

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Octubre 2019



Elias Albagli

Gerente División Política Monetaria

Banco Central de Chile

Principales mensajes

- Perspectivas macro se han debilitado
 - Aumentan riesgos de convergencia inflacionaria (3% a 2 años).
- Escenario internacional:
 - Aumenta incertidumbre (confl. comercial); desaceleración comercio y manufacturas; varios países se encontrarían al borde de una recesión.
 - Aversión al riesgo y PM expansiva reducen tasas de interés a niveles record, mitigando ajuste precio activos riesgosos (por el momento).
 - Contraste: fortaleza m. laboral y consumo, ¿Quién cederá?
 - IPoM: incertidumbre persistente ajustará empleo y consumo a la baja.
- Economía nacional: desaceleración crecimiento en 2T
 - Inciden factores puntuales, pero destaca desaceleración consumo, caída exportaciones, y bajo desempeño industria.
 - Mayor dinamismo Inversión ligado a proyectos mineros. Perspectivas inversión se deterioran en el margen (expectativas + cond. financieras).
- Inflación total y subyacente (IPCSAE) continúan en torno a 2%.
 - Desaceleración inflación servicios prende alertas.
 - Se espera moderado incremento hacia fines 2019 por tipo de cambio, pero convergencia más tardía por debilidad demanda.
- Cambio de escenario requiere mayor impulso monetario:
 - El Consejo decidió rebajar la TPM en 50 pb (hasta 2,0%).
 - Rebajas desde junio destacan en conjunto amplio de países.

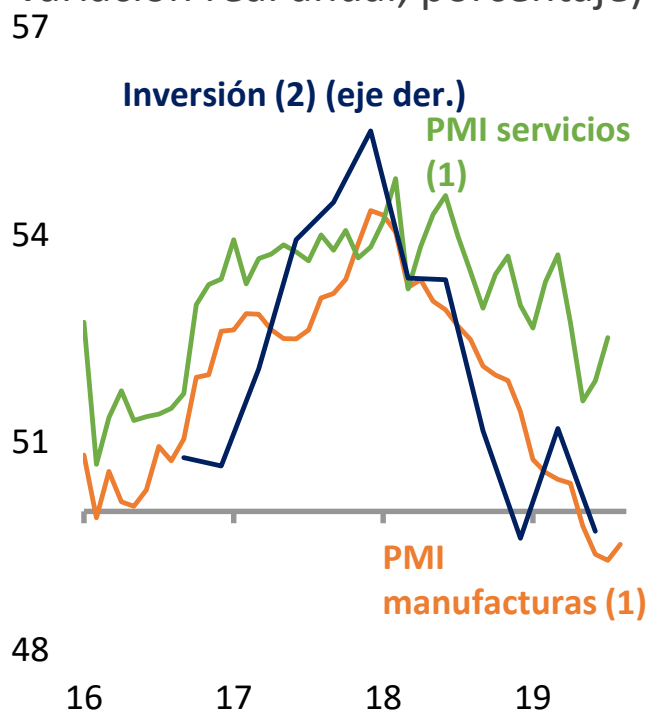
1

Escenario internacional



Conflicto comercial se transmite globalmente a través de cadenas de valor. Impacta COMEX, prod. Industrial, e inversión por aumento persistente incertidumbre (*wait and see*).

PMI global e inversión
(índice desestacionalizado;
variación real anual, porcentaje)



Exportaciones mundiales (3)
(variación anual, porcentaje)



Producción industrial (3)
(variación anual, porcentaje)



