

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019



Mario Marcel
Presidente

Banco Central de Chile, 13 de junio de 2019

Principales mensajes

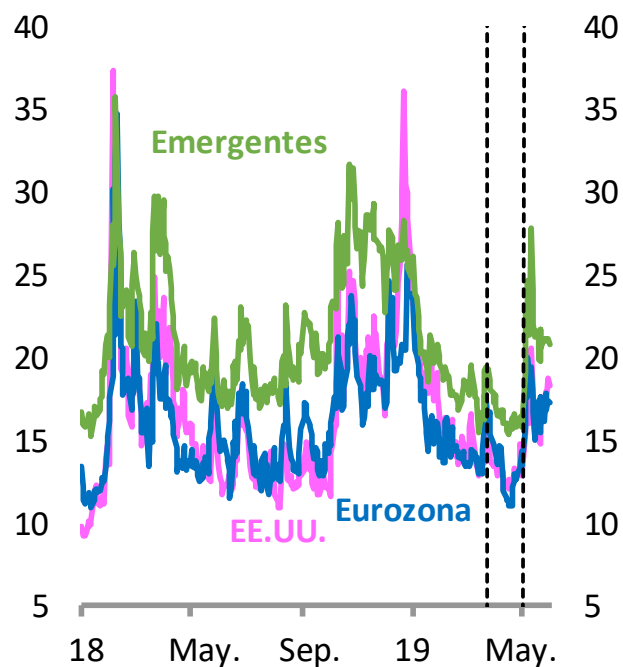
- La mayor aversión al riesgo tras la intensificación del conflicto comercial entre EE.UU. y sus principales socios comerciales ha afectado a los mercados financieros internacionales y el precio de las materias primas.
- La inflación ha evolucionado dentro de lo esperado. La variación anual del IPC alcanzó 2,3% a mayo y el IPCSAE se ha mantenido en torno a 2%.
- En el primer trimestre, la economía local creció menos de lo previsto, afectada por el resultado de la minería y otros sectores volátiles, y un menor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos y las exportaciones.
- La actualización de las estimaciones de crecimiento tendencial y potencial y el menor dinamismo de la economía a comienzos de año dan cuenta de holguras de capacidad mayores que las previstas. La reducción en la estimación de la TPM neutral indican una política monetaria que era menos expansiva de lo programado.
- En base a estos antecedentes, el Consejo consideró necesario recalibrar el impulso monetario para asegurar la convergencia de la inflación a 3%. Así, decidió reducir la TPM en 50pb en su Reunión de junio, ubicándola en 2,5%.
- Hacia adelante, el Consejo no contempla retomar la normalización de la política monetaria hasta contar con evidencia de un repunte sostenible de la inflación.

1

Escenario internacional



Volatilidad de bolsas (porcentaje)

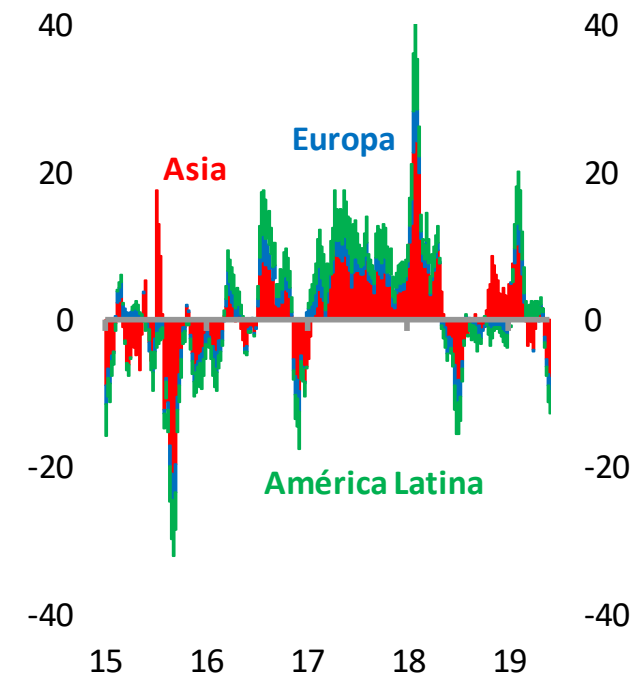


Fuente: Bloomberg.

Mercados bursátiles (índice 2018-2019=100)

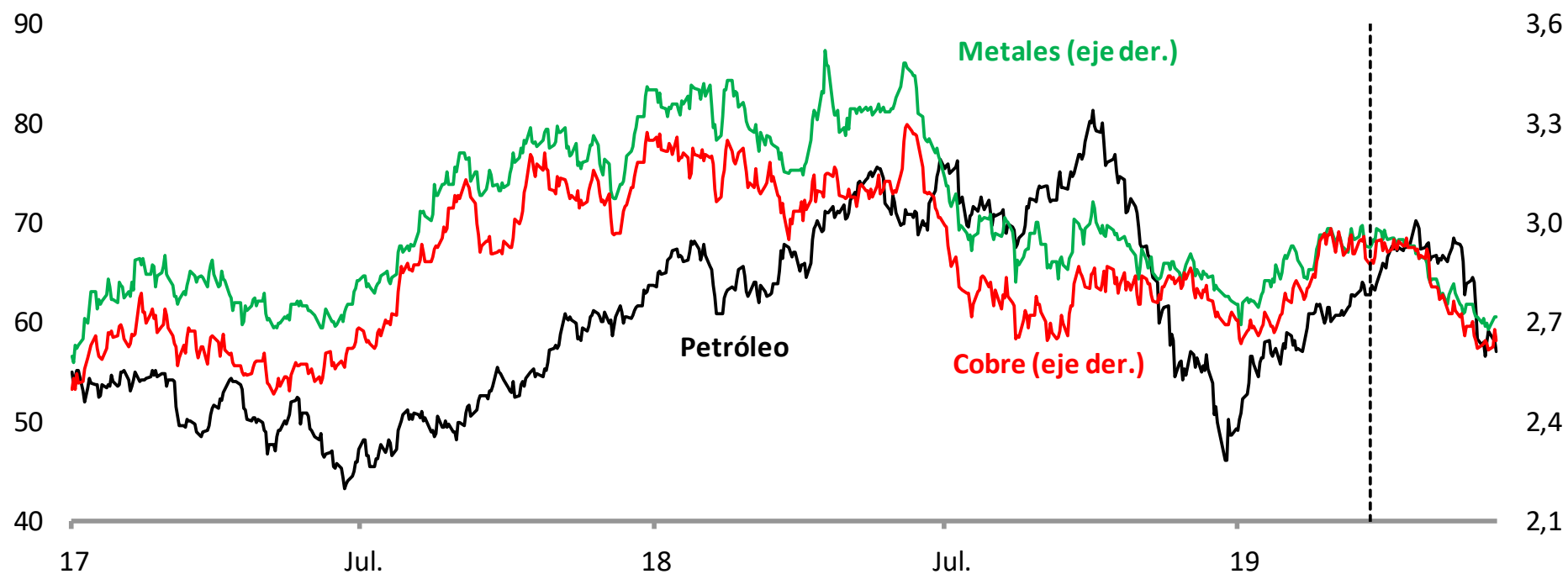


Flujo de capitales hacia emergentes (miles de millones de dólares, mes móvil)



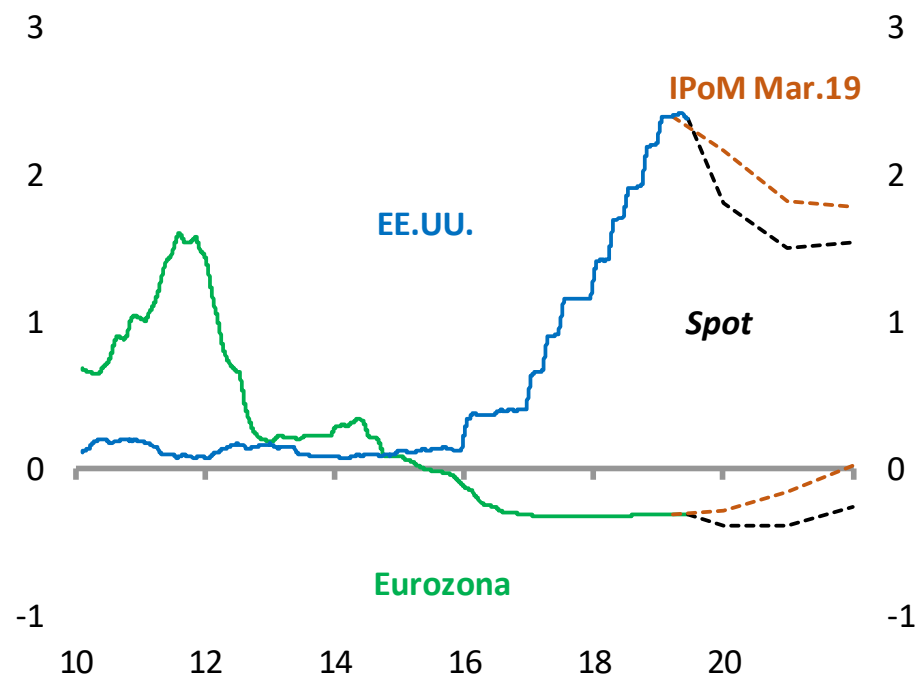
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Precio de materias primas (dólares el barril; dólares la libra; índice, prom. 17-19=3)

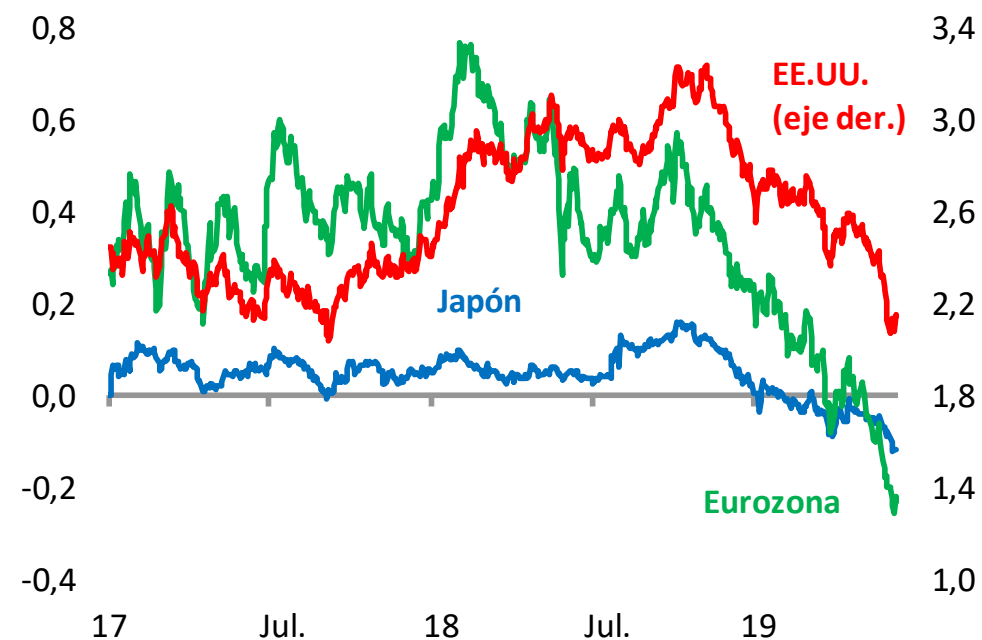


Fuente: Bloomberg.

