

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019



Rosanna Costa
Consejera

Banco Central de Chile, 14 de junio de 2019

Principales mensajes

- Una intensificación del conflicto comercial entre EE.UU. y sus principales socios comerciales ha deteriorado el comercio global y ha incrementado la aversión al riesgo afectando a los mercados financieros y el precio de las materias primas.
- La inflación ha evolucionado en línea con lo esperado. La variación anual del IPC alcanzó 2,3% a mayo y el IPCSAE se ha mantenido en torno a 2%.
- En el primer trimestre del año, la actividad económica interna fue menor a lo previsto y redujo su tasa de variación anual, afectada por el resultado de la minería y otros sectores volátiles.
- Por el lado de la demanda se observa un menor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos y de las exportaciones.
- La actualización de las estimaciones de los parámetros estructurales y la debilidad de la economía a comienzos de este año dan cuenta de holguras de capacidad algo mayores que las anteriormente previstas.
- El Consejo considera que la recuperación de la economía no ha sido suficiente para cerrar la brecha de actividad e impulsar la inflación. Por ello, estimó necesario incrementar el impulso monetario para asegurar la convergencia oportuna de la inflación a 3%. Así, decidió reducir la TPM en 50pb en su Reunión de junio, ubicándola en 2,5%.

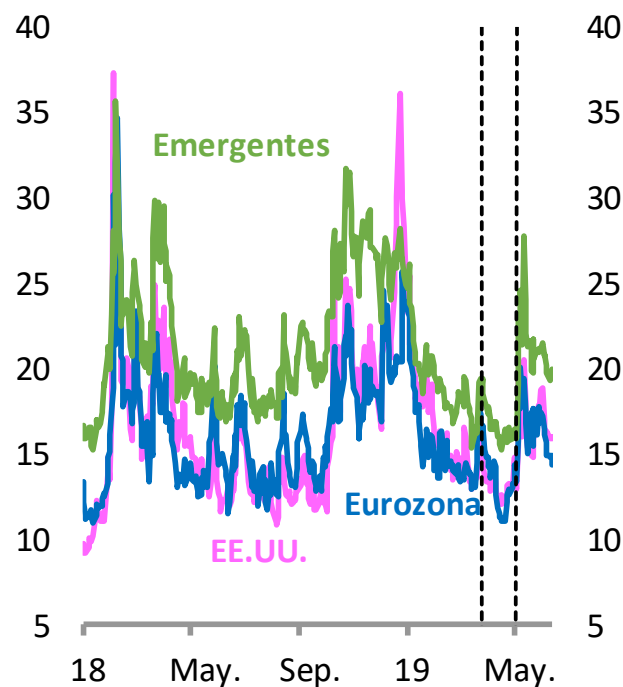
1

Escenario internacional



La agudización del conflicto comercial entre EE.UU. y sus principales socios comerciales ha aumentado la aversión al riesgo y volatilidad en los mercados financieros, provocando correcciones en los precios de los activos más riesgosos, depreciando las monedas frente al dólar y favoreciendo salidas de capitales desde las economías emergentes.

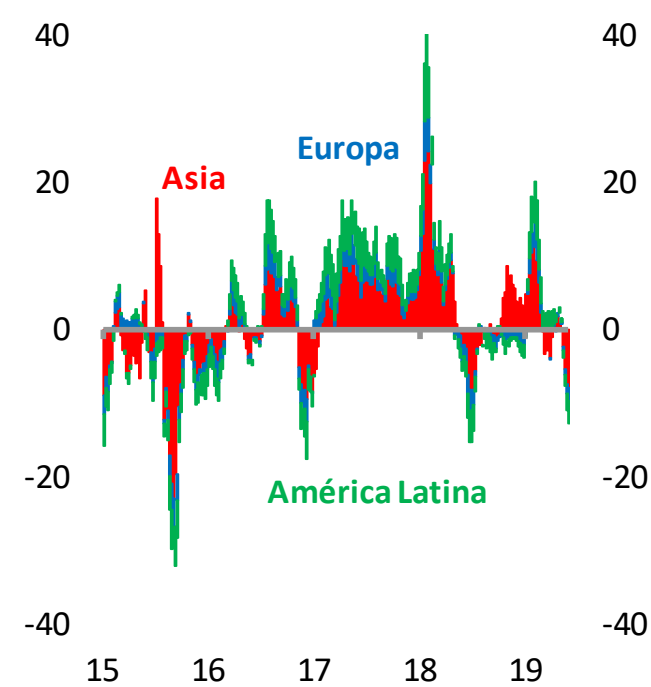
Volatilidad de bolsas (1) (2)
(porcentaje)



Mercados bursátiles (2) (3)
(índice 2018-2019=100)



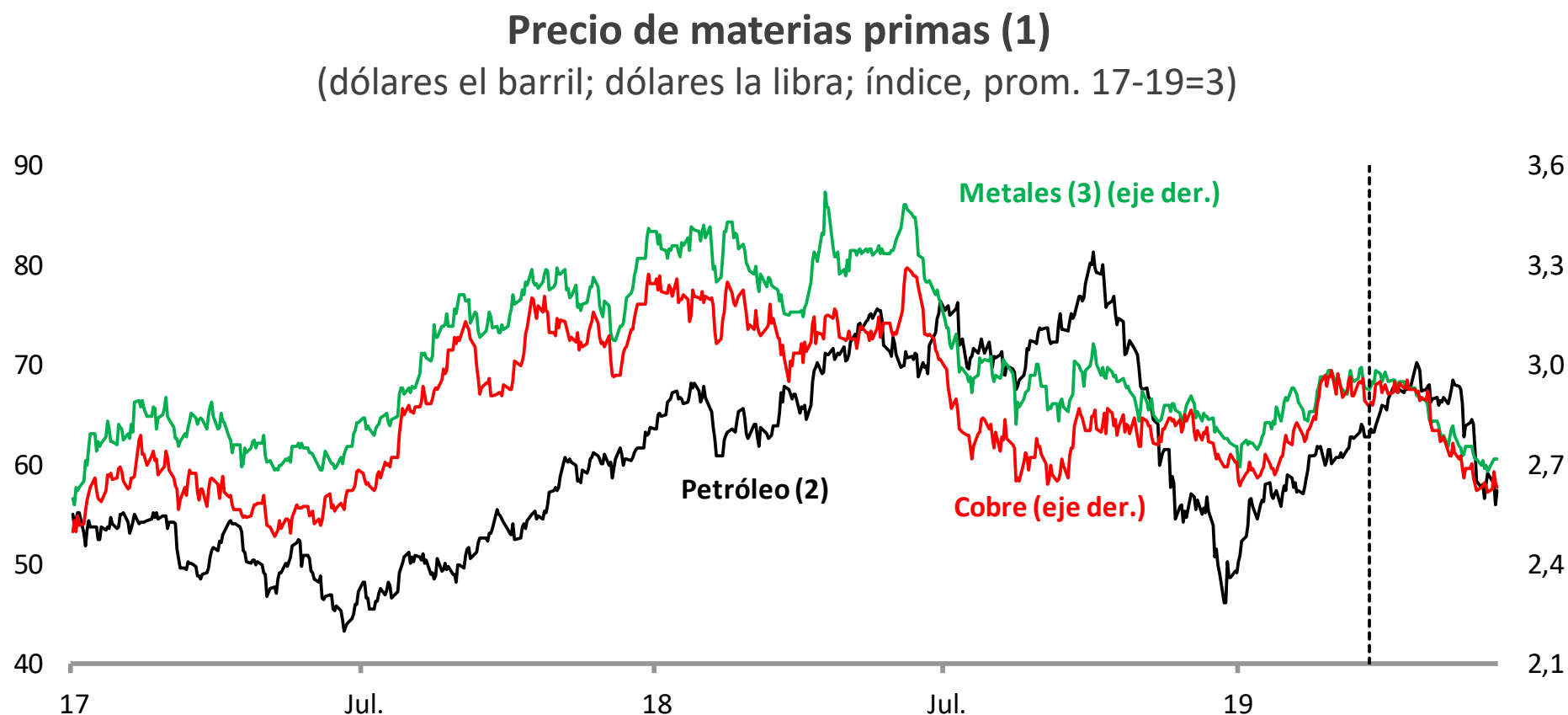
Flujo de capitales hacia emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)



(1) Para Eurozona, países emergentes y EE.UU., la volatilidad está dada por V2X Index, VXEEM Index y VIX Index, respectivamente. (2) Línea vertical segmentada izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. Línea derecha representa el anuncio de EE.UU. sobre aumento de tarifas de importación desde China. (3) Índices accionarios por región medidos en moneda local de Morgan Stanley Capital International. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente. Fuente: Bloomberg.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

El precio de la mayoría de las materias primas también se ha visto afectado por los desarrollos recientes, lo que ha sido más notorio en el caso de los metales, incluido el cobre, y donde además se sumaron datos coyunturales de actividad en China más débiles que lo previsto por el mercado.

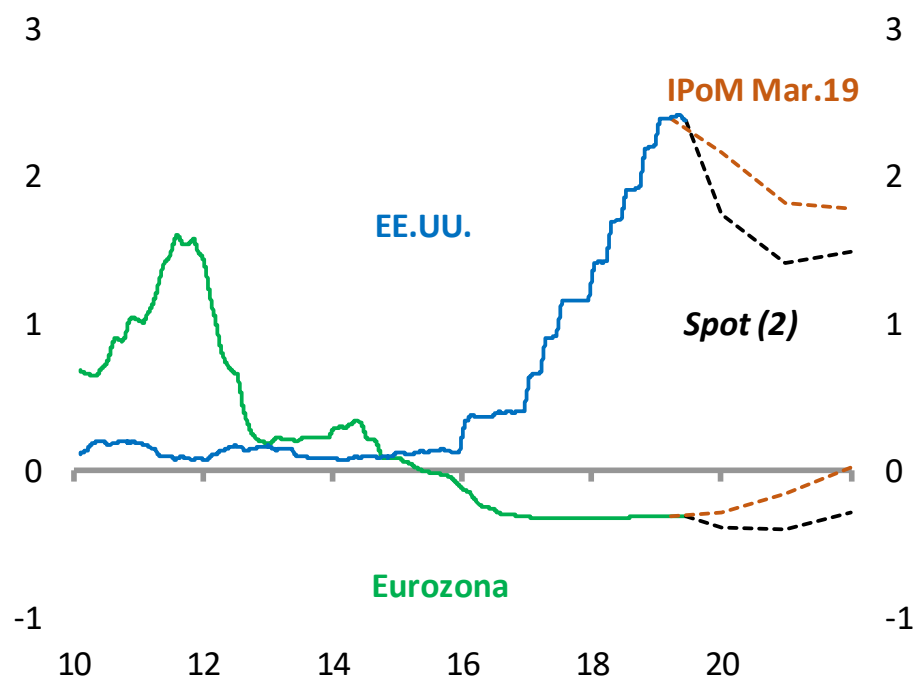


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo. (2) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI. (3) Corresponde al índice de precios de metales elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs.

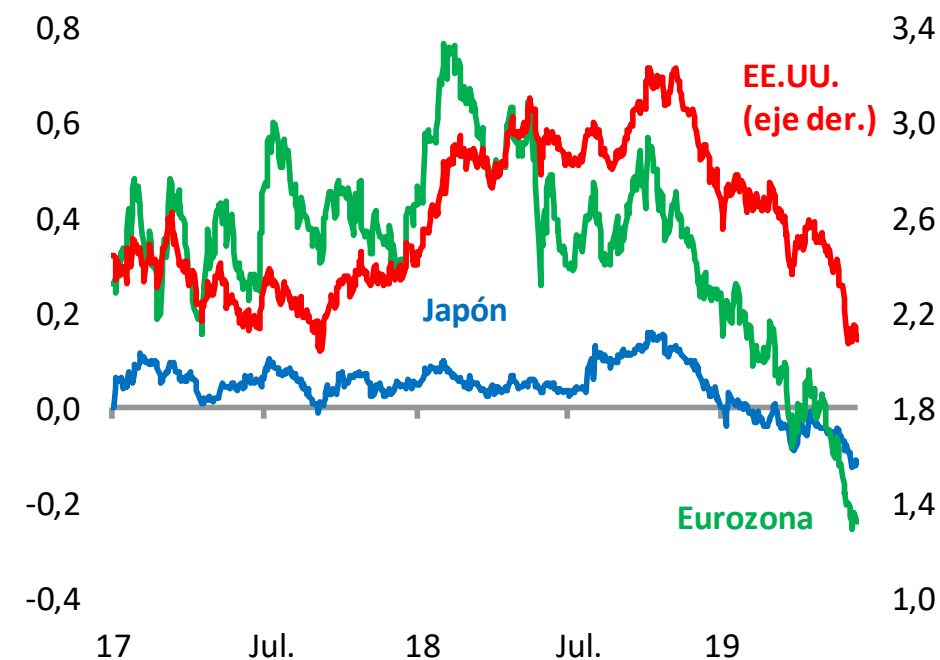
Fuente: Bloomberg.

Más allá de lo anterior, la reducción de las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas ha mantenido favorables las condiciones de financiamiento para los países emergentes. En los últimos días, algunos de los principales bancos centrales han dado señales menos restrictivas o de mayor expansividad que lo anteriormente considerado.

