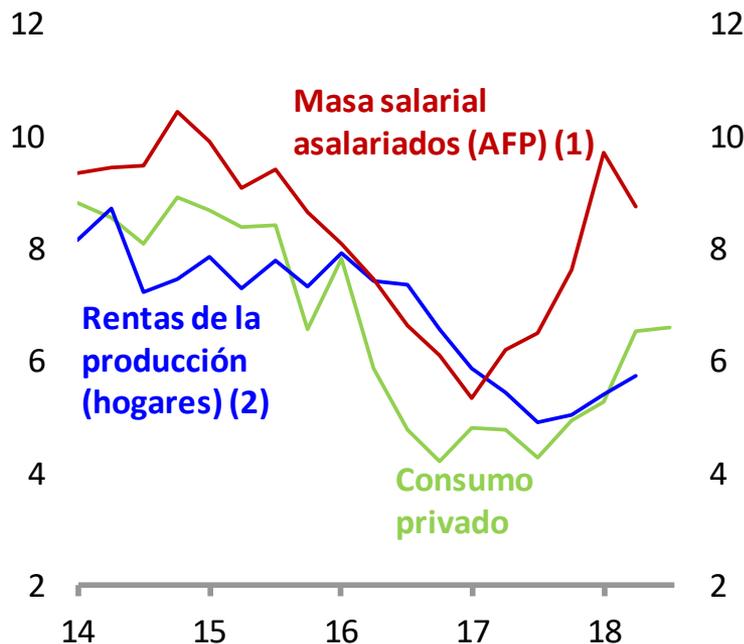
Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

(*) Para el 2017 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 del 2018, 2019 y 2020 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.



El consumo ha perdido algo de dinamismo recientemente, pero se proyecta que volverá a crecer a tasas acordes con el PIB apoyado en la evolución de la masa salarial, entre otros factores.

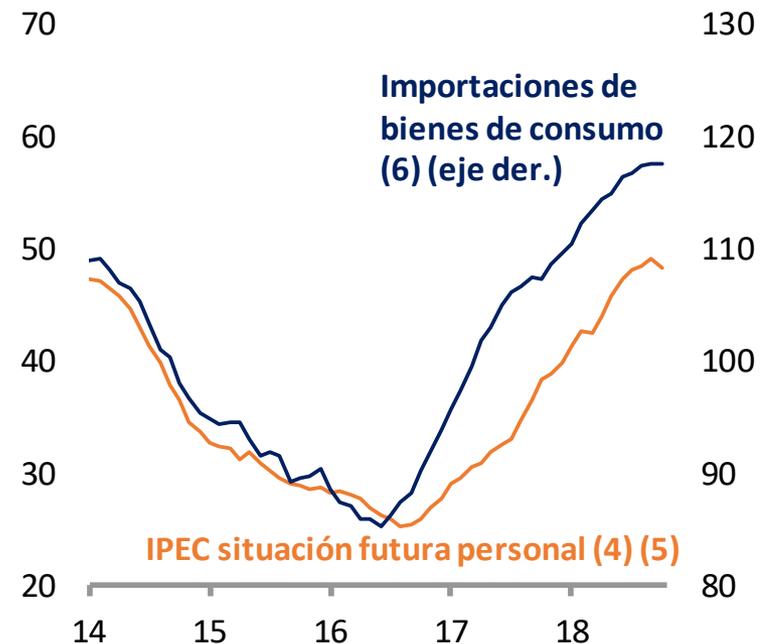
Consumo privado, masa salarial e ingresos de los hogares (variación nominal anual, porcentaje)



(1) Para salarios y empleo ocupa información de las AFP: ingreso imponible promedio y número de cotizantes dependientes, respectivamente. (2) Remuneración, ingreso mixto y excedente bruto. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Determinantes del consumo (3)

(índice de difusión; índice 2014-2018=100)



(3) Promedio de seis meses móviles de cada serie. (4) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). (5) Para su definición ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio del 2018. (6) Serie desestacionalizada. Fuentes: Adimark, Banco Central de Chile e Icare/universidad Adolfo Ibáñez.