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

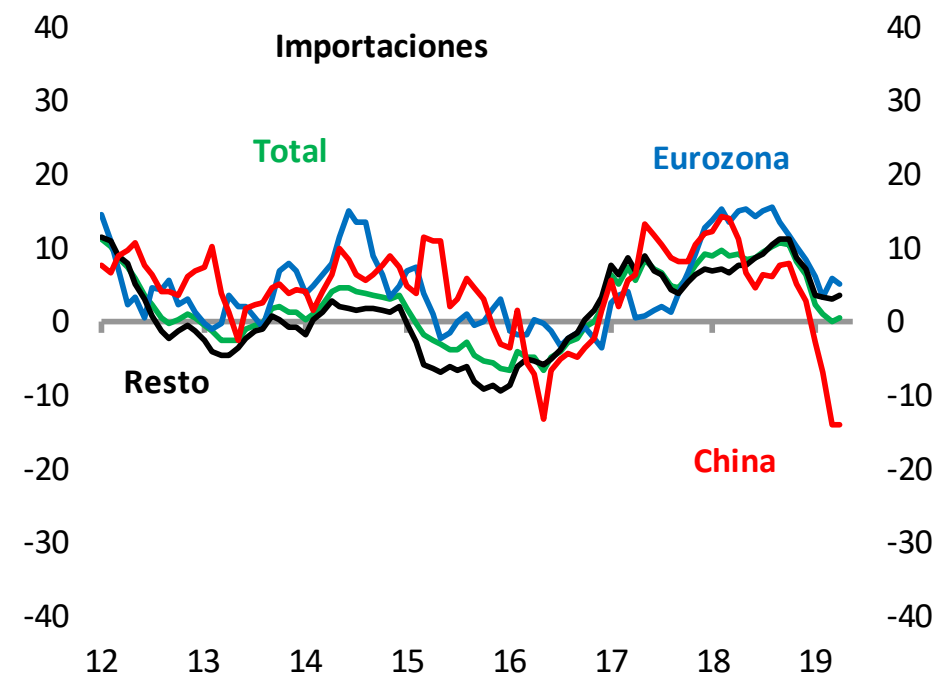
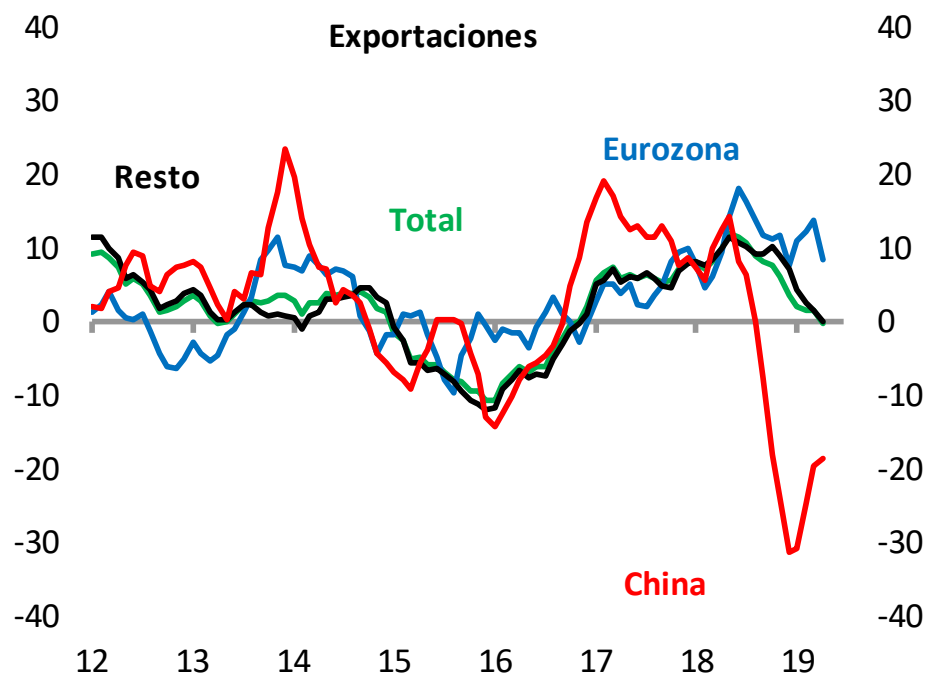


Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años (porcentaje)



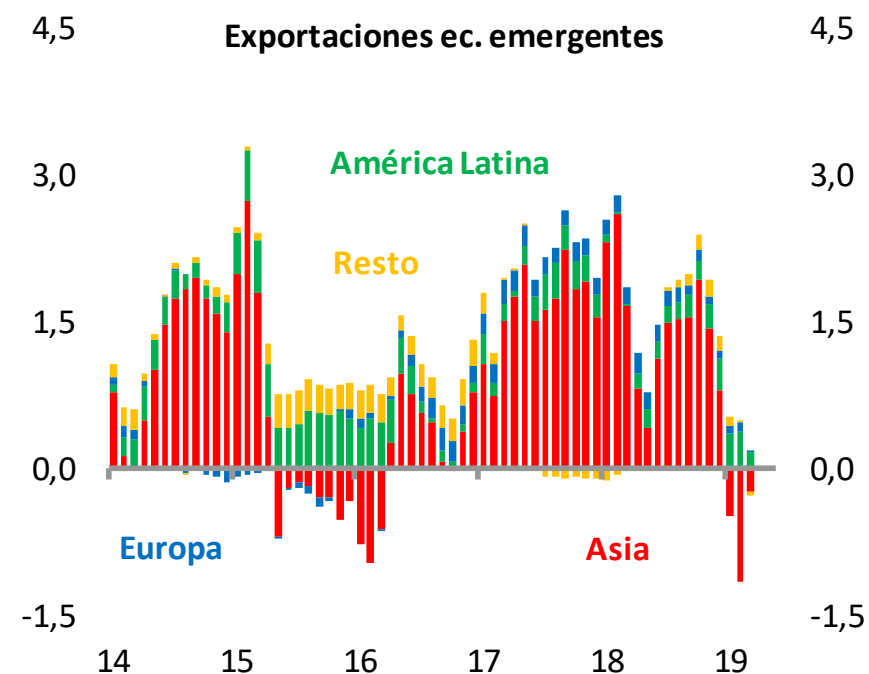
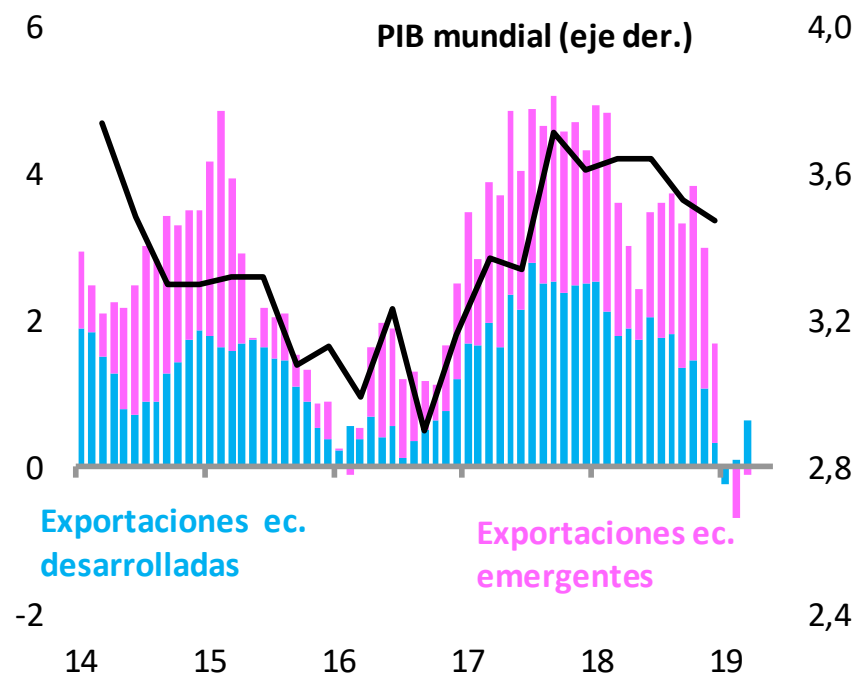
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

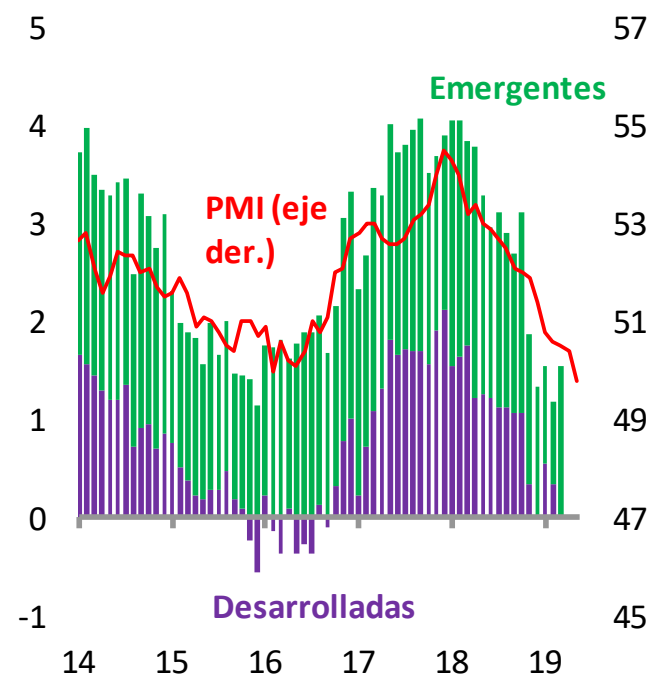
Exportaciones reales y PIB mundial (incidencias, puntos porcentuales; variación anual, porcentaje)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y FMI.

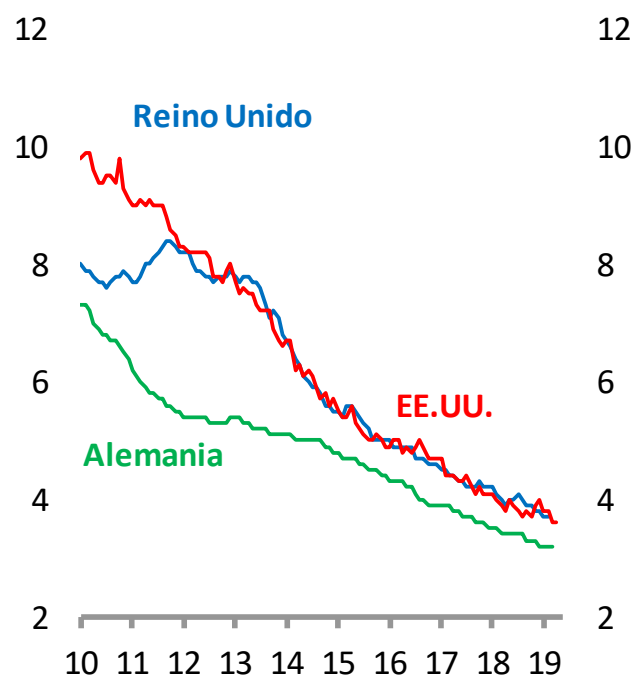
Producción industrial y perspectiva manufacturera global

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



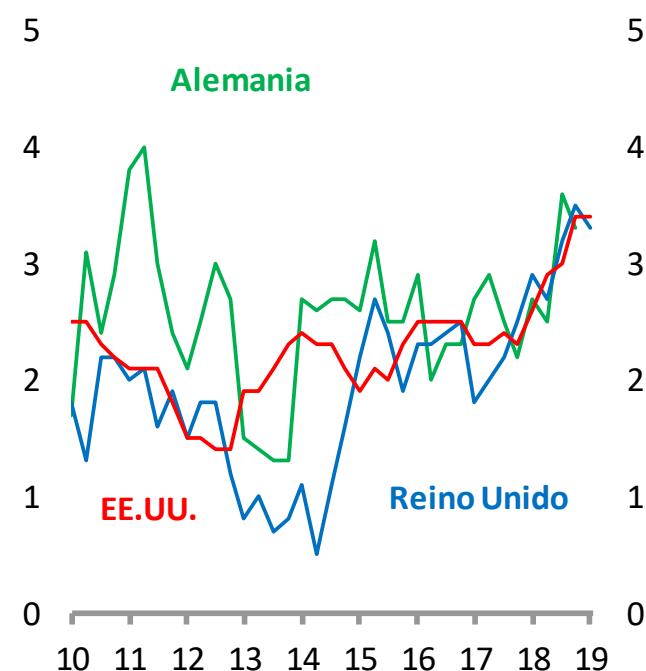
Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y J.P. Morgan.

Tasa de desempleo (porcentaje)

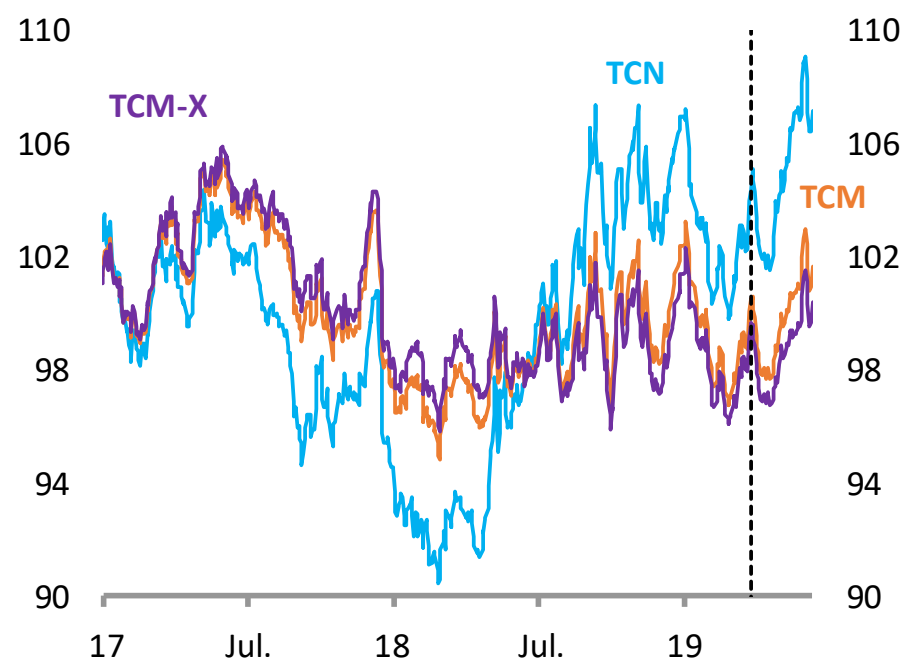


Fuente: Bloomberg.