Expectativas de TPM del mercado (1)
(a diciembre de cada año, porcentaje)



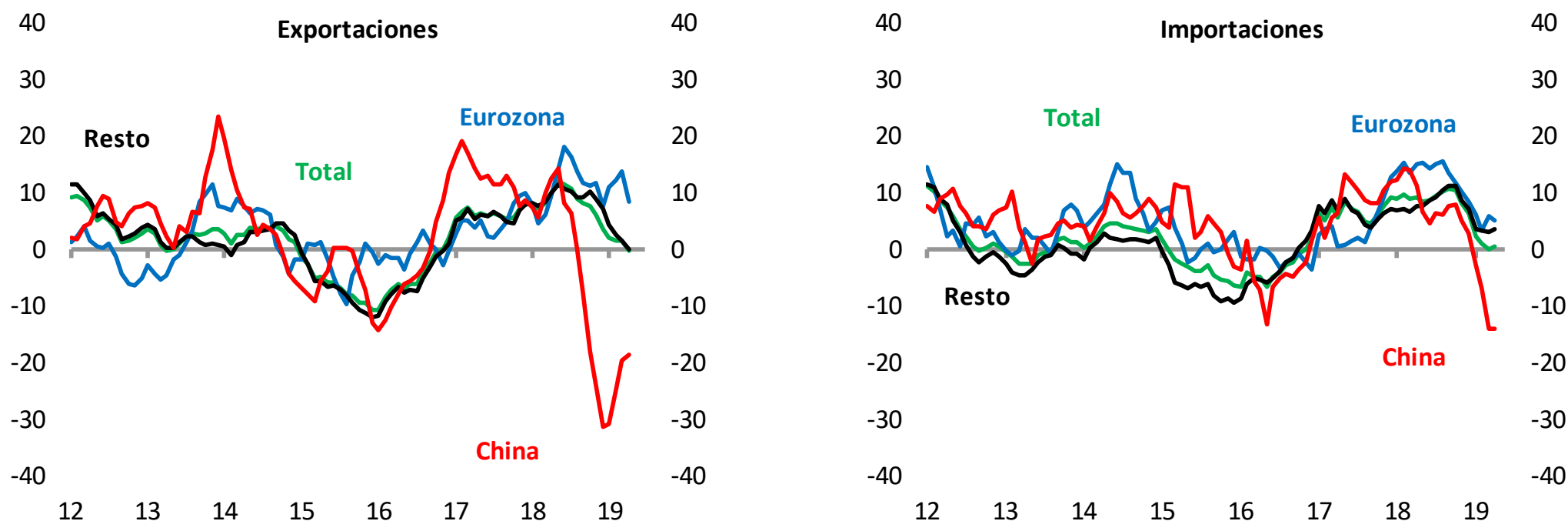
Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años
(porcentaje)



(1) En EE.UU. corresponde a la tasa Fed Fund y en la Eurozona a la Euribor. (2) Al día 13 de junio. Fuente: Bloomberg.

En los efectos reales del conflicto, los datos disponibles a marzo —antes de su recrudecimiento más marcado— dan cuenta de que el comercio bilateral entre EE.UU. y China siguió contrayéndose en términos anuales.

EE.UU.: Exportaciones e importaciones nominales de bienes (*) (variación anual, porcentaje)

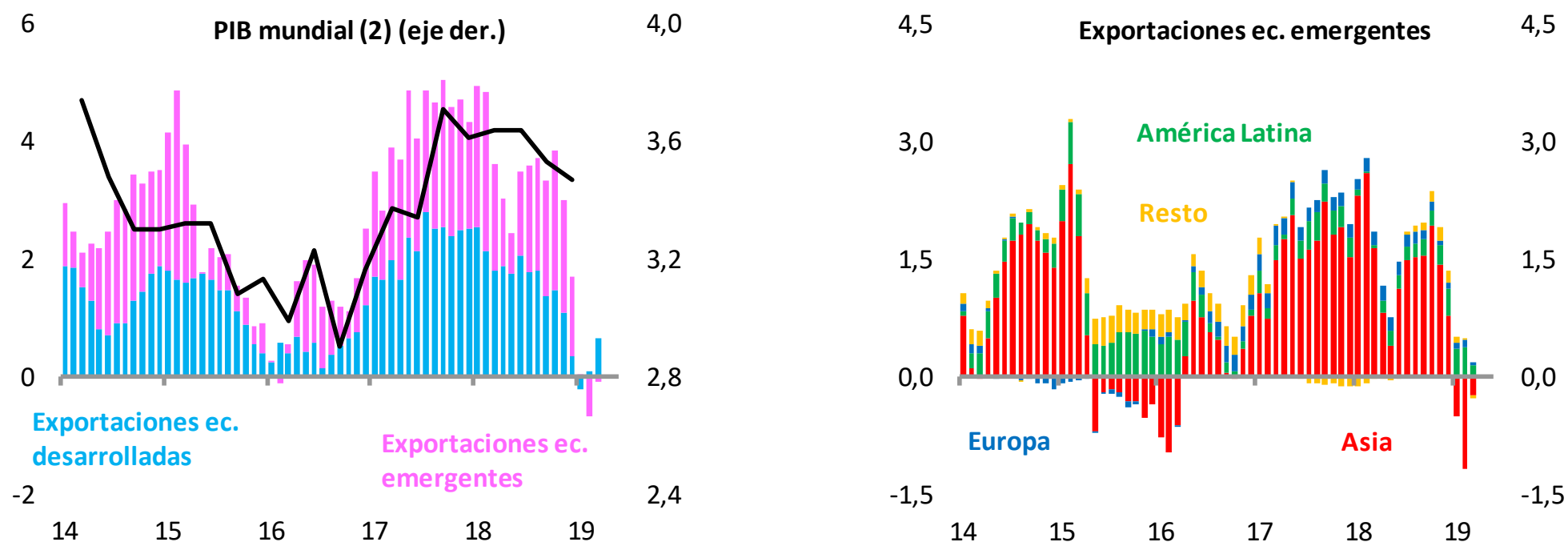


(*) Media móvil de tres meses. Fuente: Bloomberg.

Esto ha coincidido con una importante desaceleración del comercio global durante los últimos trimestres, que incluso se ha contraído anualmente durante algunos meses, especialmente en las economías emergentes, en particular en Asia.

Exportaciones reales y PIB mundial (1)

(incidencias, puntos porcentuales; variación anual, porcentaje)

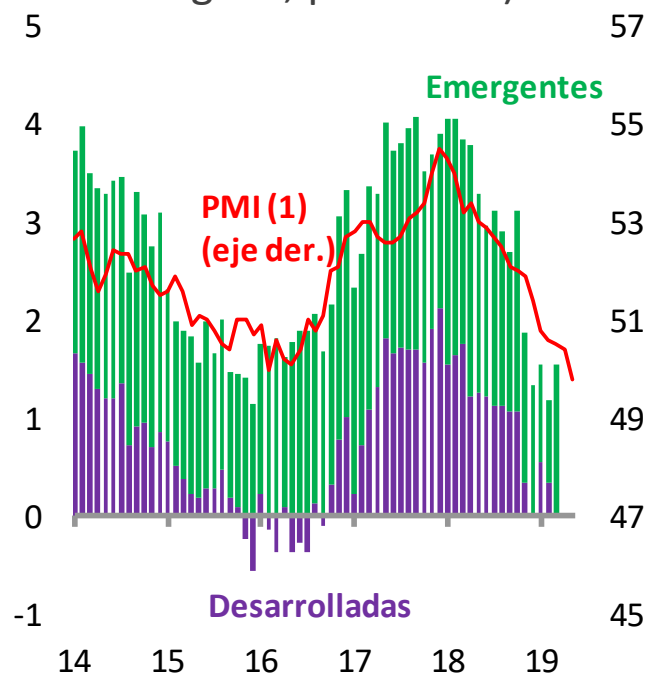


(1) Media móvil de tres meses. (2) Datos trimestrales del FMI. Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y FMI.

Se suma la debilidad de las cifras parciales del segundo trimestre ligadas a la inversión, en un contexto en que los fundamentos del consumo en la mayoría de las economías continúan dinámicos o en vías de recuperación.

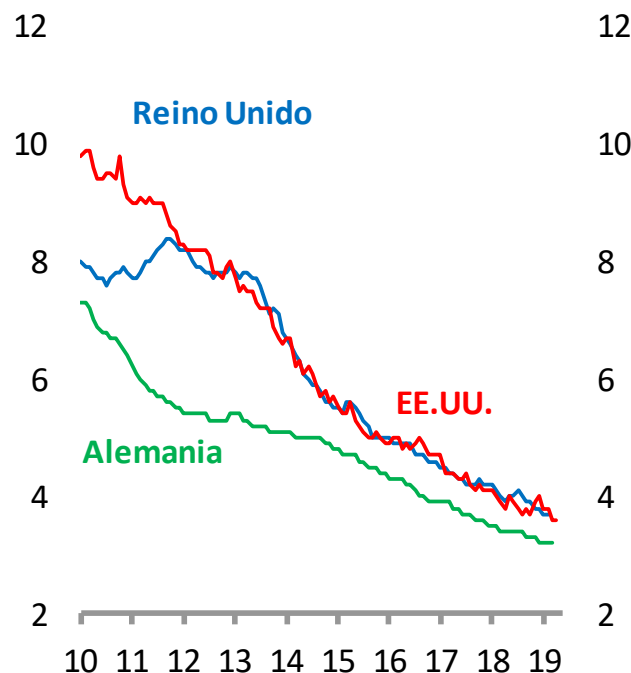
Producción industrial y perspectiva manufacturera global

(incidencias, puntos porcentuales; serie original, pivote=50)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y J.P. Morgan.

Tasa de desempleo (porcentaje)

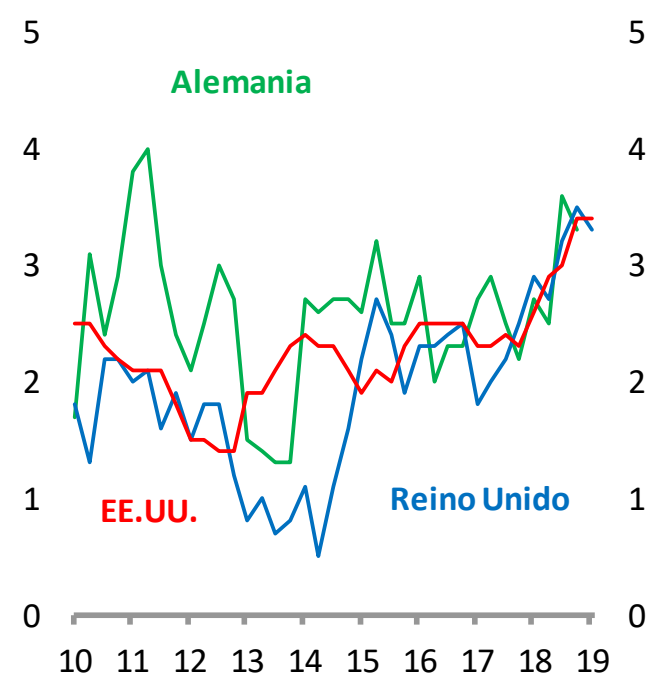


(2) Datos trimestrales.

Fuente: Bloomberg.

Salarios nominales (2)

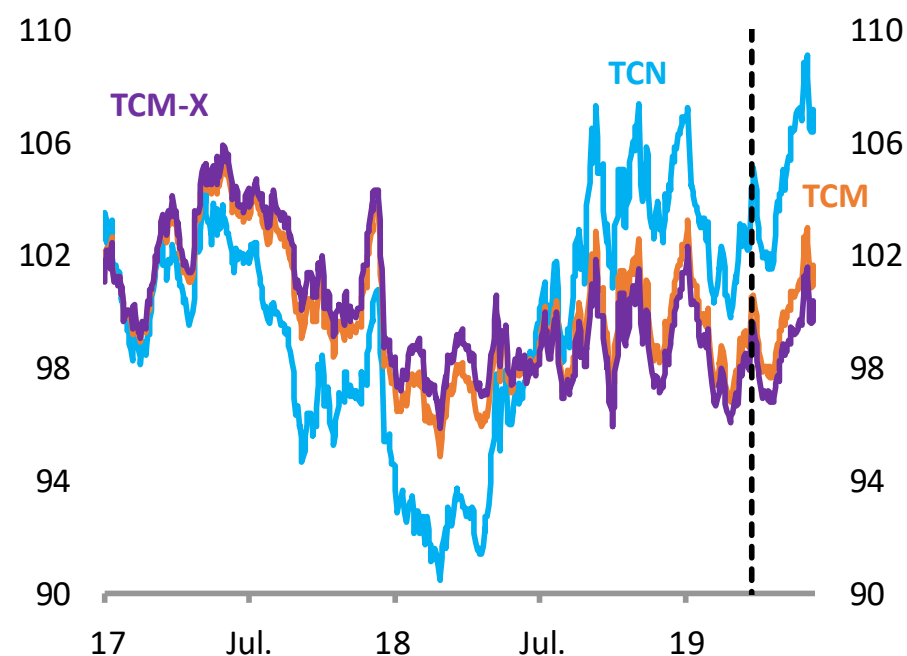
(variación anual, porcentaje)



En Chile, los desarrollos externos se han reflejado en la depreciación nominal y real del tipo de cambio, en línea con la apreciación global del dólar, la caída del precio del cobre y una visión del mercado más expansiva sobre la política monetaria. La bolsa local, las tasas largas y las exportaciones industriales también se han visto afectadas.

Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (1)

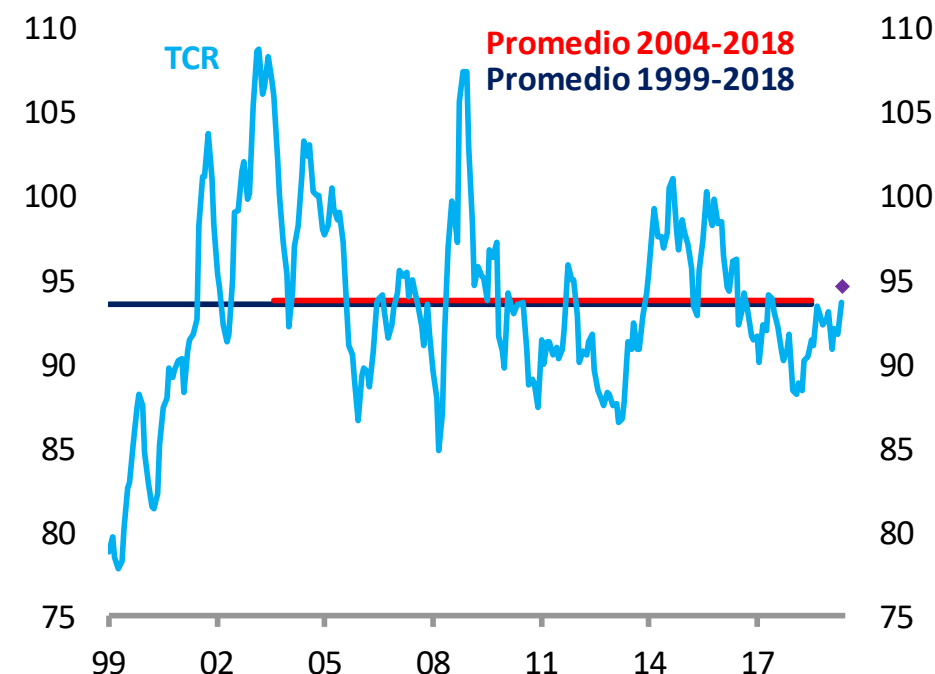
(índice 2017-2019=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio real (2) (3)

(índice 1986=100)



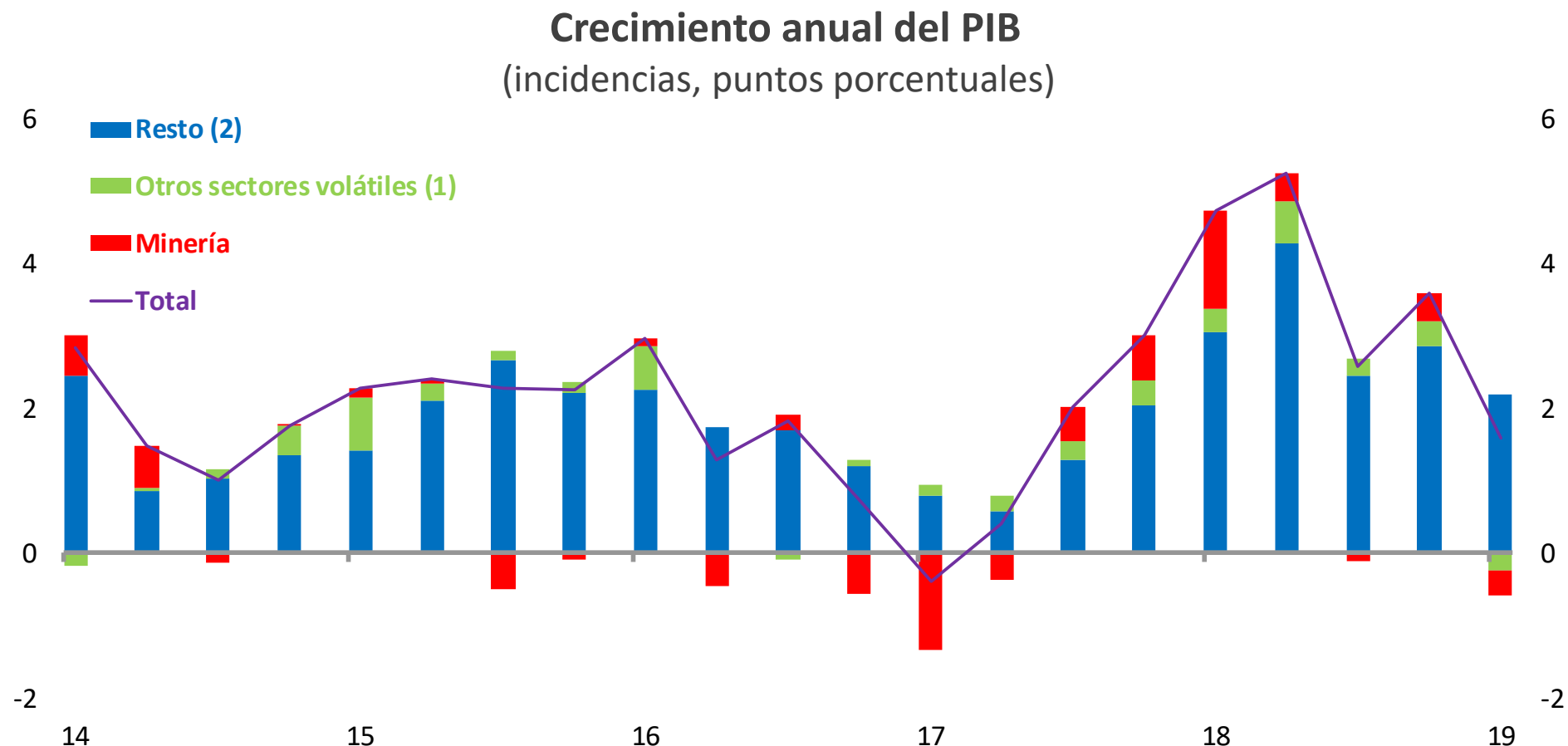
(2) Dato de mayo del 2019 es estimado. (3) Rombo indica estimación de junio con datos hasta el día 12 del mes. Fuente: Banco Central de Chile.

The background features a blue-tinted collage of financial elements. It includes a candlestick chart on the left, a line graph with an upward trend at the bottom, and several stacks of coins in the foreground. Faint, semi-transparent text from a financial report is visible in the upper half, containing terms like 'ATO' and various numerical values.

2

Escenario interno

En el primer trimestre del 2019, la actividad redujo su crecimiento hasta 1,6% anual, cifra inferior a lo esperado. En ello se combinó un desempeño más débil de la minería, la industria exportadora y algunos rubros relacionados con los recursos naturales. Los sectores más ligados a la demanda tuvieron un comportamiento en línea con lo previsto.

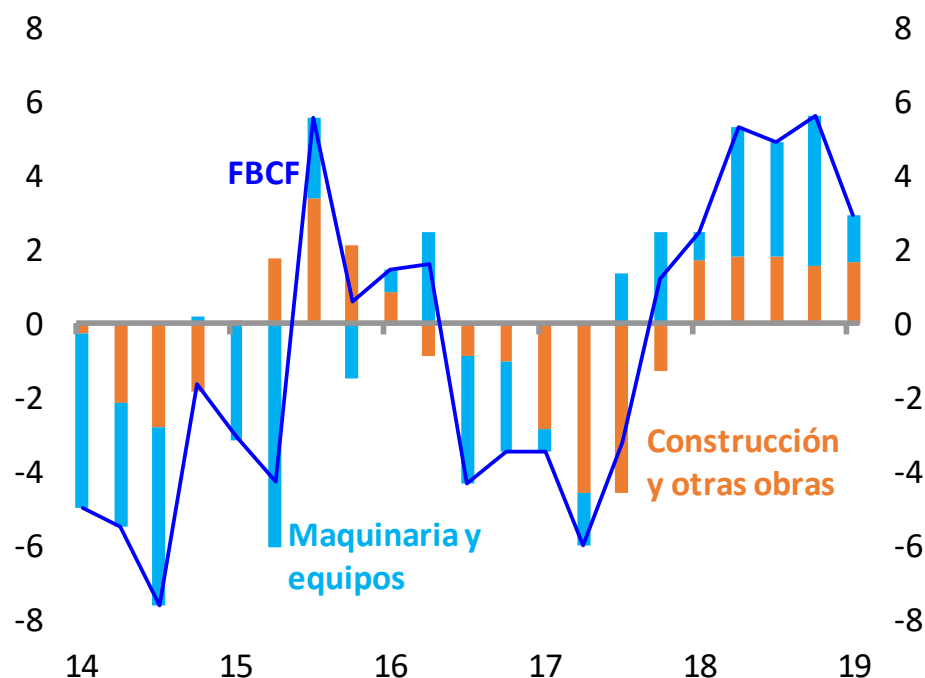


(1) Incluye los sectores Agropecuario-silvícola, Pesca y Electricidad, gas, agua y gestión de desechos. (2) Incluye Industria Manufacturera, Construcción, Comercio, restaurantes y hoteles, Servicios financieros y empresariales, Transporte, Comunicaciones, Servicios de vivienda, Servicios personales, Administración pública, IVA y Derechos de importación. Fuente: Banco Central de Chile.

En la demanda, se observó una desaceleración importante de la inversión en maquinaria y equipos, mientras que la destinada a construcción y otras obras resultó más acorde con lo previsto. También destacó la caída de las exportaciones nominales, en particular de la minería y los productos manufactureros.

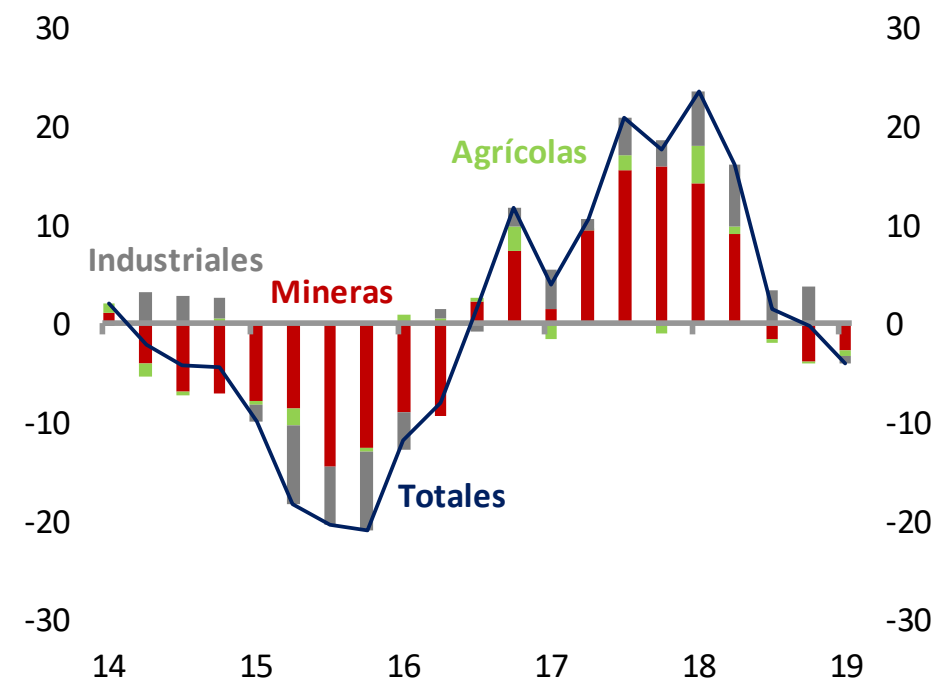
Contribución al crecimiento anual de la FBCF

(incidencias, puntos porcentuales)