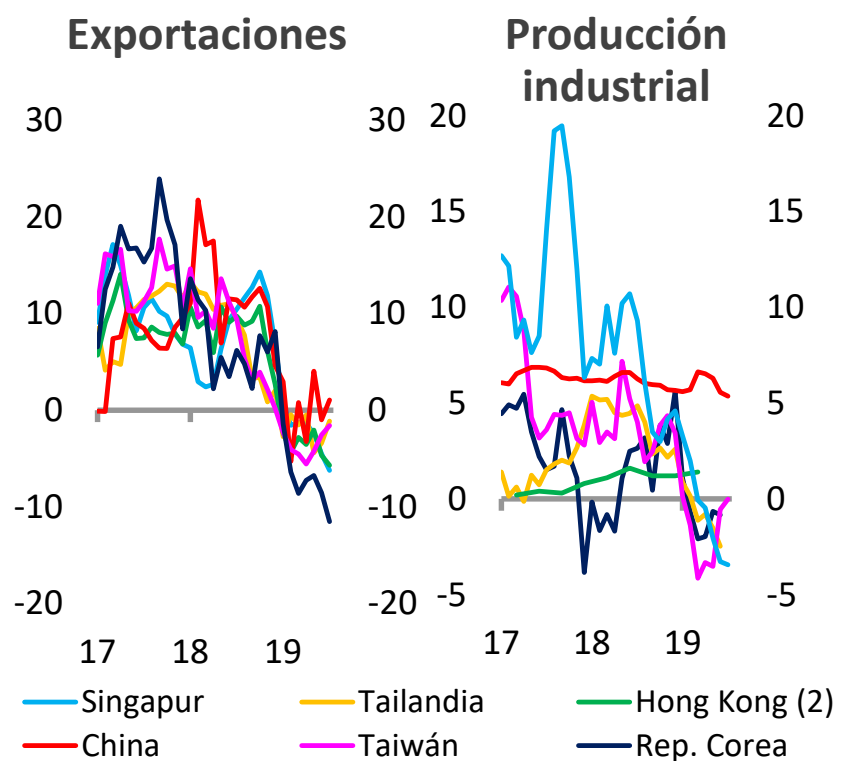
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Corresponde al componente principal. Considera EE.UU., Alemania, Francia, Italia, España, Japón, Reino Unido. Fuente: Banco Central de Chile en base a estadísticas cada país y JP Morgan.

(3) Promedio de tres meses móviles. Fuente: CPB World Trade Monitor.

Emergentes se han visto más afectados: desaceleración en China + aversión al riesgo en mercados financieros. En LATAM, predominan factores idiosincráticos.

Indicadores Asia emergente (1)

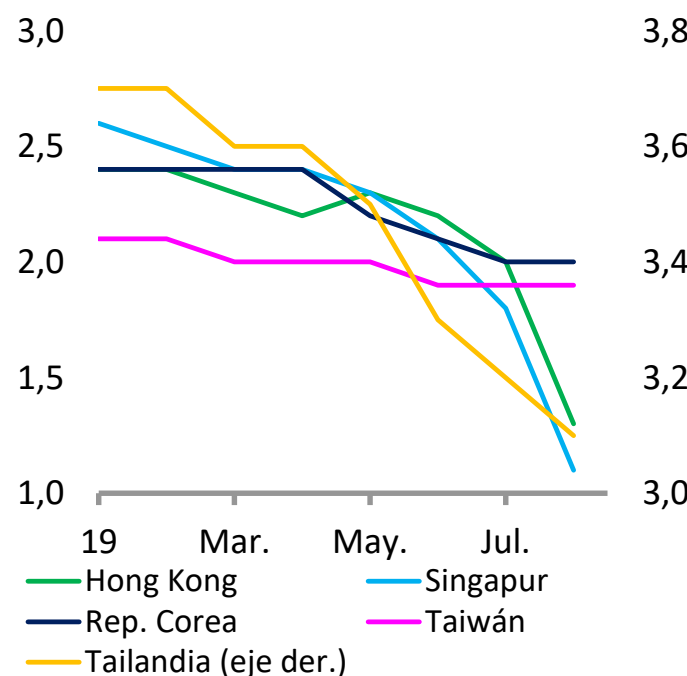
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses. (2) Cifras de producción industrial son trimestrales. Fuente: Bloomberg y Oficina de Economía Industrial de Tailandia.

