



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2018

Rosanna Costa

Consejera



Banco Central de Chile, 11 de septiembre 2018

Principales mensajes

- Los datos conocidos a lo largo del año dan cuenta de un crecimiento económico mayor al previsto y de una inflación que ha consolidado sus perspectivas de convergencia a la meta.
- En el segundo trimestre, el PIB se expandió sobre lo previsto, mayormente por sorpresas positivas en varios sectores económicos.
- La variación anual del IPC aumentó hasta 2,7%, pero la inflación subyacente sigue por debajo de 2%, ambas en línea con lo esperado.
- En el escenario externo, los riesgos se han hecho más presentes, afectando con mayor fuerza a las economías que se perciben como más vulnerables. El dólar se apreció a nivel global y el precio de las materias primas cayó, en especial el de los metales.
- En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria en 2,5% y ha comunicado que, de mantenerse el escenario previsto, debería comenzar a retirar el estímulo monetario en los próximos meses.



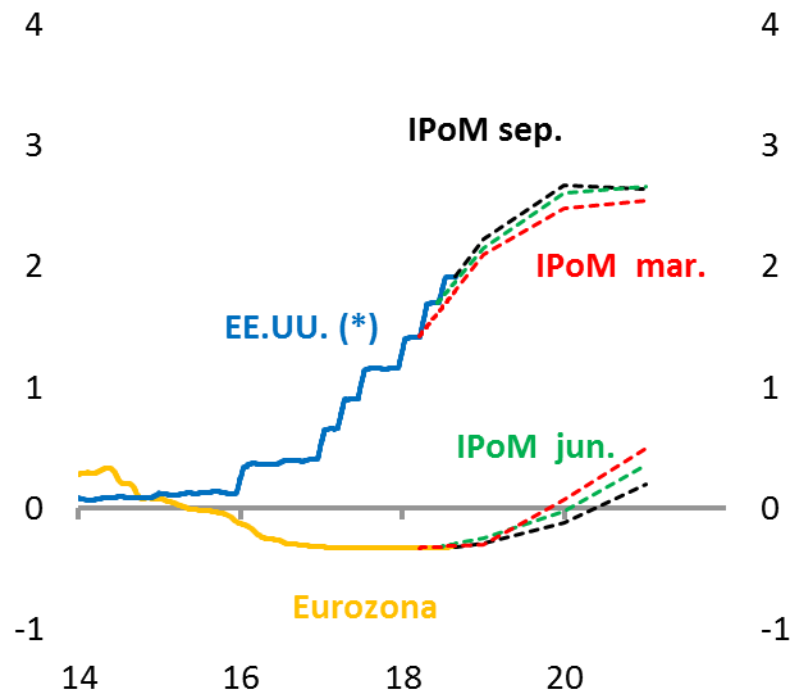
Evolución reciente de la economía: Escenario internacional



En el escenario externo, en el mundo desarrollado persiste la divergencia de sus política monetarias, por la diferente evaluación de las holguras de capacidad y las presiones inflacionarias que cada una enfrenta.

Expectativas de TPM del mercado

(a diciembre de cada año, porcentaje)

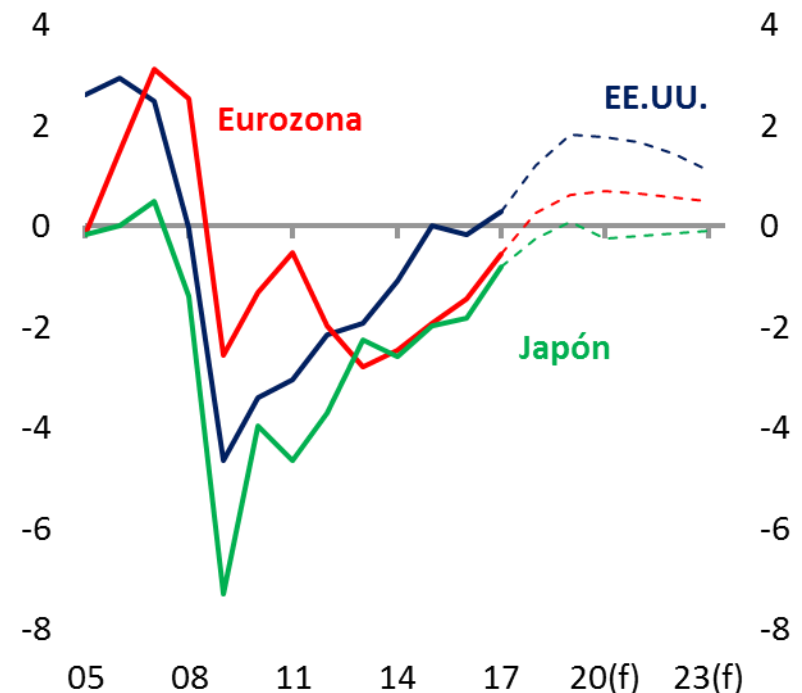


(*) La FFR subió tres veces en 2017 (desde 0,75% a 1,5%) y dos veces en 2018, alcanzando 2%.

Fuente: Bloomberg.

Brecha de actividad efectiva y esperada

(porcentaje del PIB potencial)



(f) Proyección

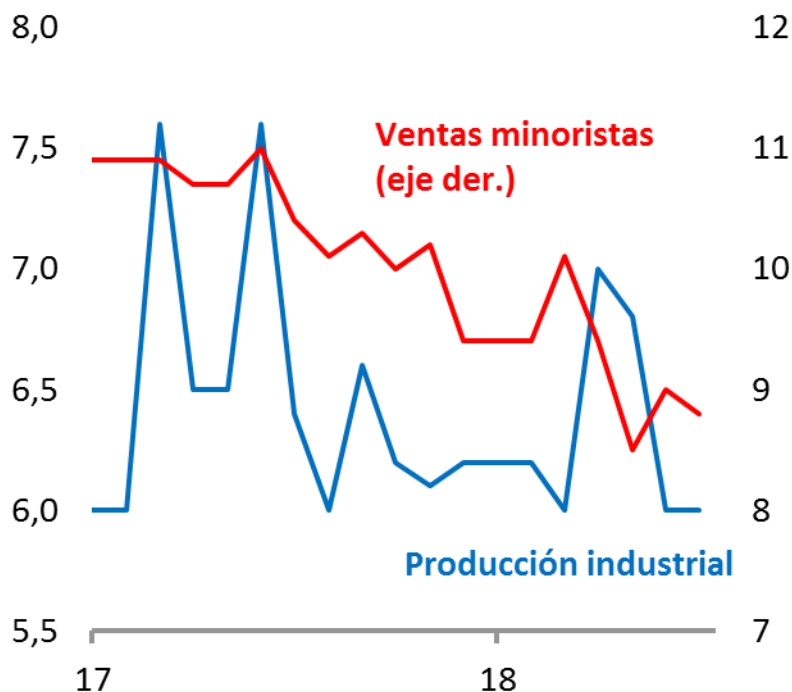
Fuente: FMI.



El conflicto comercial entre EE.UU. y China ha seguido escalando. Ello, en un contexto de mayor moderación de las cifras coyunturales de la actividad de China. En este ambiente, su autoridad ha tomado o anunciado medidas para impulsar la economía, resurgiendo los temores respecto de los desequilibrios que aún presenta.

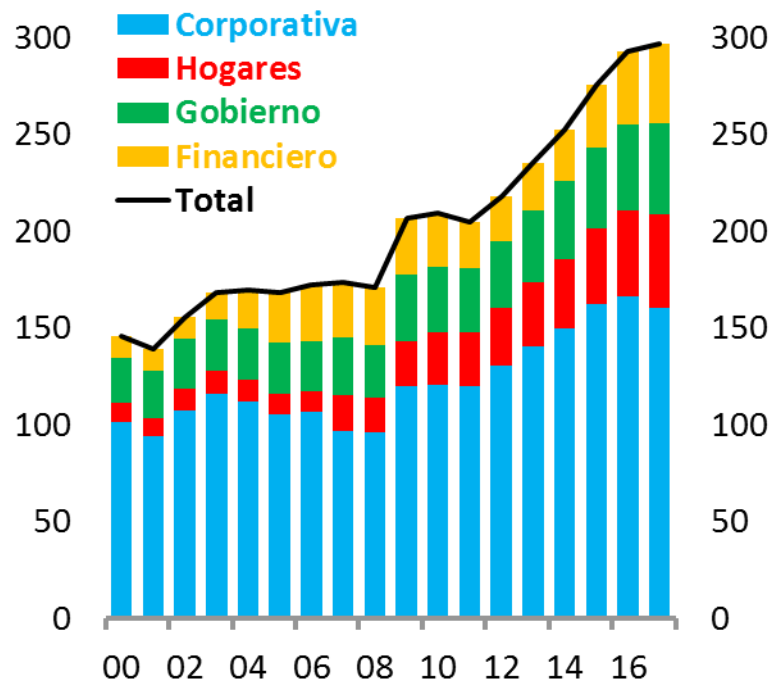
China: Indicadores de corto plazo (*)

(variación anual, porcentaje)



China: Deuda total

(porcentaje del PIB)



(*) Algunos de los primeros meses de inicio de cada año los datos son discontinuos debido al año nuevo lunar chino. Se completan repitiendo los datos del mes precedente.

Fuente: Bloomberg.

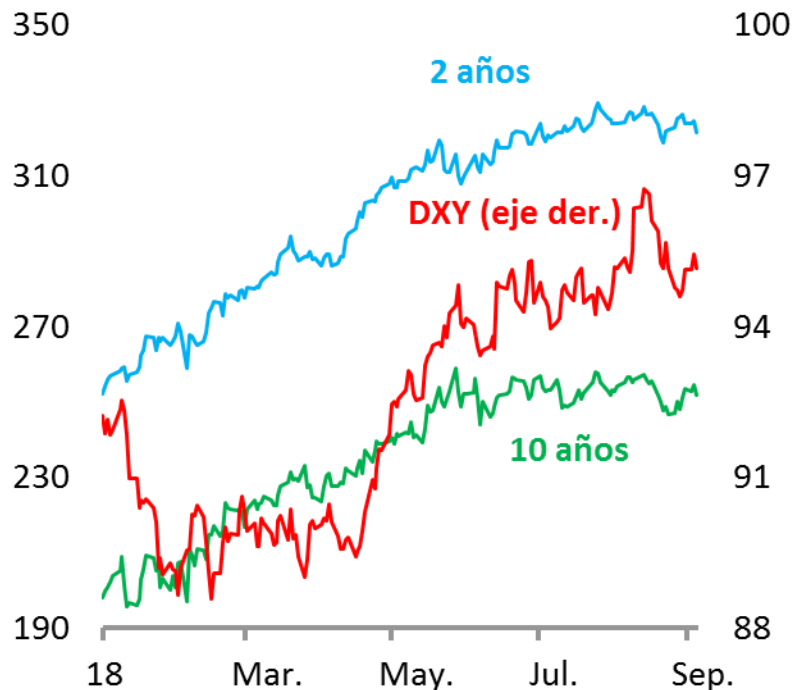
Fuente: Institute of International Finance.



Todo lo anterior, ha provocado una apreciación del dólar relevante a nivel global y una caída del precio de las materias primas, especialmente de los metales. En particular, el precio del cobre se redujo *en torno a 15%* desde junio.

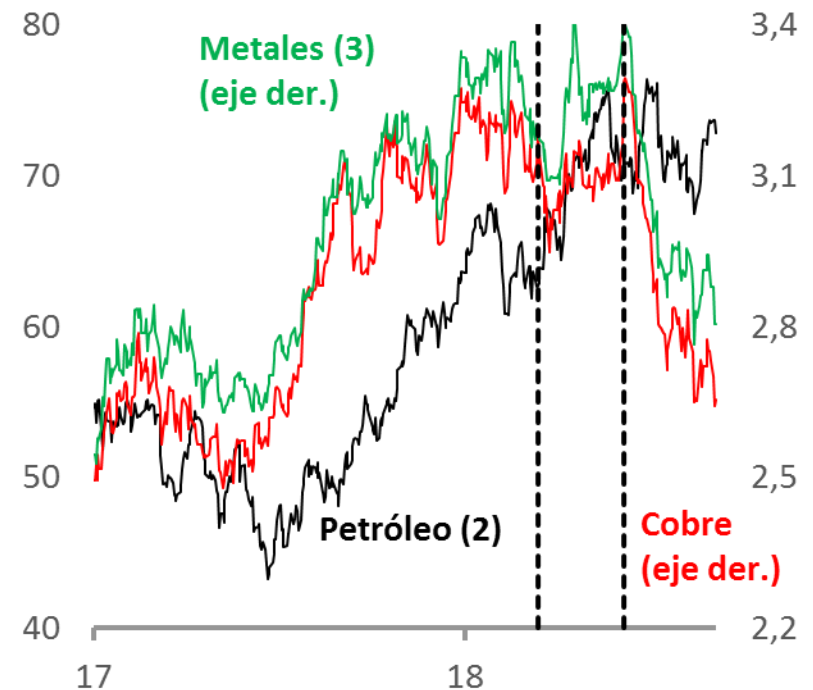
Diferencial de tasas entre EE.UU. y Alemania y dólar multilateral

(puntos bases; serie original)



Precio de materias primas (1)

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



Fuente Bloomberg.

