



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2016

Joaquín Vial
Consejero



Introducción

La inflación anual del IPC ha evolucionado acorde a lo previsto y sigue determinada por los efectos directos e indirectos de la depreciación cambiaria y holguras de capacidad que son acotadas.

La actividad y la demanda perdieron fuerza a fines del 2015 y se prevé una paulatina recuperación en el horizonte de proyección.

El panorama externo se ha deteriorado, por el menor crecimiento de los socios comerciales, condiciones financieras más estrechas y menores términos de intercambio.

Las proyecciones de inflación son similares a la consideradas en diciembre. Esta se mantendrá por sobre 4% por un mes más y llegará a 3% en la primera mitad del 2017.

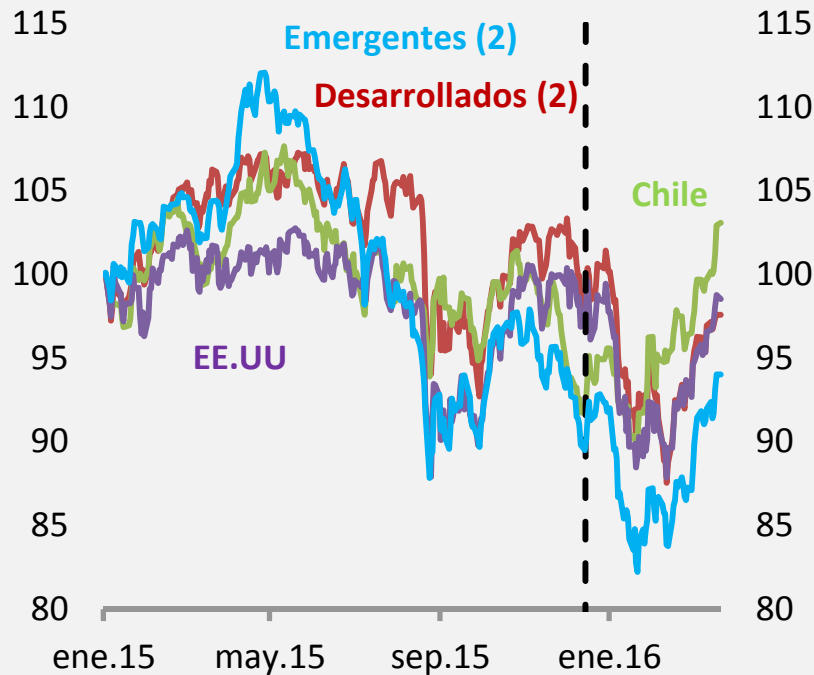
El Consejo ha mantenido la TPM en 3,5% en los últimos meses. Además, considera que se sigue requiriendo de un retiro parcial del estímulo monetario para la convergencia de la inflación a la meta, aunque a un ritmo más pausado que el previsto en diciembre.

Escenario internacional

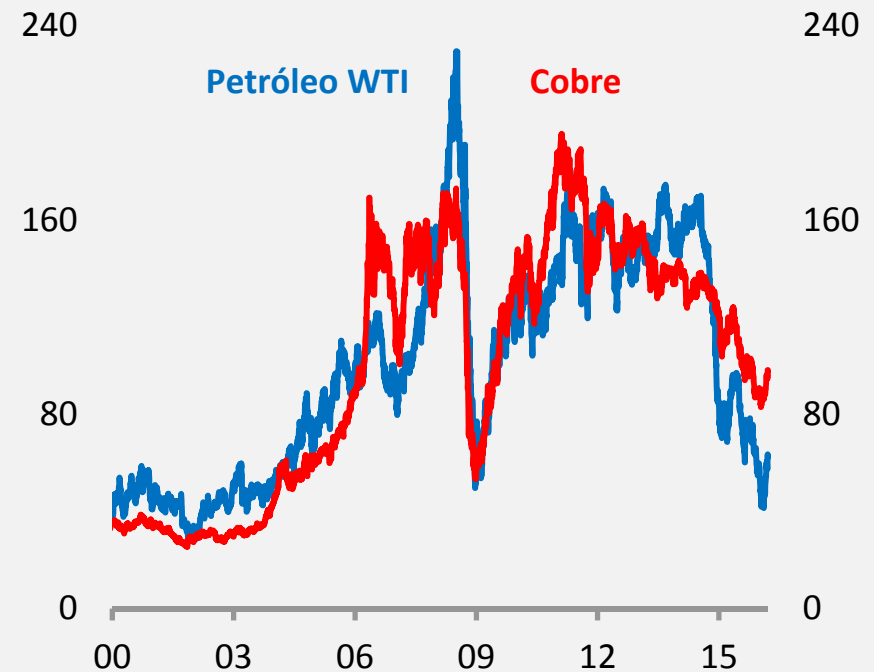


En los últimos meses ha destacado la alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, la que ha tendido a disiparse en las últimas semanas.

Mercados bursátiles (1) (índice 1 enero 2015=100)



Precio del petróleo WTI y cobre (índice, promedio 2000-2016 = 100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015.

(2) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

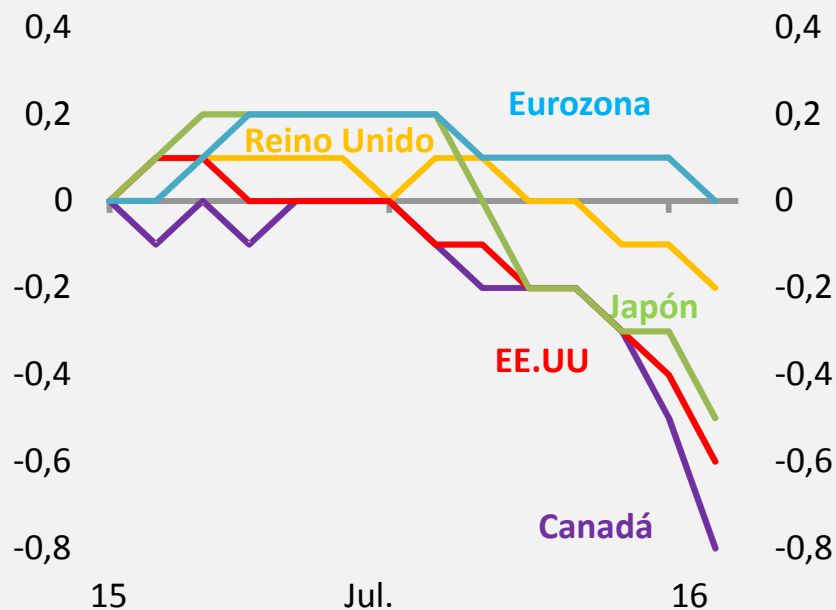
Fuente: Bloomberg.



Estos vaivenes estuvieron en parte ligados a dudas sobre el crecimiento mundial, en especial en EE.UU. Esto ha llevado a que las políticas monetarias del mundo desarrollado se hayan vuelto más expansivas, ya sea por anuncios o decisiones.