Asia emergente: perspectivas de crecimiento 2019

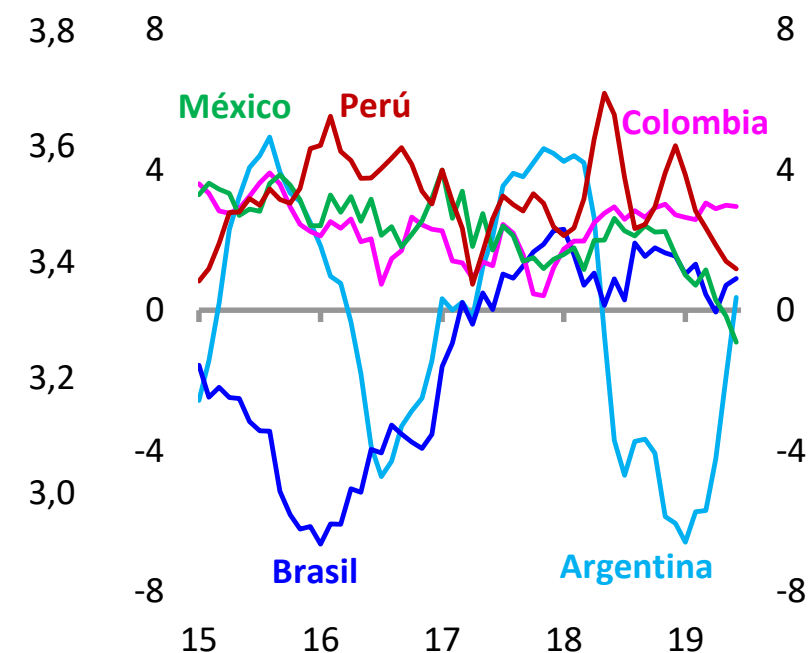
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

Índice actividad mensual LATAM (2)

(variación anual, porcentaje)