(1) Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio. (2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI. (3) Corresponde al índice elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs.

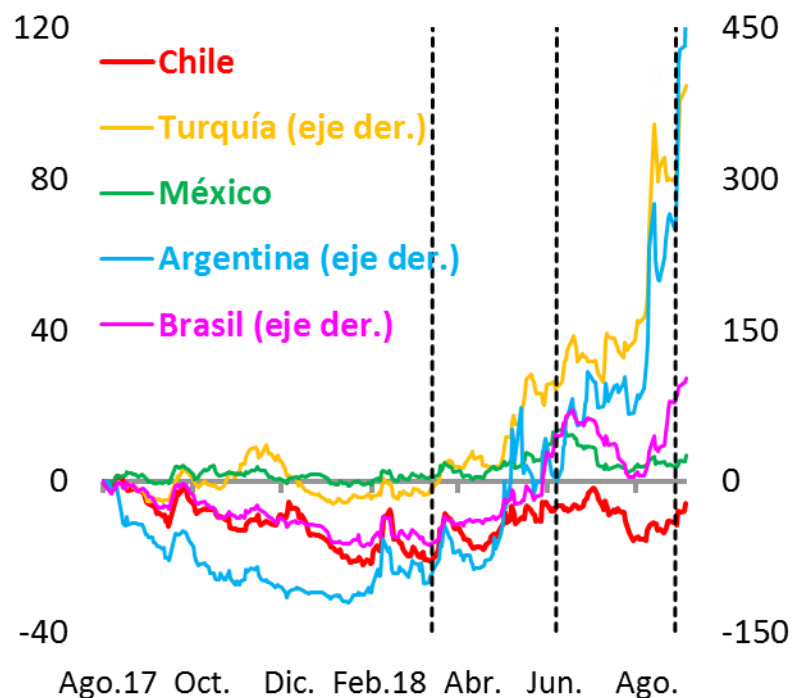
Fuente: Bloomberg.



Las condiciones financieras siguen siendo favorables en perspectiva histórica, pero se han estrechado para las economías emergentes, en particular para aquellas que se perciben con fundamentos macroeconómicos débiles.

Premios por riesgo (1)

(puntos base)

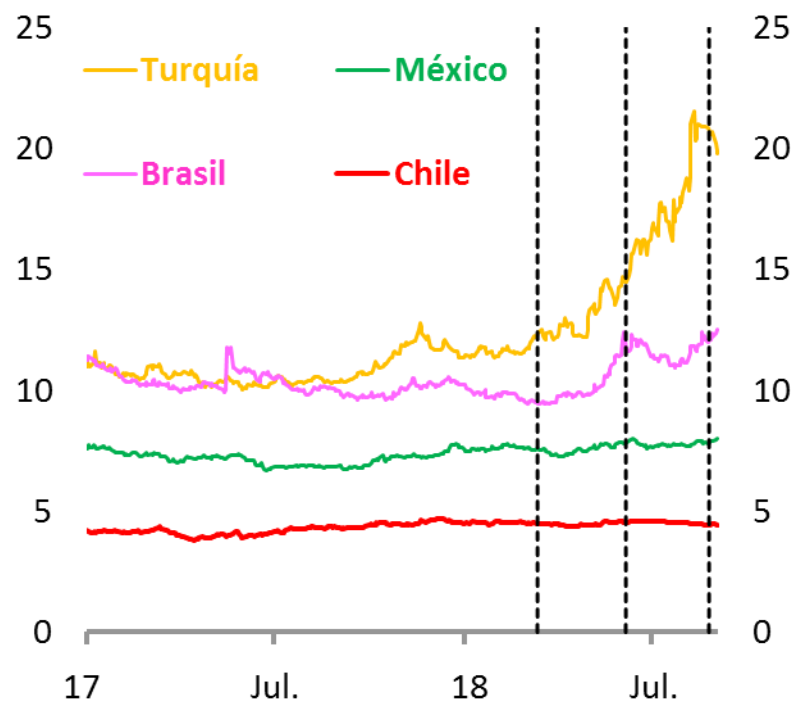


(1) **Desvíos respecto del 01/08/2017.** Medidos como CDS a 5 años plazo. Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico de los IPoM de marzo, junio y septiembre del 2018.

Fuente: Bloomberg.

Tasas de interés de largo plazo (2)

(porcentaje)



(2) Corresponden a tasas de bonos de Gobierno a diez años plazo. Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico de los IPoM de marzo, junio y septiembre del 2018.

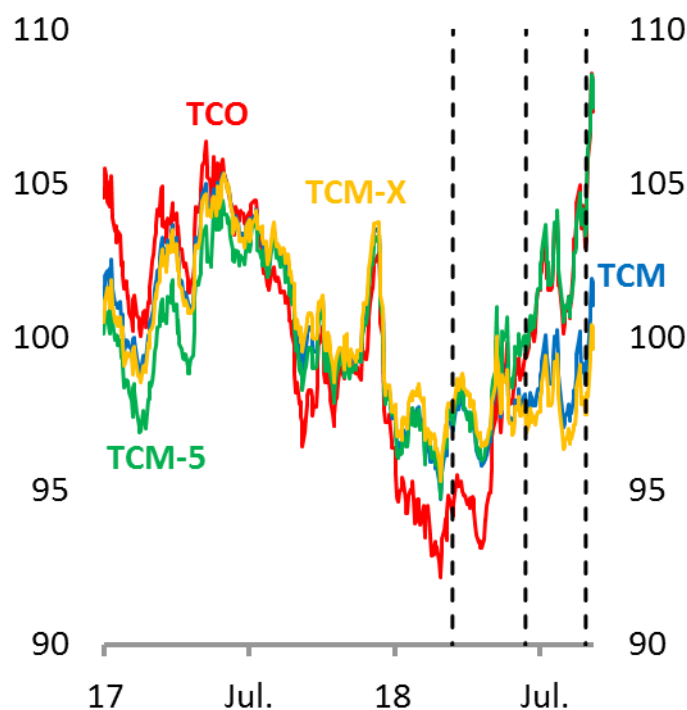
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En Chile, los *shocks* del escenario externo se han reflejando principalmente en la depreciación del peso respecto del dólar de EE.UU.. En términos multilaterales y reales la depreciación ha sido menor.

Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (1)

(índice 2017-2018=100)

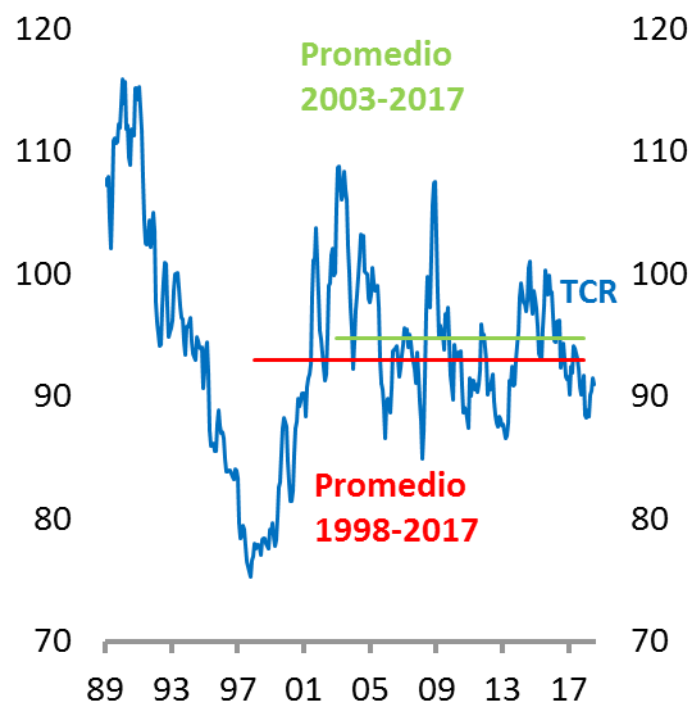


(1) Líneas verticales punteadas corresponde al cierre estadístico de los IPOM de marzo, junio y septiembre del 2018. (2) El índice TCM-5 agrupa a las monedas de: Estados Unidos de América, Japón, Reino Unido, Canadá y las de la zona del Euro. El TCM-X excluye al dólar de Estados Unidos de una canasta amplia de monedas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio real (2)

(índice 1986=100)



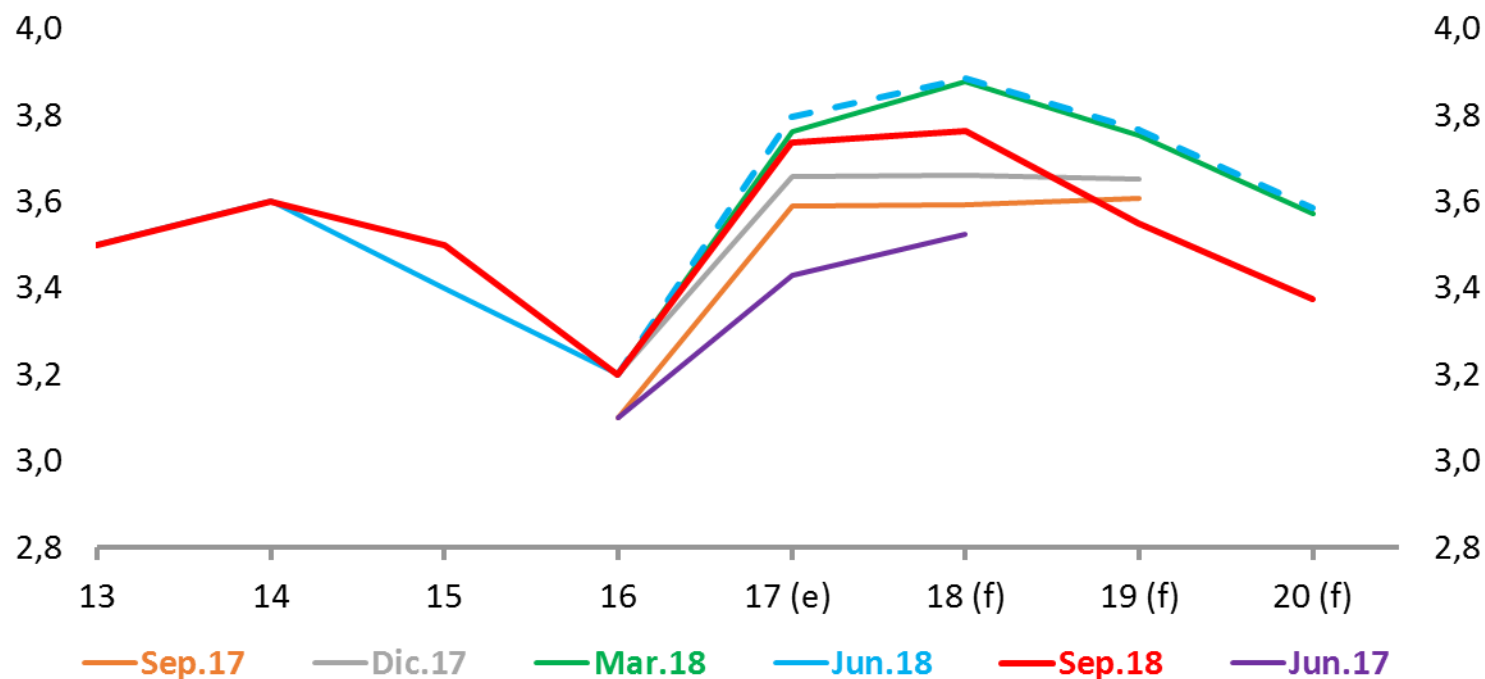
(2) Para agosto del 2018, considera información hasta el día 28.

Fuente: Banco Central de Chile.



Por el momento, la mayor percepción de riesgo se ha traducido en una revisión acotada de las perspectivas de crecimiento mundial, con tasas de expansión que se irán reduciendo en el 2019 y 2020.

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



(e) Estimación. (f) Proyección.