Para los próximos dos años, se sigue estimando que la economía crecerá en torno a su potencial, el que irá acercándose al PIB tendencial. Así se mantienen los rangos de crecimiento proyectados en septiembre: 3,25-4,25% el 2019 y 2,75-3,75% el 2020.

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Jun.18	IPoM Dic.18
PIB	1,5	4,0-4,5	4,0	3,25-4,25	3,25-4,25	2,75-3,75	2,75-3,75
PIB minero	-2,0						
PIB no minero	1,8						
Demanda interna	3,1	4,6	4,7	3,7	3,8	3,3	3,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,8	4,1	4,0	3,7	3,9	3,7	3,6
Formación bruta de capital fijo	-1,1	5,0	5,5	4,5	6,0	3,9	3,9
Consumo total	2,7	3,8	3,6	3,4	3,3	3,6	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	4,9	4,8	4,2	4,1	2,8	2,8
Importaciones de bienes y servicios	4,7	6,2	7,3	4,4	5,0	2,8	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,2	-2,8	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	20,2	20,5	20,9	20,5	20,8
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,6	21,7	22,0	22,1	22,6	22,4	22,8

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



En lo externo, el escenario base sigue considerando que el impulso que recibirá la economía chilena irá declinando en los próximos dos años. Esto contempla un crecimiento de los socios comerciales que se reducirá y que el proceso de normalización de las condiciones financieras relevantes para el mundo emergente seguirá su curso.

Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep.18	Dic.18	Sep.18	Dic.18	Sep.18	Dic.18
Mundo a PPC	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3
Mundo a TC de mercado	3,2	3,1	3,1	2,9	2,8	2,8	2,7
Socios comerciales	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3
Estados Unidos	2,2	2,9	2,9	2,3	2,3	1,9	1,7
Eurozona	2,4	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
Japón	1,7	1,0	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5
China	6,9	6,6	6,6	6,2	6,1	6,1	6,0
India	6,7	7,3	7,3	7,6	7,6	7,6	7,5
Resto de Asia	4,4	4,2	4,2	4,1	4,0	4,2	4,1
América Latina (excl. Chile)	1,1	1,3	0,9	2,1	1,8	2,6	2,5
Exp. de prod. básicos	2,7	2,3	2,5	2,2	2,3	2,2	2,2

(f) Proyección.

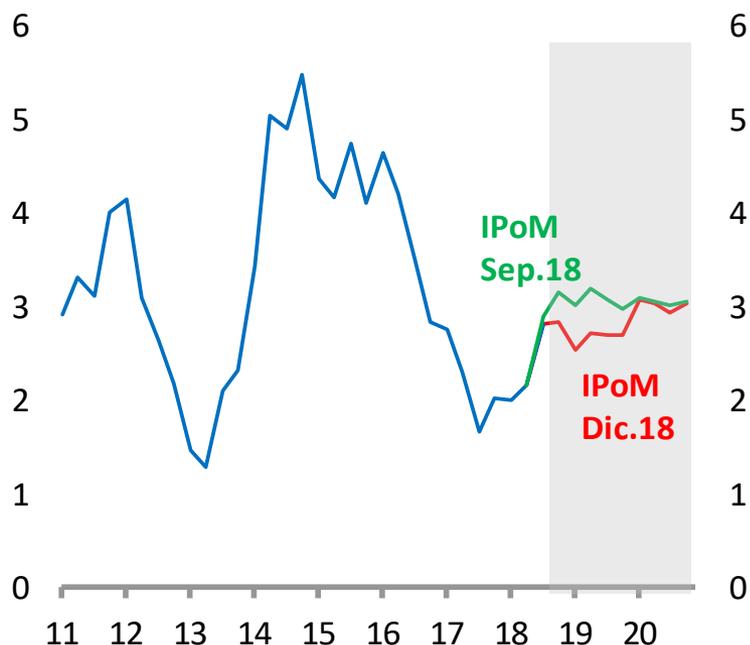
Fuente: Banco Central de Chile.



La fuerte baja del precio de los combustibles reduce la proyección para la inflación del IPC para el 2018 y el 2019, cerrando algo por debajo de 3% en ambos años. Hacia el 2020, se ubicará en torno a la meta. El IPCSAE alcanzará 3% hacia la primera mitad del 2019 y oscilará en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección.