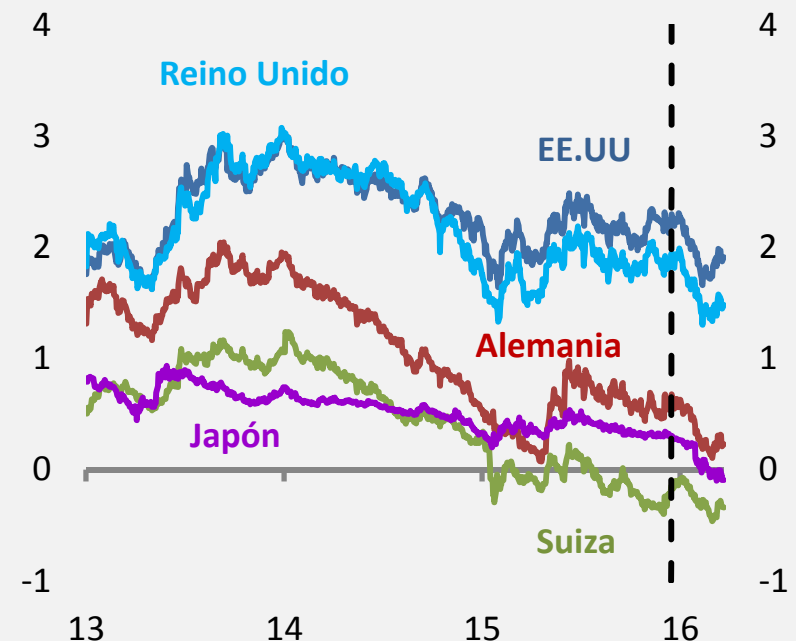
Cambio acumulado en la proyección de crecimiento para el 2016

(respecto de enero 2015, puntos porcentuales)



Tasas de interés de largo plazo (*)

(porcentaje)



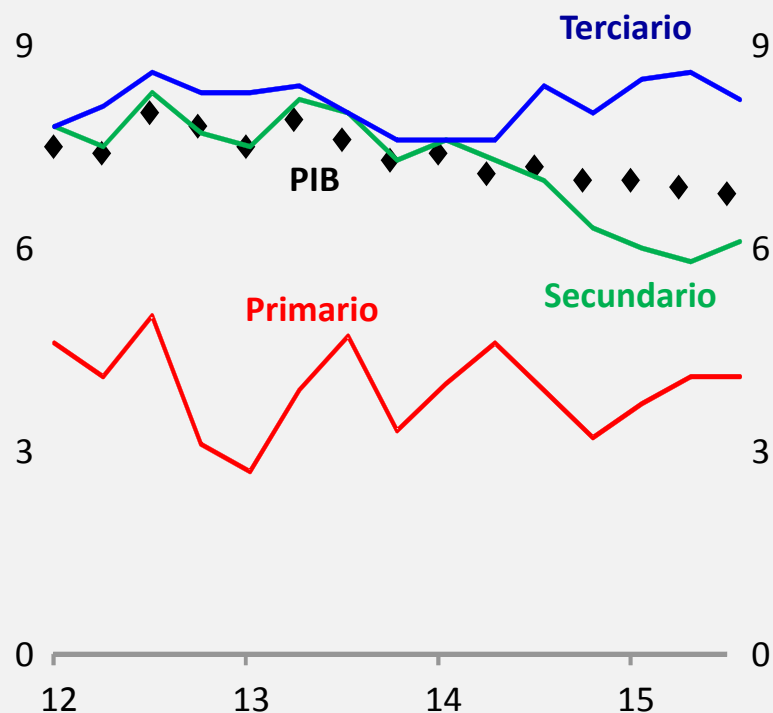
(*) Corresponde a la tasa de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. Fuentes: Consensus Forecasts y Bloomberg.



Otro factor que ha alentado la volatilidad de los mercados son las dudas sobre China, por la sostenibilidad de sus políticas y de su crecimiento.

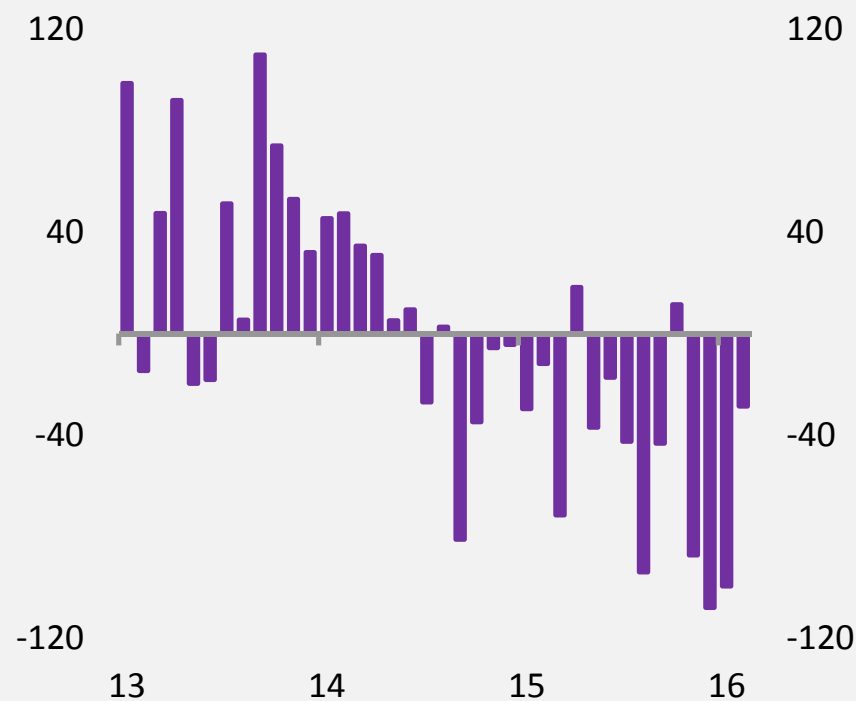
PIB sectorial

(variación anual, porcentaje)



Reservas internacionales

(variación mensual, miles de millones de US\$)



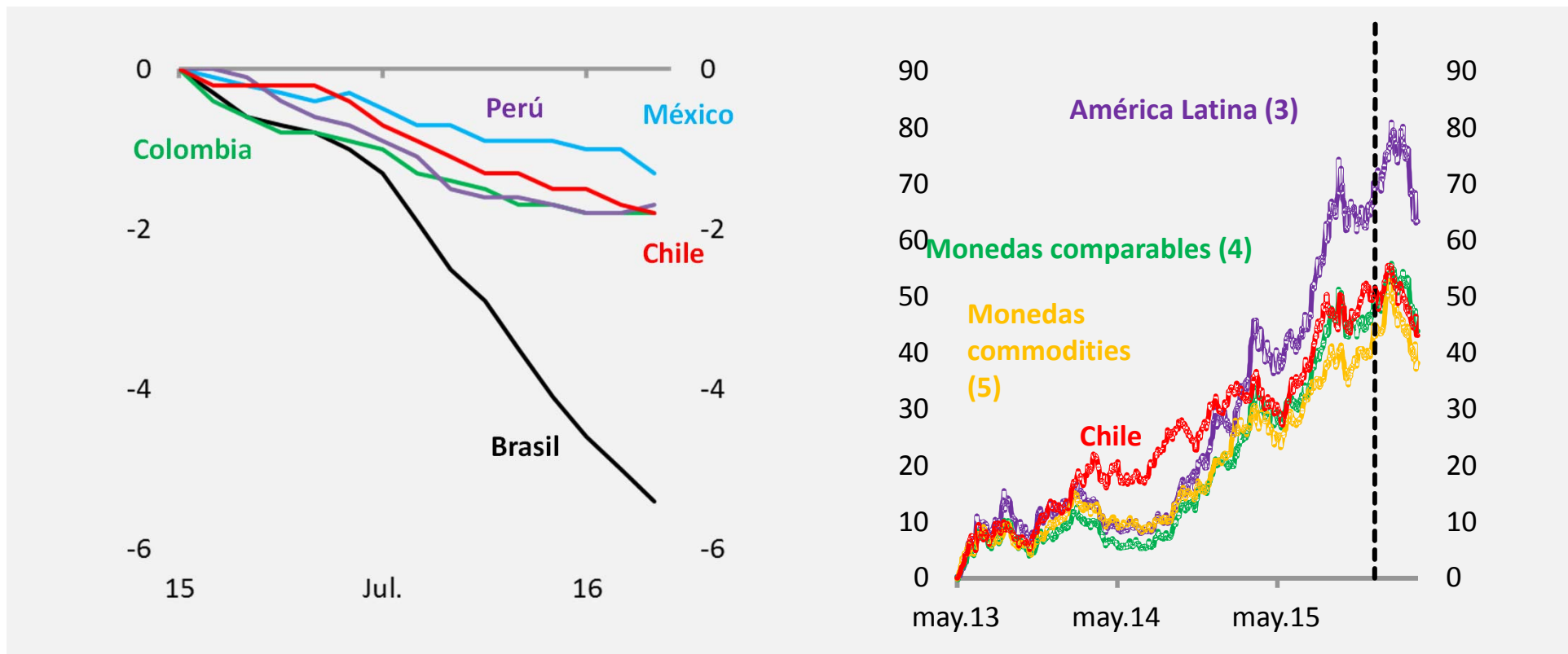
Fuente: Bloomberg.