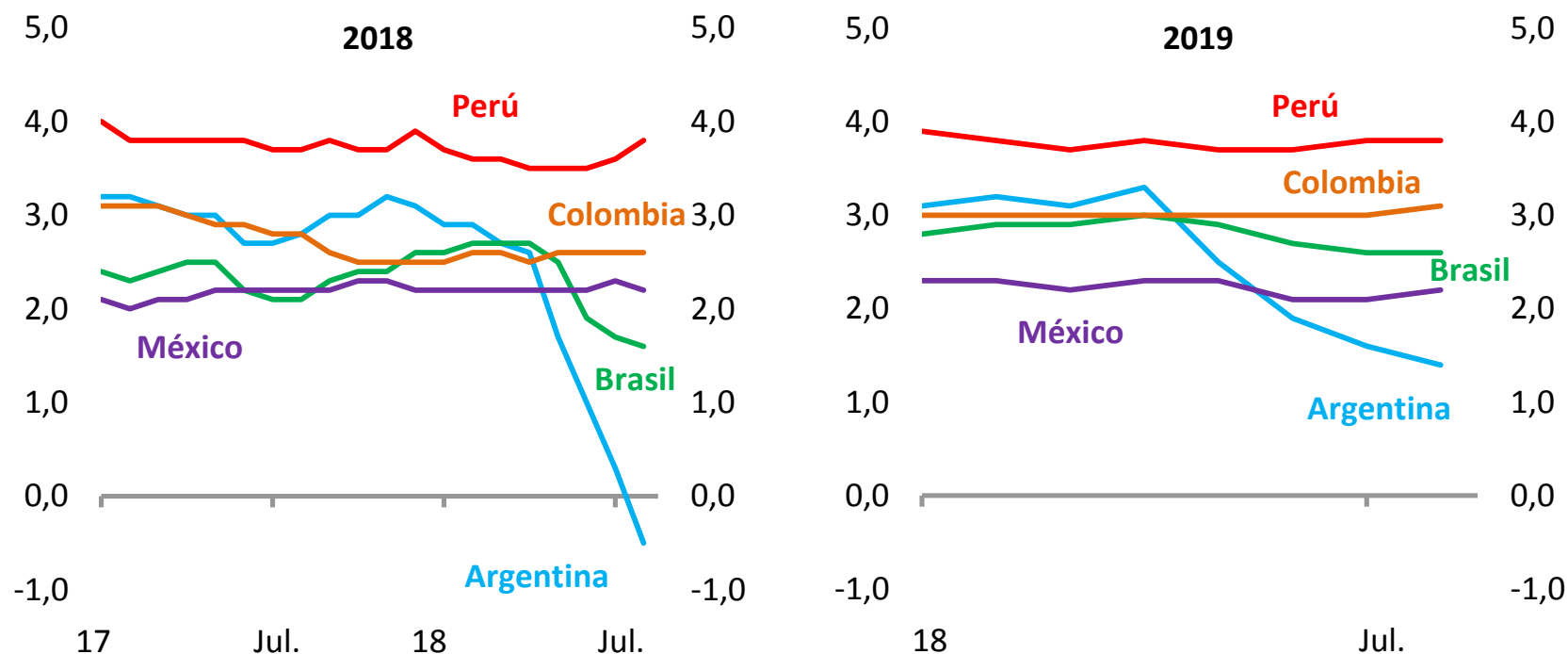
Fuente: Banco Central de Chile.



Los principales ajustes en el crecimiento se han dado en América Latina, en especial en Argentina y Brasil.

Proyección de crecimiento América Latina

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecast.

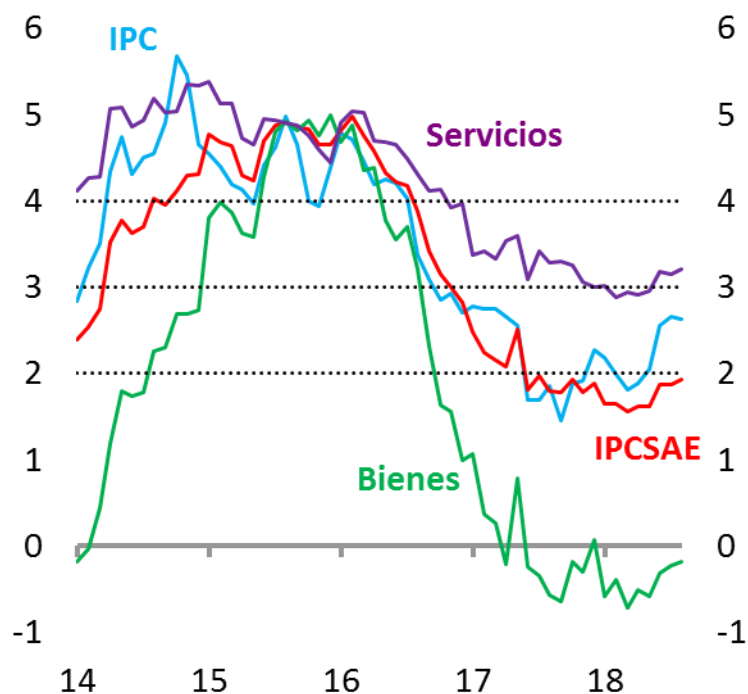


Evolución reciente de la economía: Escenario interno

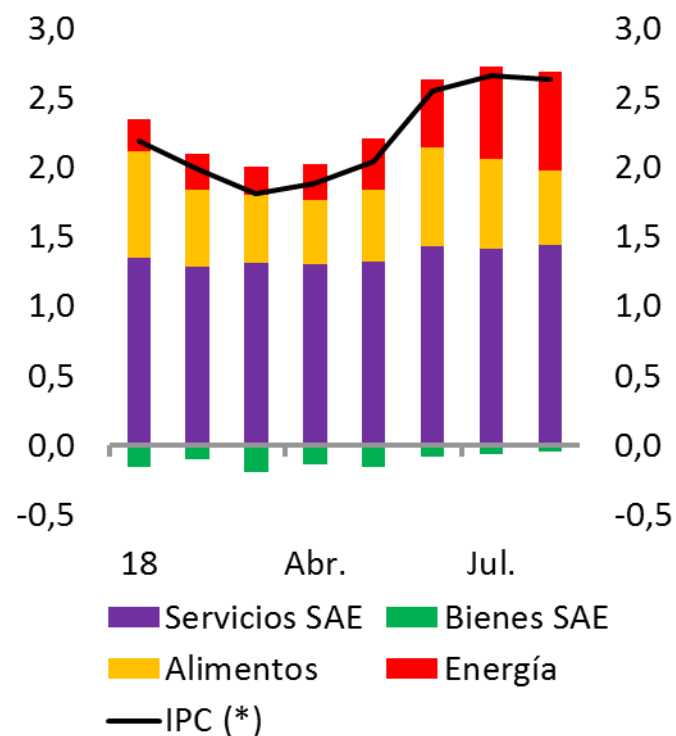


La inflación anual ha evolucionado en línea con lo esperado. La variación del IPC aumentó hasta 2,6% anual en agosto, principalmente por el comportamiento de los precios más volátiles. La inflación subyacente sigue por debajo de 2% anual.

Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)



Incidencia en la inflación anual
(puntos porcentuales)



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

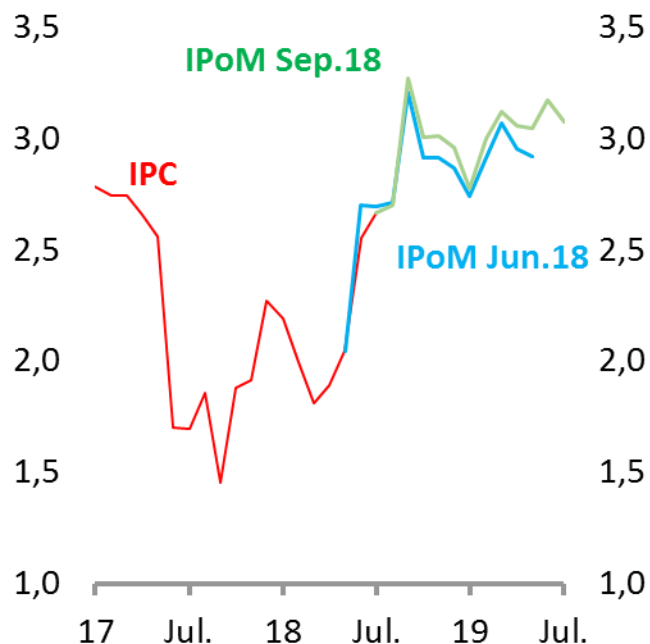
(*) Variación anual, porcentaje.

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

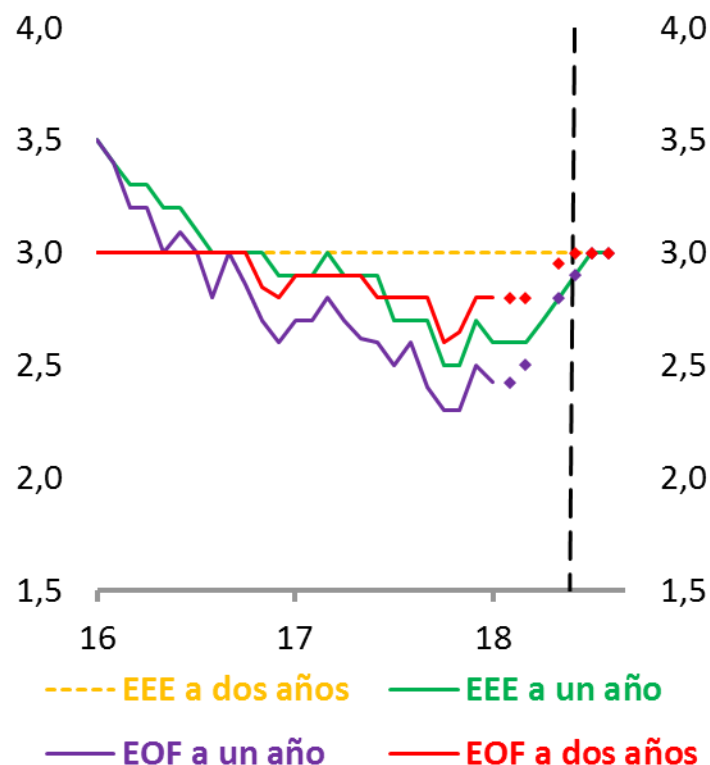


En este contexto, las expectativas de inflación de mercado han aumentado levemente para plazos más cortos. Así, la sitúan en torno a 3% a un año plazo. A dos años, se han mantenido en 3%.

Seguros de inflación
(variación anual, porcentaje)



Expectativas de inflación (1)(2)
(variación anual, porcentaje)



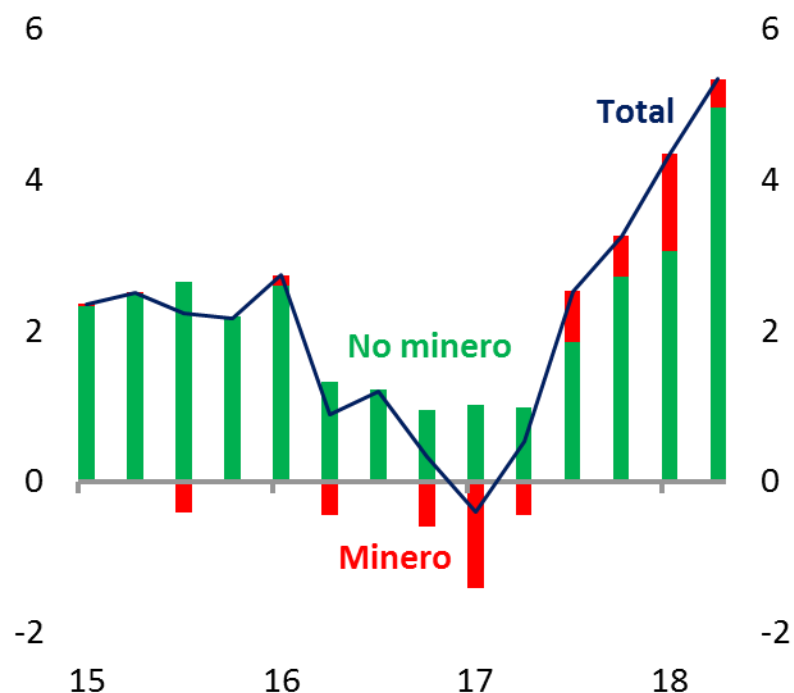
(1) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero, representada con rombos, considera la encuesta publicada después de cada RPM, excepto para el último dato que corresponde a la publicada antes de la RPM de septiembre 2018. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio.



En el segundo trimestre, la actividad creció más que lo previsto en junio (5,3% anual), una sorpresa más transversal que se centró en los sectores no mineros. El comercio, en especial el mayorista, y los servicios empresariales lideraron el avance del PIB en el período.

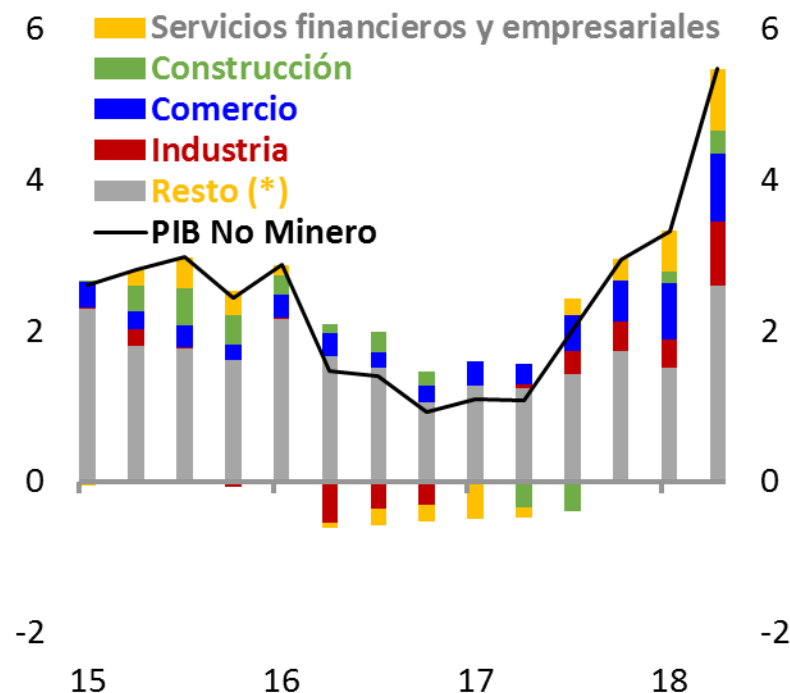
Crecimiento anual del PIB

(incidencias, puntos porcentuales)



Crecimiento anual del PIB no minero

(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

(*) Incluye agricultura, pesca, EGA, transporte y comunicaciones, servicios de vivienda, servicios personales, administración pública, IVA y derechos de importación.