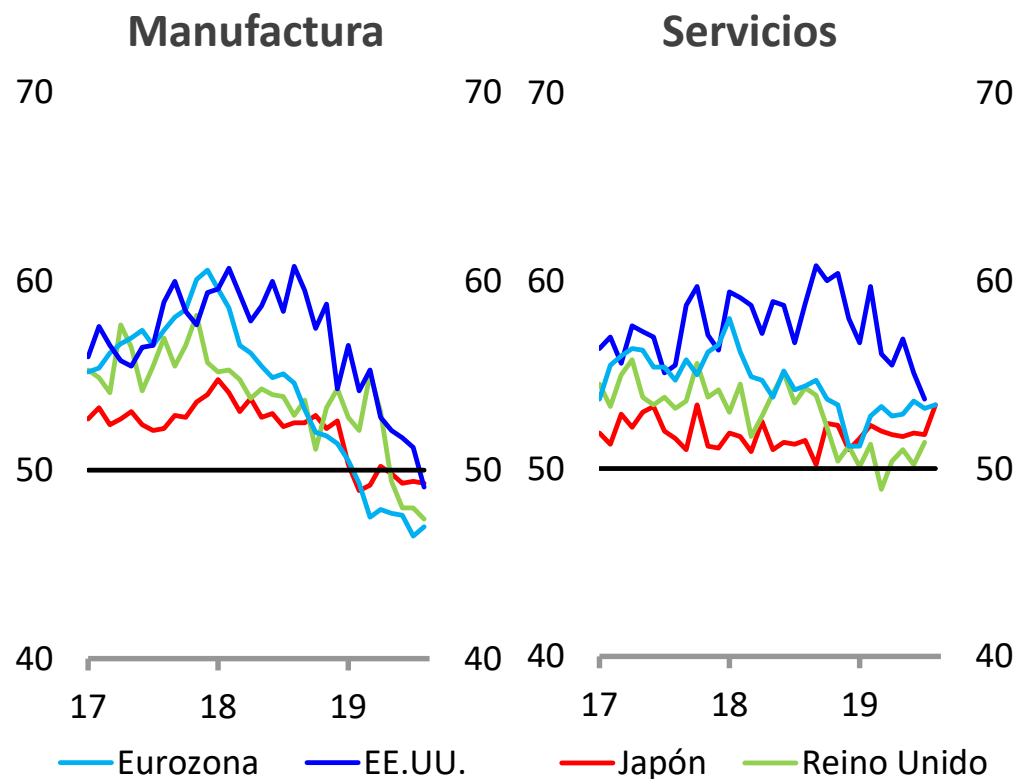


(2) Promedio de tres meses móviles. Fuente: Bloomberg

Desarrollados se sostienen por resiliencia m. laboral. ¿Qué cederá? IPoM: persistencia incertidumbre (elecciones 2020) alineará empleo y consumo con debilidad inversión.

Perspectivas sectoriales (1)

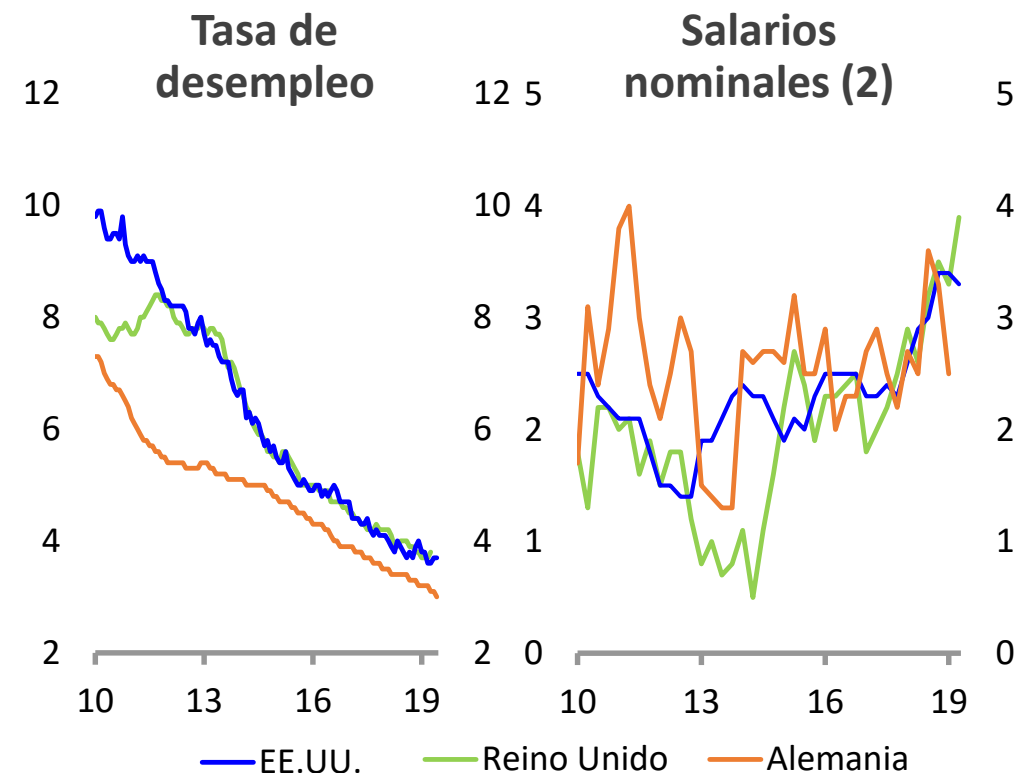
(índice de difusión, pivote=50)



(1) Medidos por el índice de gerentes de compra (PMI), excepto en EE.UU., donde se utiliza el ISM. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). Fuente: Bloomberg.