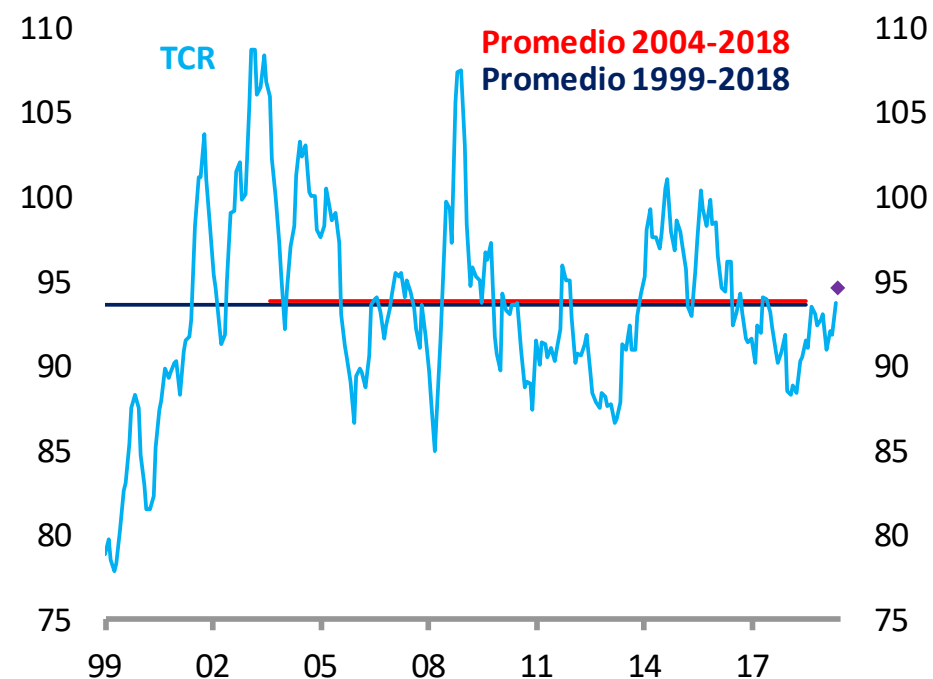
Salarios nominales (variación anual, porcentaje)



Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (índice 2017-2019=100)



Tipo de cambio real (índice 1986=100)



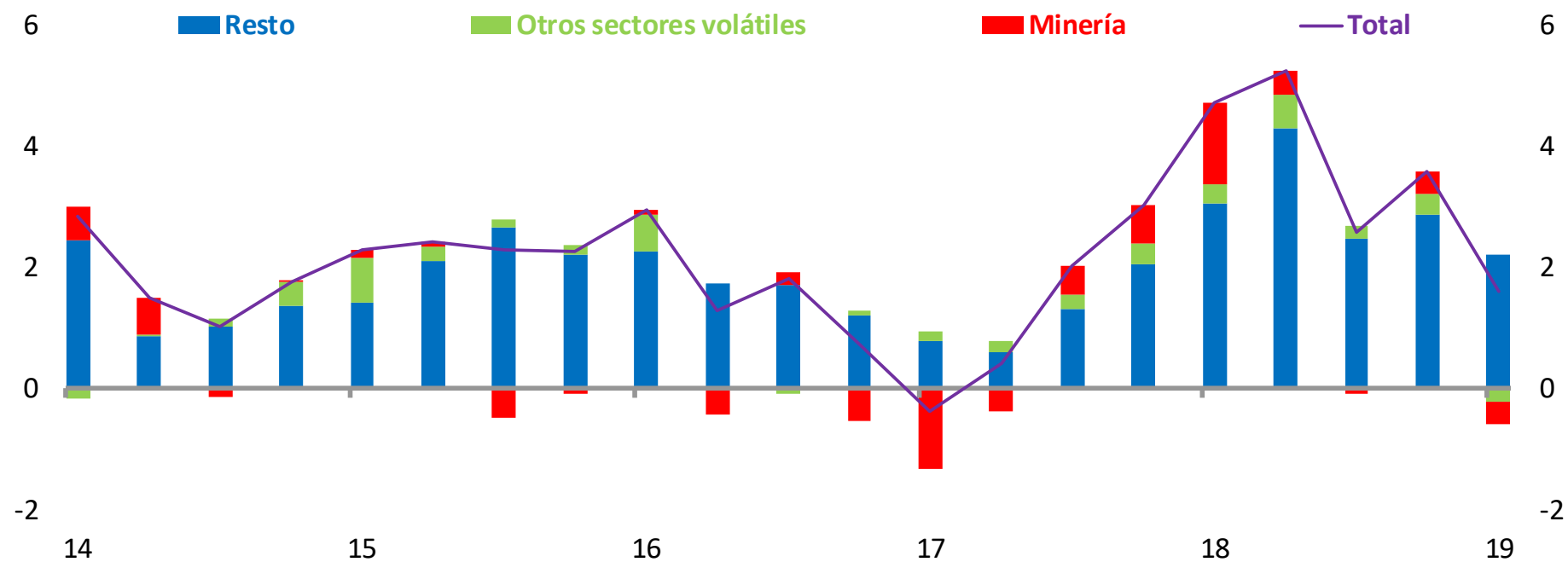
Fuente: Banco Central de Chile.

The background of the slide is a composite image. It features a blue-tinted financial chart with various data points, including percentages and numerical values. Overlaid on this are several stacks of coins of different denominations, arranged in a way that suggests growth or accumulation. The overall aesthetic is professional and financial.

2

Escenario interno

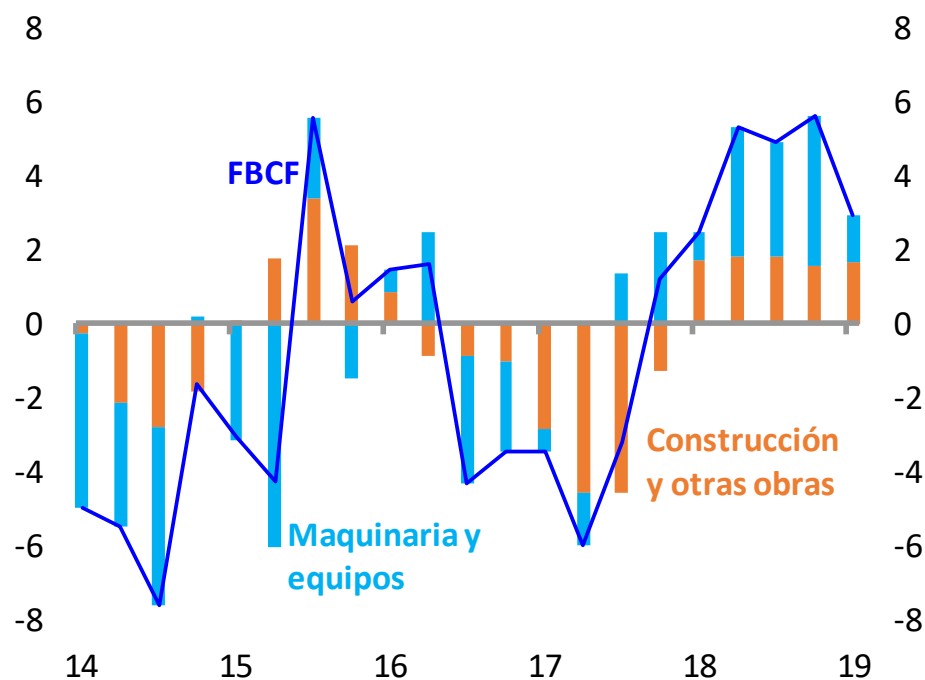
Crecimiento anual del PIB (incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

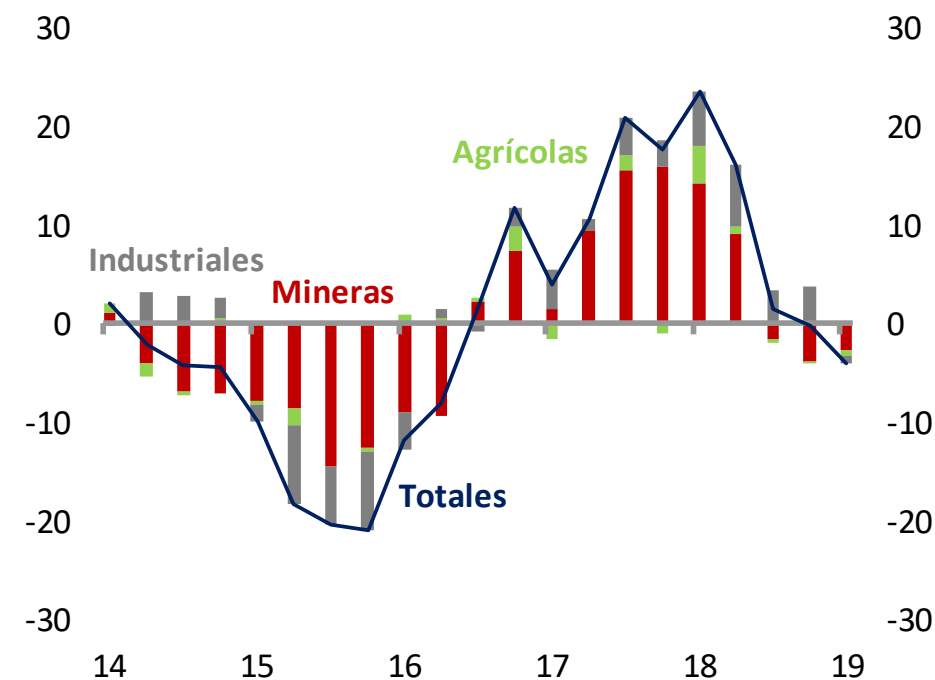
Contribución al crecimiento anual de la FBCF

(incidencias, puntos porcentuales)



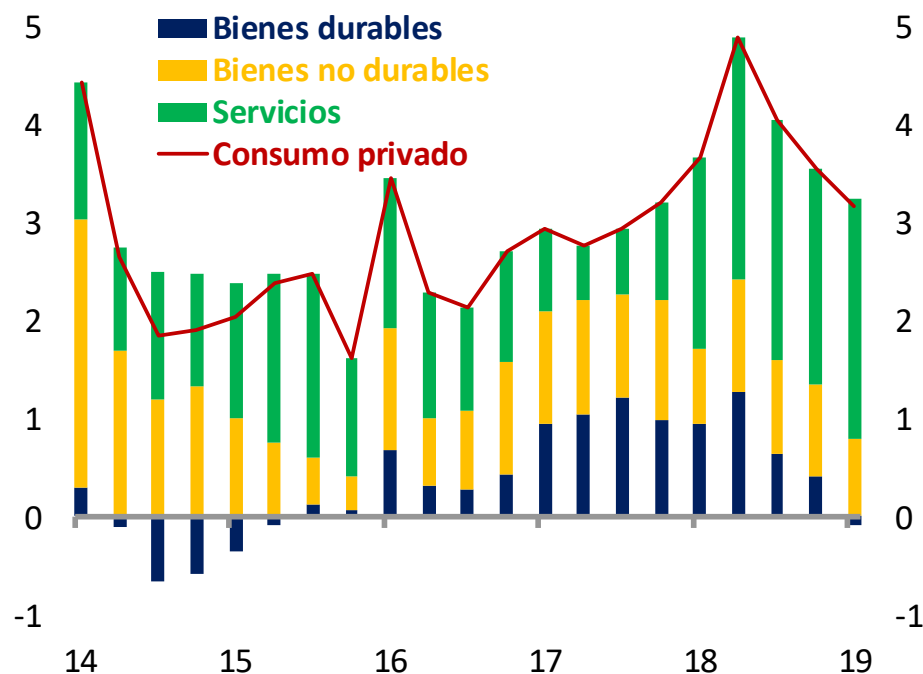
Crecimiento nominal anual de las exportaciones

(incidencias, puntos porcentuales)



Incidencias en el crecimiento anual del consumo privado

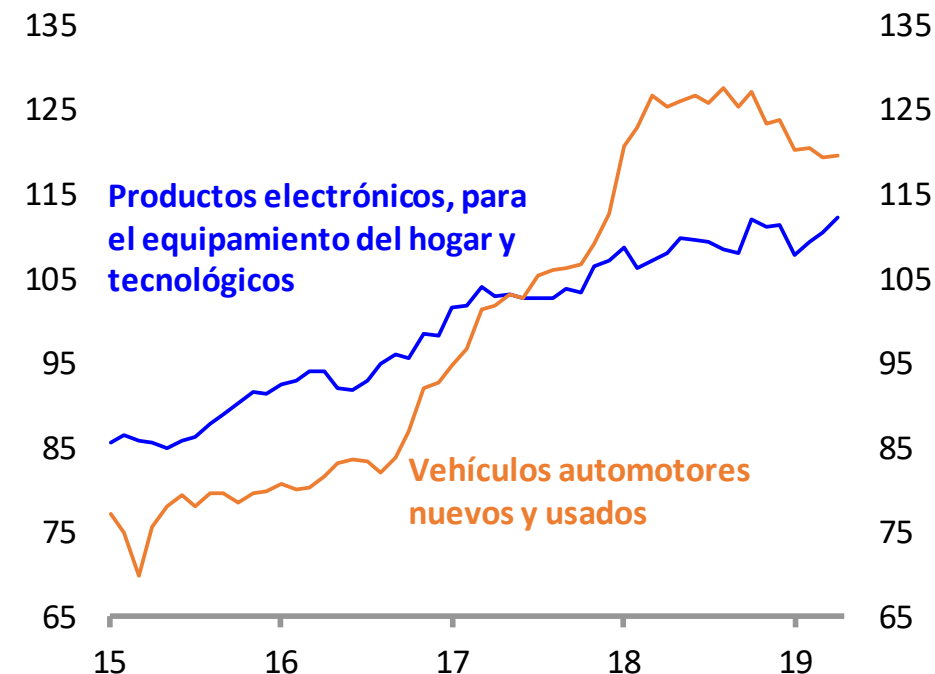
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