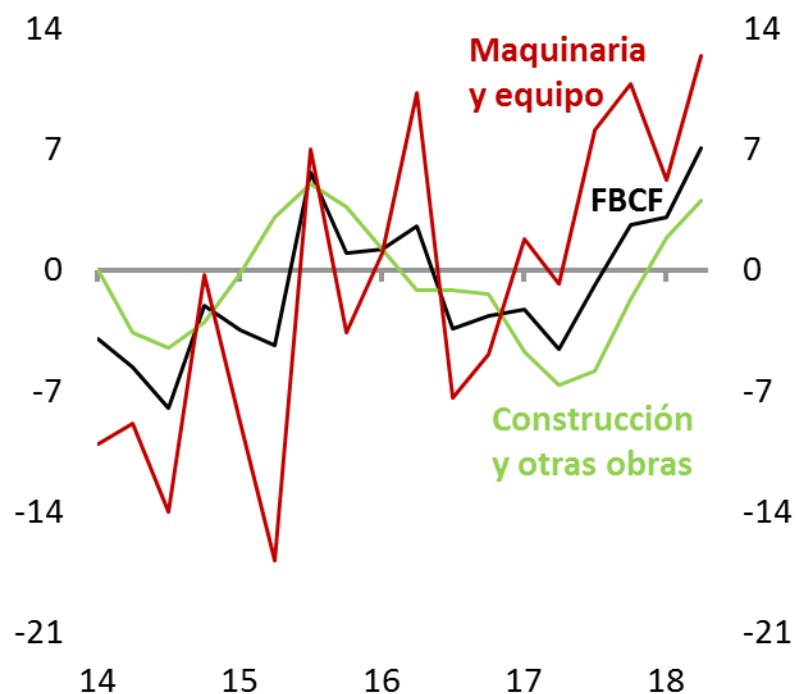
Fuente: Banco Central de Chile.



El desempeño de la demanda interna también sorprendió positivamente, impulsado mayormente por el gasto en transables, a lo que se sumó una importante acumulación de inventarios.

Formación bruta de capital fijo

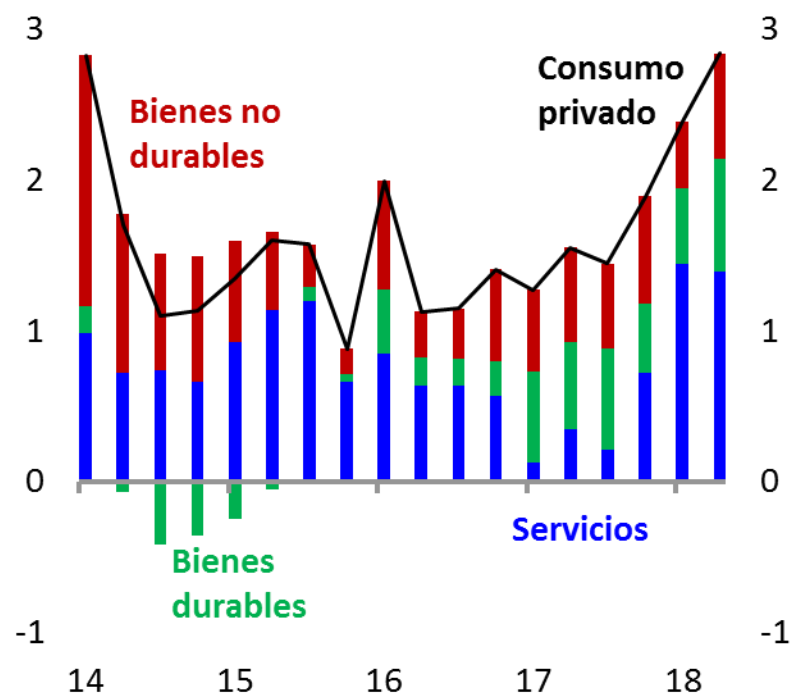
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Consumo privado

(incidencias, puntos porcentuales)



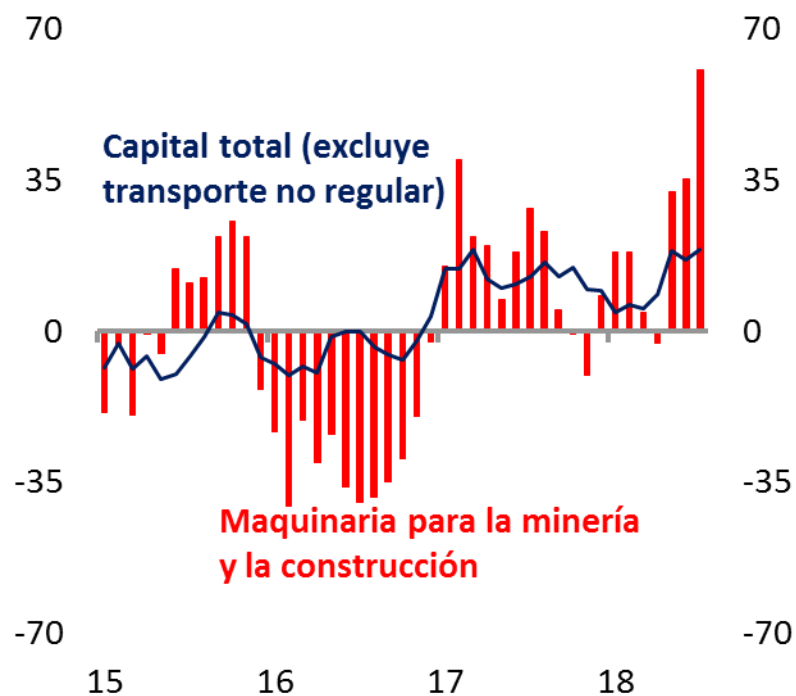
Fuente: Banco Central de Chile.



En la inversión, maquinaria y equipos sigue mostrando un alto dinamismo, que estaría focalizado en gran parte en la minería. En tanto, varios indicadores sugieren que la construcción crece, aunque acotadamente.

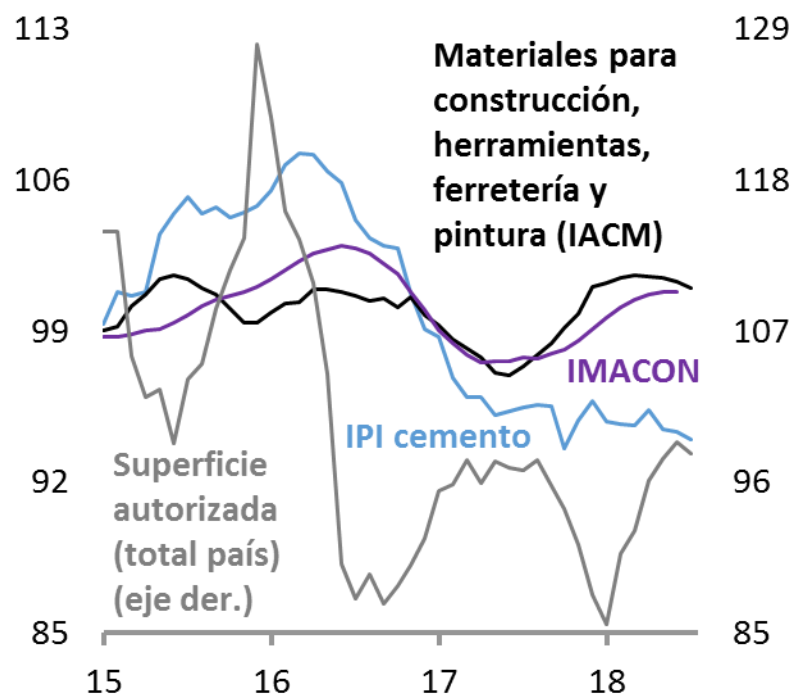
Importaciones de bienes de capital nominales

(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Indicadores de edificación (*)

(índice 2015-2018=100)



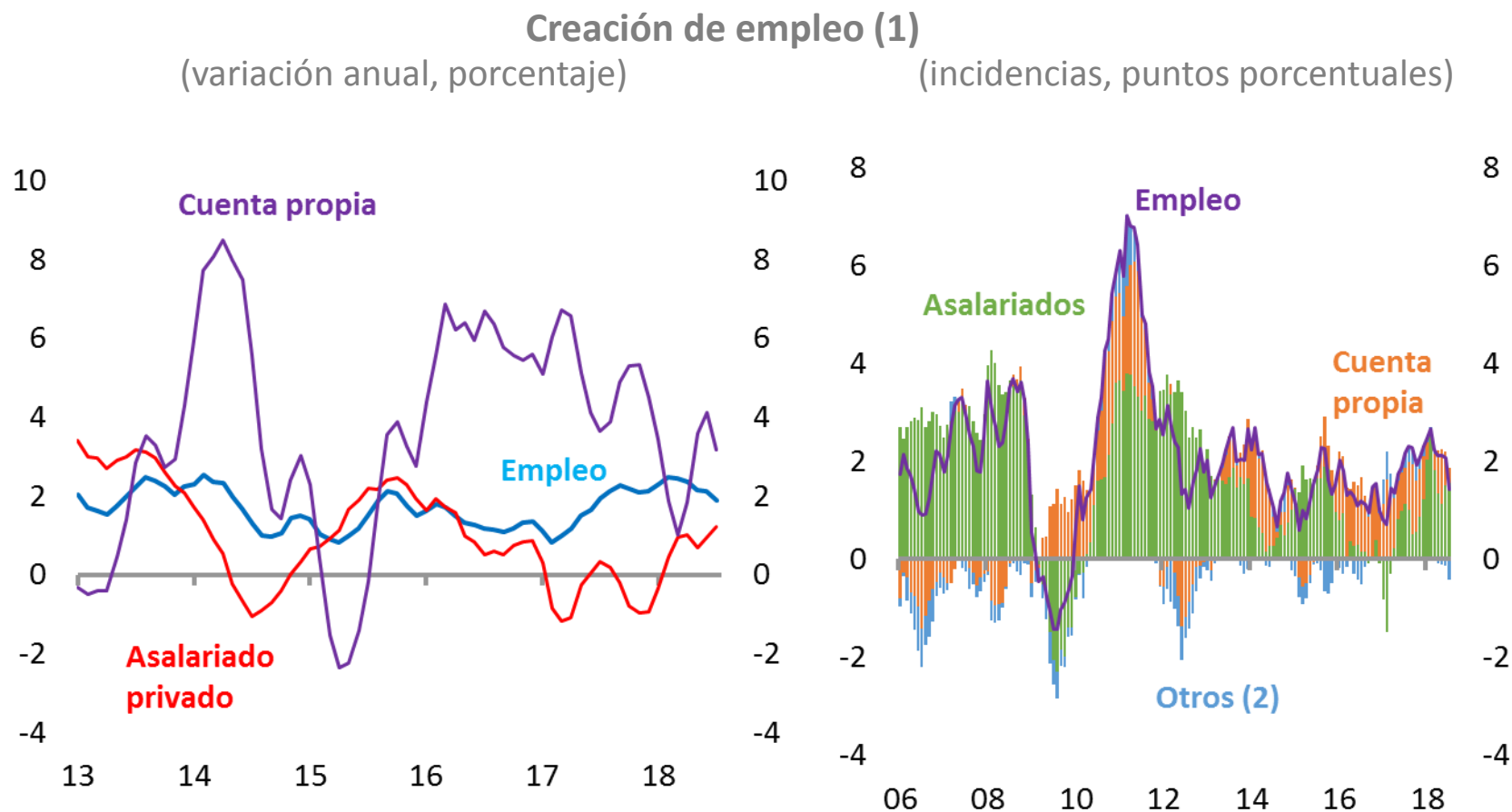
Fuente: Banco Central de Chile.

(*) Promedios de seis meses móviles de las series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.



El mercado laboral comienza a mostrar signos de recuperación, con un empleo asalariado privado que registra un crecimiento anual en alza.



(1) Promedio móvil trimestral. (2) Otros incluye personal de servicio, familiar no remunerado y empleadores.

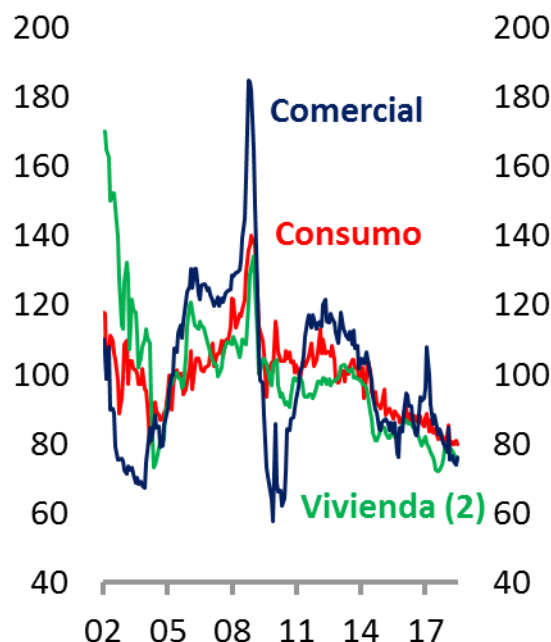
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Ello se ha dado en medio de condiciones crediticias que continúan favorables, con tasas de interés acotadas en perspectiva histórica y medidas cualitativas que reportaron mejoras respecto de trimestres anteriores.