Las tensiones en los mercados financieros mundiales se transmitieron con fuerza a América Latina por su alta exposición a los precios de las materias primas y a China.

Cambio en la proyección de crecimiento 2016
(puntos porcentuales)

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. (2) Índices de monedas construido en base a los ponderadores WEO octubre 2015. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (5) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

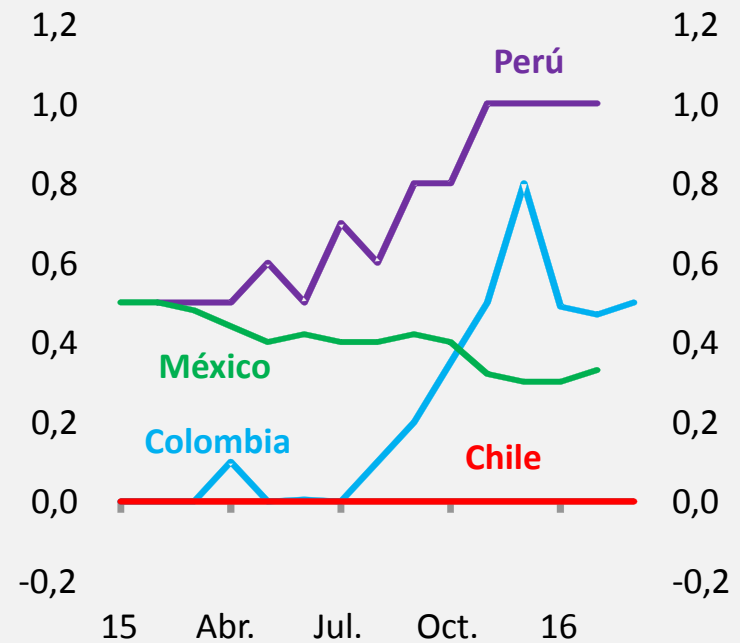
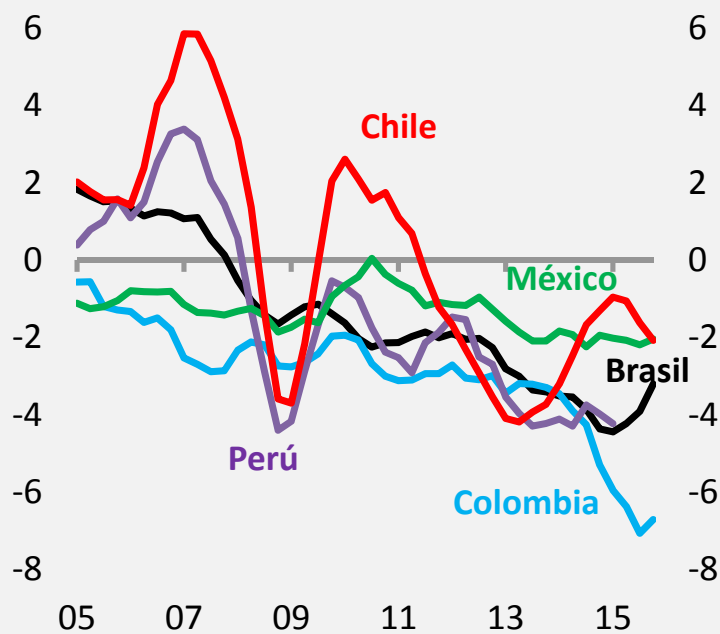
Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.



Se suma que varias economías de la región necesitan realizar un ajuste macro importante, la inflación ha aumentado y en algunas las expectativas de inflación superan la meta.

Balace de cuenta corriente
(porcentaje del PIB)

Desvío de la inflación a 2 años
respecto de la meta (*)
(puntos porcentuales)



(*) Corresponde a la diferencia de la inflación meta respecto de la inflación esperada a diciembre de 2017 para Perú y México, y a dos años para Chile y Colombia.

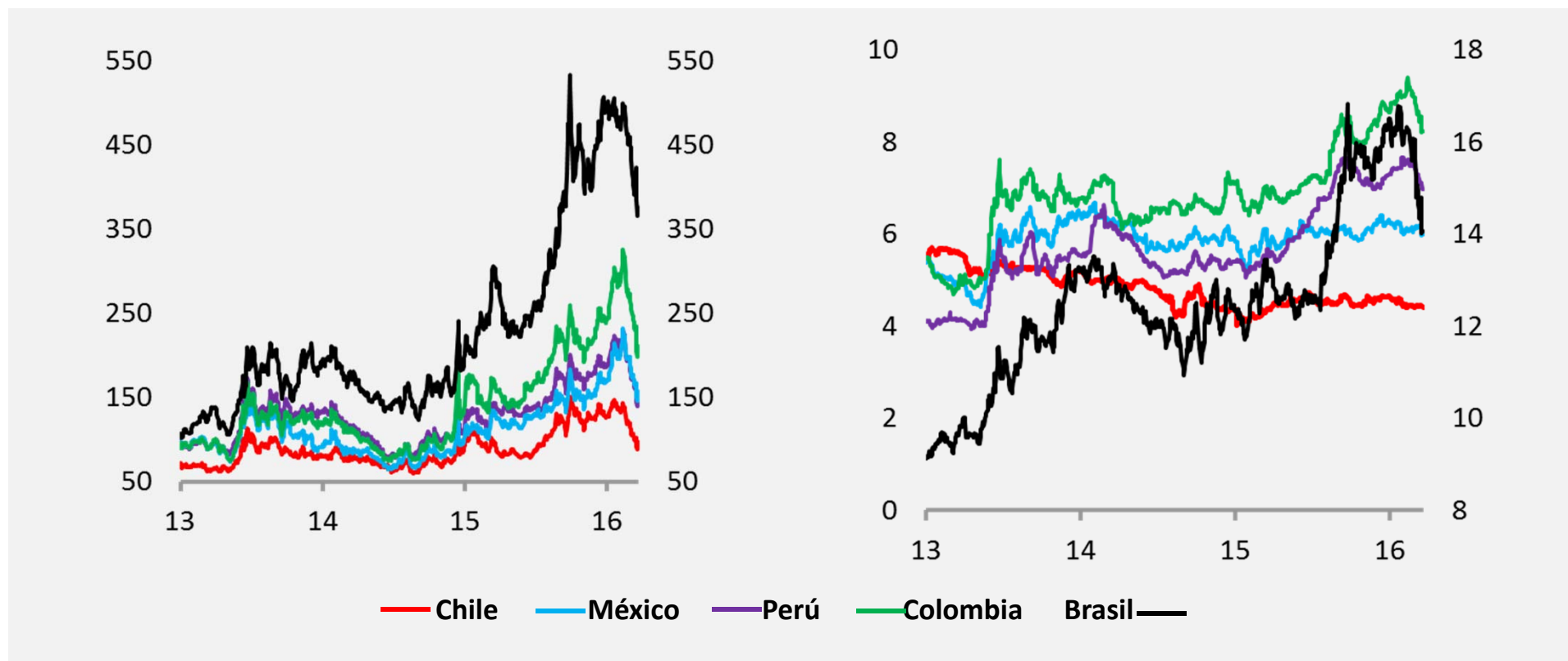
Fuentes: Consensus Forecasts, Bloomberg, Banco Central de Chile y de los respectivos países.