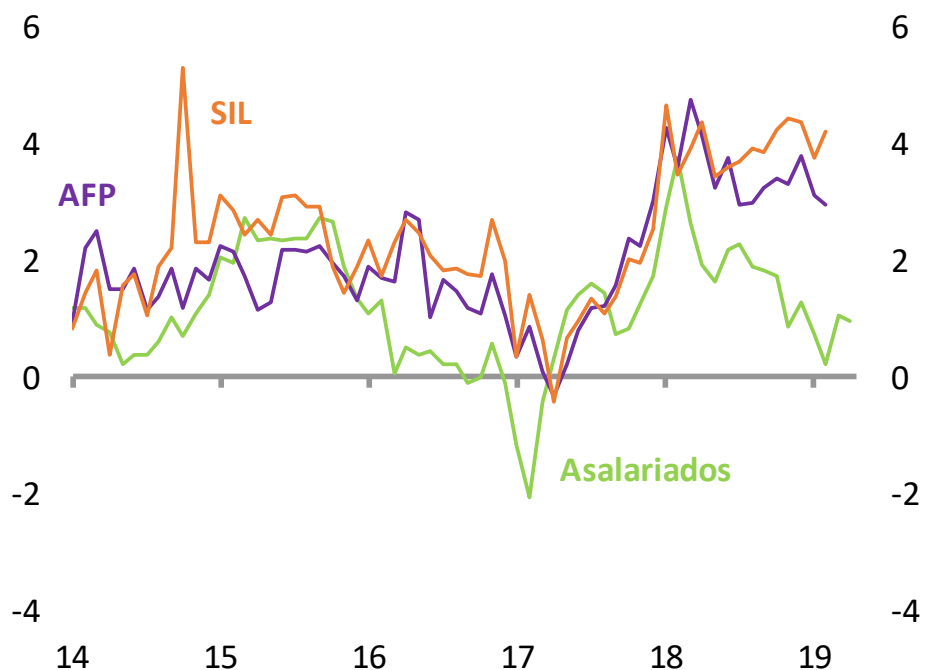
Ventas de bienes durables (IACM)

(índice 2015-2019=100, promedio móvil tres meses)



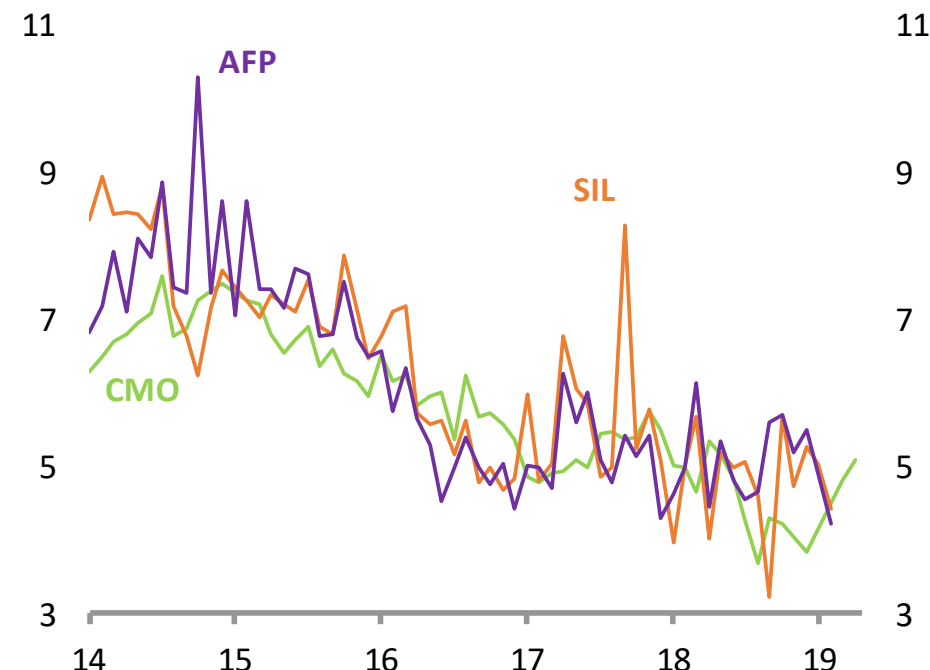
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas.

Empleo asalariado (variación anual, porcentaje)



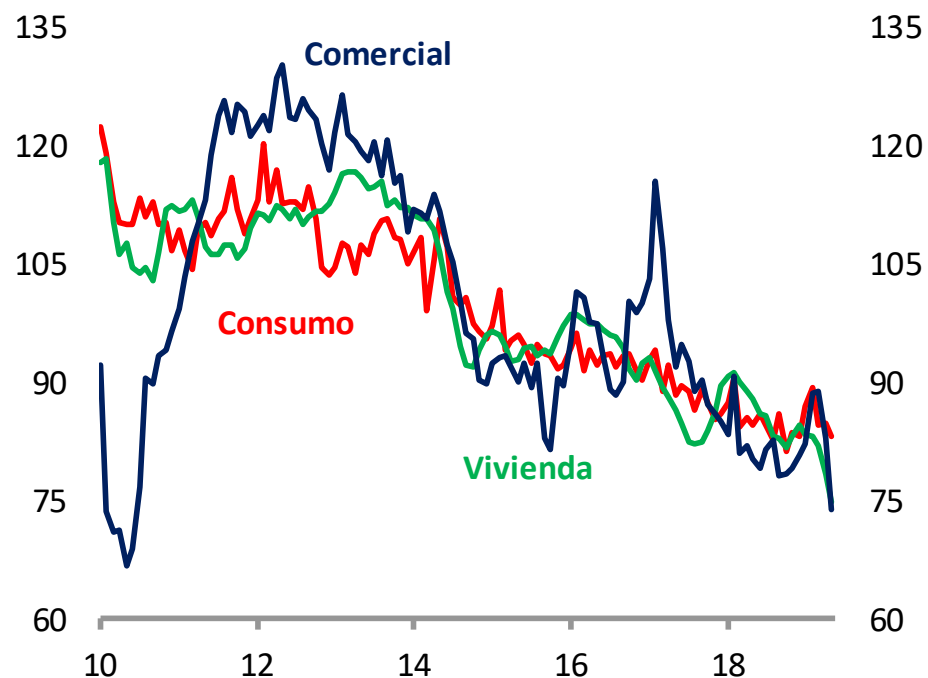
Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Salarios nominales (variación anual, porcentaje)

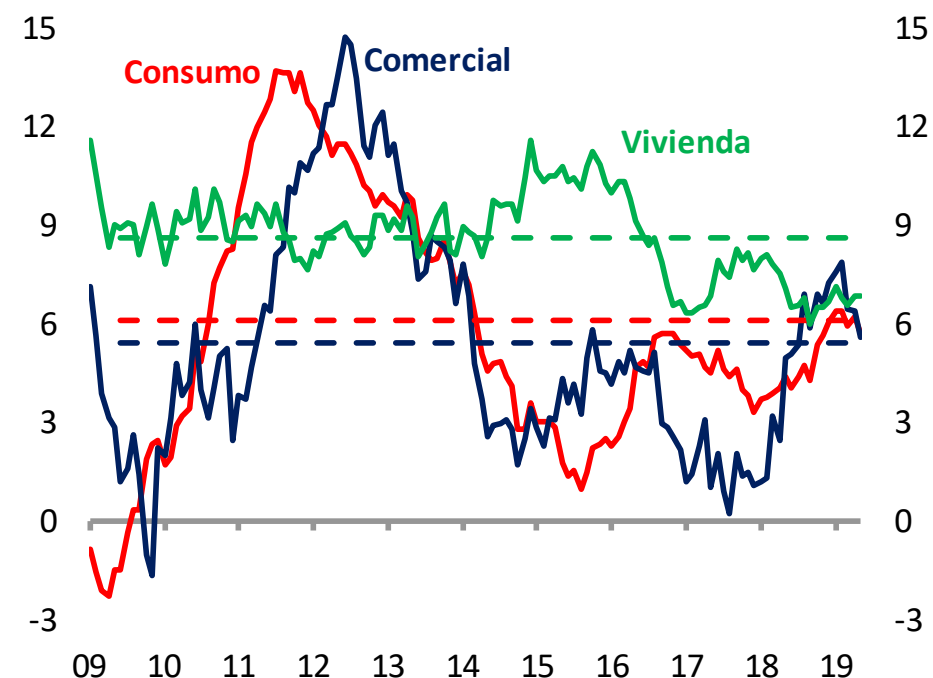


Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo y Superintendencia de Pensiones.

Tasa de interés por tipo de colocación (índice 2010-2019=100)

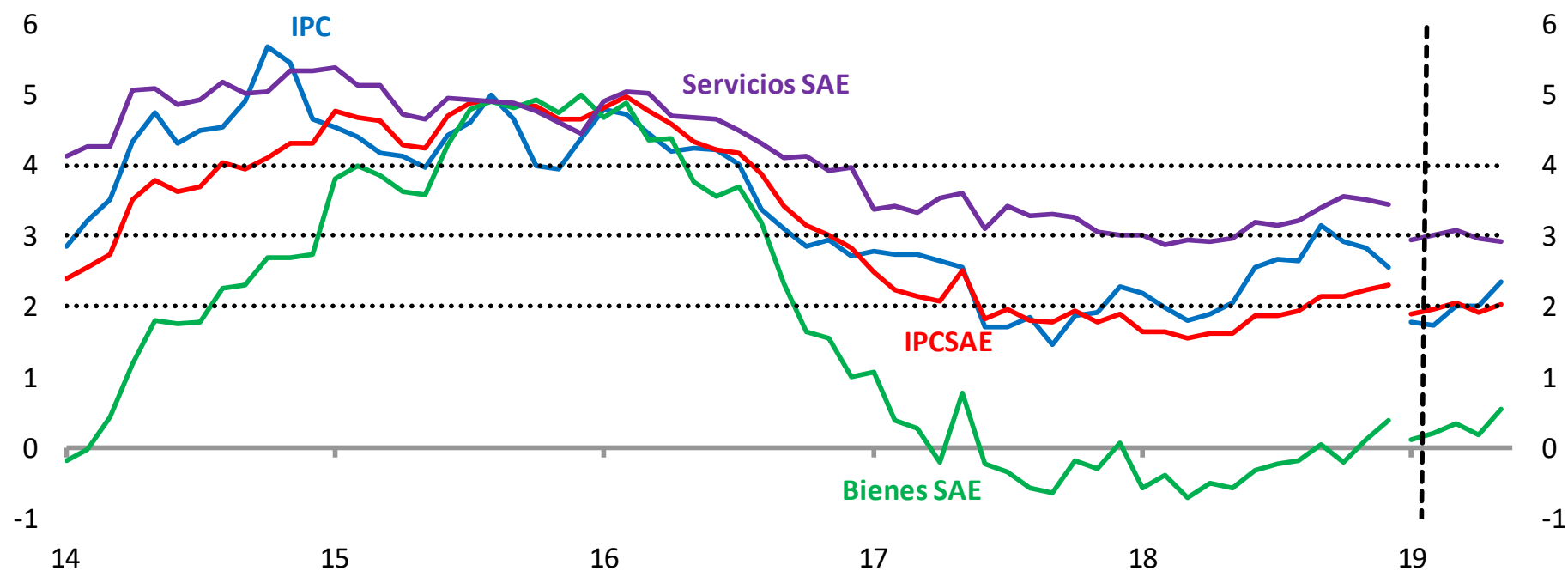


Colocaciones reales (variación anual, porcentaje)