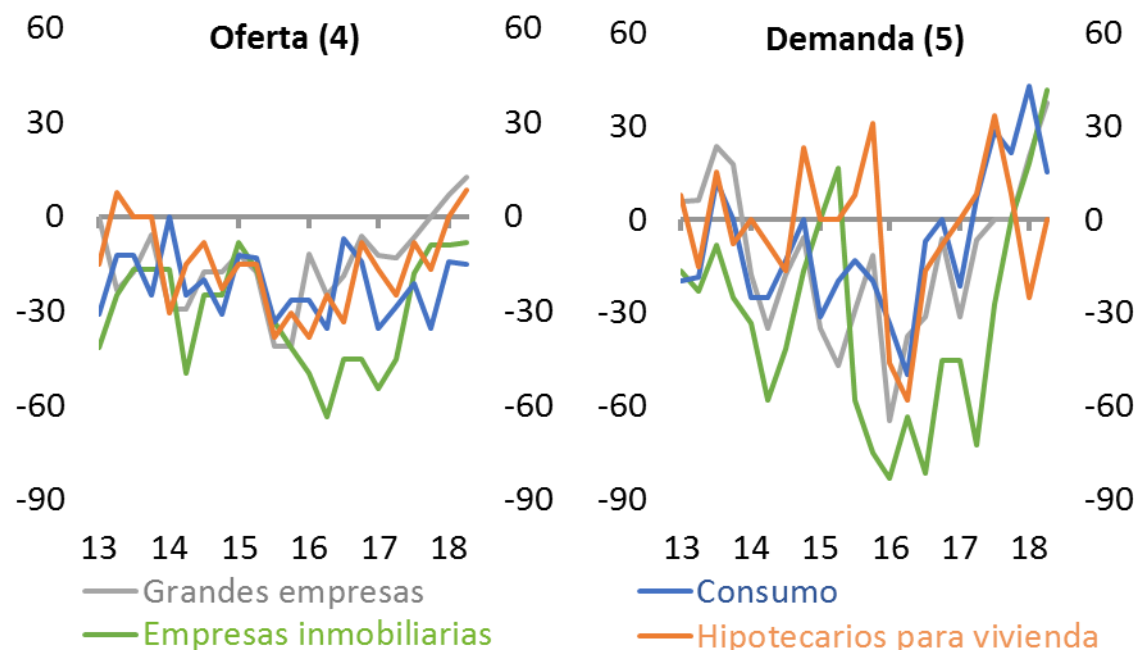
Tasa de interés por tipo de colocación (1)

(índice 2002-2018=100)



Encuesta de crédito bancario (3)

(balance de respuestas, 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.

(3) Promedio de respuestas por trimestre. (4) Valores negativos (positivos) indican una demanda más débil (más fuerte) que en el trimestre inmediatamente anterior. (5) Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.



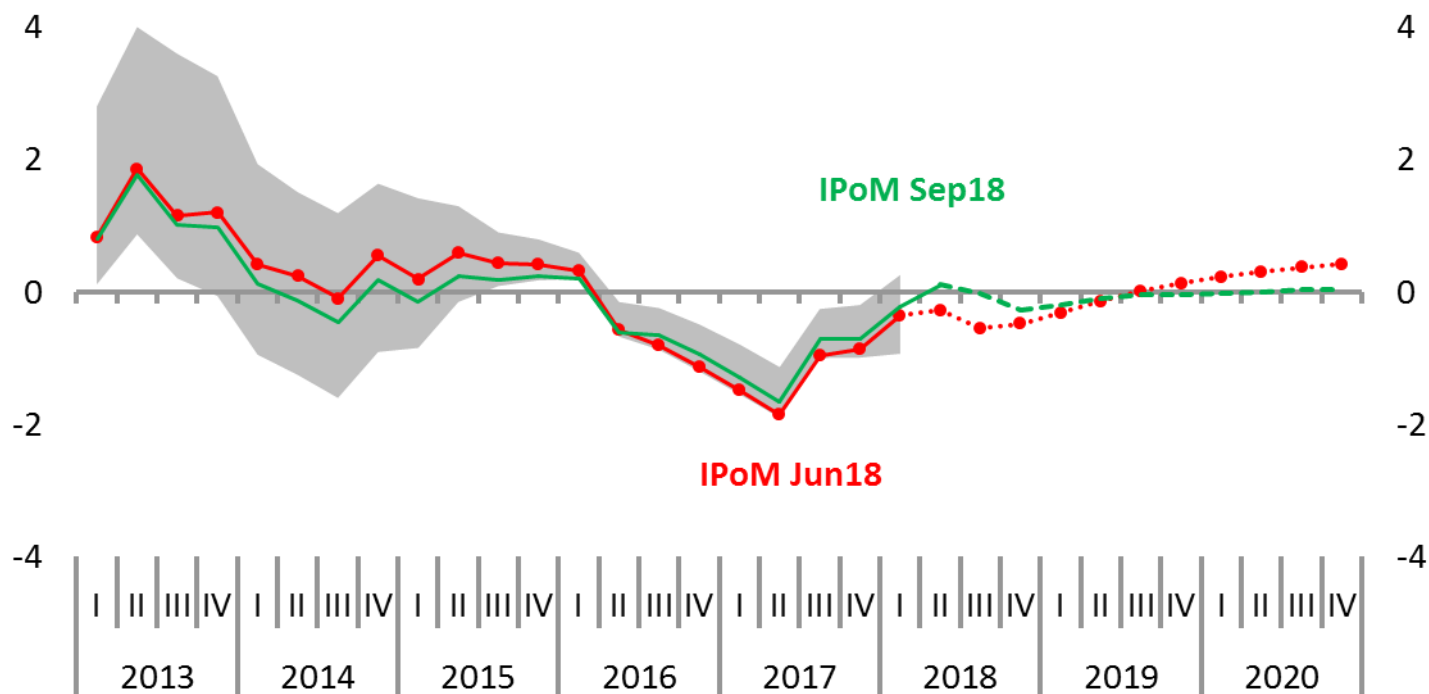
Perspectivas 2018-2020 y riesgos



La estimación del crecimiento potencial del PIB no minero se ajusta al alza para el 2018-2019. El crecimiento acumulado hasta el segundo trimestre, aun considerando esta revisión, ha reducido la brecha de actividad respecto de lo previsto, situándose en niveles cercanos a cero.

Brecha de actividad (*)

(puntos porcentuales)

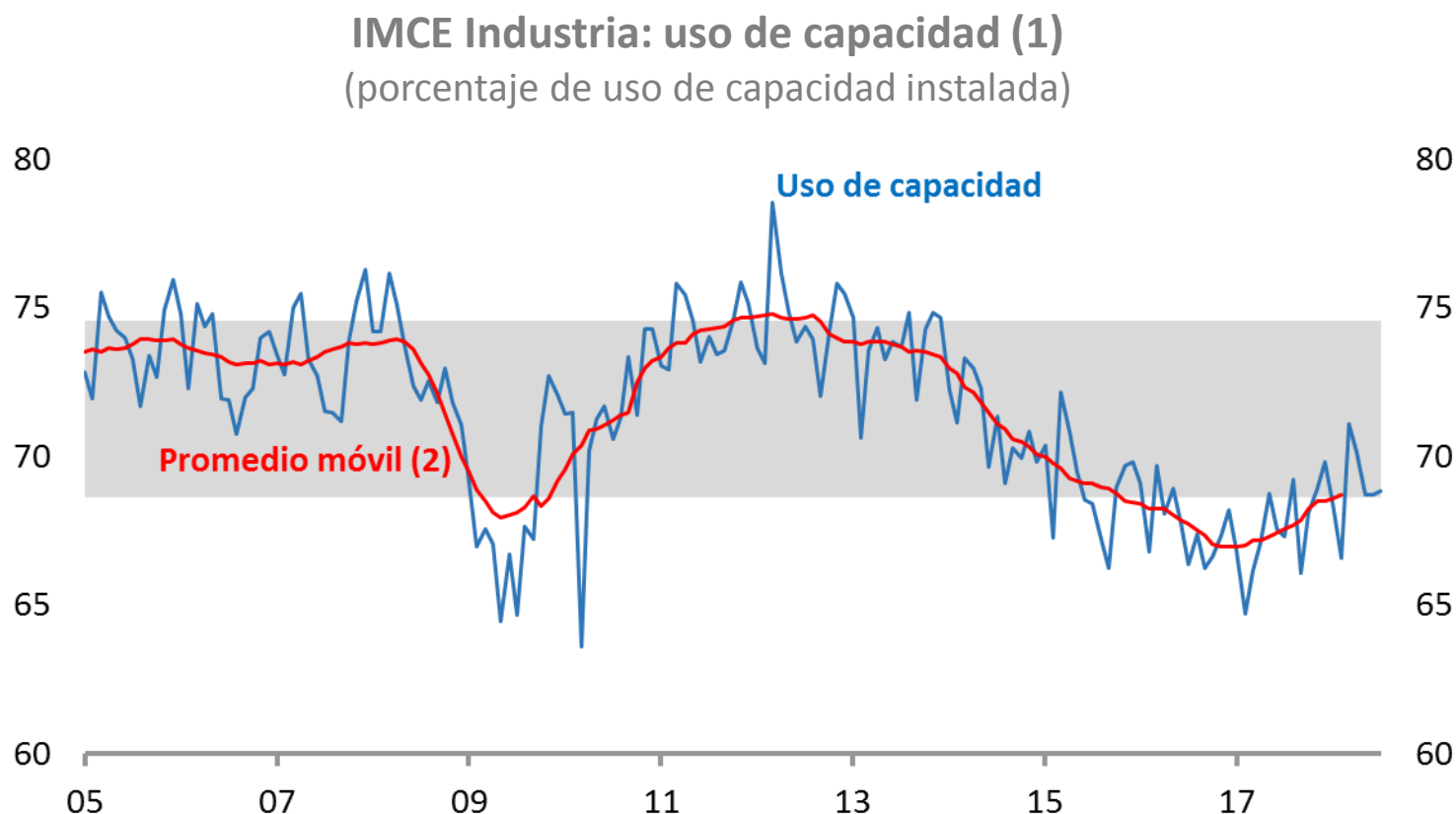


(*) El área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación de PIB Potencial (ver Fornero y Zuñiga (2017)).

Fuente: Banco Central de Chile.



En general, mediciones alternativas apuntan a un cierre gradual de las holguras aún presentes en la economía.

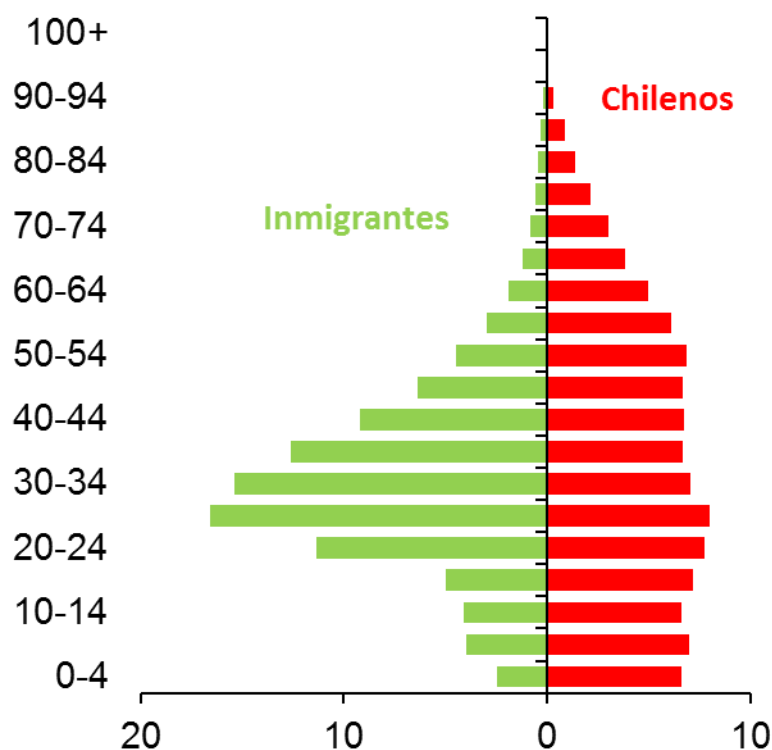


(1) Área gris corresponde a la media (71,6) +/- dos desviaciones estándar. (2) Promedio móvil centrado +/- 6 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

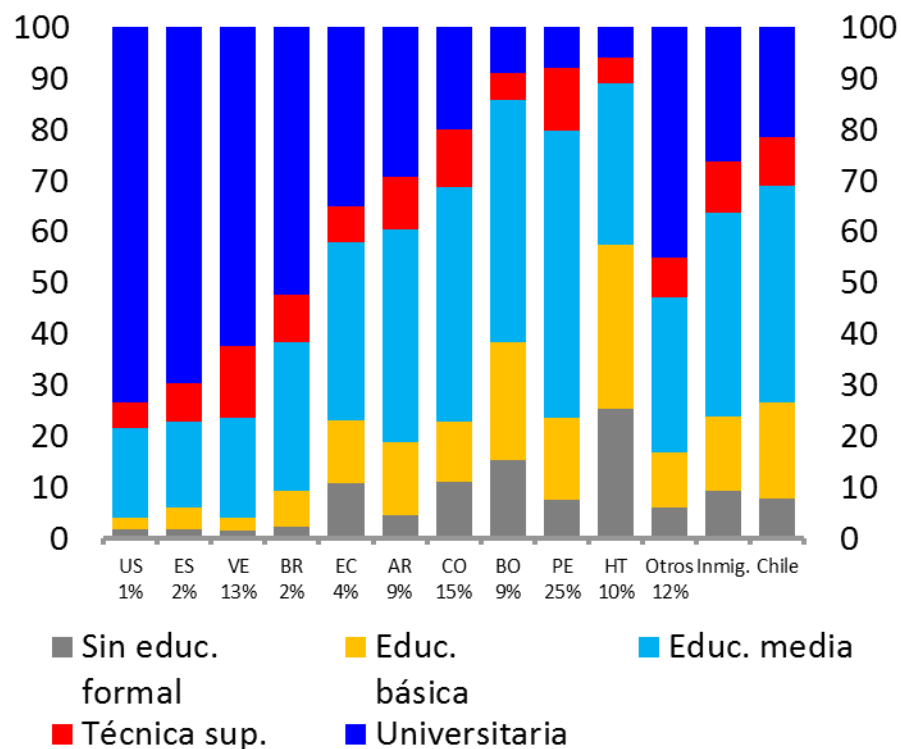
El mercado laboral puede contener grados adicionales de holgura producto del flujo inmigratorio.