Chile se ha diferenciado, por ejemplo por un menor aumento del premio por riesgo y la estabilidad de sus tasas de interés de largo plazo.

Premios por riesgo soberano (1)
(puntos base)

Tasas de interés de largo plazo (2)
(porcentaje)



(1) Premios por riesgo medios por CDS a 5 años. (2) Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo. Para Chile considera bonos del Banco Central y de la Tesorería.

Fuente: Bloomberg.

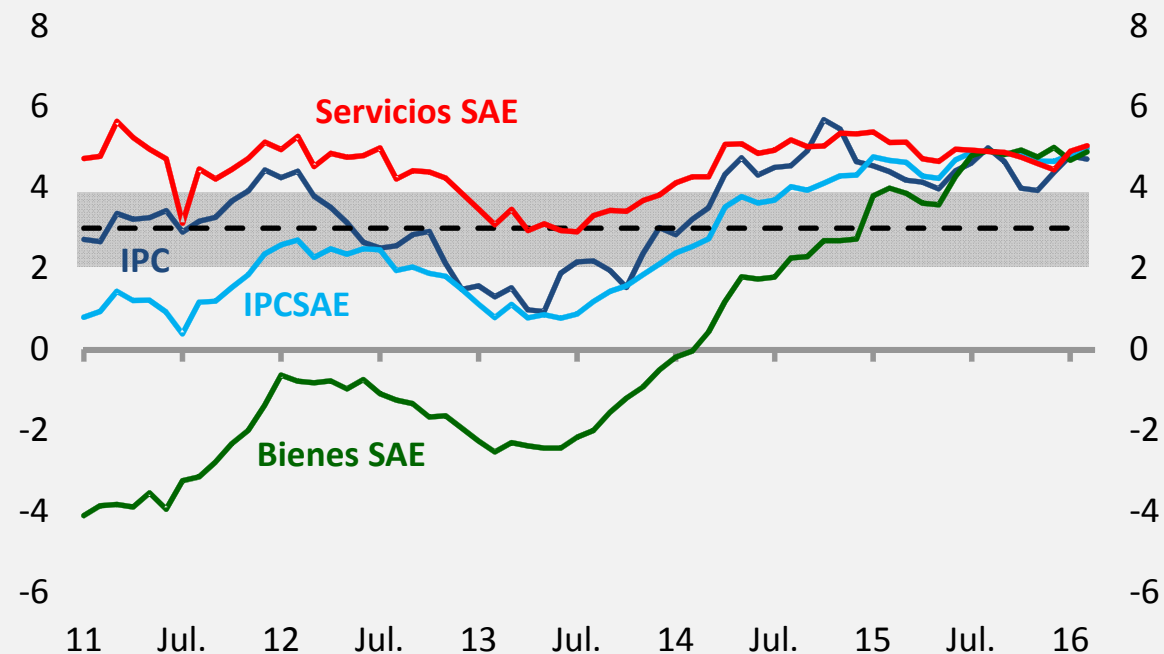


Escenario interno



La inflación ha evolucionado acorde con lo proyectado. Su nivel permanece alto, principalmente por los efectos de la significativa depreciación que ha acumulado el peso, en un contexto donde la indexación a la inflación pasada y acotadas holguras de capacidad han limitado una baja de la inflación de no transables.

Indicadores de inflación (*) (variación anual, porcentaje)



(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



Por el lado de la actividad, en la última parte del 2015 el crecimiento del PIB y la demanda interna fueron más débiles de lo esperado.

PIB por sectores
(variación anual, porcentaje)

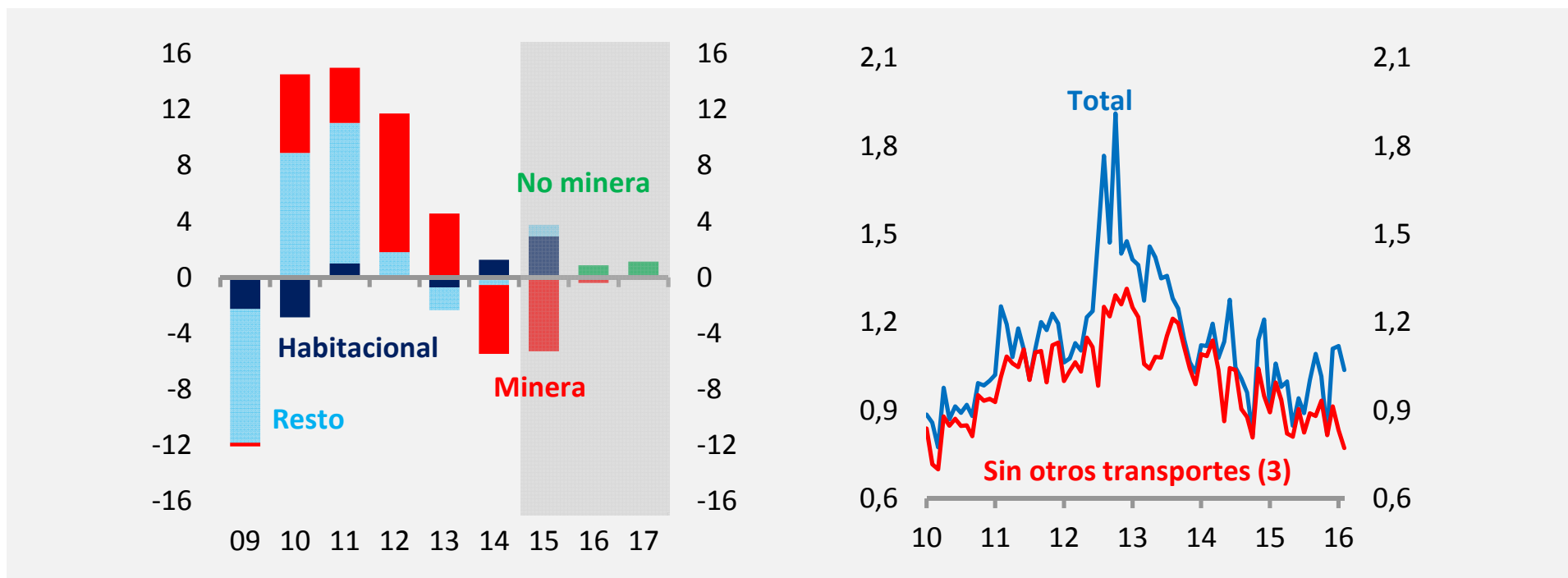
Demanda interna
(variación anual, porcentaje)



La inversión se mantiene débil. Parte importante de su caída se explica por la baja en la inversión minera. Los datos recientes continúan sin mostrar un repunte.