Mercado laboral economías seleccionadas

(porcentaje; variación anual, porcentaje)



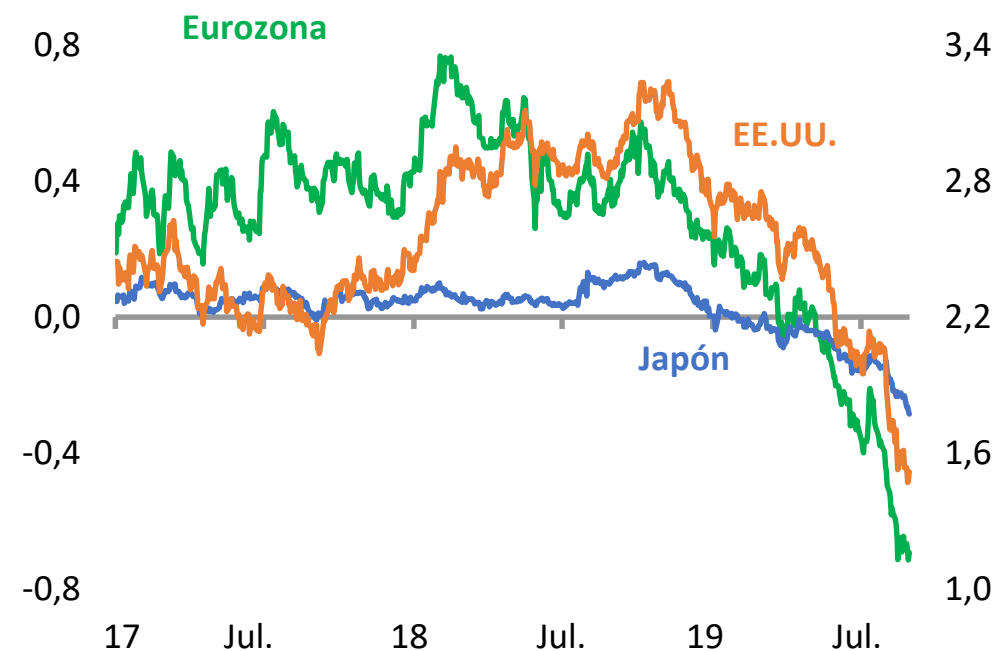
(2) Datos trimestrales. Fuente: Bloomberg.

Encuadre ha resultado en giro PM. Sumado a la Aversión Riesgo, ha comprimido tasas de renta fija a niveles récord (bono Alemán 30 años y 30% renta fija IG en tasas negativas!).

Evolución TPM a nivel global (porcentaje; cambios en puntos porcentuales)

	Spot	Variación desde último IPoM	Var. Acum. 2019	Variación 2018	Diferencia Expectativas	
					sep-ene	IPoMs
Estados Unidos	2,25	-25	-25	100	-100	-50
Zona Euro	0,00	0	0	0	0	0
Japón	-0,10	0	0	0	0	0
Canadá	1,75	0	0	75	-50	0
Reino Unido	0,75	0	0	25	-50	0
Suecia	-0,25	0	0	25	-50	0
Dinamarca	0,05	0	0	0	-25	-25
Islandia	3,50	-50	-100	25	--	--
Suiza	-0,75	0	0	0	-25	0
Noruega	1,25	25	50	25	0	0
Australia	1,00	-50	-50	0	-75	-25
Nueva Zelanda	1,00	-50	-75	0	-100	-50
China	4,35	0	0	0	0	0
India	5,40	-60	-110	50	-150	-75
Korea	1,50	-25	-25	25	-75	-50
Indonesia	5,50	-50	-50	175	-100	-25
Malasia	3,00	0	-25	25	-50	-25
Tailandia	1,50	-25	-25	25	-75	-50
Filipinas	4,25	-25	-50	175	-100	0
Rusia	7,25	-50	-50	0	-50	-50
Hungría	0,90	0	0	0	0	0
República Checa	2,00	0	25	125	-25	0
Croacia	3,00	0	0	0	-25	0
Polonia	1,50	0	0	0	0	0
Israel	0,25	0	0	15	-50	-25
Turquía	19,75	-425	-425	1600	-275	-550
Brasil	6,00	-50	-50	-50	-200	-125
Chile	2,00	-100	-75	25	-175	-125
México	8,00	-25	-25	100	-50	-50
Colombia	4,25	0	0	-50	-75	-25
Perú	2,50	-25	-25	-50	-75	-75