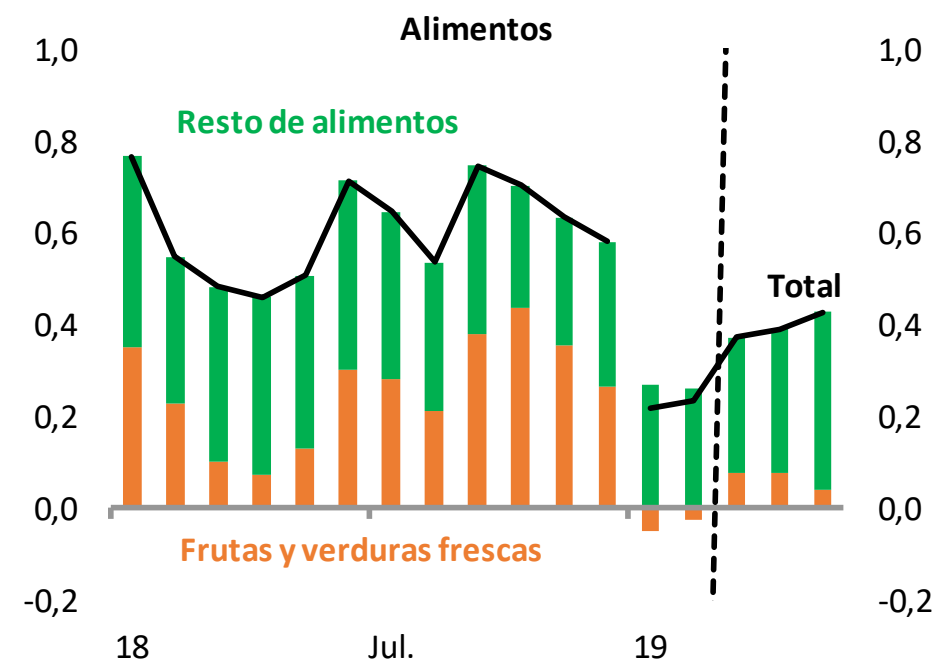
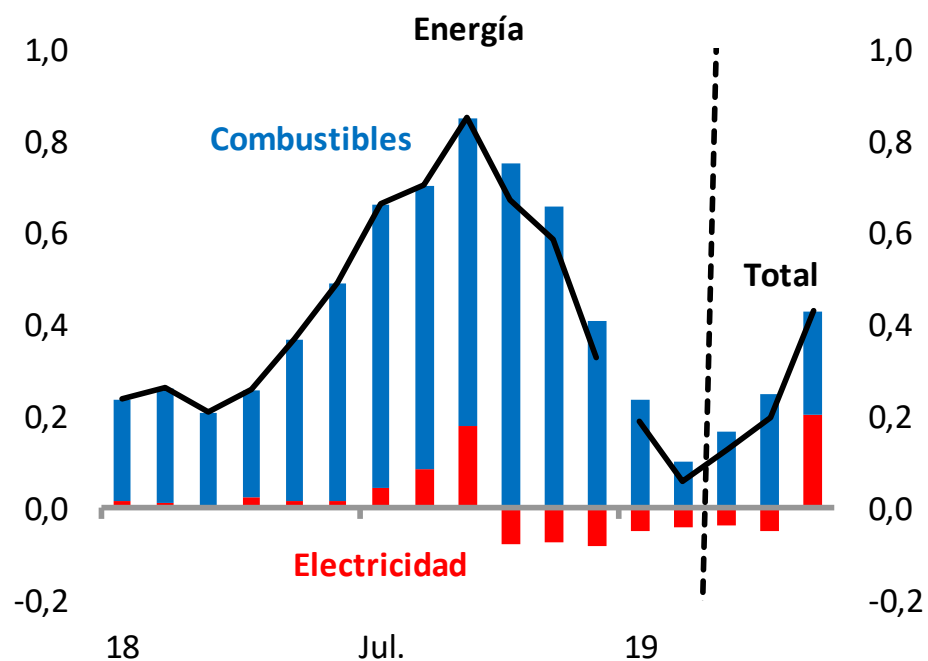
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)



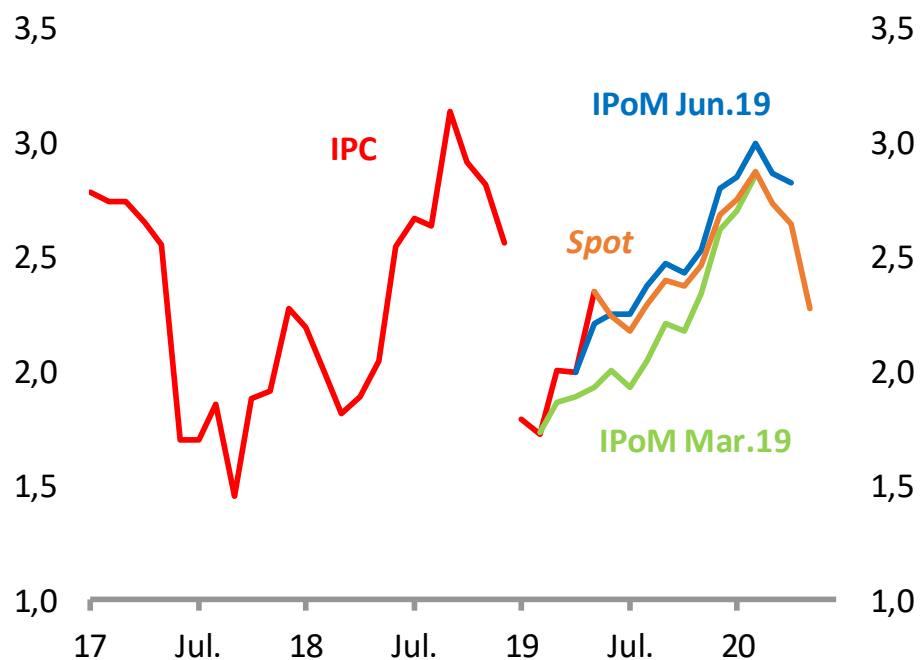
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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

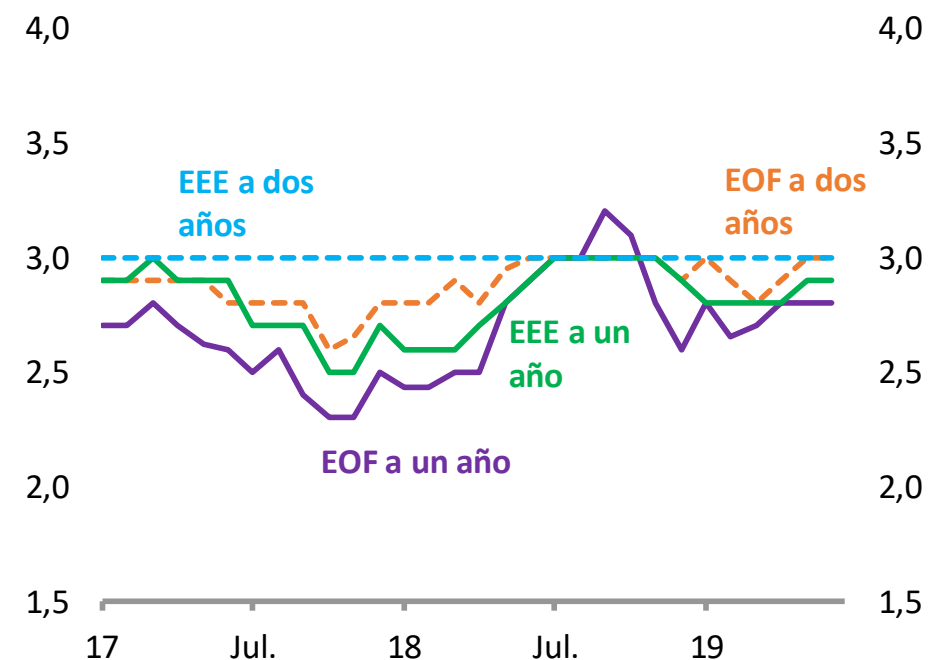


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Seguros de inflación (variación anual, porcentaje)



Encuesta a analistas (variación anual, porcentaje)



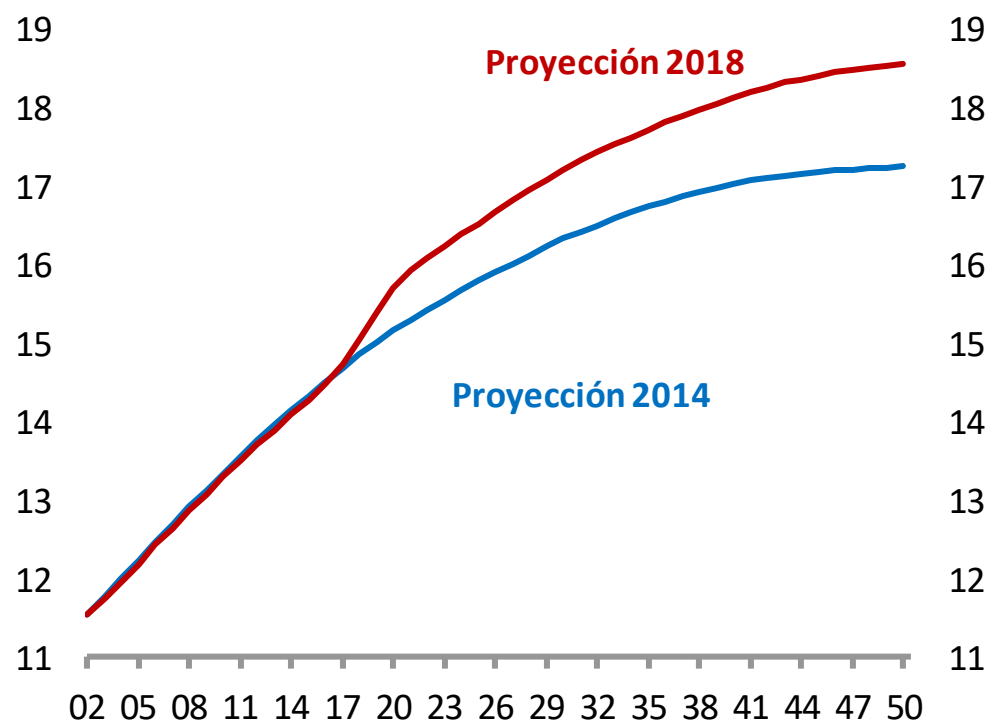
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



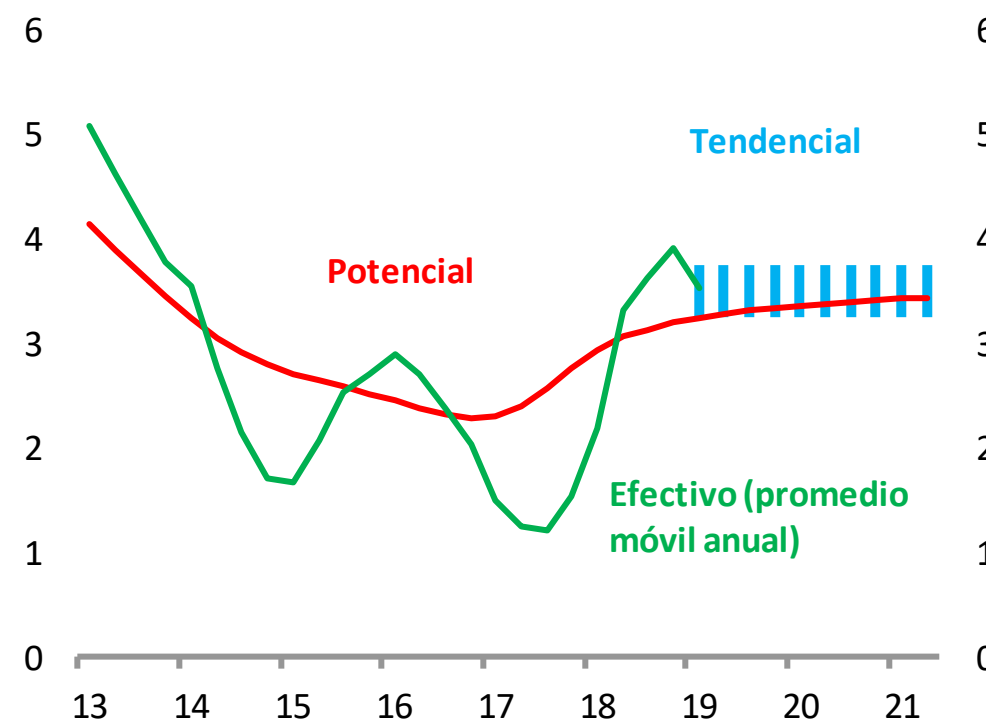
3

Perspectivas y riesgos

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

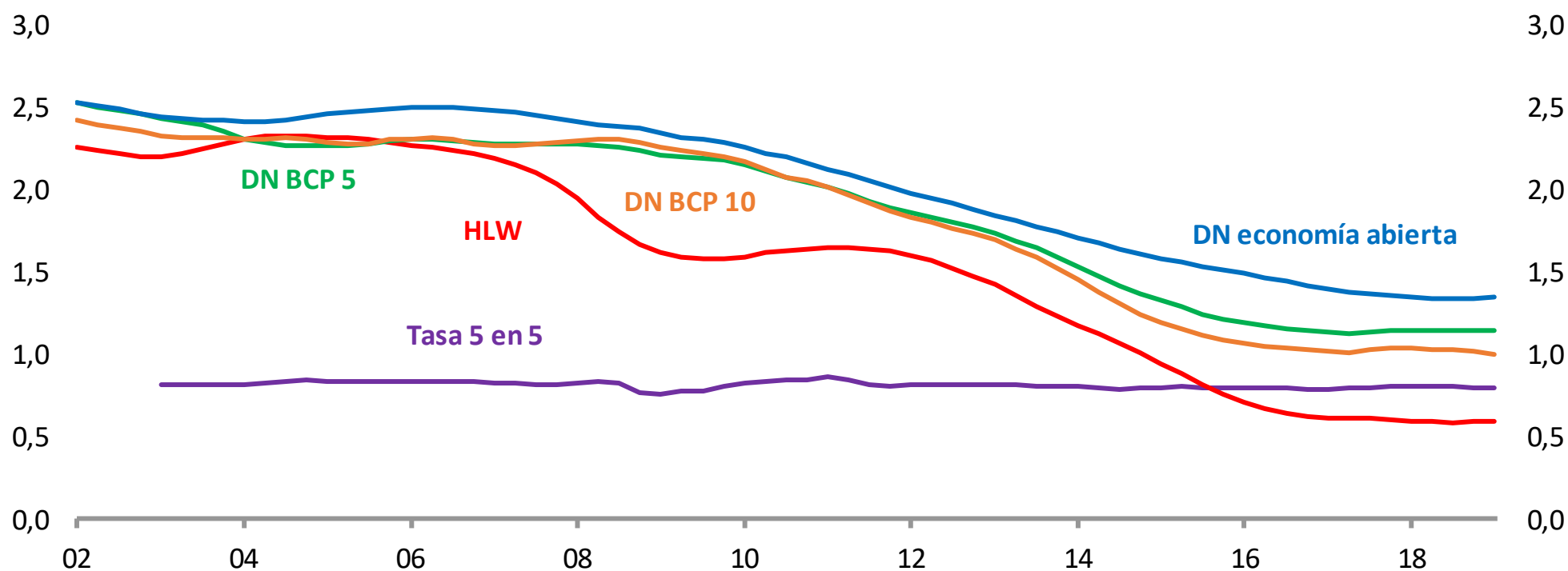


PIB no minero (variación real anual, porcentaje)