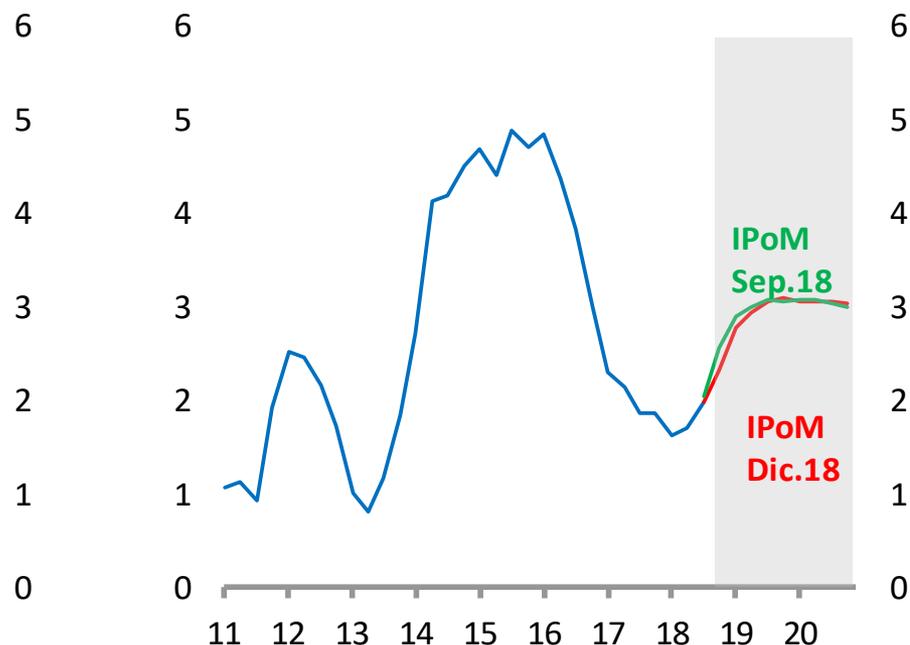
Inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

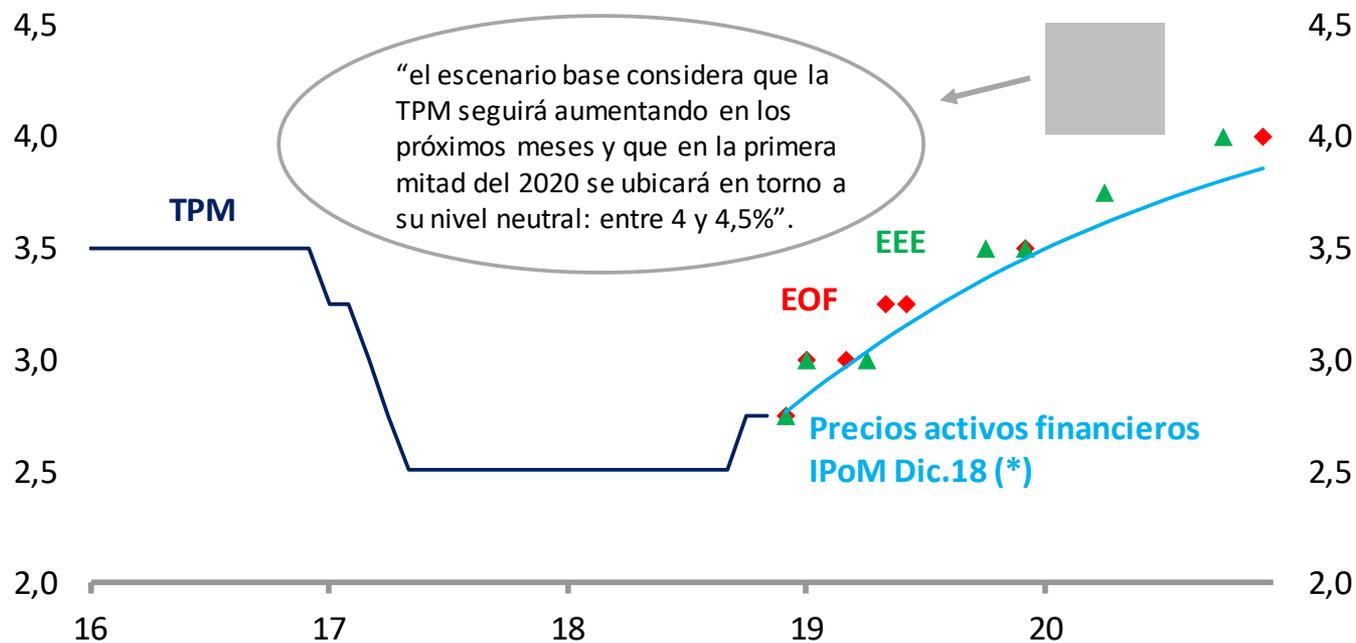
(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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