Incidencias reales anuales en la FBCF (1)
(puntos porcentuales)

Importaciones nominales de bienes de capital (2)
(miles de millones de dólares)



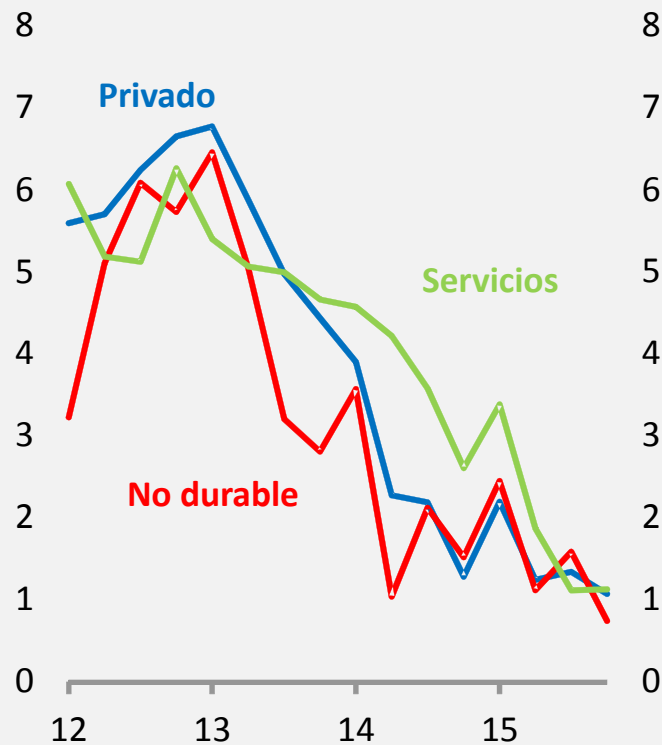
(1) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS hasta el tercer trimestre y el plan de inversión de Codelco. La inversión habitacional considera información de la Cámara Chilena de la Construcción y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el catastro de la CBC. (2) Series desestacionalizadas. (3) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).

Fuente: Banco Central de Chile.

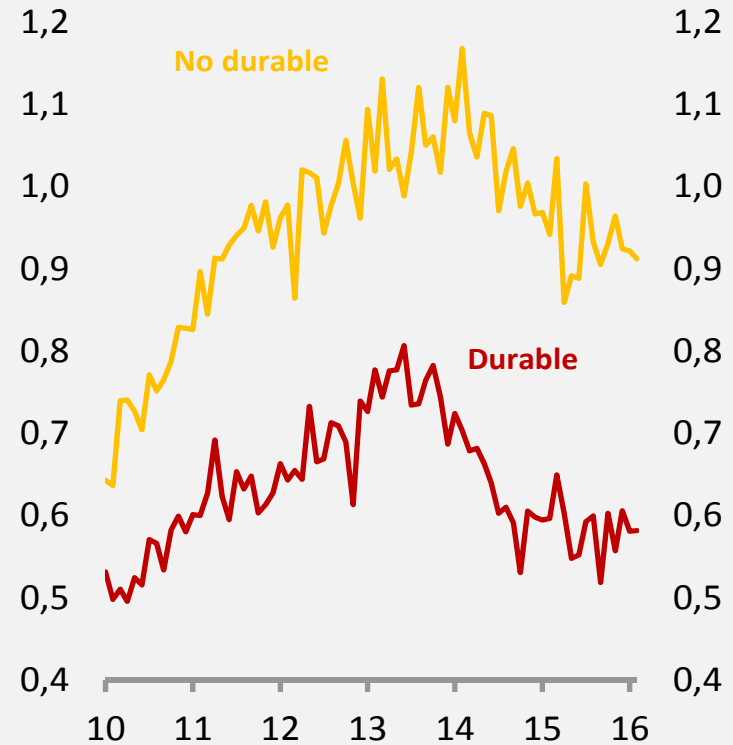


Por el lado del consumo, destacó el bajo desempeño en su componente habitual.
Tampoco se vislumbra una mejora en lo inmediato.

**Consumo privado,
no durable y servicios**
(variación anual, porcentaje)



**Importaciones nominales de bienes
de consumo (*)**
(miles de millones de dólares)

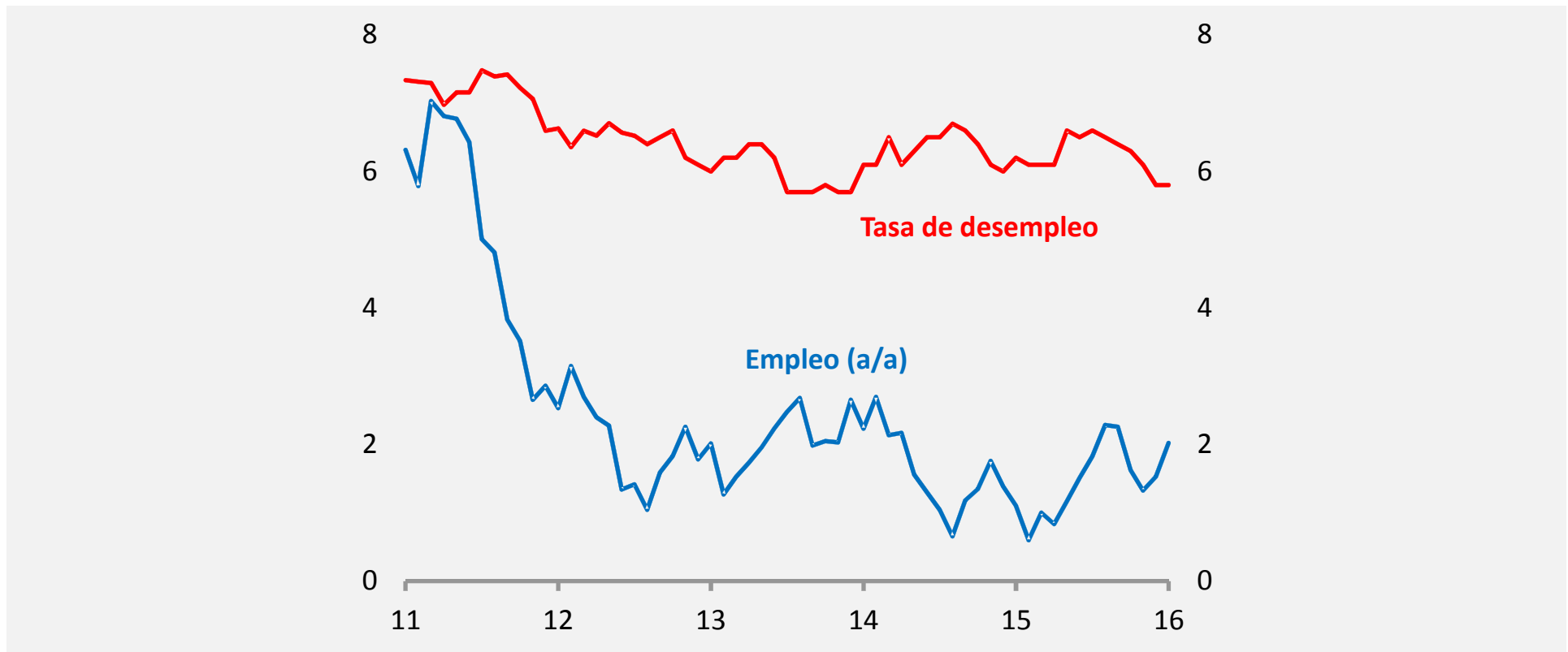


(*) Series desestacionalizadas.
Fuente: Banco Central de Chile.



El mercado laboral tuvo un buen comportamiento a lo largo del 2015. El empleo creció a tasas altas y la tasa de desempleo se mantuvo baja.

Mercado laboral (porcentaje)

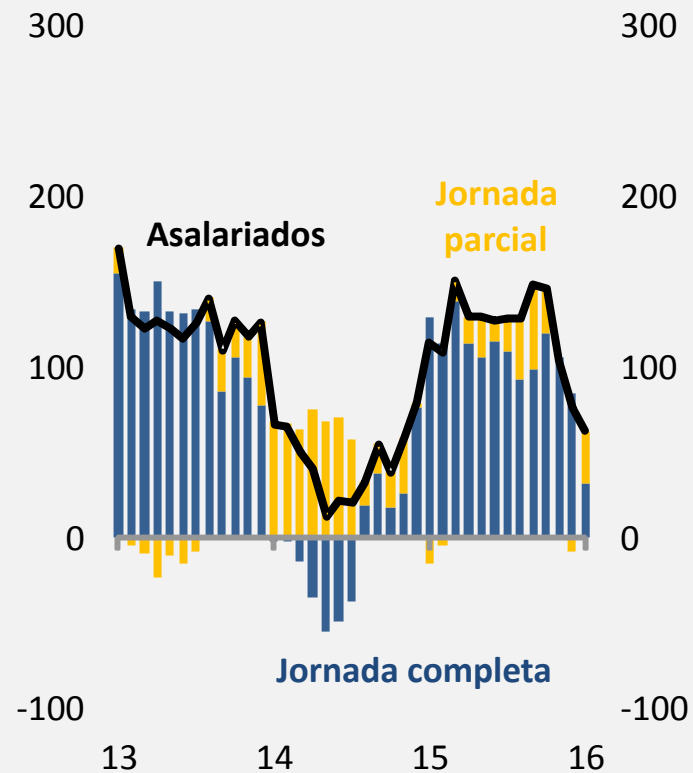


Sin embargo, en lo más reciente, el empleo asalariado ha tendido a desacelerarse, lo que junto con otros indicadores en el mismo sentido, sugieren un debilitamiento de este mercado.