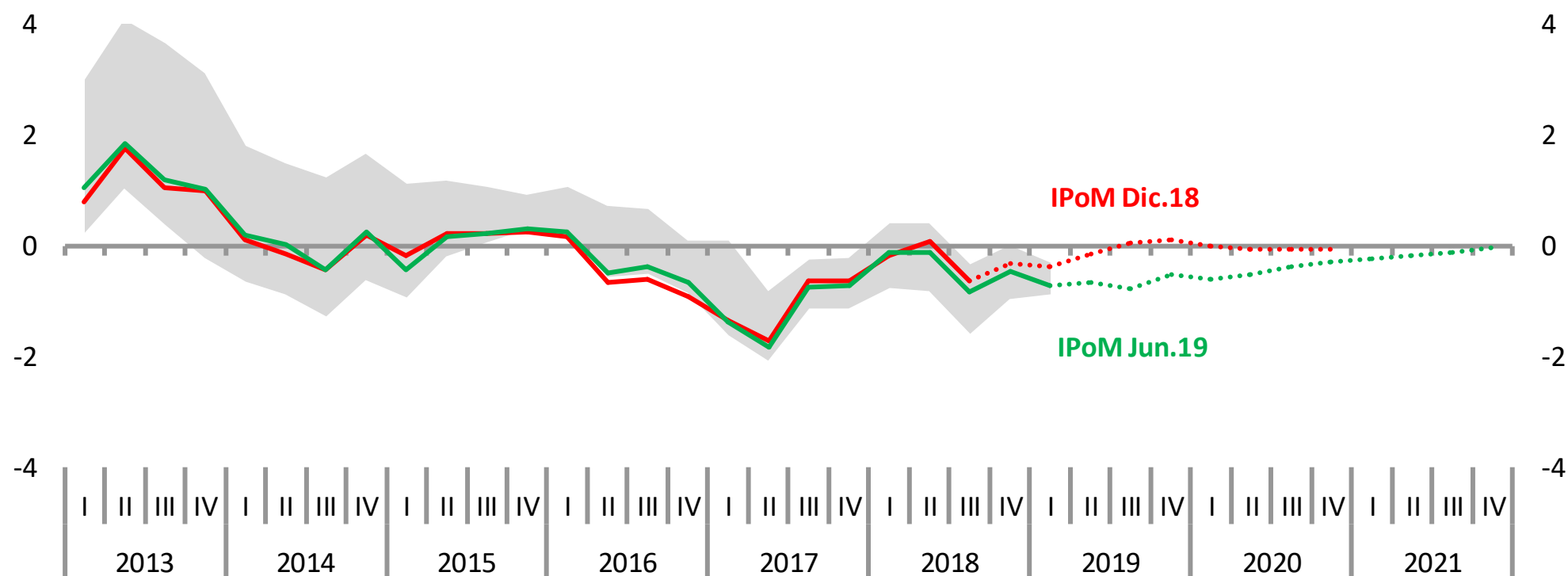
Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Estimaciones de la tasa real neutral tendencial (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

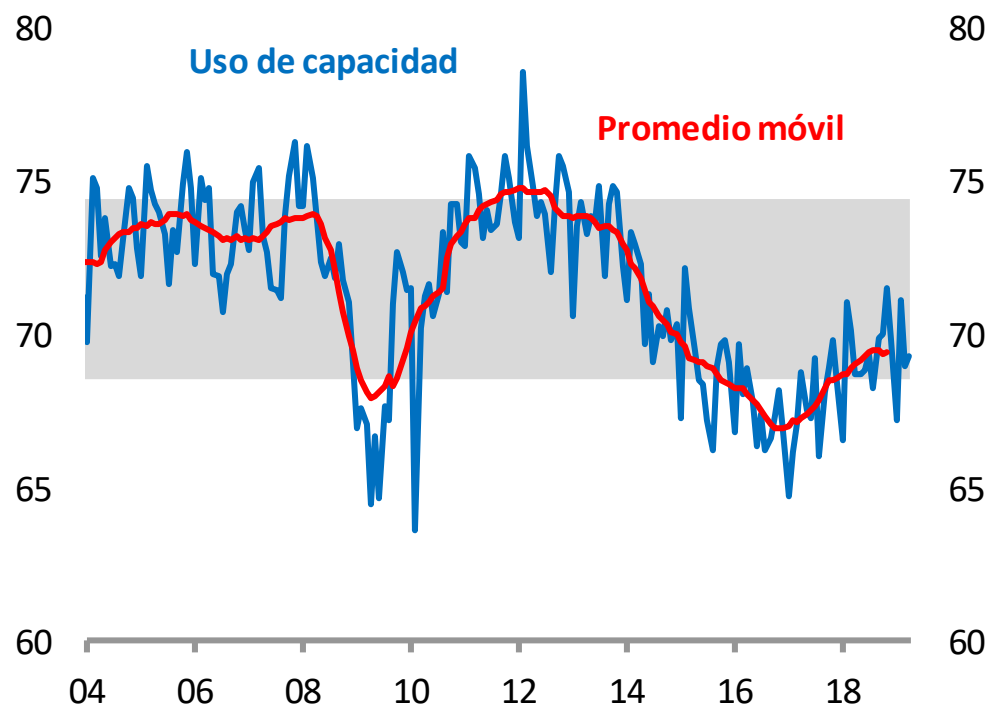
Brecha de actividad (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

IMCE: Uso de capacidad

(porcentaje de uso de capacidad instalada)



Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/ Universidad Adolfo Ibáñez.

Generación eléctrica SIC

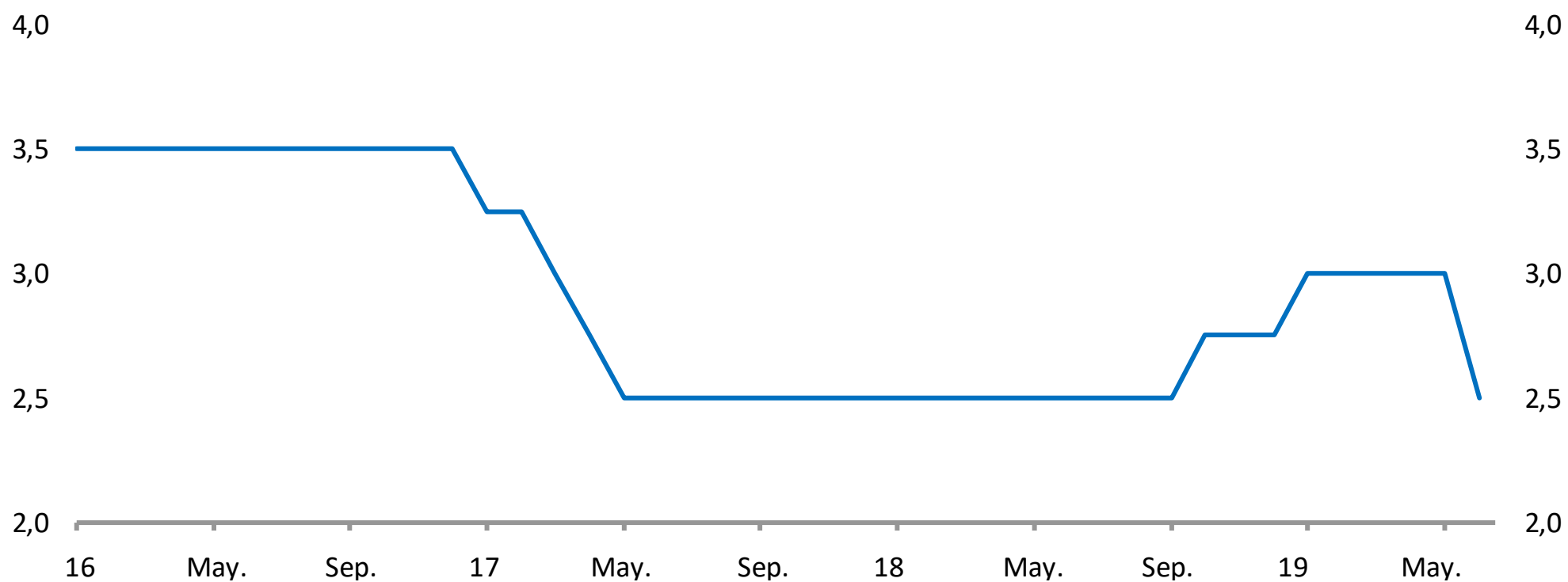
(desviación respecto de su tendencia)



Fuentes: Banco Central de Chile y CDEC-SIC.

TPM

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La reducción de la TPM fue producto de un proceso riguroso de reevaluación de las holguras de la economía, gatillado por el cambio en la medición de la inflación. El BCCh fue entregando información de este proceso a medida que se desarrollaba.

IPoM marzo 2019	• Destaca la diferencia entre la inflación medida por el nuevo IPC y la proyectada con los datos antiguos. • Diferencia en IPC se puede explicar por menor traspaso de variaciones cambiarias, mayor competencia en algunos mercados y mayores holguras de capacidad que podían asociarse a la inmigración. • Se anuncia el adelanto –de septiembre a junio-- de la actualización de la estimación de los parámetros estructurales para cuantificar este fenómeno. • Se posterga la continuación del proceso de normalización de la política monetaria.
RPM mayo 2019	• Se considera la opción de bajar la TPM en atención a la ausencia de presiones sobre la inflación. • Se señala que esta sería una decisión correcta en la medida que en la actualización de la estimación de los parámetros estructurales se constatará una ampliación significativa de la brecha de capacidad y/o un cambio más moderado se combinara con una caída de la TPM neutral o un menor dinamismo de la demanda.
RPM junio 2019	• Se reduce la TPM en 50pb como recalibración de política monetaria ante nuevos datos estructurales y coyunturales. • Se adelantan antecedentes del IPoM.
IPoM junio 2019	• Se proveen antecedentes detallados de estimación de los parámetros estructurales. • Proyecciones de escenario base, incluyendo efecto de mayor crecimiento tendencial y potencial, efecto de rebaja de tasas.

La reducción de la TPM fue producto de un proceso riguroso de reevaluación de las holguras de la economía, gatillado por el cambio en la medición de la inflación. El BCCh fue entregando información de este proceso a medida que se desarrollaba.

IPoM marzo 2019	• Destaca la diferencia entre la inflación medida por el nuevo IPC y la proyectada con los datos antiguos. • Diferencia en IPC se puede explicar por menor traspaso de variaciones cambiarias, mayor competencia en algunos mercados y mayores holguras de capacidad que podían asociarse a la inmigración. • Se anuncia el adelanto –de septiembre a junio-- de la actualización de la estimación de los parámetros estructurales para cuantificar este fenómeno. • Se posterga la continuación del proceso de normalización de la política monetaria.
RPM mayo 2019	• Se considera la opción de bajar la TPM en atención a la ausencia de presiones sobre la inflación. • Se señala que esta sería una decisión correcta en la medida que en la actualización de la estimación de los parámetros estructurales se constatará una ampliación significativa de la brecha de capacidad y/o un cambio más moderado se combinara con una caída de la TPM neutral o un menor dinamismo de la demanda.
RPM junio 2019	• Se reduce la TPM en 50pb como recalibración de política monetaria ante nuevos datos estructurales y coyunturales. • Se adelantan antecedentes del IPoM.
IPoM junio 2019	• Se proveen antecedentes detallados de estimación de los parámetros estructurales. • Proyecciones de escenario base, incluyendo efecto de mayor crecimiento tendencial y potencial, efecto de rebaja de tasas.