Pirámide de población
(porcentaje de la población)



Nivel educacional (*)

(porcentaje de la población entre 25 y 50 años)



Fuente: Aldunate et al. (2018) en base a Censo 2017.

(*) Bajo los países se indica el porcentaje de cada nacionalidad dentro de los inmigrantes residentes entre 25 y 50 años, donde las siglas presentan Estados Unidos (US), España (ES), Venezuela (VE), Brasil (BR), Ecuador (EC), Argentina (AR), Colombia (CO), Bolivia (BO), Perú (PE) y Haití (HT).

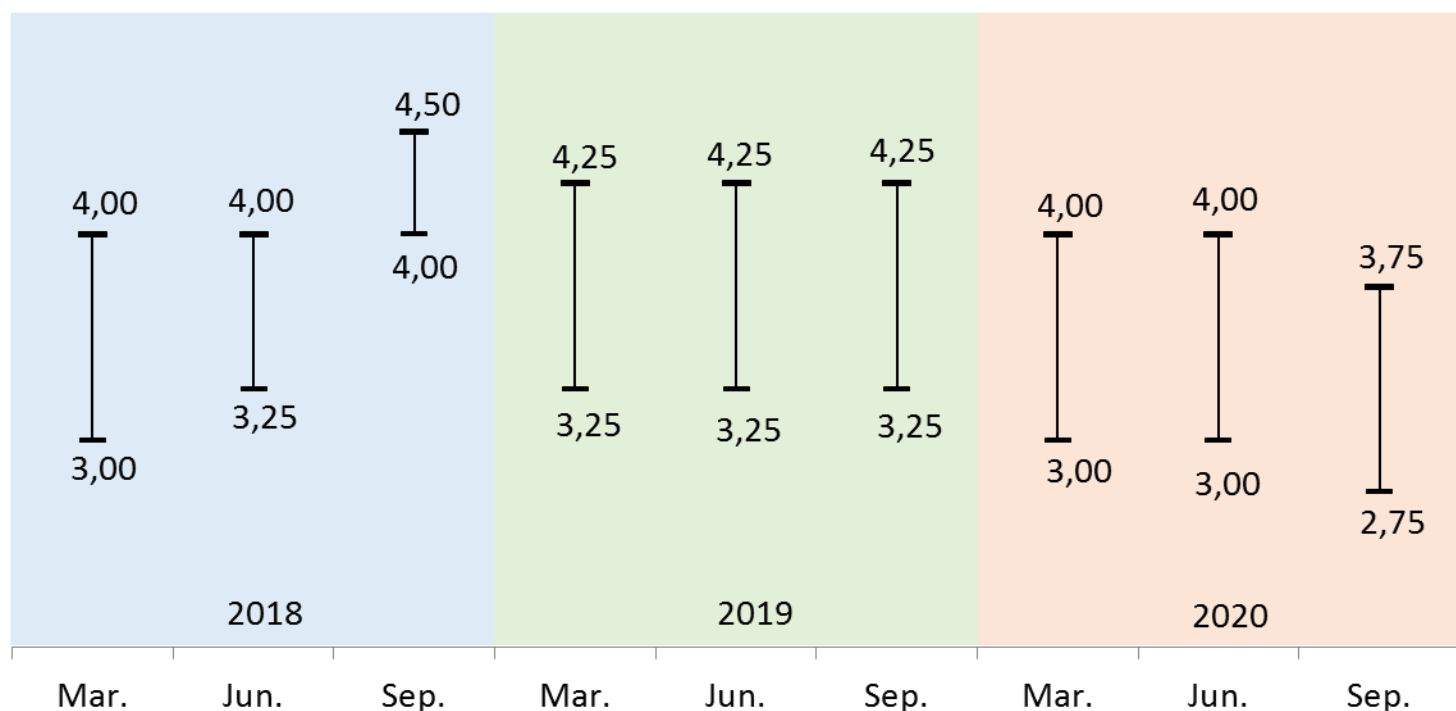
Fuente: Censo 2017.



En el escenario base, el rango de crecimiento estimado para el 2018 se corrige al alza a 4,0-4,5%, principalmente por el mayor crecimiento efectivo del segundo trimestre. El rango de crecimiento para el 2019 no cambia. Para el 2020, la economía crecerá en torno a su tendencia.

Proyecciones de crecimiento 2018 (*)

(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.

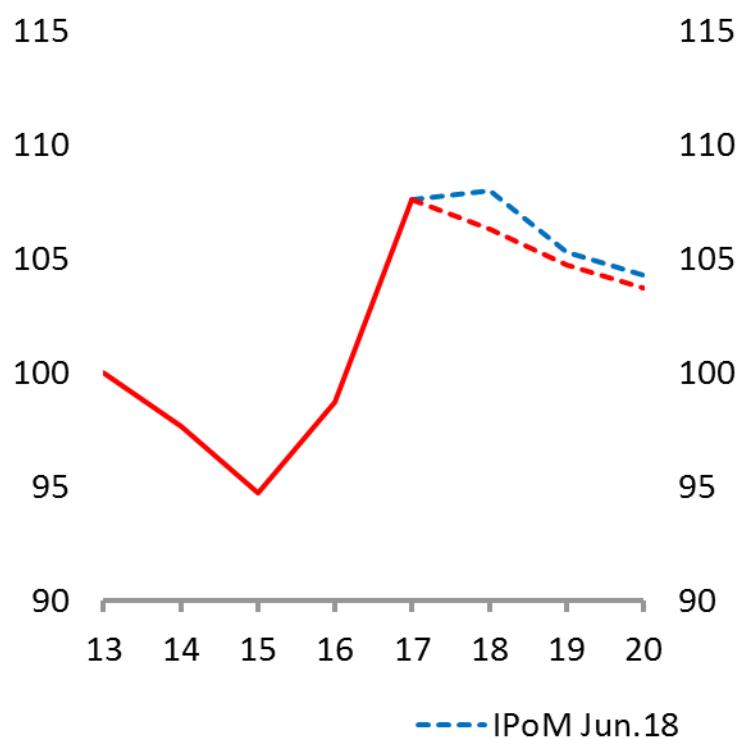
Fuente: Banco Central de Chile.



Ello supone, un escenario externo algo menos favorable que en el IPoM anterior, principalmente por menores términos de intercambio. Las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales tienen bajas acotadas y siguen apuntando a tasas de expansión que se irán reduciendo en el 2019 y 2020.

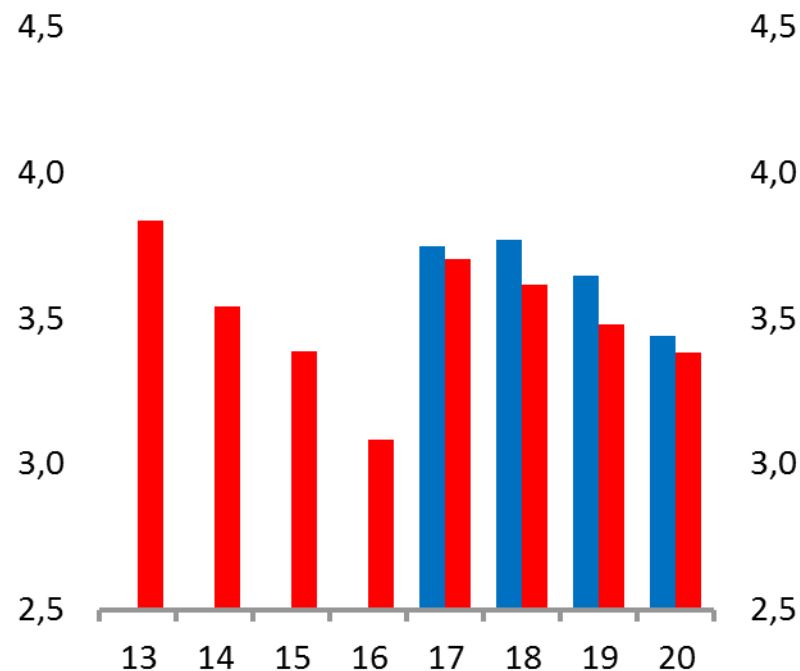
Términos de intercambio

(Índice 2013=100)



Socios comerciales

(variación anual, porcentaje)



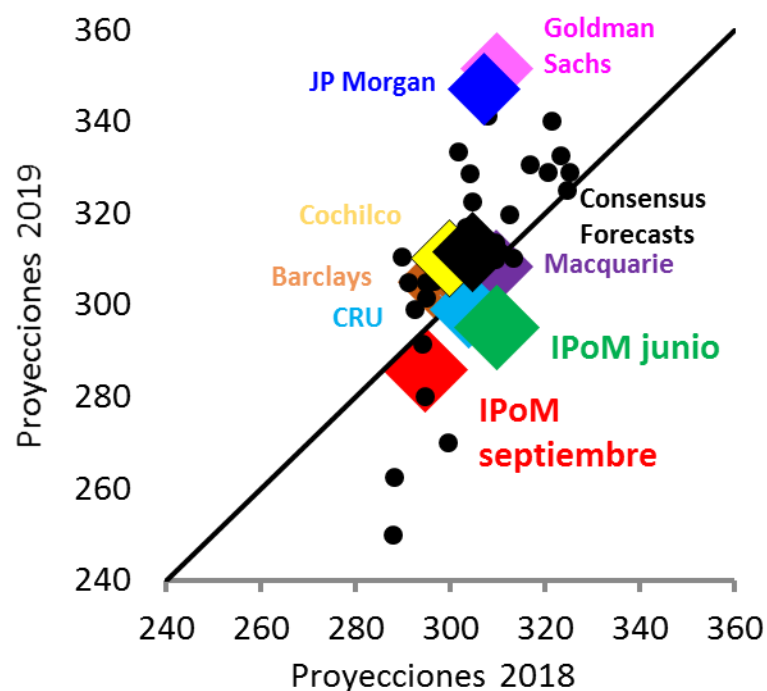
Fuente: Banco Central de Chile.



Las proyecciones del precio del cobre del IPoM están en el rango bajo en comparación con estimaciones privadas. El dinamismo de importaciones de cobre de China y la reducción de los inventarios presionan el precio al alza.