Crecimiento nominal anual de las exportaciones

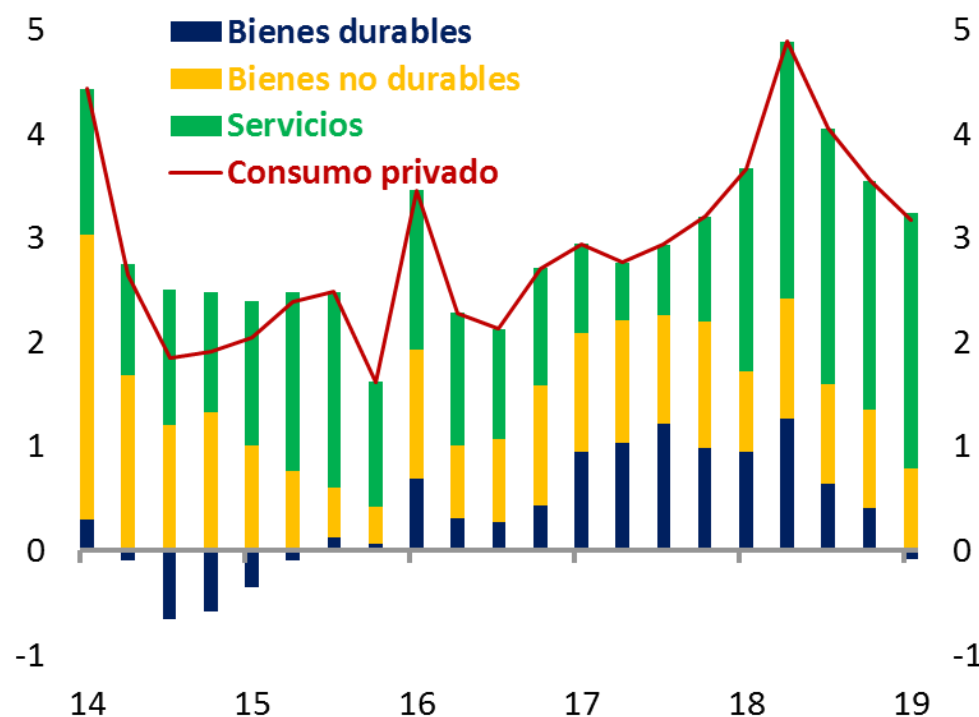
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

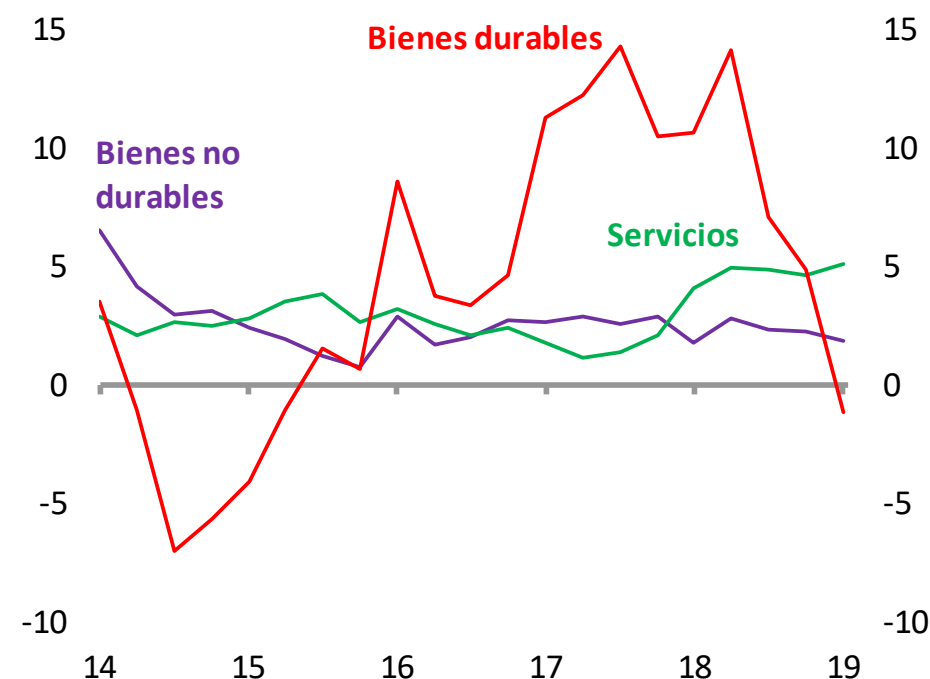
El consumo resultó en línea con lo previsto, destacando un mayor aporte del componente habitual, especialmente de los servicios. El consumo de bienes durables ha reflejado la baja de las ventas automotrices tras los máximos históricos alcanzados el 2018. Las ventas de otros bienes durables han ido aumentando.

Incidencias en el crecimiento anual del consumo privado
(puntos porcentuales)

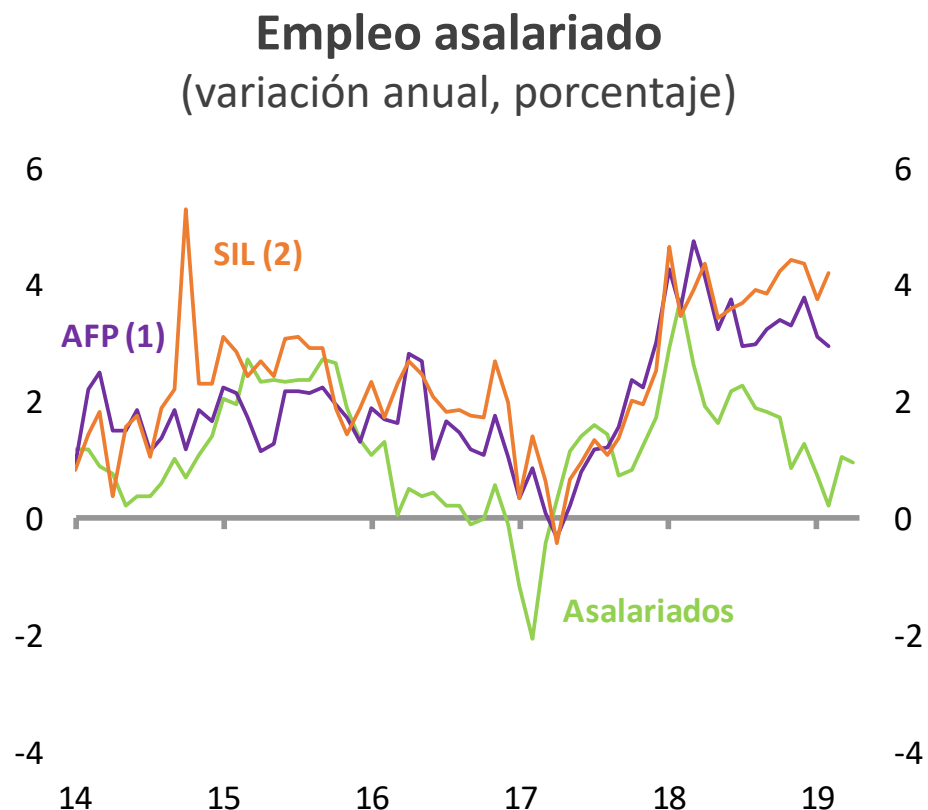


Fuente: Banco Central de Chile.

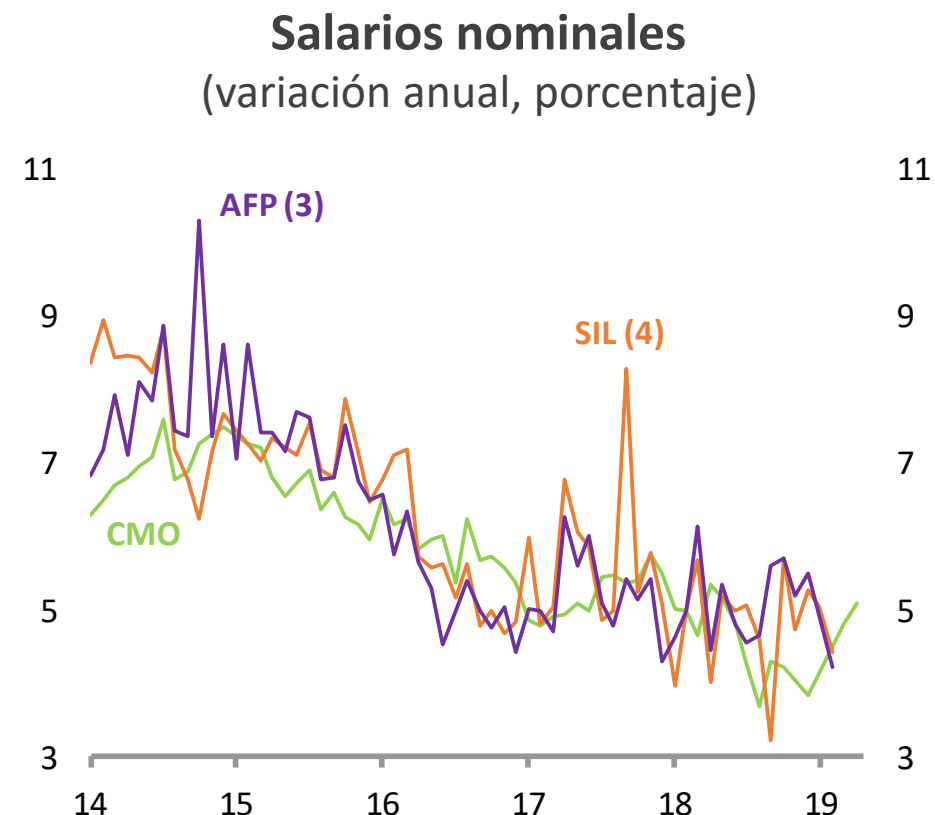
Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)



En el mercado laboral, las últimas cifras muestran una evolución más positiva, en particular del empleo. Los salarios nominales se aceleraron en el margen, pero las presiones salariales se mantienen acotadas.



(1) Corresponde al número de cotizantes dependientes. (2) Total de cotizantes del seguro de cesantía. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo y Superintendencia de Pensiones.

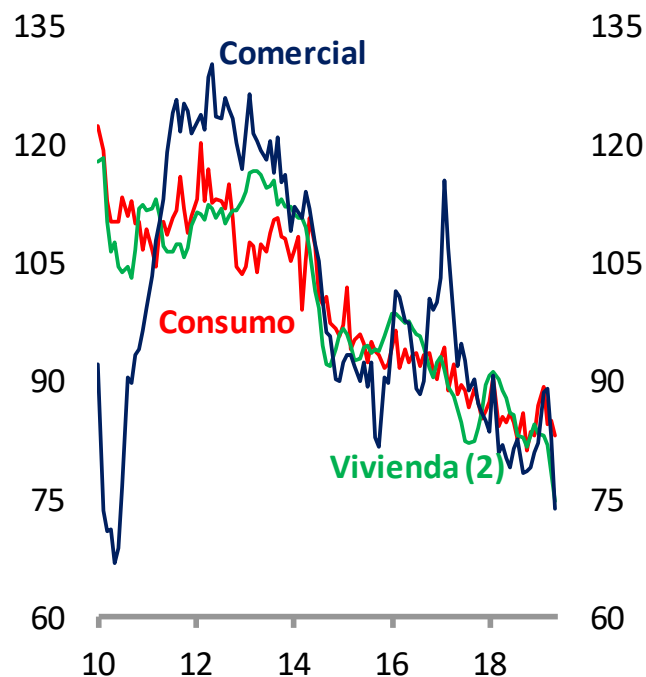


(3) Ingreso imponible promedio. (4) Remuneración imponible promedio de los cotizantes del seguro de cesantía. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo y Superintendencia de Pensiones.

Las condiciones crediticias locales continúan favorables, con tasas de interés de colocación que han disminuido, en especial las hipotecarias y comerciales. Lo mismo ocurre con las tasas del mercado de renta fija, influidas por la evolución de sus símiles externas, una reducción de las perspectivas de actividad y por la trayectoria esperada de la TPM por parte del mercado.

Tasa de interés por tipo de colocación (1)

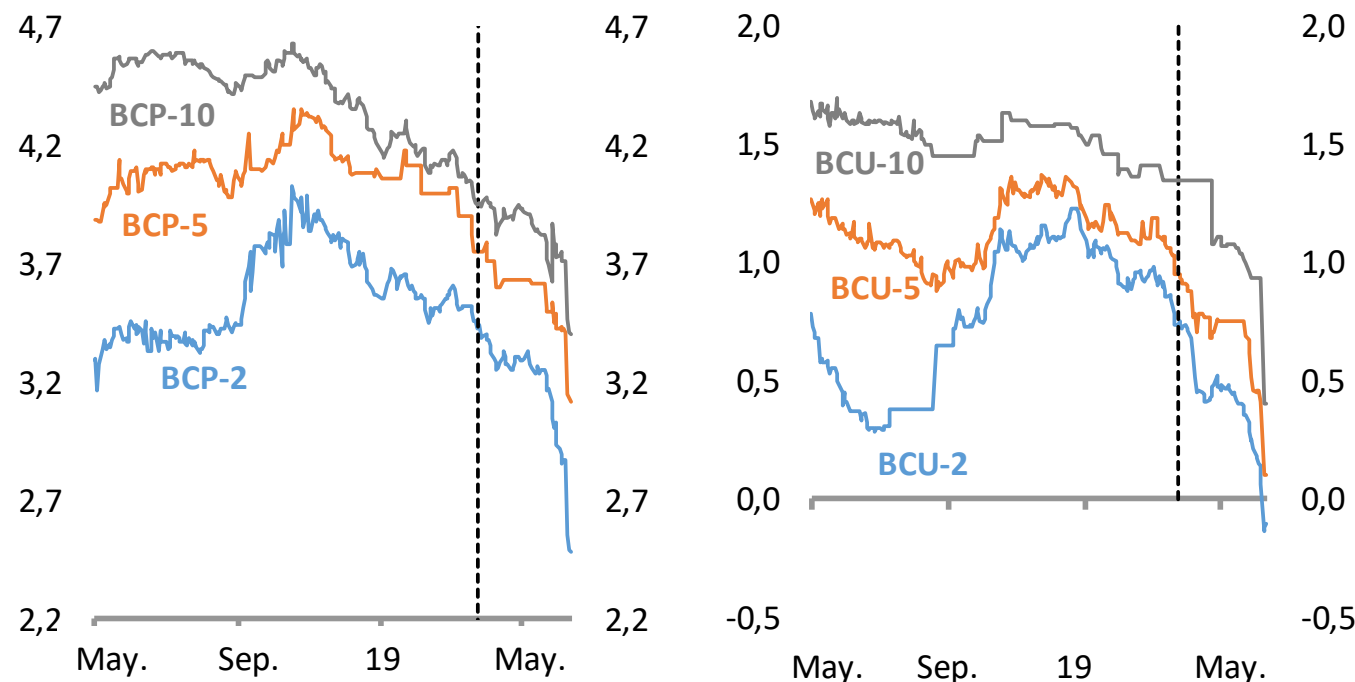
(índice 2010-2019=100)



(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.

Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (3)

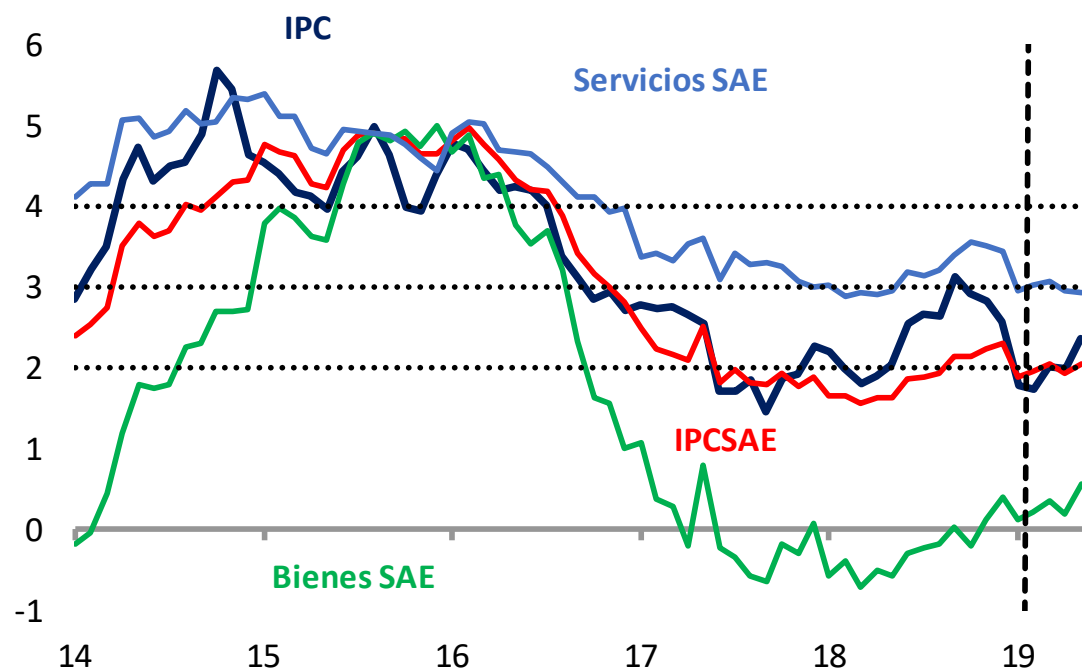
(porcentaje)



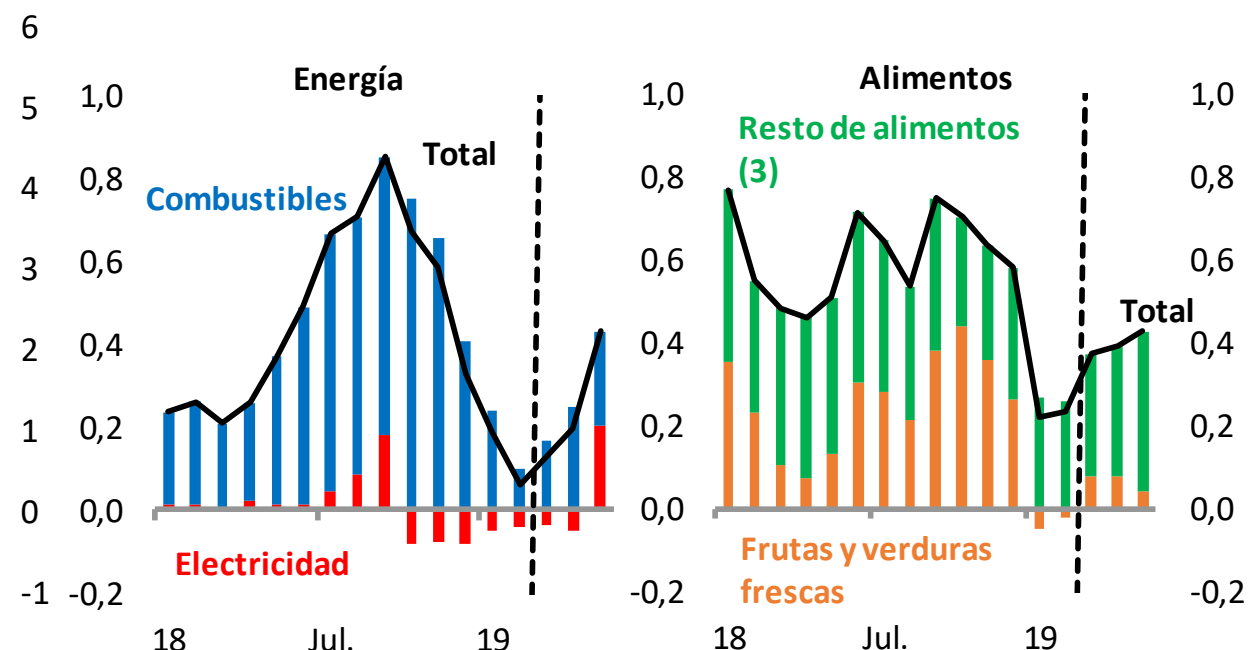
(3) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación ha evolucionado en línea con lo esperado. La variación anual del IPC alcanzó 2,3% a mayo y el IPCSAE se ha mantenido en torno a 2%. Si algo, resalta el mayor aporte de los alimentos y la energía.

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

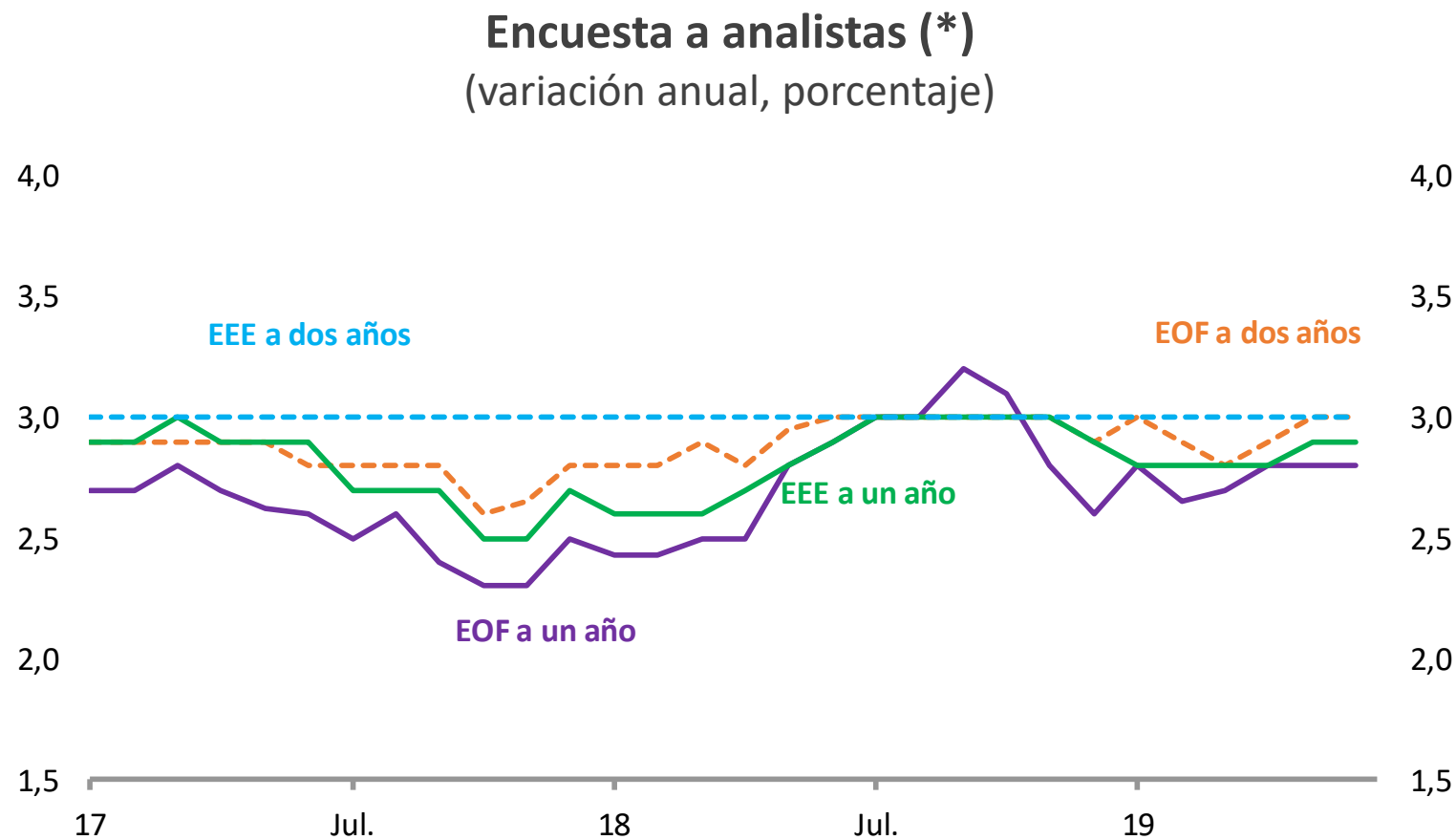


Incidencia de la energía y los alimentos en la inflación anual total (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. (2) A partir de enero del 2018 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (3) Considera alimentos y bebidas no alcohólicas sin frutas y verduras frescas. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Las expectativas privadas de inflación han mostrado ciertas alzas, con efectos más notorios en el corto plazo y ligados principalmente al precio de la energía. A diciembre de este año y a un año plazo, se ubican algo por debajo de 3% anual, mientras que a dos años plazo se mantienen en torno a ese valor.



(*) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. Fuente: Banco Central de Chile.

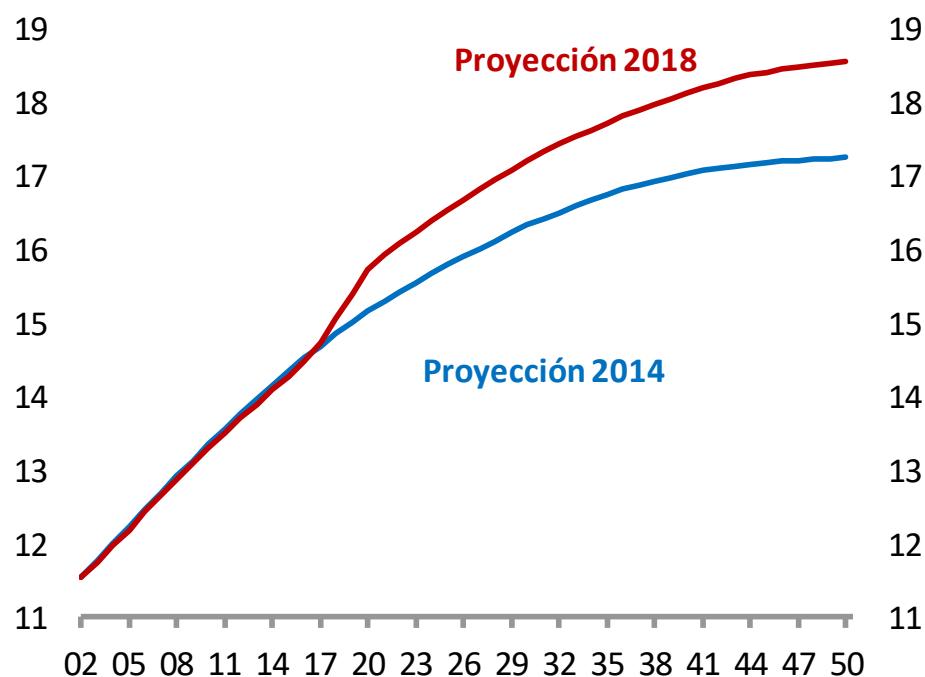


3

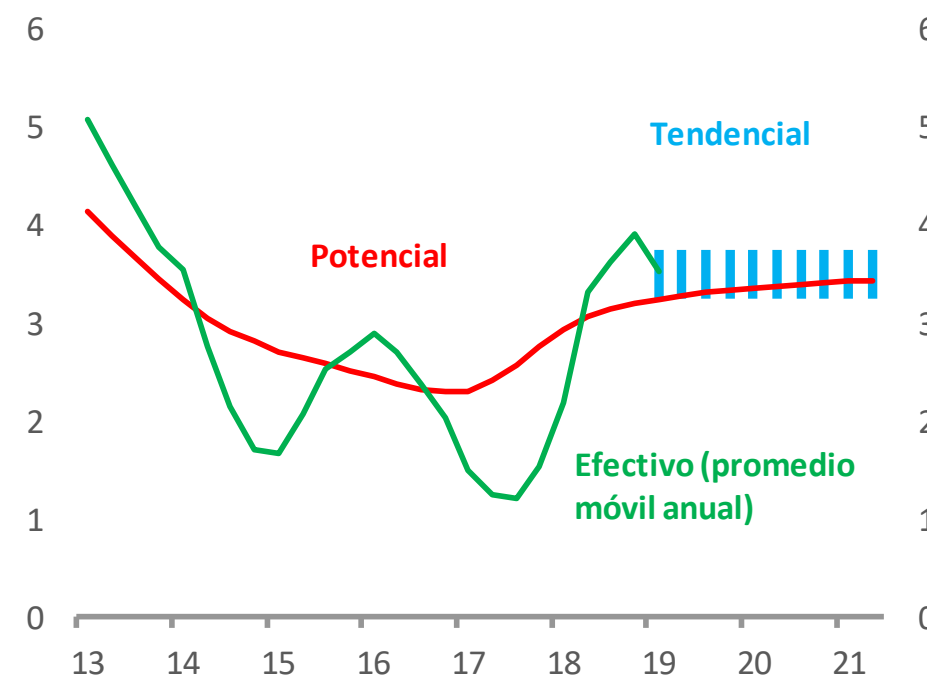
Perspectivas y riesgos

La actualización de la estimación de los parámetros estructurales permitió cuantificar el efecto del importante flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial y potencial de la economía, aumentando ambos. El primero se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75% para el período 2019-2028, mientras el segundo se sitúa en torno a 3,4% en el período 2019-2021.