Brecha de actividad

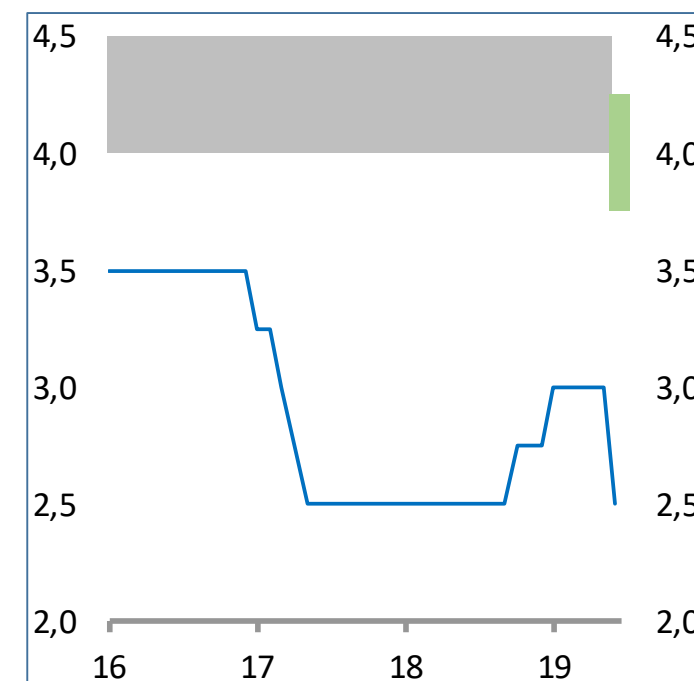
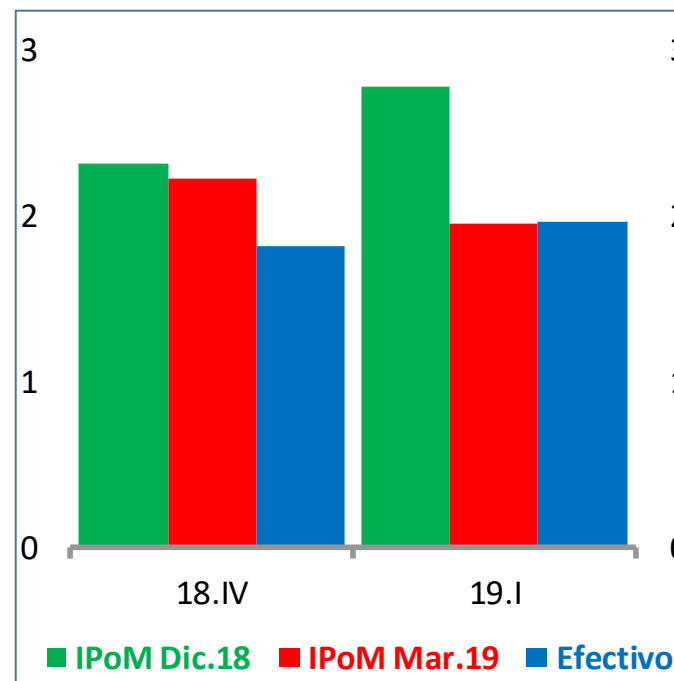
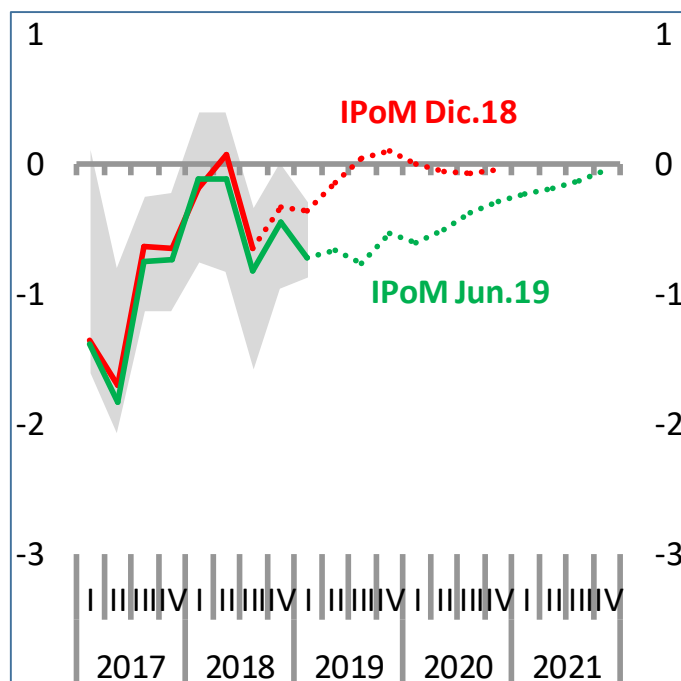
(porcentaje)

Inflación IPCSAE: efectiva vs proyectada

(porcentaje)

TPM: efectiva y neutral

(porcentaje)



-50pb

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

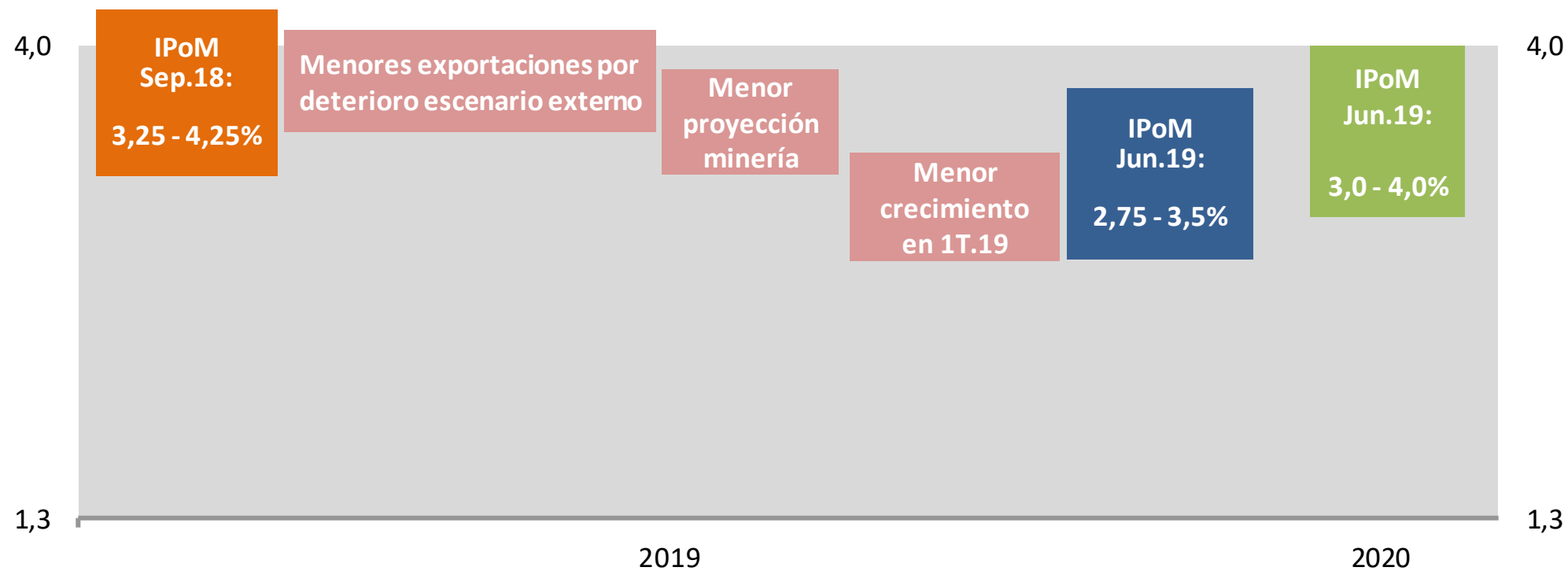
	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
		IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
PIB	4,0	3,0-4,0	2,75-3,5	3,0-4,0	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0
PIB minero	5,2						
PIB no minero	3,9						
Demanda interna	4,7	3,7	2,9	3,5	3,8	3,3	3,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	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.

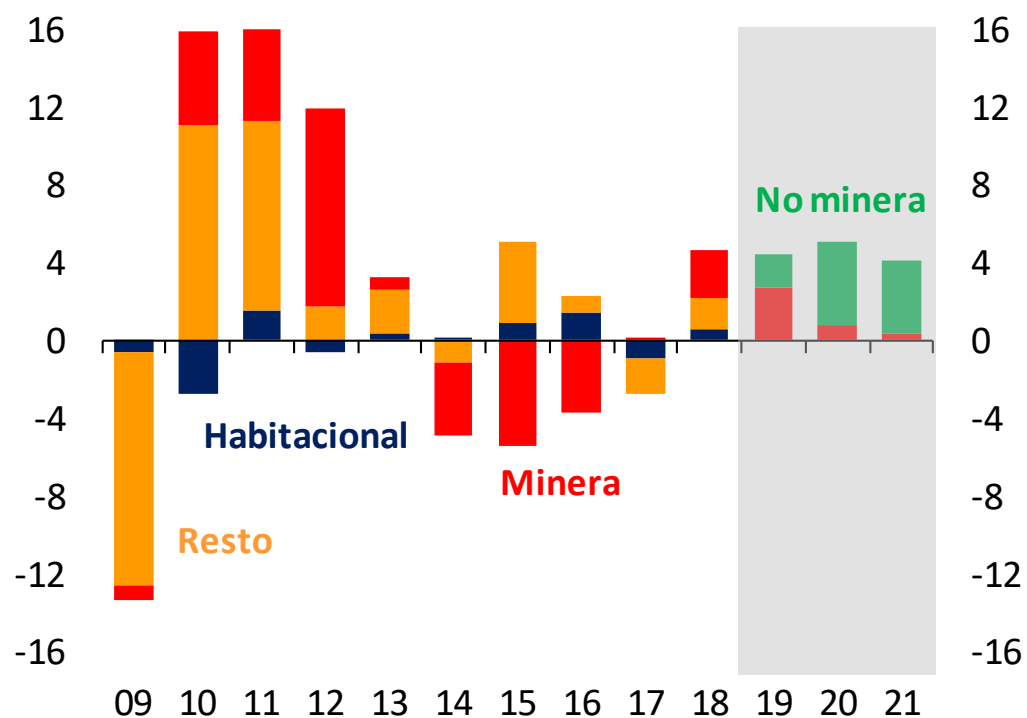
Evolución de la proyección del PIB

(variación real anual, porcentaje)



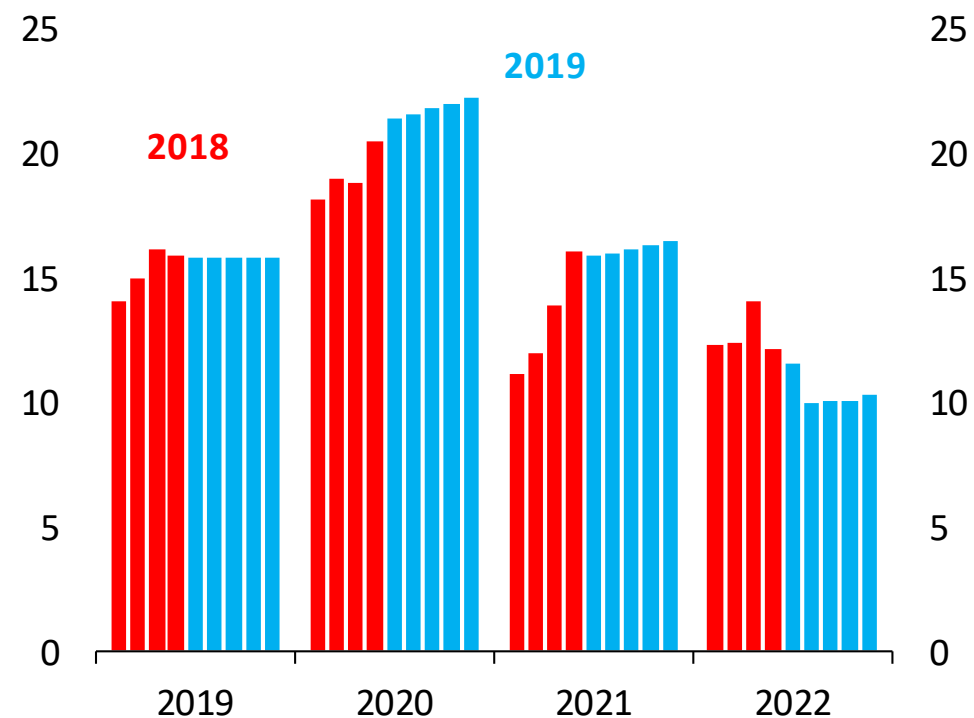
Fuente: Banco Central de Chile.