El supuesto de trabajo para la TPM considera que esta continuará aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se situará en torno a su nivel neutral: entre 4,0 y 4,5%.

Tasa de política monetaria y expectativas de mercado (1) (porcentaje)



(1) Área gris corresponde a supuesto de trabajo para la TPM para la primera mitad de 2020. (2) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. Trayectoria suavizada.

Fuente: Banco Central de Chile.



Riesgos

Escenarios de riesgo

Riesgos externos: sesgado a la baja para la actividad

- Condiciones financieras para las economías emergentes
- EE.UU.: inflación, política monetaria y perspectivas de actividad
- Guerra comercial
- China
- Precio del petróleo
- Europa: Brexit e Italia

Escenario	PIB	Inflación	TPM
Deterioro condiciones financieras	(-)	(-)	Permanece en nivel actual por más tiempo
Menor consumo	(-)	(-)	Retiro más gradual del estímulo monetario
Mayor inversión	(+)	(+)	Retiro más rápido del estímulo monetario

Riesgo internos para la actividad: balanceados

- Consumo tarda más tiempo en retomar dinamismo
- Repunte mayor de la inversión

Riesgo inflación: balanceados



Comentarios finales

- El escenario macroeconómico delineado en el IPoM de septiembre se mantiene vigente, con una economía que ha recuperado su capacidad de crecimiento y va reduciendo sus holguras de capacidad.
- Más allá de los vaivenes de corto plazo, esta visión se apoya en:
 - Un dinamismo sostenido de la inversión, que ha superado las expectativas;
 - Un desempeño más sólido del mercado del trabajo, tanto en lo referido al empleo como a las remuneraciones;
 - La interpretación del menor crecimiento del tercer trimestre como una pausa, generada por factores puntuales, tras la cual se reanudará el cierre de la brecha de actividad.
- Los precios más sensibles a la brecha han respondido de acuerdo con lo esperado en este escenario, con una inflación de servicios y no transables que se ha acelerado sostenidamente desde inicios de año.
- De aplicarse la política monetaria delineada por el Consejo, la inflación subyacente convergerá con el IPC total y ambas con la meta de 3%, hacia fines de 2019.



Comentarios finales

- La estrategia de política monetaria delineada en septiembre, que consideraba un retiro gradual del estímulo monetario, también mantiene su vigencia. En particular, tras elevar la TPM en 25pb, hasta 2,75% en octubre, el Consejo ha precisado que espera que dicha tasa converja a su nivel neutral –de 4,0-4,5% nominal— en la primera mitad del 2020.
- El Consejo ha señalado que procederá con gradualidad y cautela en la implementación de esta estrategia.
 - La gradualidad alude a ajustes paulatinos y predecibles de la TPM, que otorguen el tiempo necesario para la adecuación de los agentes económicos;
 - La cautela será necesaria para ponderar eventuales cambios en el escenario macroeconómico que pudieran justificar un cambio de trayectoria.



Comentarios finales

- Los principales riesgos para estas proyecciones se ubican en el sector externo, en lo particular sigue latente la posibilidad de un deterioro más significativo, producto de cambios más abruptos en las percepciones de riesgo, en la trayectoria de la política monetaria en el mundo desarrollado y un escalamiento del conflicto comercial.
- En caso de materializarse estos riesgos, la flotación cambiaria y el rol estabilizador de la política monetaria serán fundamentales para amortiguar su impacto sobre la economía chilena.





INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2018

Mario Marcel C.

Presidente



Banco Central de Chile, Diciembre 2018