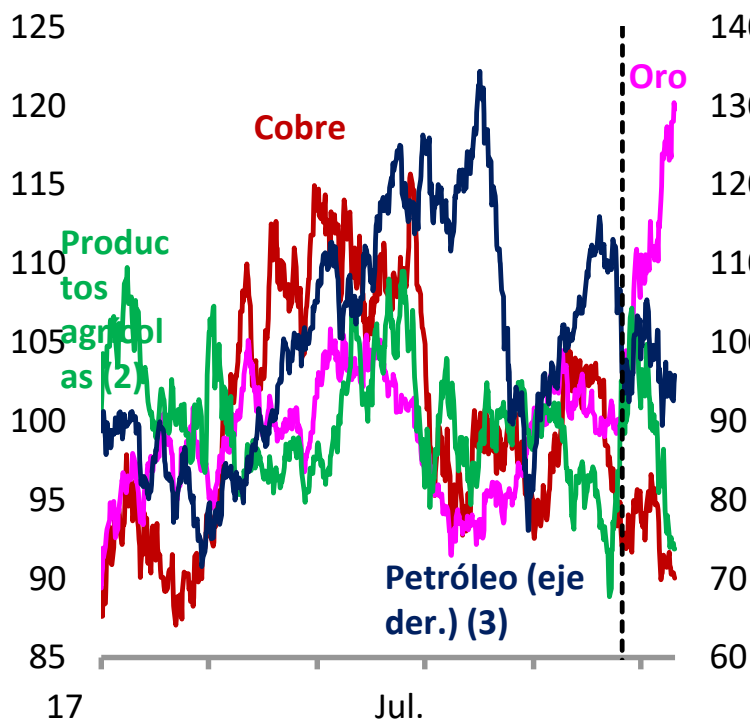
Tasas de interés de bonos a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Deterioro precios de activos riesgosos permanece contenido (PM? Recompra acciones?). Commodities ceden y monedas refugio se aprecian.

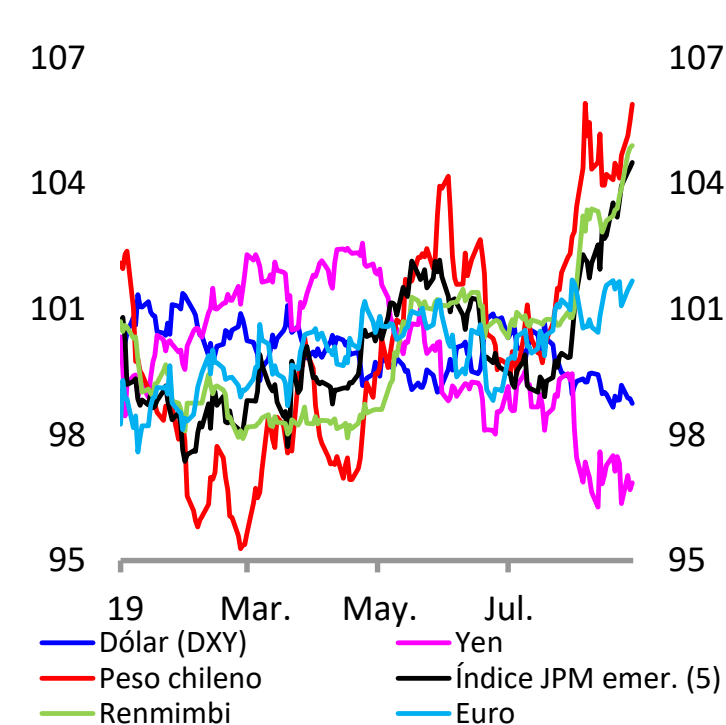
Commodities



Mercados bursátiles



Evolución de monedas



Línea segmentada vertical izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de junio. Línea punteada vertical derecha representa el anuncio realizado el 1 de agosto del 2019 sobre nuevas tarifas a importaciones chinas por parte de EE.UU. Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente. Fuente: Bloomberg.