Incidencias reales anuales en la FBCF (porcentaje)



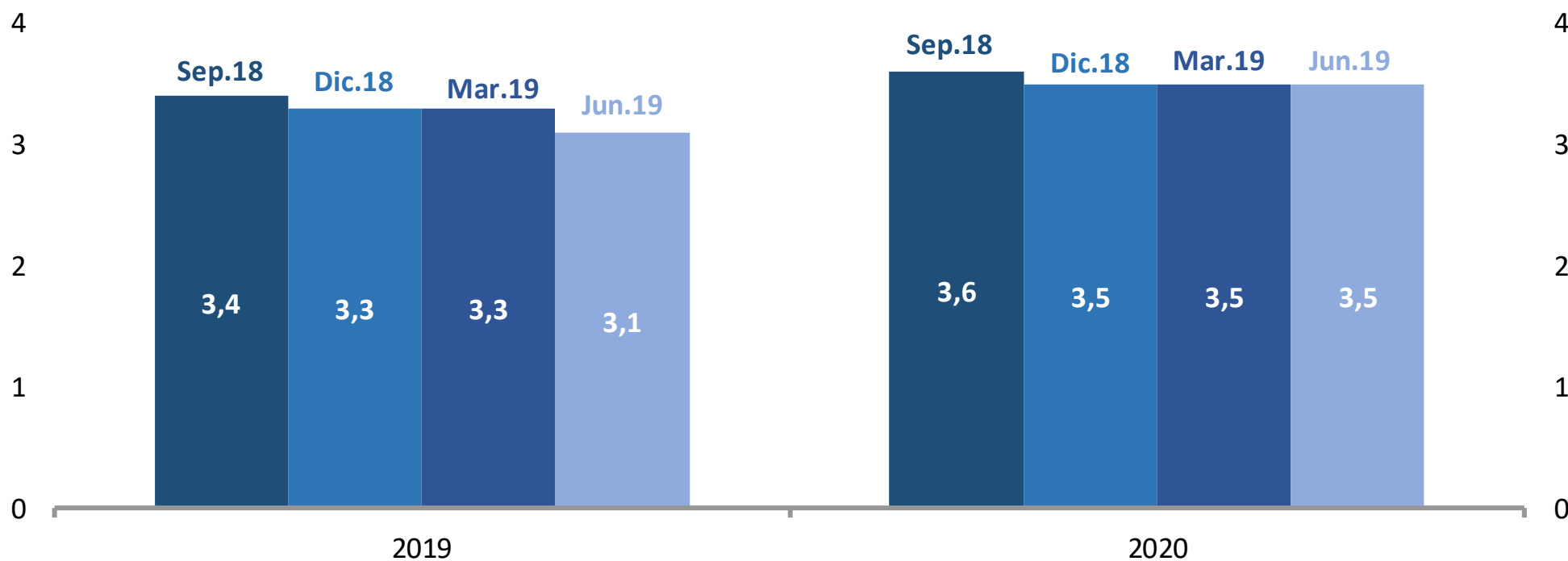
Fuente: Banco Central de Chile.

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



Fuentes: Oficina de Gestión de Proyectos Sustentables, Ministerio de Economía, y Corporación de Bienes de Capital.

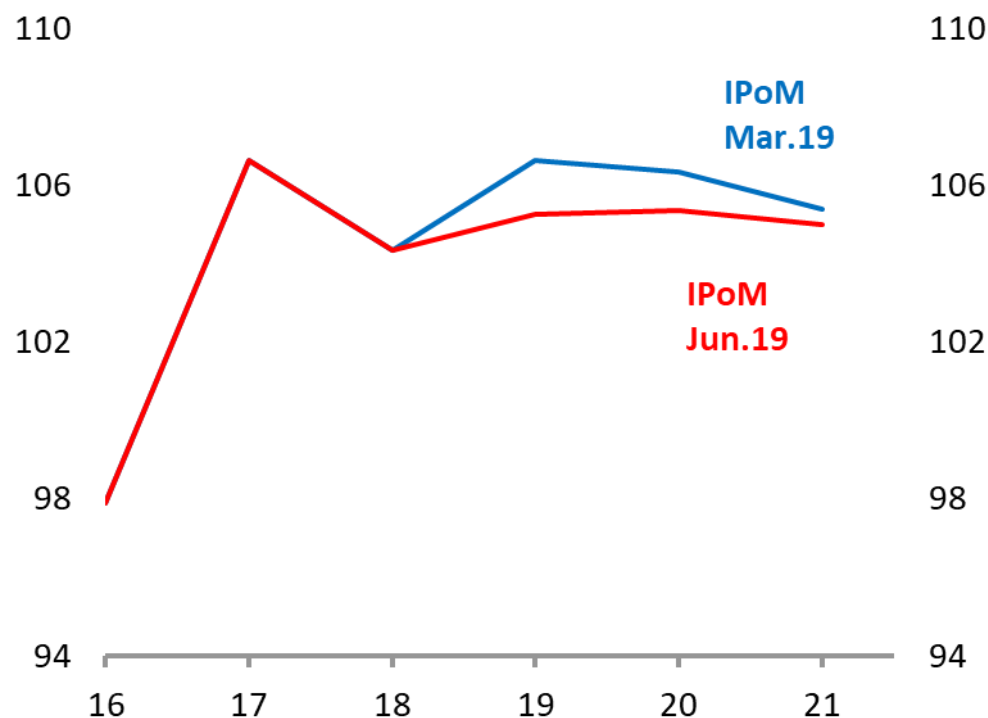
Proyecciones de consumo total (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Términos de intercambio

(índice 2013=100)



Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)

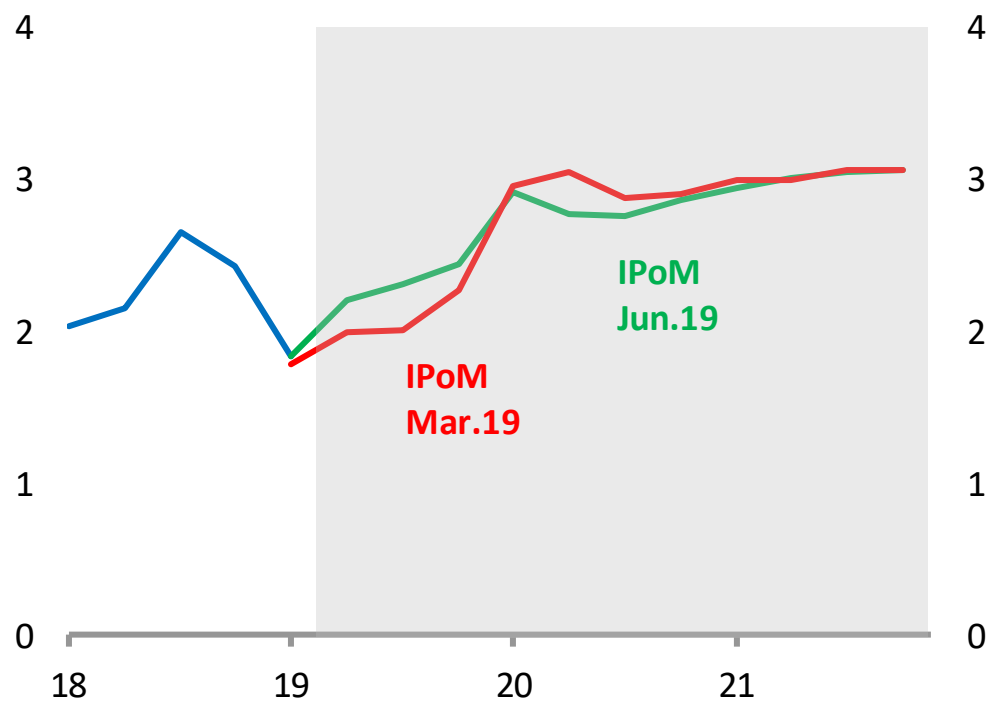
	2017	2018 (e)	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
			IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
Mundo a PPC	3,7	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
Mundo a TC de mercado	3,2	3,0	2,6	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7
Socios comerciales	3,7	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
Estados Unidos	2,2	2,9	2,1	2,2	1,7	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.

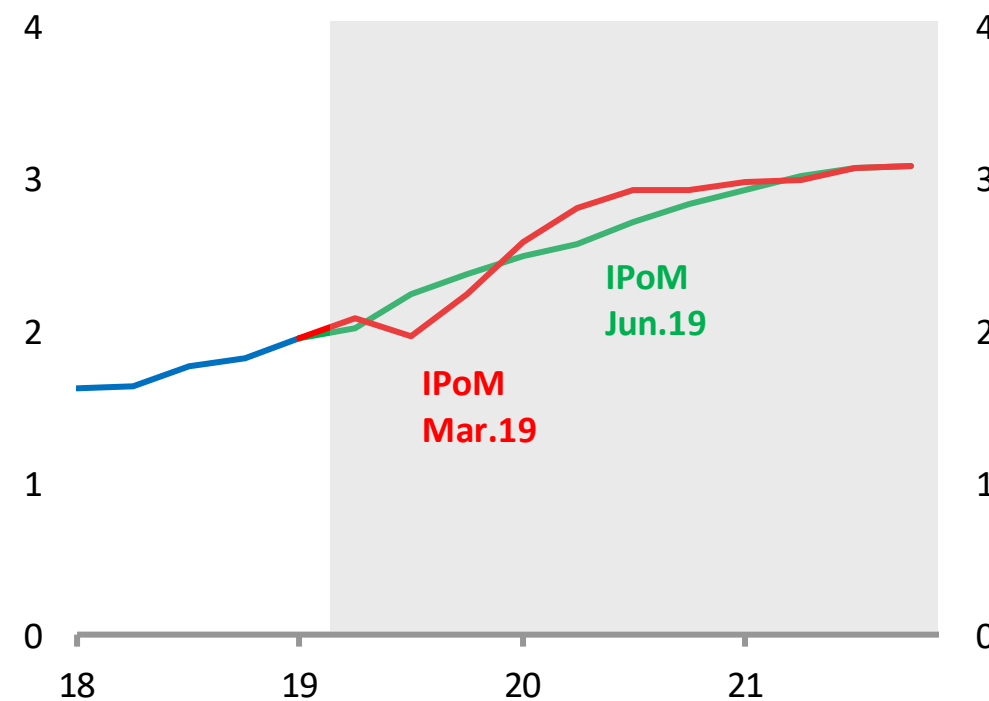
Inflación IPC

(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE

(variación anual, porcentaje)



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

Síntesis del escenario base y sus riesgos

- En el escenario base se proyecta un crecimiento de 2,75-3,5% para el 2019, en tanto que para el 2020 y el 2021 se proyecta un 3-4%. Para la inflación total, se espera que oscile en torno al 3% en el 2020 y que el IPCSAE llegue a ese valor a comienzos del 2021.
- El escenario base supone condiciones externas menos favorables, que el tipo de cambio real fluctúe en torno a sus promedios históricos, que la política fiscal se ajuste a la trayectoria comprometida por la autoridad, y una mantención de la TPM durante los próximos trimestres, iniciando su convergencia a la TPM neutral en el 2020.
- El balance de riesgos externos está sesgado a la baja, dada la posibilidad de mayores turbulencias en torno a los diversos conflictos comerciales y la dependencia de los mercados a la expectativa de acciones de política monetaria que pudieran no producirse o ser insuficientes.
- En caso de materializarse estos riesgos, la economía cuenta con mecanismos amortiguadores y espacio para la acción de la política monetaria. El ajuste reciente de la TPM demuestra que el Banco Central está atento a los cambios en el entorno económico y disponible para actuar cuando ello sea necesario.

Definiciones de política monetaria

Concepto	Significado	Incidencia	IPoM junio
Orientación general de la política monetaria.	Dirección en que el Consejo considera que se debe mover la política monetaria para asegurar la convergencia a la meta de inflación dentro del horizonte de política y factores que influirán sobre ésta.	Actualizado en IPoM en base a visión de la economía y sus implicancias para la inflación.	Hacia adelante, el inicio de la normalización de la TPM dependerá de que la inflación se encuentre en un claro proceso de convergencia a la meta.
Supuesto de trabajo del escenario base.	Trayectoria específica de la TPM utilizada en la elaboración del escenario base. Es una de varias trayectorias compatibles con las variables y demás supuestos.	Está sujeta a márgenes de error y no representa un compromiso del Consejo.	Durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año.
Función de reacción.	Respuesta previsible de la política monetaria ante la materialización de riesgos, dada su posible incidencia sobre la inflación.	Hipotética, frente a escenarios específicos de riesgo.	Deterioro del escenario externo: mayor estímulo. Menor crecimiento de la productividad: menor estímulo. Mayor participación laboral de la población migrante: mayor estímulo. Menor crecimiento de la inversión: mayor estímulo.
Recalibración de la política monetaria.	Ajuste por una vez de la TPM ante cambios significativos en las estimaciones de brechas de capacidad, inflación y TPM neutral.	Excepcional.	Ajuste de 50pb de la TPM en RPM de junio, considera actualización de los parámetros estructurales y evolución reciente de la actividad y del escenario externo.

Comentarios finales

La evaluación del Consejo sobre el escenario macroeconómico y sus perspectivas, que incluyen la actualización de los parámetros estructurales y la evolución reciente de la economía, indicaron que se requería aumentar el 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%.

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.

La recalibración de la TPM no significa que ésta no se pueda ajustar en el futuro ante cambios en el entorno macroeconómico, mas bien permitirá evaluar la respuesta adecuada a dichos cambios en sus propios méritos, sin confundirlos con los factores que justificaron este ajuste. Si el Consejo acaba de demostrar capacidad para incorporar y analizar nueva información, así como para extraer y materializar sus implicancias para la política monetaria, no hay ninguna razón para que se amarrara las manos ahora.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019



Mario Marcel
Presidente

Banco Central de Chile, 13 de junio de 2019