Creación de empleo según categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)

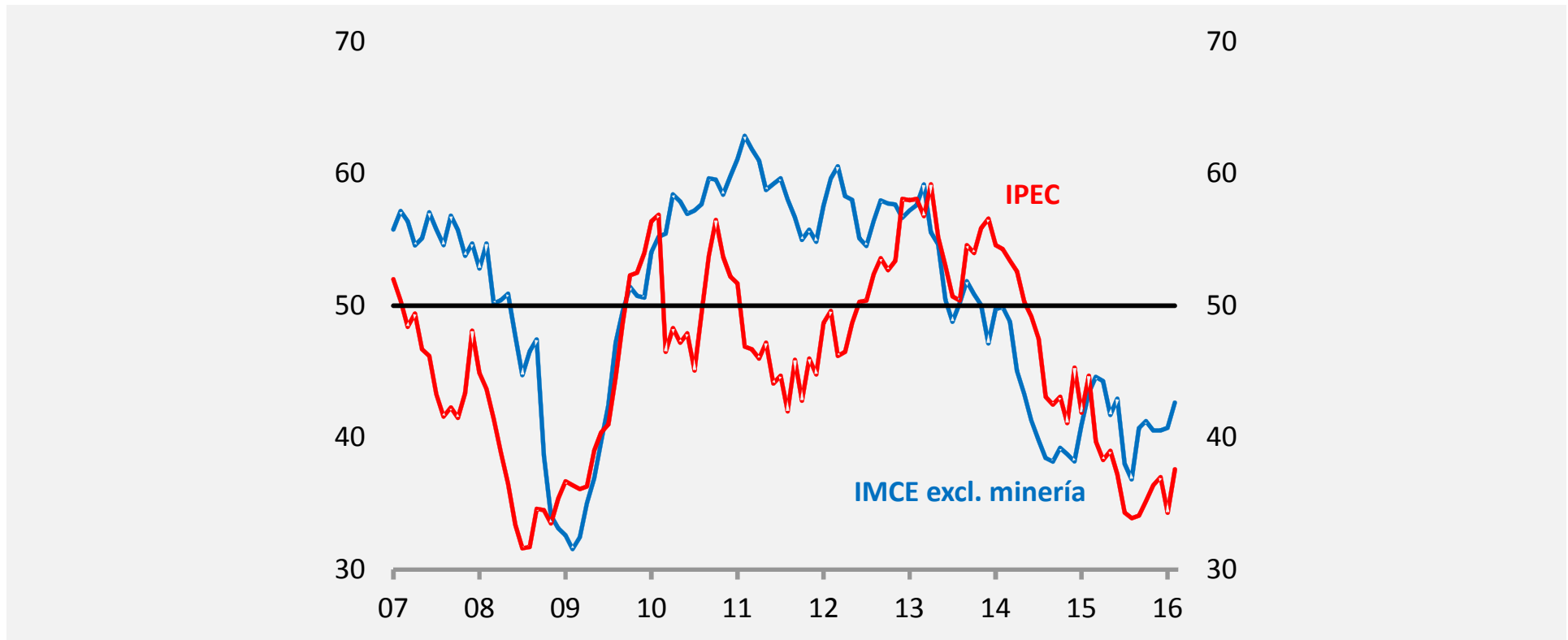


Crecimiento anual del empleo asalariado según jornada de trabajo
(miles de personas)



La confianza de consumidores y empresas, aunque con vaivenes, se ha sostenido en la zona de pesimismo.

Expectativas de los consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (*)
(índice)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



Perspectivas



El impulso externo que recibirá la economía chilena será menor que lo esperado en diciembre, tanto por una revisión del crecimiento global como por condiciones financieras que se estiman menos holgadas y términos de intercambio que serán menores.

Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015 (e)		2016 (f)		2017 (f)	
		IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16
	(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	-1,8	-4,2	-4,5	-3,8	-4,2	1,7	0,7
PIB socios comerciales	3,4	3,0	2,9	3,2	2,9	3,3	3,1
PIB mundial PPC	3,4	3,1	3,1	3,4	3,1	3,5	3,3
PIB mundial a TC de mercado	2,7	2,5	2,4	2,8	2,4	2,9	2,7
PIB desarrolladas PPC	1,7	1,9	1,9	2,1	1,8	2,2	1,9
PIB emergentes PPC	4,8	4,0	4,0	4,4	4,0	4,6	4,5
Precios externos (en US\$)	-0,9	-9,3	-9,7	-2,8	-5,8	1,5	1,0
	(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	311	249	249	220	220	230	230
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	93	49	49	43	40	49	45
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	99	53	52	45	41	52	46
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	731	466	467	373	398	384	420
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,2	0,3	0,3	1,0	0,7	1,6	1,5

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



En el escenario base, el PIB crecerá entre 1,25 y 2,25% en el 2016, por debajo de lo previsto en diciembre. En el 2017 lo hará entre 2 y 3%.

Escenario interno
(variación anual, porcentaje)

	2014	2015 (e)		2016 (f)		2017 (f)
		IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Dic.15	IPoM Mar.16	IPoM Mar.16
PIB	1,9	2,1	2,1	2,0-3,0	1,25-2,25	2,0-3,0
Demanda interna	-0,3	2,3	1,8	2,6	1,5	2,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,1	2,0	1,3	2,5	1,5	2,3
Formación bruta de capital fijo	-4,2	0,7	-1,5	1,7	0,5	1,0
Consumo total	2,8	2,4	2,2	2,7	1,8	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	-1,7	-1,9	1,0	0,6	2,4
Importaciones de bienes y servicios	-5,7	-1,4	-2,8	1,6	-0,6	2,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-1,7	-2,1	-2,6	-2,5	-2,0
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,9	20,0	20,4	19,1	19,9	20,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,0	22,0	22,7	21,9	22,6	22,1

(e) Estimación.

(f) Proyección.