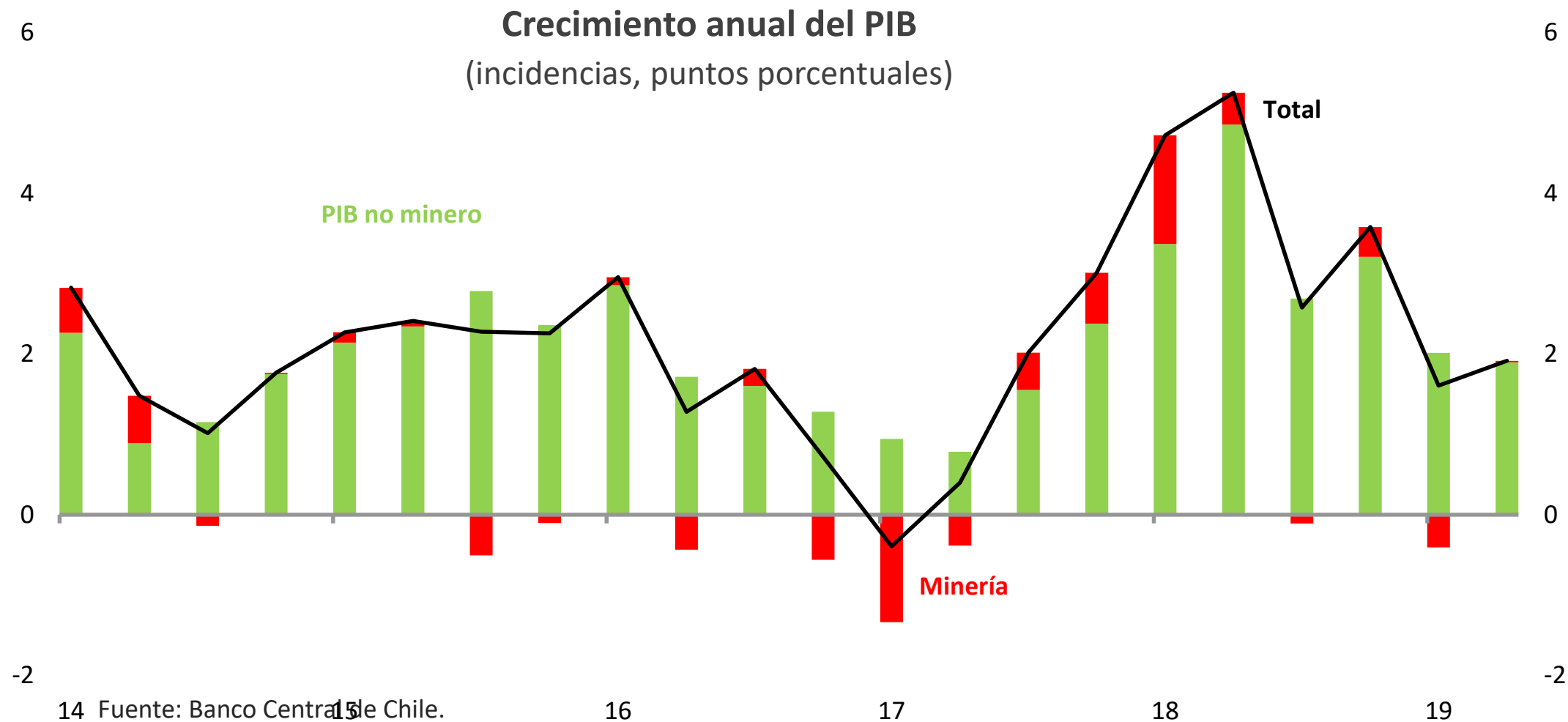
Aumento (baja) indica depreciación (apreciación). (5) Índice JP Morgan compuesto por Singapur, India, China, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Hungría, Rusia y Turquía. Fuente: Bloomberg.

The background of the slide is a composite image. On the left, there are four stacks of coins of varying heights, arranged from left to right in increasing order of height. The coins are dark in color. The background is a light blue gradient with a semi-transparent overlay of a financial data table. The table has several columns and rows of numbers and text, including 'ATO' and various numerical values. A yellow line graph is also visible in the lower-left corner, showing an upward trend.