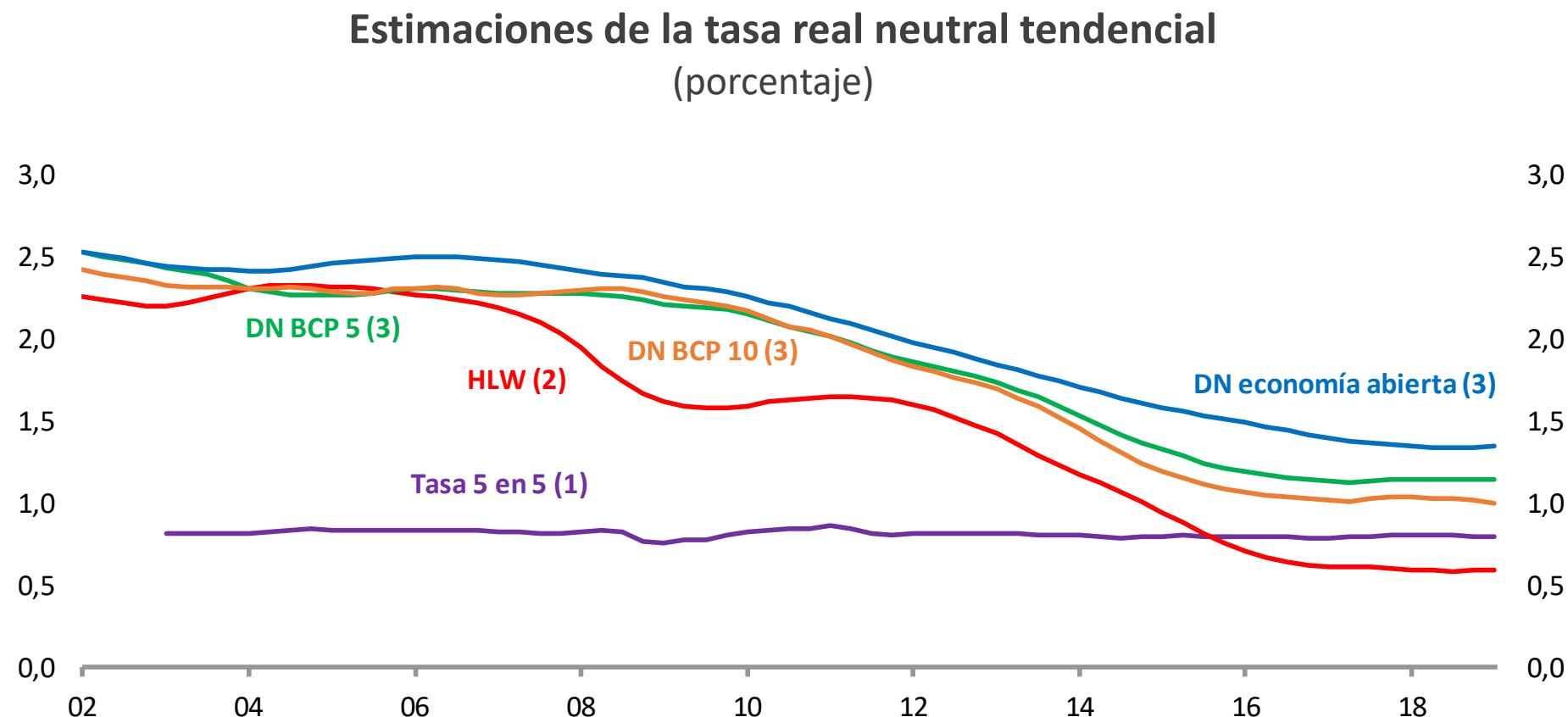
**Proyecciones de población en
edad de trabajar**
(millones de personas, 2002-2050)



PIB no minero
(variación real anual, porcentaje)

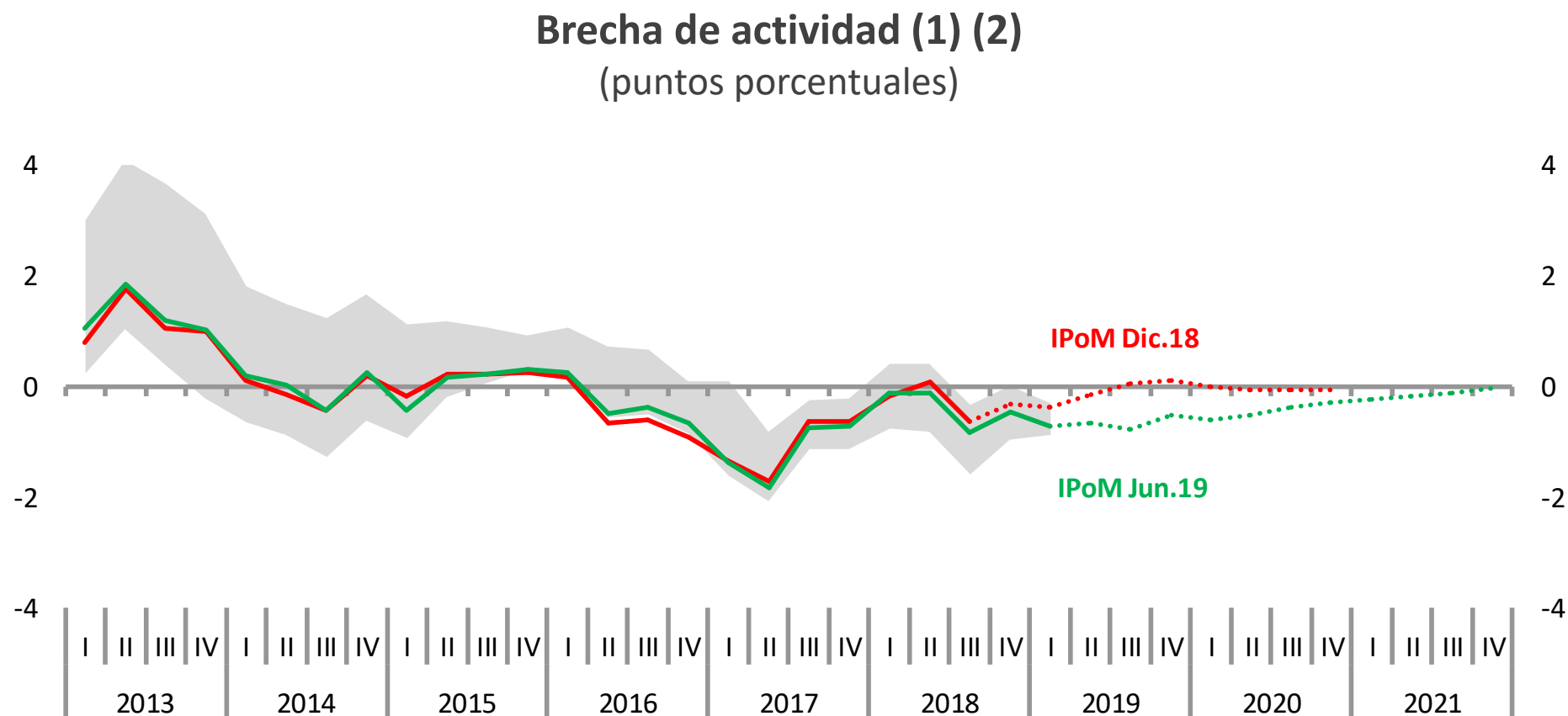


El rango para la Tasa de Política Monetaria neutral se ha reestimado a la baja en 25 puntos base, hasta 3,75-4,25%. Esto refleja un impacto de la caída de las tasas neutrales a nivel internacional mayor al de la inmigración sobre el crecimiento tendencial y potencial.



(1) Tasa 5 en 5 se deriva de los precios de los activos financieros corregida por premios por plazo. (2) Basado en Holston, Laubach y Williams (2017). (3) Basado en Del Negro *et al.* (2017), utilizando datos del BCP a 5 años, del BCP a 10 años y consideraciones para una economía abierta. Ver Recuadro V.2, IPoM junio 2019. Fuente: Banco Central de Chile.

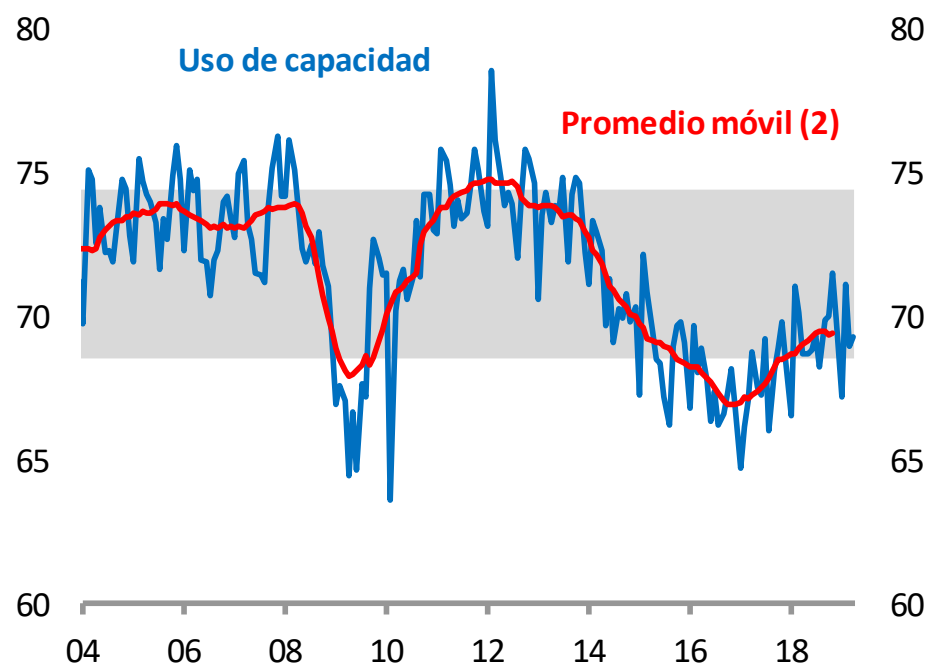
La actualización de las estimaciones de los parámetros estructurales y la debilidad de la economía en el primer trimestre de este año se traducen en un nivel de la brecha de actividad de -0,7 puntos porcentuales, más amplio que el considerado anteriormente.



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de inferencia del PIB potencial (métodos trivariado, FMV-X, HP, SVAR, MEP, SSA y Brecha XMAS Migración). Ver Aldunate et al. (2019). (2) Líneas punteadas corresponden a la proyección.

Otros indicadores, como el uso de capacidad en la industria y la generación eléctrica, también apuntan a que persisten holguras de capacidad en la economía.

IMCE: Uso de capacidad (1)
(porcentaje de uso de capacidad instalada)



(1) Área gris corresponde a la media (72,3) $\pm$ una desviación estándar. (2) Promedio móvil centrado en $\pm$ seis meses. Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/ Universidad Adolfo Ibáñez.

Generación eléctrica SIC (3)
(desviación respecto de su tendencia)



(3) Componente cíclico se obtiene a partir de un *band pass filter* (Ver Christiano y Fitzgerald (2003)). Fuentes: Banco Central de Chile y CDEC-SIC.

En el escenario base, se ajusta a la baja el rango de crecimiento proyectado para el 2019, principalmente por el desempeño del primer trimestre. Para los próximos dos años se estiman tasas de crecimiento de entre 3 y 4%, pues se espera que los efectos del flujo migratorio sean más patentes.