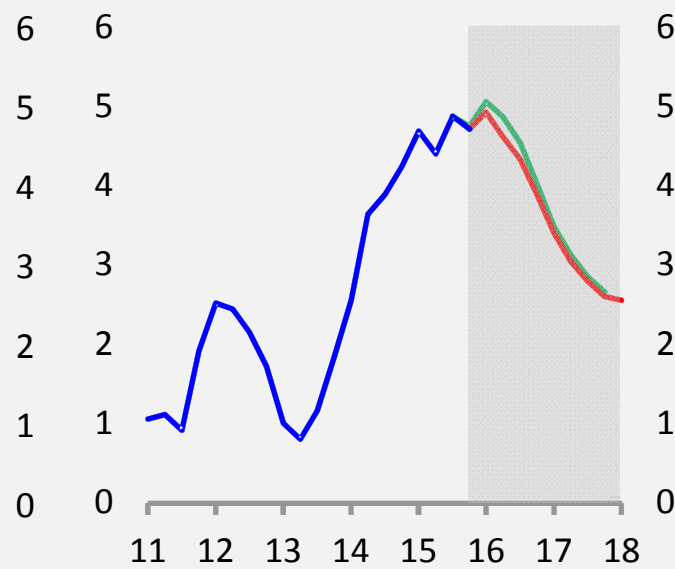
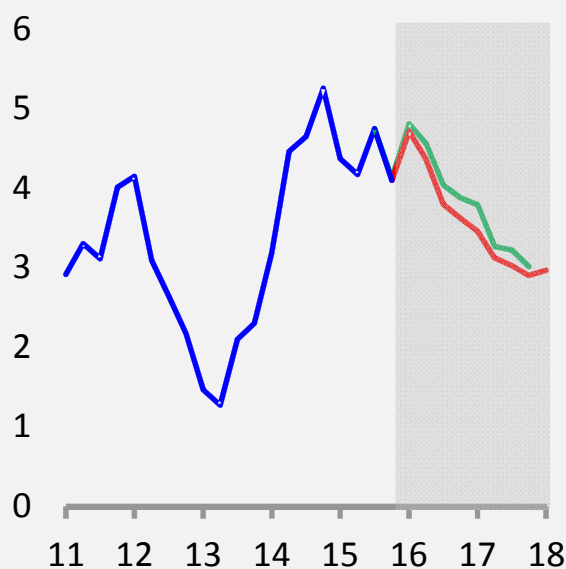
Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación convergerá gradualmente a 3%, aunque permanecerá sobre 4% en la primera parte del 2016. Algunos precios no SAE ayudarán a que la convergencia sea algo más rápida.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

Inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Mar.2016

— IPoM Dic.2015

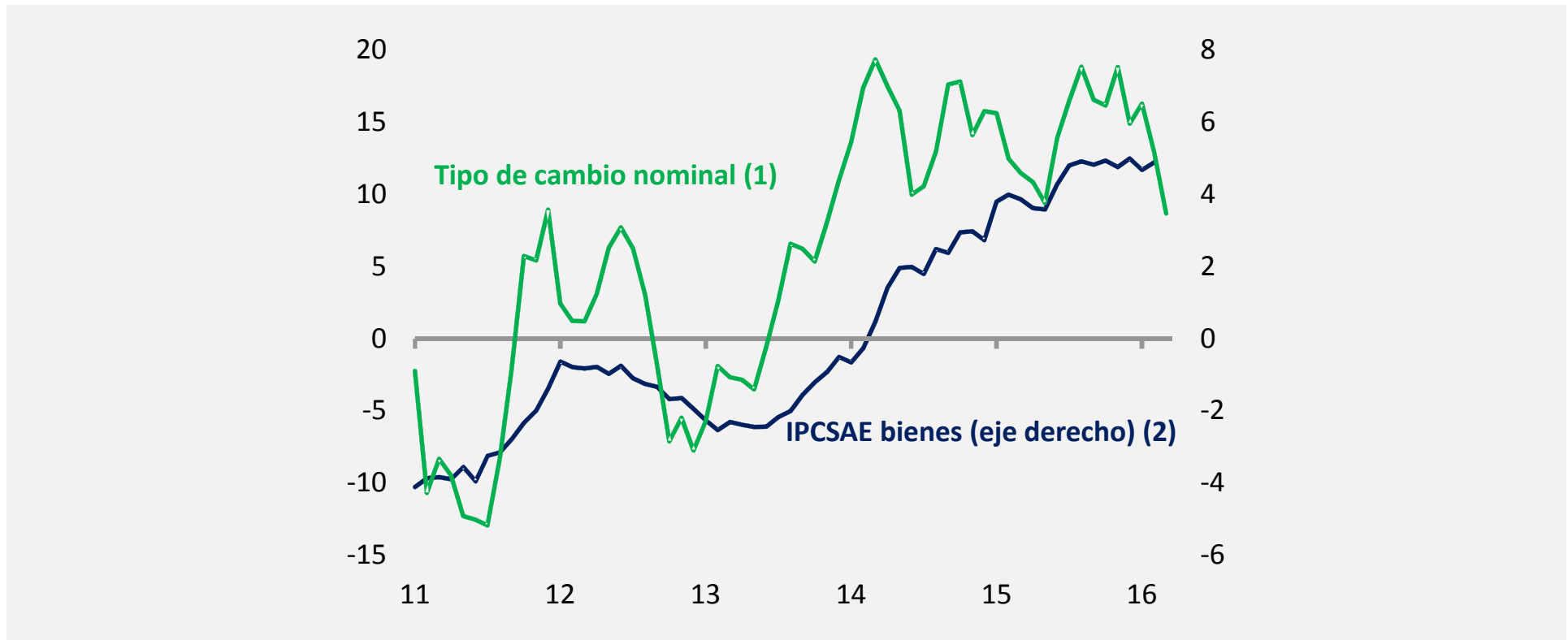
(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2016, corresponde a la proyección.

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



El IPCSAE convergerá a niveles similares a sus promedios históricos en la segunda mitad del 2017. Este proceso estará determinado en gran parte por un tipo de cambio nominal que, más allá de la volatilidad habitual, no tendrá depreciaciones de la magnitud de las observadas en los años recientes.

Tipo de cambio e IPCSAE de bienes (variación anual, porcentaje)



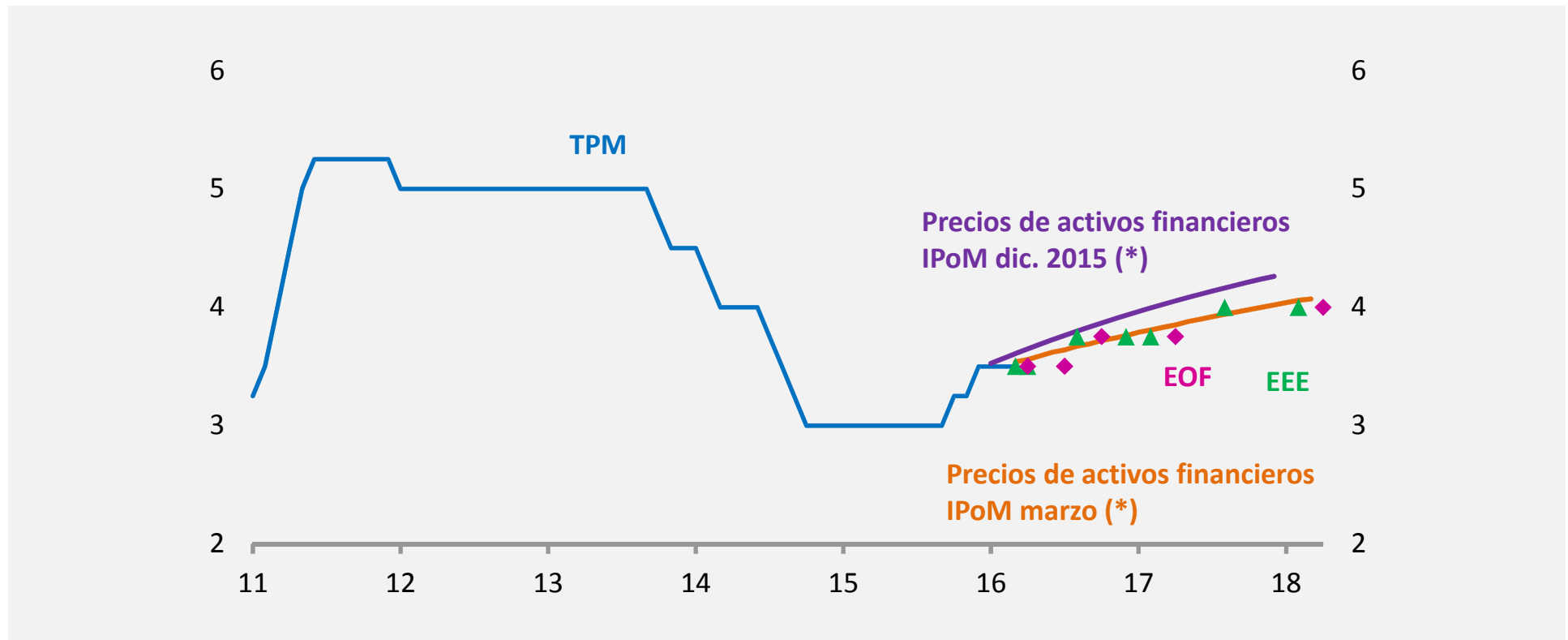
(1) Para el tipo de cambio de marzo del 2016 se considera el promedio mensual hasta el día del cierre estadístico. (2) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre de este IPoM.