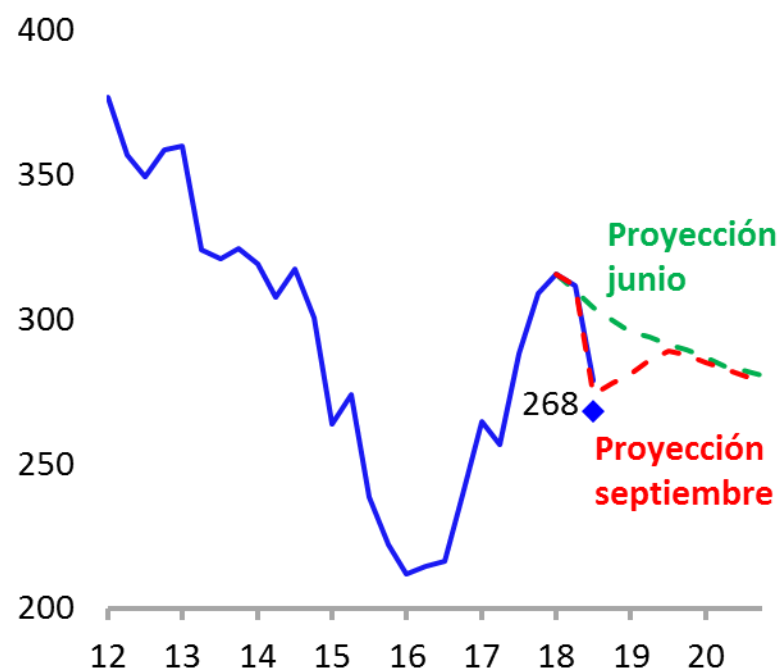
Proyecciones precio del cobre (*)

(centavos de dólar la libra)



Proyecciones precio del cobre

(centavos de dólar la libra)



(*) Círculos negros corresponden a las proyecciones individuales incluidas en Consensus Forecasts de agosto 2018.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

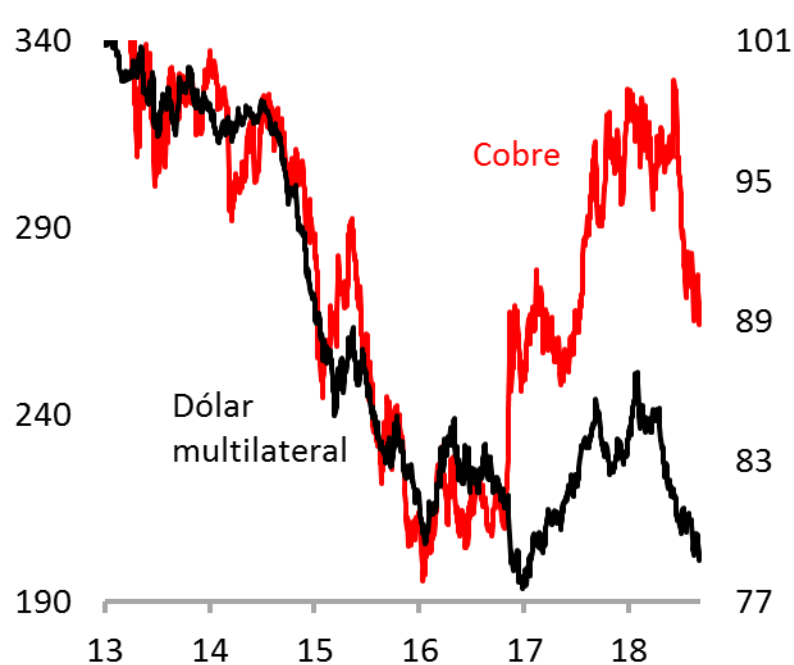
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Cochilco y Consensus Forecasts.



Pero, la apreciación del dólar en los mercados internacionales y posiciones especulativas que han caído en terreno negativo son fuerzas que apuntan a un precio más bajo.

Precio del cobre y dólar

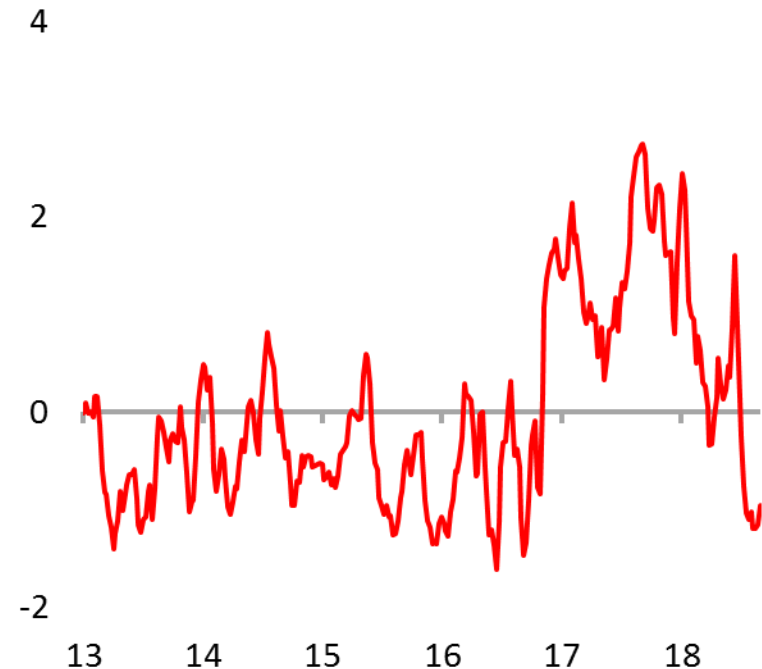
(US\$¢ la libra; índice 1997=100)



Fuente: Bloomberg.

Posiciones especulativas de cobre

(serie normalizada, desv.est., muestra 13-17)



Fuente: Bloomberg.



La proyección para los países desarrollados no presenta mayores diferencias respecto del IPoM de junio. En cambio, en los emergentes destaca el ajuste a la baja en América Latina, en especial Argentina y Brasil. A ello se suma un menor crecimiento estimado para China.

Crecimiento mundial (variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El crecimiento para los próximos años también considera una TPM que se mantendrá por debajo de su nivel neutral varios trimestres más, una inversión que crecerá por sobre el aumento del PIB, la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes y una economía cuyo crecimiento se ubicará en torno a su tendencia para el 2020.

Escenario interno (variación anual, porcentaje)

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

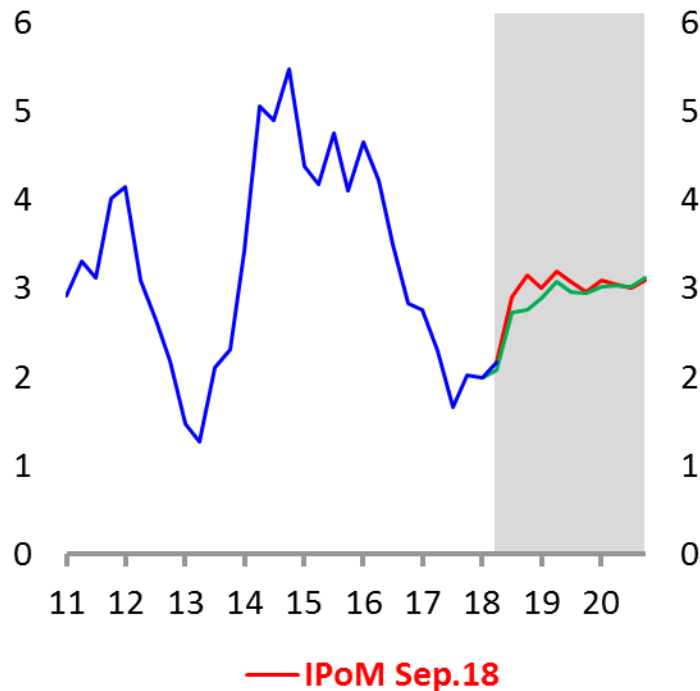
(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile.

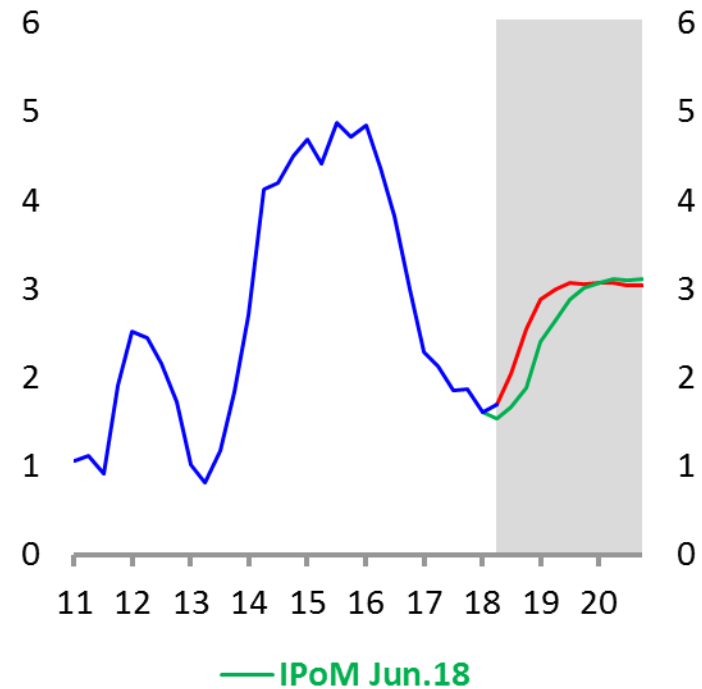


Respecto de la inflación, la depreciación del peso tiene efectos relevantes en la revisión de las proyecciones de inflación de corto plazo, elevando su proyección a diciembre de este año. Una vez alcanzado el 3%, ambos indicadores de inflación seguirán fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



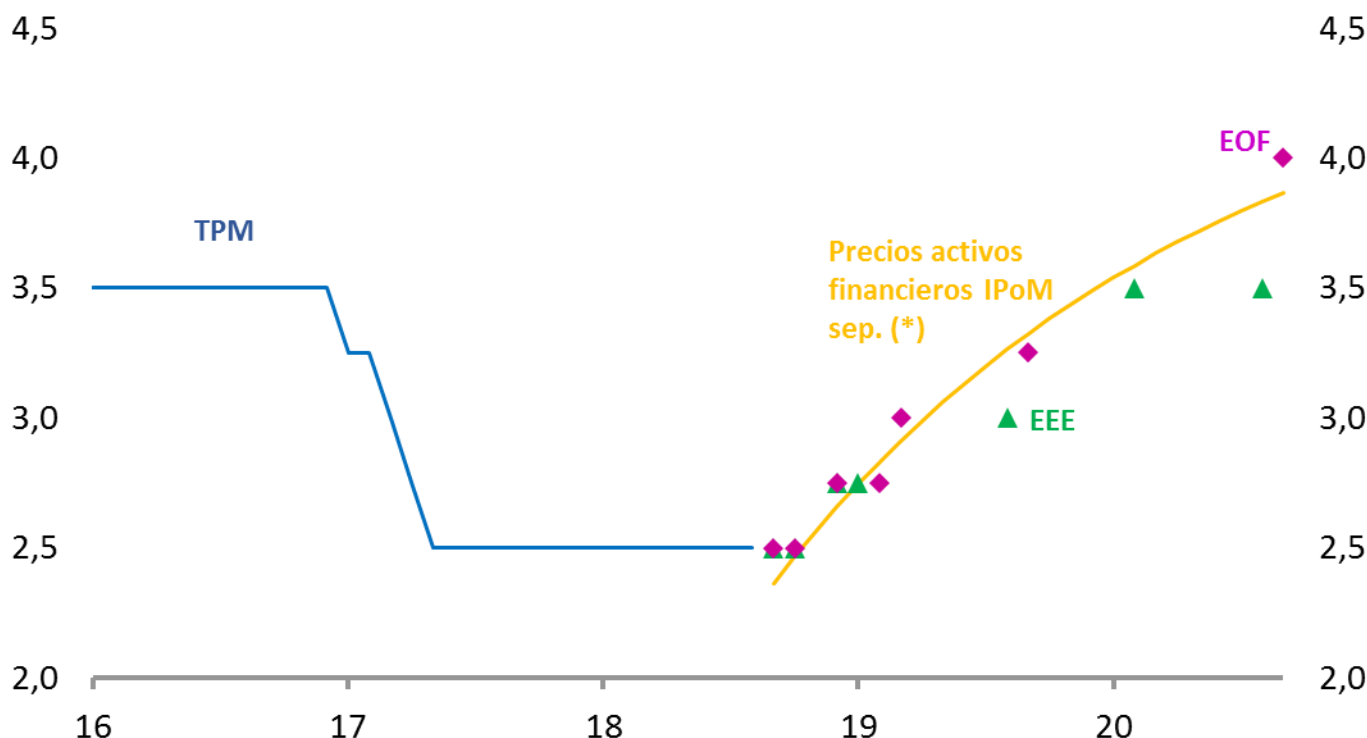
(*) Proyección a partir del tercer trimestre del 2018.

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



El supuesto de trabajo para la TPM contempla que esta comenzará a aumentar en los próximos meses y que hacia el 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral —entre 4 y 4,5%—.

Tasa de política monetaria y expectativas (porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.



Riesgos

Riesgos externos: sesgado a la baja para la actividad local

- (-) Condiciones financieras globales para las economías emergentes
- (-) EE.UU.: inflación
- (-) Guerra comercial
- (-) China
- (-) Brexit

Riesgo internos para la actividad: balanceados

- (+) Mayor crecimiento de actividad
- (-) Recuperación algo más lenta del mercado laboral.

Riesgo inflación: balanceados



Conflicto comercial

- Un escalamiento del conflicto ciertamente llevaría a la reducción del crecimiento de los socios comerciales de Chile, en particular de China.
- También podría generar un deterioro significativo de las condiciones financieras para el mundo emergente y una reducción sostenida del precio del cobre por debajo su nivel de largo plazo.
- Todo ello generaría peores términos de intercambio, una depreciación del peso (que opera como estabilizador automático) y menores perspectivas de crecimiento, especialmente por un ajuste a la baja en la inversión.
- La depreciación generaría presiones alcistas de corto plazo, mientras que el menor crecimiento ampliaría la brecha, generando presiones desinflacionarias de mediano plazo.



Comentarios finales

- Si bien los riesgos en torno al escenario internacional y sus implicancias negativas han aumentado, la economía ha mostrado un dinamismo mayor que el anticipado y las perspectivas de corto plazo para la inflación total se han vuelto a corregir al alza –principalmente por el aumento del tipo de cambio–.
- En este contexto, el Consejo considera que el grado de estímulo monetario actual es menos necesario y comenzará a reducirlo en los próximos meses.
- De esta manera, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.