Escenario interno (variación anual, porcentaje)

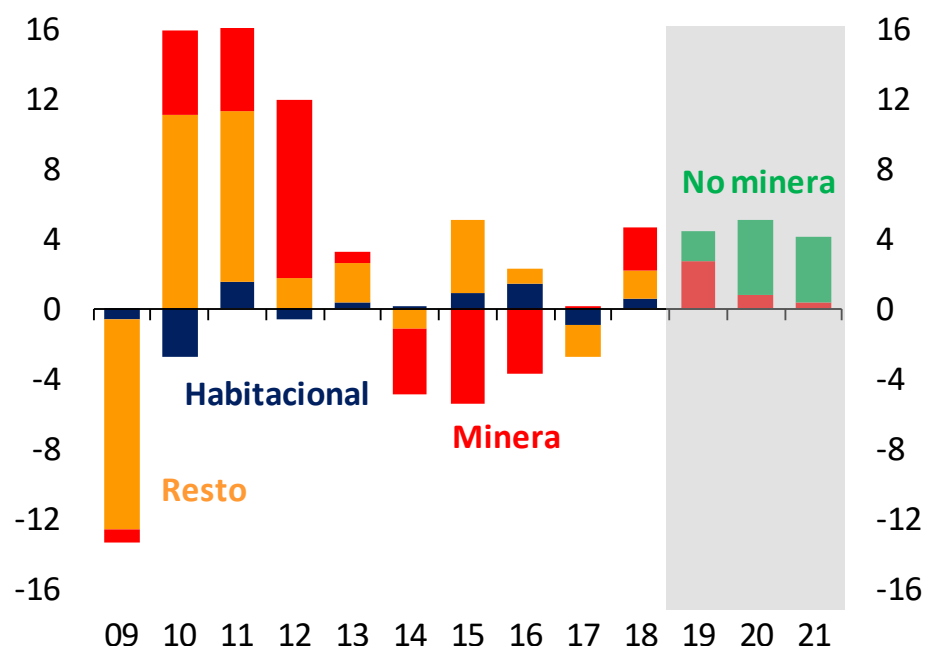
	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
		IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
PIB	4,0	3,0-4,0	2,75-3,5	3,0-4,0	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0
PIB minero	5,2						
PIB no minero	3,9						
Demanda interna	4,7	3,7	2,9	3,5	3,8	3,3	3,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	3,9	3,4	3,7	3,9	3,5	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,7	6,2	4,5	4,3	5,1	3,9	4,1
Consumo total	3,7	3,3	3,1	3,5	3,5	3,4	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	3,6	0,6	2,9	3,6	2,9	2,7
Importaciones de bienes y servicios	7,6	4,5	0,6	2,9	4,3	2,6	2,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	20,1	19,9	20,3	20,2	20,4	20,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,3	21,8	21,8	22,0	22,1	22,2	22,3

(f) Proyección.

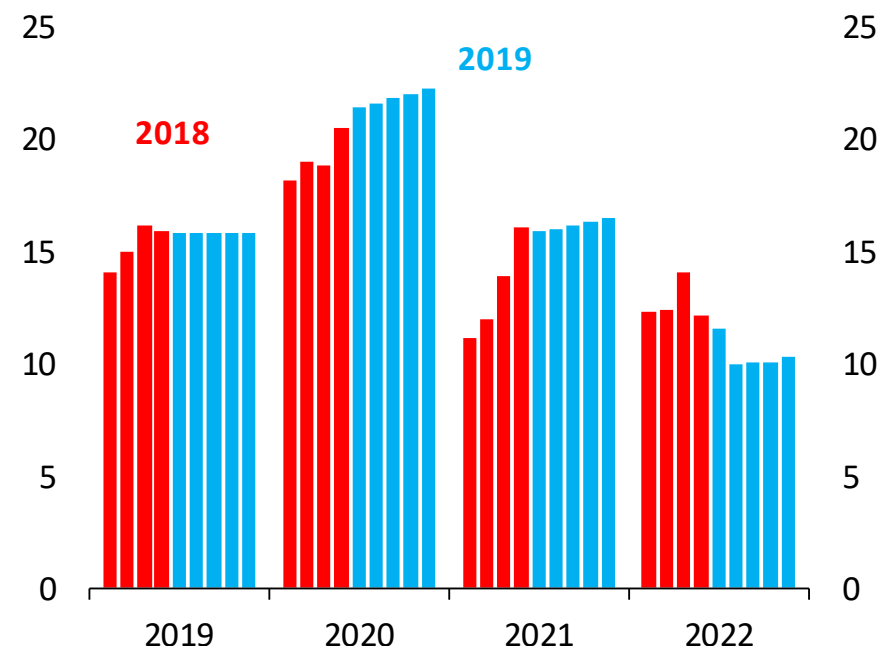
Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado del gasto, la proyección para la formación bruta de capital fijo se ajusta a la baja, principalmente por el débil desempeño de maquinaria y equipos. No obstante, el componente de construcción y otras obras se ha mantenido dinámico y se prevé un desempeño positivo hacia adelante.

Incidencias reales anuales en la FBCF (1)
(porcentaje)



OGPS: Catastro de proyectos de inversión (2)
(miles de millones de dólares)

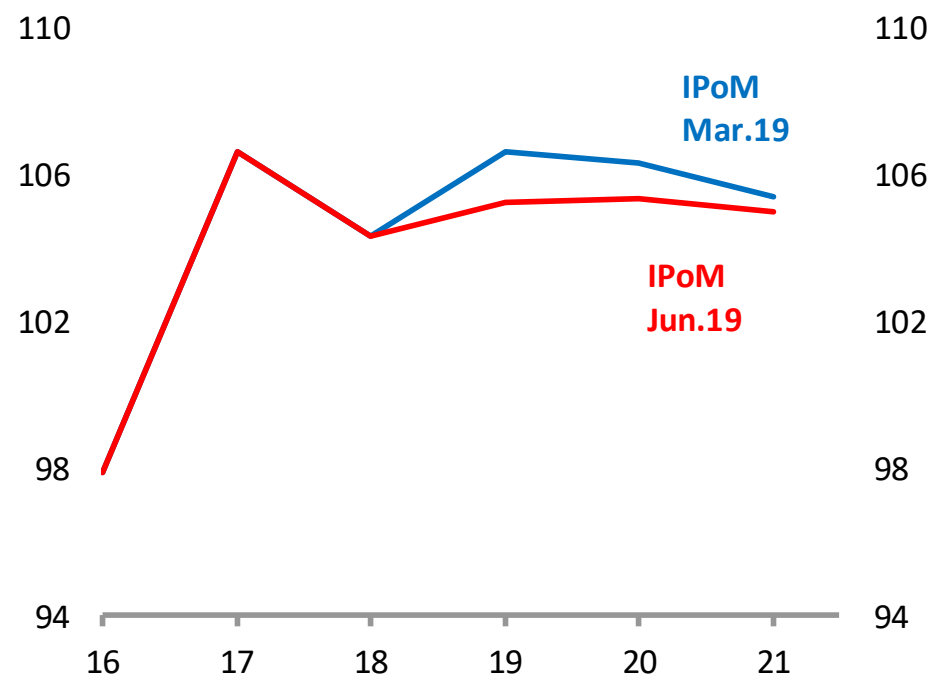


(1) Para el 2018 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Las proyecciones de los años 2019, 2020 y 2021 se elaboran utilizando modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

(2) Las barras para las ediciones del catastro del año 2018 corresponden a los meses entre septiembre y diciembre, ambos inclusive, en orden consecutivo. Lo mismo aplica para el 2019, que comprende los meses entre enero y mayo. Fuentes: Oficina de Gestión de Proyectos Sustentables, Ministerio de Economía, y Corporación de Bienes de Capital.

El impulso externo que recibirá la economía chilena será menor al previsto en marzo y al de los dos años anteriores. El escenario base ajusta levemente a la baja la expansión prevista para los socios comerciales y la proyección para los términos de intercambio.

Términos de intercambio
(índice 2013=100)



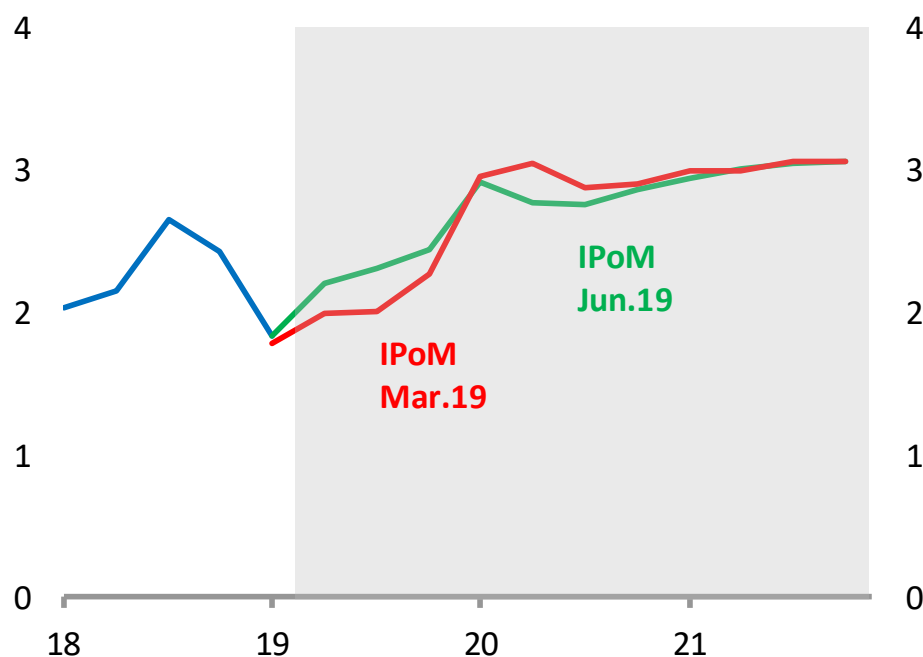
Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (e)	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
			IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
Mundo a PPC	3,7	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
Mundo a TC de mercado	3,2	3,0	2,6	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7
Socios comerciales	3,7	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
Estados Unidos	2,2	2,9	2,1	2,2	1,7	1,7	1,7	1,7
Eurozona	2,4	1,8	1,1	1,1	1,5	1,5	1,6	1,6
Japón	1,9	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	1,0	1,0
China	6,9	6,6	6,1	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9
India	6,7	7,1	7,5	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4
Resto de Asia	4,4	4,1	3,9	3,8	3,9	3,8	4,0	4,0
América Latina (excl. Chile)	1,1	0,5	1,6	0,8	2,3	2,0	2,7	2,5
Exp. de prod. básicos	2,7	2,2	2,2	2,0	2,2	2,0	2,2	2,2

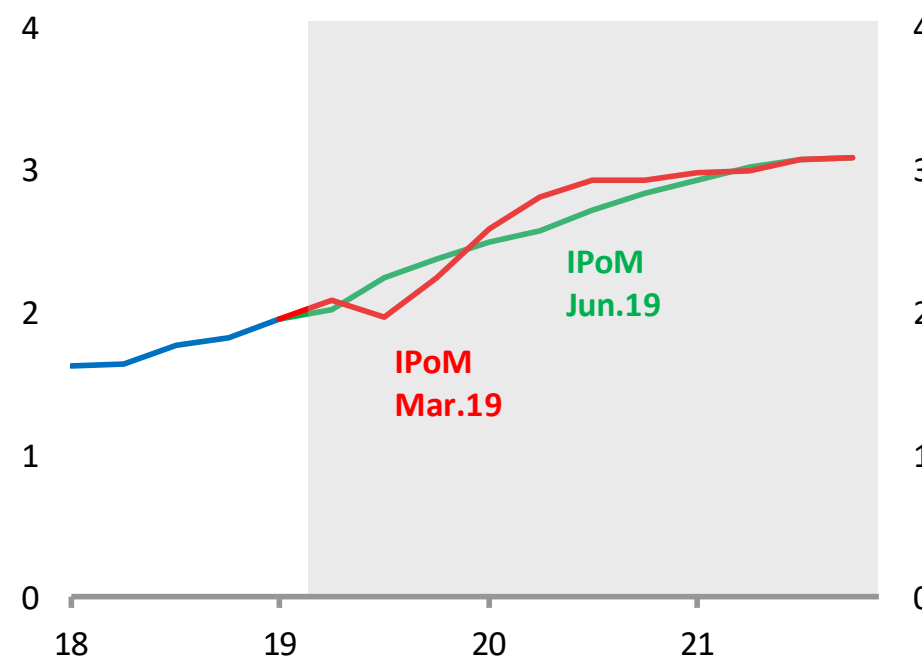
(e) Estimación. (f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

Con todo, la inflación del IPC convergerá a 3% durante el 2020, mientras que el IPCSAE llegará a ese valor a comienzos del 2021. Para diciembre de este año la inflación total se ubicará en 2,8% y la del IPCSAE en 2,6%.

Inflación IPC (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Se utilizan las canastas oficiales de cada momento del tiempo. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2019, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está equilibrado.