TPM y expectativas (porcentaje)



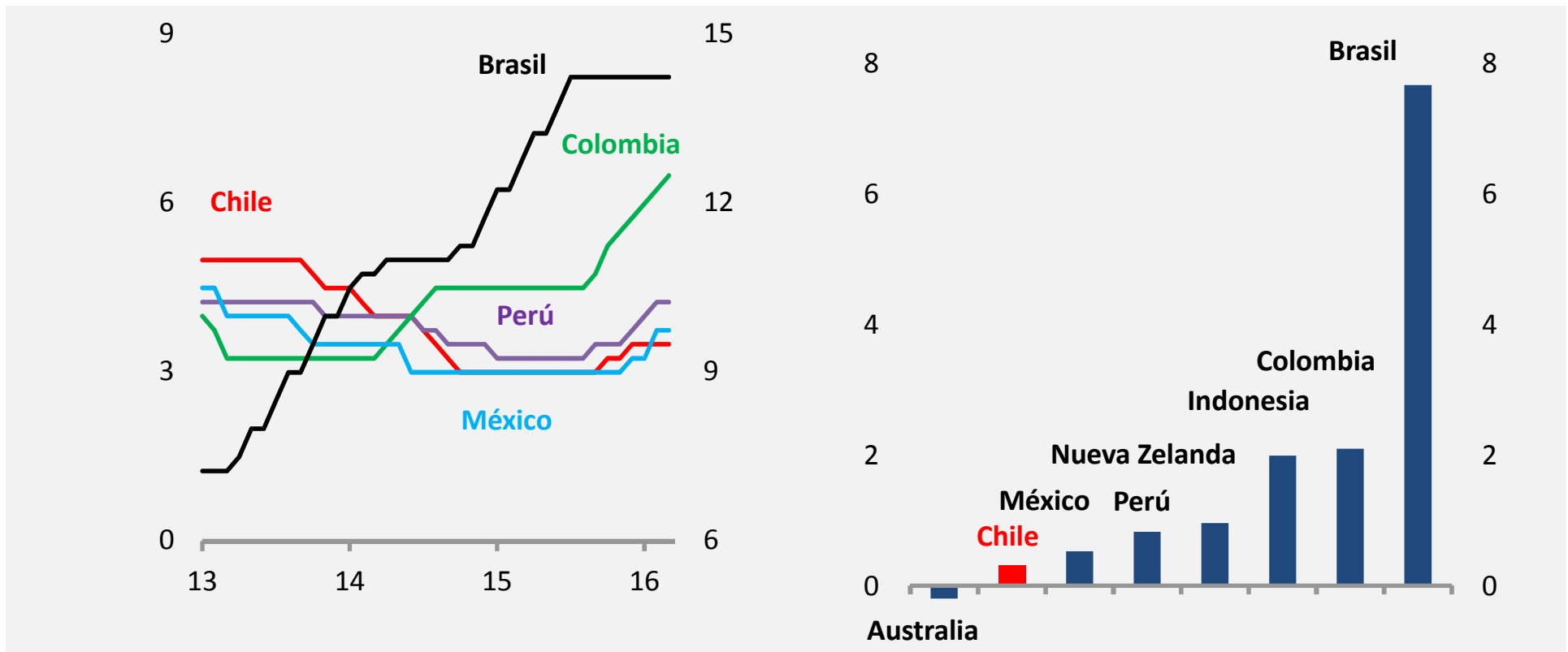
(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.



Bajo este supuesto, la política monetaria seguirá impulsando a la economía a lo largo de todo el horizonte de proyección. Además, su nivel actual es uno de los más expansivos entre un conjunto de economías comparables.

TPM nominal
(porcentaje)

TPM real
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.



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


Mercados financieros internacionales:

- Repetición de episodios de volatilidad (China; diferencial de tasa Fed con el mercado y entre G3).
- Pero también, el reciente mayor apetito por activos riesgosos podría mantenerse.

Perspectivas de actividad mundial:

- Dudas sobre China y la fuerza de la recuperación de EE.UU; además, debates electorales en varios países y un posible viraje hacia políticas más proteccionistas.
- Las políticas de impulso, particularmente en el mundo desarrollado y China, podrían ser más efectivas en lograr un mayor crecimiento global.

América Latina:

- Varios países deben realizar ajustes importantes y costosos.
 - Situación política se ha complicado en algunos.
 - Escenarios negativos con efectos en costos de financiamiento y demanda externa.
- 

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

Actividad:

- Menor crecimiento si se intensifica el deterioro del mercado laboral, la debilidad de la actividad y la demanda, y las expectativas pesimistas.
- Recuperación más rápida: la economía se encuentra bien balanceada desde un punto de vista macro, posee una política fiscal responsable, expectativas de inflación bien ancladas y un sistema financiero estable y bien regulado.

Inflación:

- La inflación se ha mantenido elevada por mucho tiempo, lo que podría afectar su velocidad de convergencia tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos en la formación de expectativas.
- En el corto plazo, su dinámica seguirá muy ligada a la evolución del tipo de cambio que estará determinado por los escenarios externos, por ende hay riesgos en ambas direcciones.

Comentarios finales

En los últimos años, la economía chilena ha atravesado por un ciclo de desaceleración.

En este escenario, la economía ha requerido de un importante cambio de precios relativos.

Como la indexación a la inflación pasada todavía es alta, para que la economía se ajuste gradualmente se requiere de flexibilidad cambiaria y condiciones financieras locales coherentes con el nuevo escenario.

Ello debe venir acompañado por un sector fiscal solvente, un sistema financiero bien regulado y estable, así como una base de ahorro financiero doméstico amplia para no depender del ahorro externo y sus veleidades.

El Banco Central ha contribuido a este ajuste con una política monetaria expansiva y acomodando una importante depreciación del peso.



Conclusiones

La inflación continuará por sobre 4% por algunos meses más y llegará a 3% en el 2017. El crecimiento de la actividad y la demanda se ha debilitado y se recuperará paulatinamente.

Gran parte de la convergencia de la inflación responde a que el escenario base no supone que se repetirán las tan significativas depreciaciones del peso que hemos visto en los últimos años.

El incremento de las holguras de capacidad ayudará al proceso de convergencia de la inflación, aunque las holguras siguen siendo acotadas y la elasticidad de la inflación a las brechas es baja. Por ende, no se esperan ver reducciones muy rápidas de la inflación subyacente.

El impulso externo para la economía chilena es menor al previsto en diciembre. Además, hay variados riesgos respecto de los mercados financieros, el crecimiento global y América Latina.

Para lograr la convergencia de la inflación a la meta, se sigue considerando que se requiere un retiro parcial del estímulo monetario, aunque a un ritmo más pausado que el previsto en diciembre.

El Consejo reitera que hará todo lo necesario para asegurar que la inflación vuelva a 3% en el horizonte de proyección. La nueva información que se reciba y sus implicancias para la trayectoria de la inflación serán claves para la política monetaria.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2016

Joaquín Vial
Consejero