Comentarios finales

- La acotada reacción del mercado chileno a los episodios de los *shocks* financieros globales de los últimos meses responde en gran medida al rol estabilizador que cumple el tipo de cambio flotante en el marco de política actual.
- Chile enfrenta la coyuntura actual con buenos indicadores macroeconómicos en términos de crecimiento, inflación y del balance de sus cuentas fiscales y externas.
- De todos modos, el sesgo y probabilidad de los escenarios de riesgo externo vuelve a reforzar la necesidad que una economía pequeña y abierta como la chilena mantenga fundamentos macroeconómicos sólidos, en particular una senda de consolidación fiscal, niveles de endeudamiento sostenibles y una adecuada capitalización del sistema bancario.



Región de Antofagasta



IPN agosto: macrozona norte

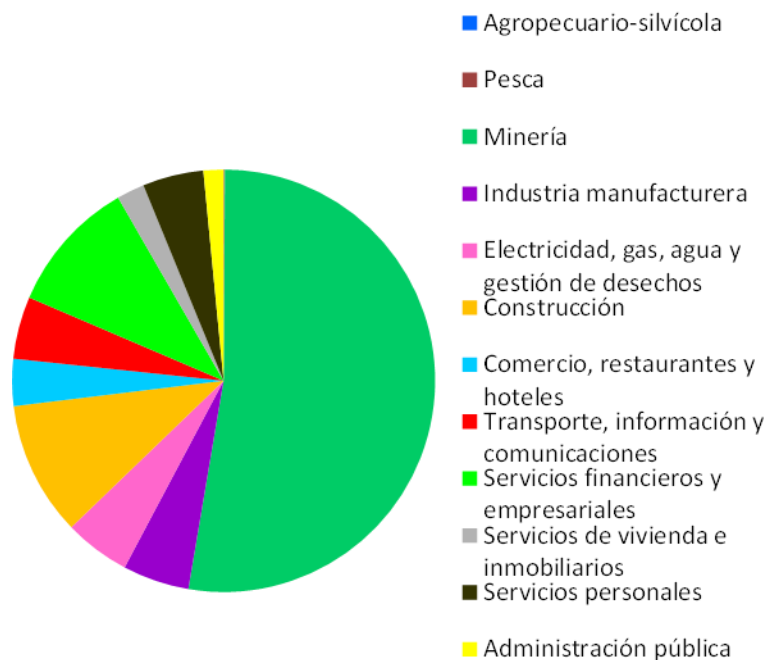
- Los entrevistados siguen informando de un desempeño mixto de los negocios. Los que proveen de servicios o bienes de capital para la minería indican un mayor dinamismo. En la mayoría de los casos, ligados al aumento de la producción en las faenas existentes y/o la reposición impostergable de equipamiento.
- Los entrevistados ligados al consumo privado indican un bajo dinamismo, en lo principal porque el desempleo sigue alto en varias ciudades de la macrozona, a lo que se suma la fuerte baja en el flujo de turistas argentinos.
- Sobre empleo, no se reportan ni se prevén mayores cambios.
- Las condiciones financieras no han variado significativamente, con bajas tasas de interés, mayores cotizaciones e interés de los bancos por cerrar negocios, pero sin gran impacto aún en las colocaciones.
- En las últimas entrevistas se comenzó a notar el aumento de la incertidumbre por los efectos de la guerra comercial y, en especial, de la caída del precio del cobre sobre la inversión.



La minería es la principal actividad de la región, seguida de la Construcción y servicios financieros y empresariales. La relevancia de la región en el PIB total del país se ha mantenido en torno a 10 %. En el 2017 el PIB de la región cayó 3,8%.

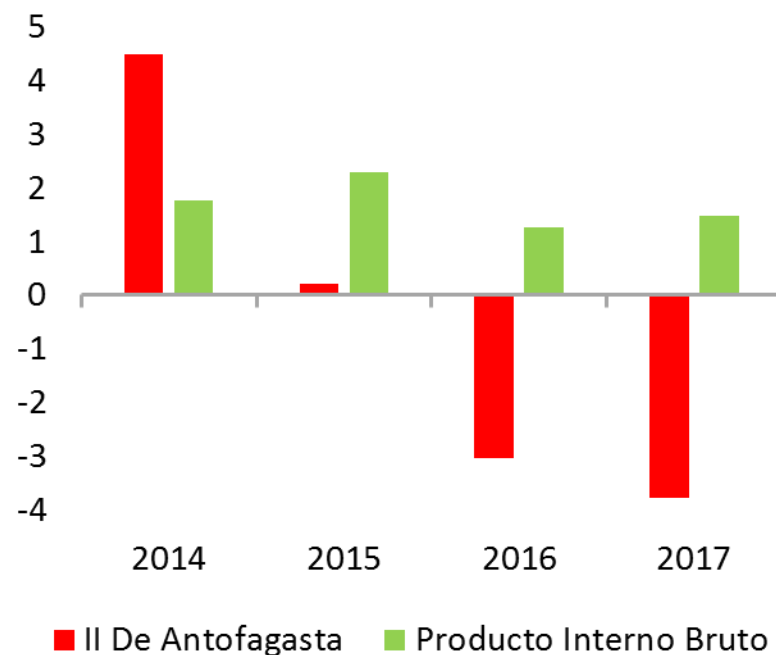
Composición sectorial del PIB regional 2016

(porcentaje)



Crecimiento del PIB

(variación anual, porcentaje)



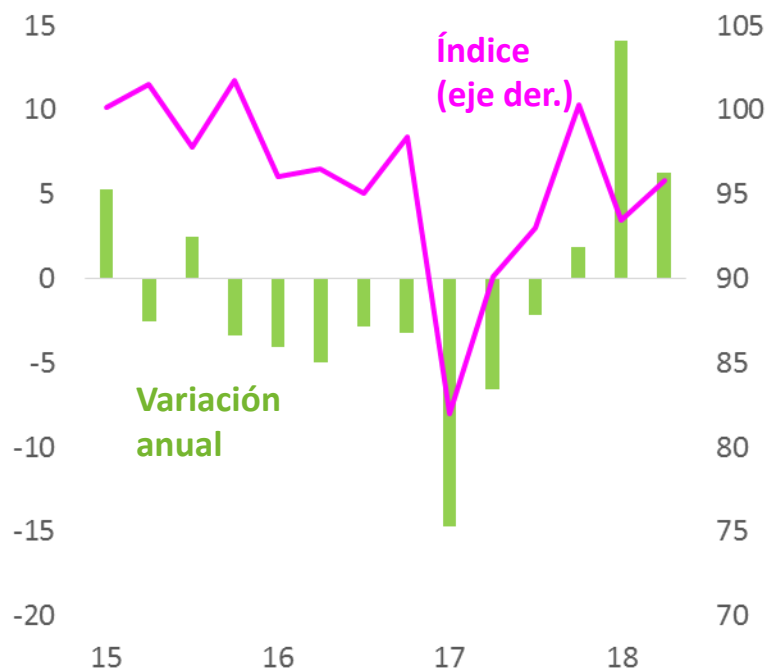
Fuente: Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el segundo trimestre del 2018, la actividad regional creció 6,3% anual, destacando el desempeño de minería, construcción y comercio, restaurantes y hoteles. La tasa de desempleo permanece por sobre el nivel nacional desde el 2016.

INACER

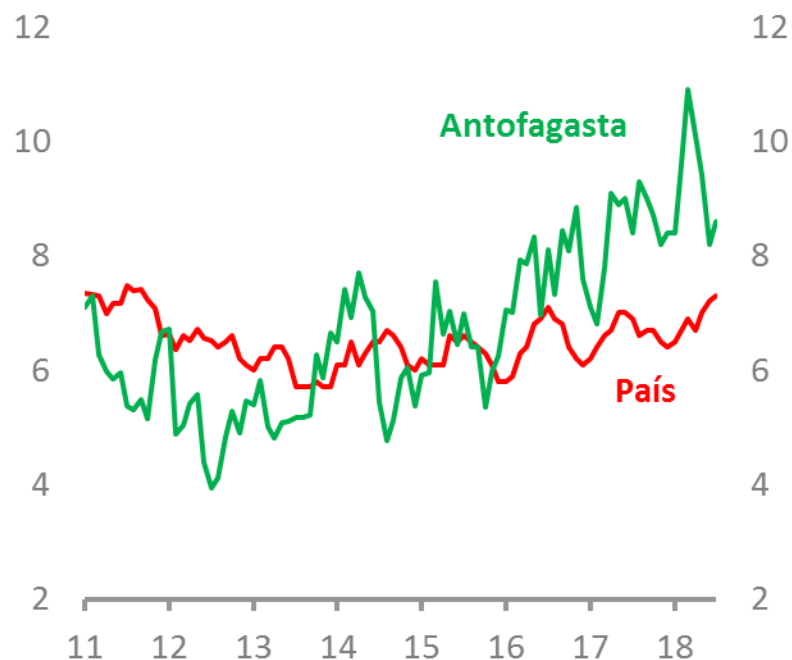
(porcentaje; índice 2014=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Tasa de desempleo

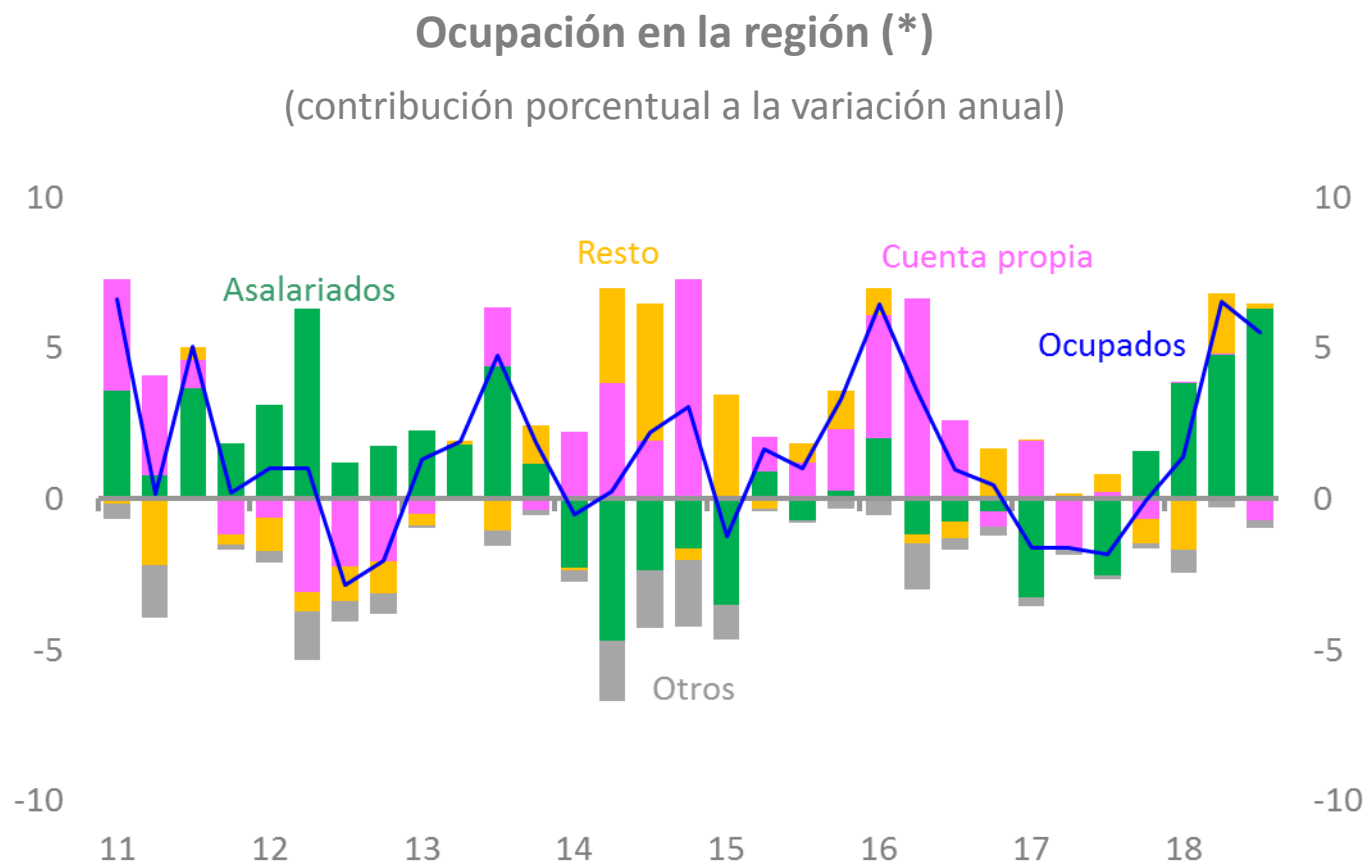
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



En la región se observa crecimiento del empleo asalariado desde el último trimestre del 2017. En julio, destaca el incremento respecto del trimestre inmediatamente anterior de las ramas actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas, transporte y almacenamiento y otras actividades de servicios.



(*) Corresponde a la cifra del trimestre calendario, excepto el último valor que es el trimestre móvil terminado en julio. Resto incluye las categorías Empleadores, Personal de servicios y Familiar no remunerado. Otros es el ajuste de composición.

Fuente: Banco Central de Chile.





INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2018

Rosanna Costa

Consejera



Banco Central de Chile, 11 de septiembre 2018