Riesgos externos sesgados a la baja

- Extensión guerra comercial
- Tensiones político-económicas
- Deterioro abrupto de las condiciones financieras

Riesgos internos para la actividad sesgados a la baja

- Desempeño de la inversión por debajo de lo esperado
- Mayor debilidad del sector minero

Riesgos equilibrados para la inflación

- Efectos de la inmigración distintos de lo esperado
- Impactos de un deterioro del escenario externo

Escenarios de sensibilidad

Escenarios	PIB	Inflacion	TPM
Deterioro Escenario Externo	(-)	(-)	Mayor estímulo
Menor productividad	(-)	(+)	Menor estímulo
Mayor participación laboral	(+)	(-)	Mayor estímulo

Comentarios finales

La evaluación del Consejo sobre el escenario y sus perspectivas, que incluyen la actualización de los parámetros estructurales y la evolución reciente de la economía, indicaron que se requería de un mayor impulso monetario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Por esta razón, en su Reunión de junio, el Consejo decidió reducir la TPM en 50pb, hasta 2,5%.

El ajuste realizado en la TPM no significa que ésta no se pueda ajustar en el futuro ante cambios en el entorno macroeconómico que así lo sugieran.

Hacia adelante, el inicio de la normalización de la TPM dependerá de nuestra convicción de que la inflación se encuentra en un claro proceso de convergencia al 3%. Para esta evaluación será especialmente importante la forma en que el mercado laboral absorba el fuerte flujo inmigratorio, la respuesta de la inversión y los desarrollos del escenario externo.

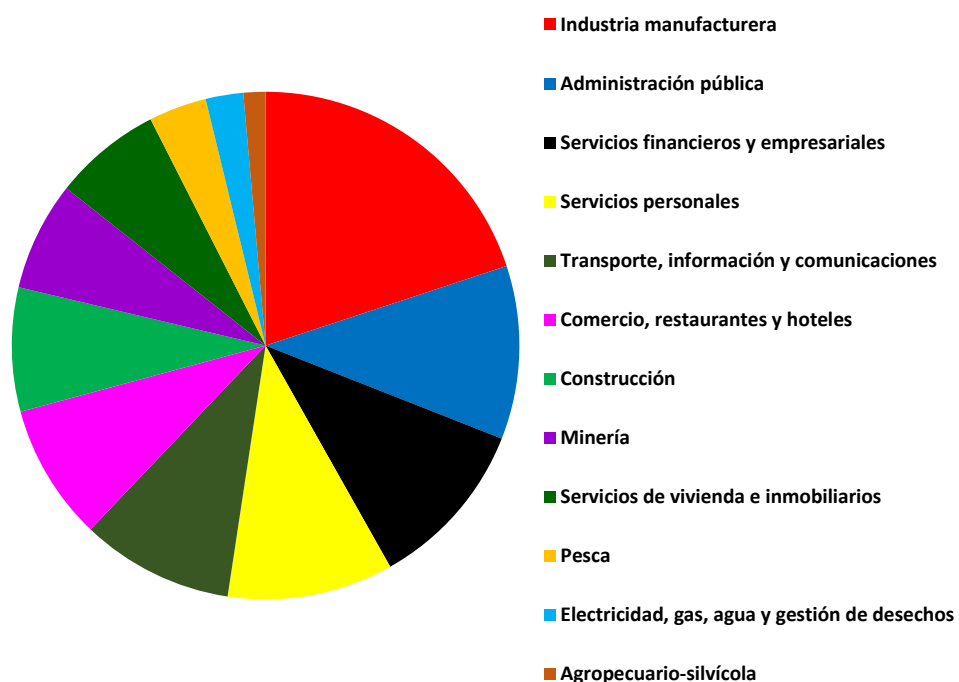
1

Región de Magallanes y de la Antártica Chilena

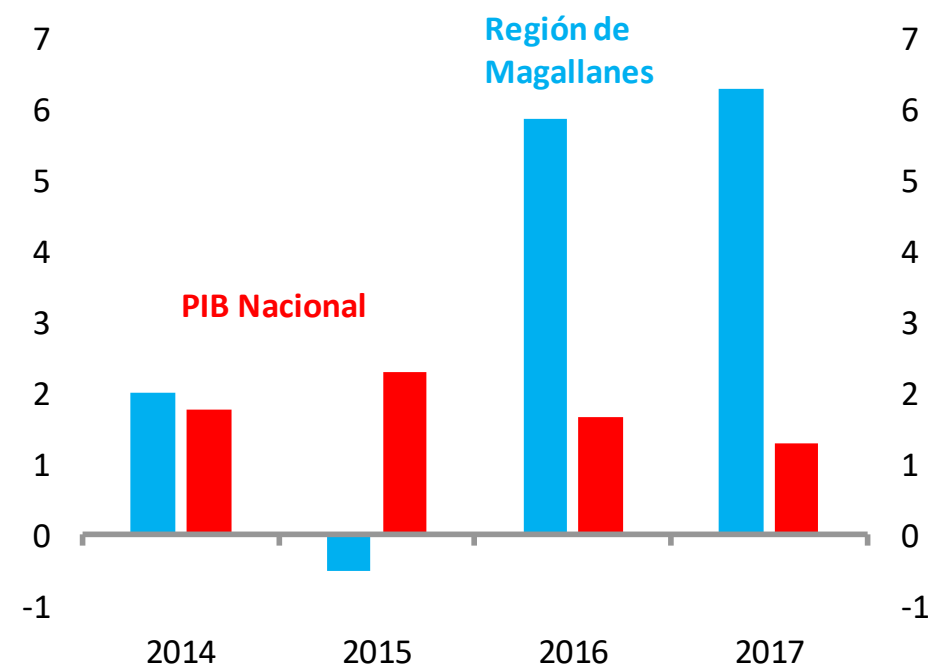


La industria manufacturera, la administración pública y los servicios financieros y empresariales representan un 40% del PIB de la región. La tasa de crecimiento de la actividad sobrepasó a la del país en el período 2016-17.

Composición sectorial del PIB regional
(porcentaje)

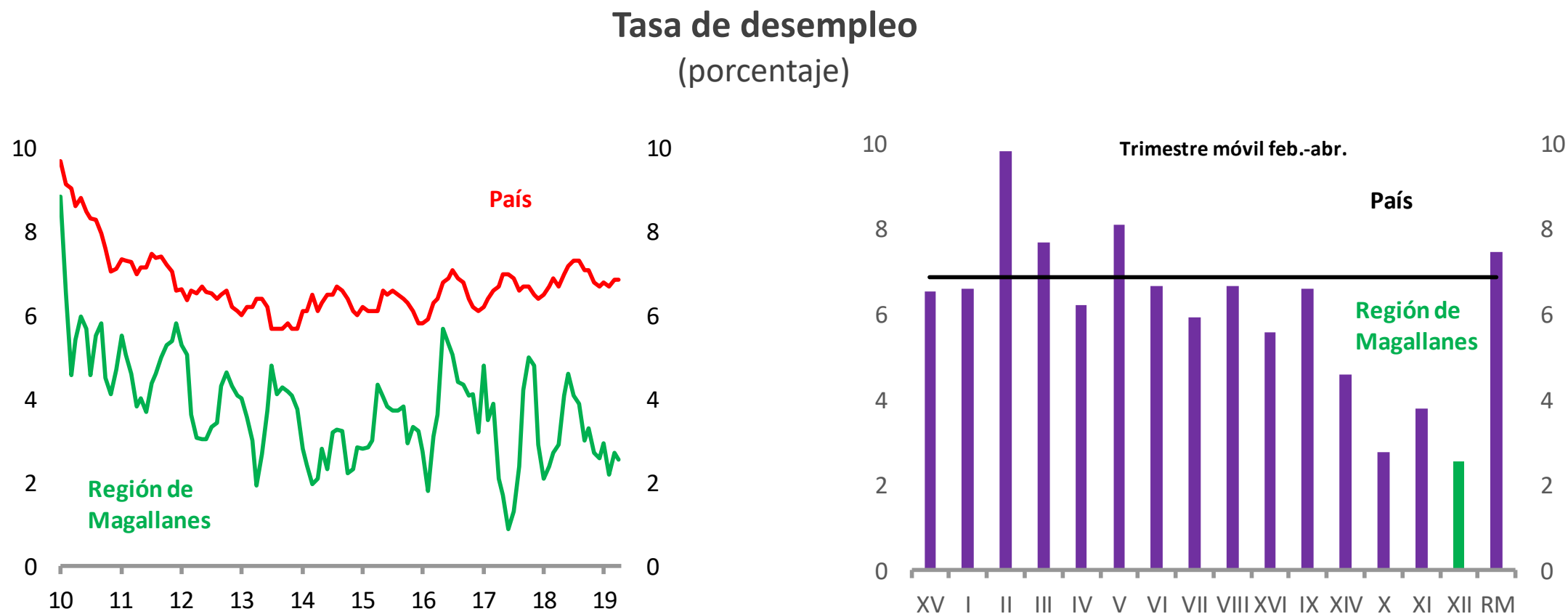


PIB nacional y de la región
(variación anual, porcentaje)



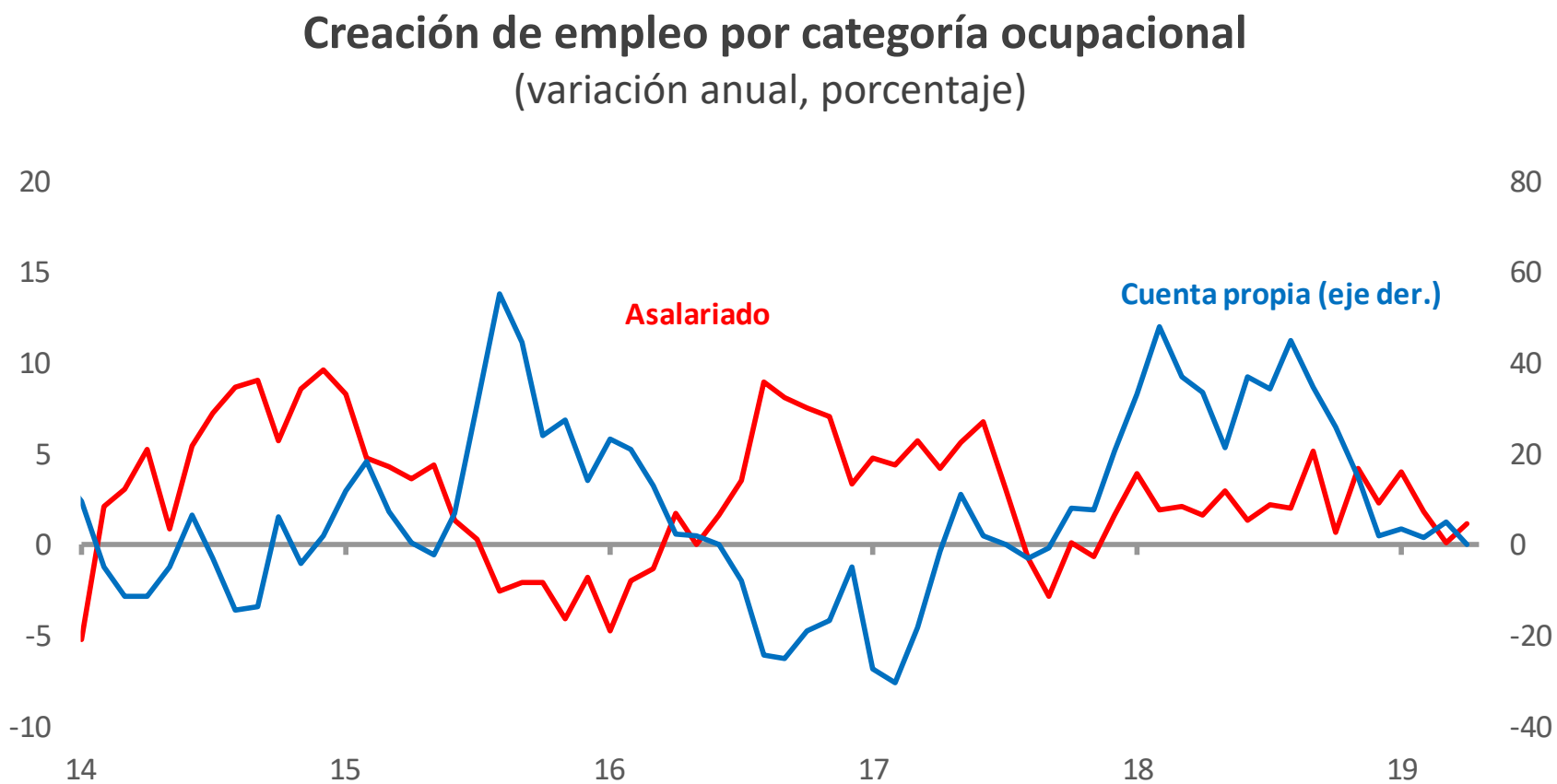
Fuente: Banco Central de Chile.

La tasa de desempleo de la región es la más baja del país, y en lo más reciente muestra una tendencia decreciente.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

No obstante, la creación de empleo se ha desacelerado los últimos trimestres.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019



Rosanna Costa
Consejera

Banco Central de Chile, 14 de junio de 2019