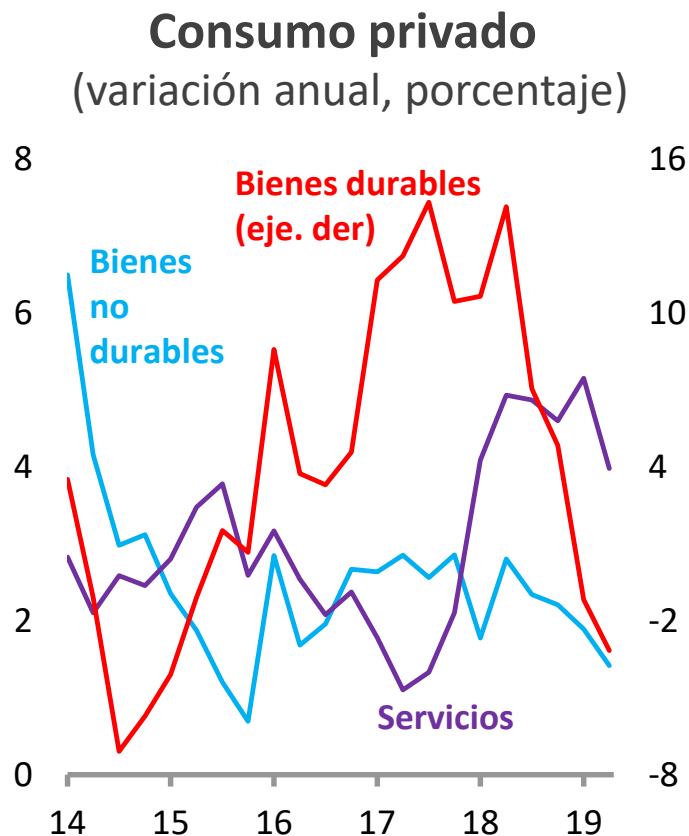
2

Escenario interno

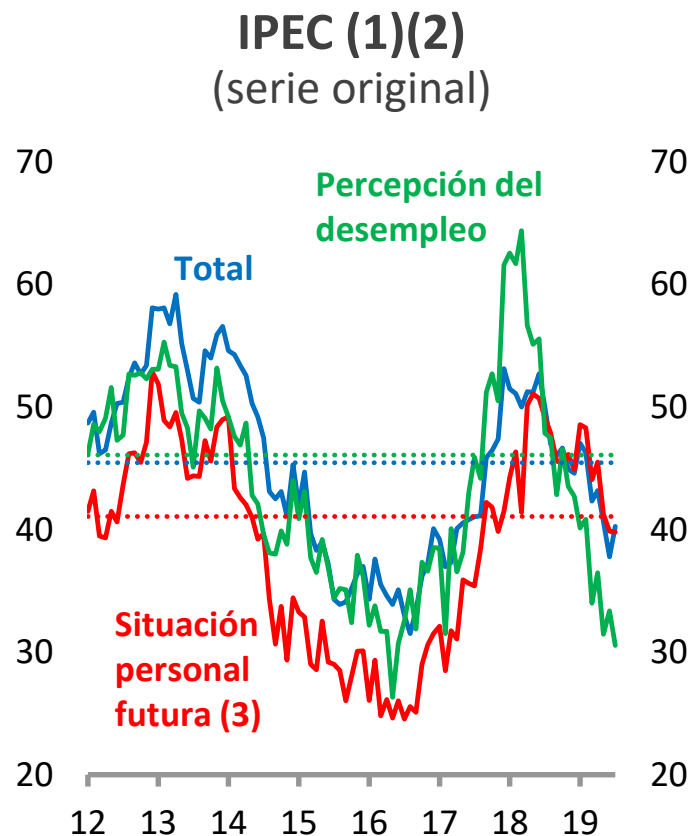
Actividad segundo trimestre creció menos que lo previsto, en parte por factores puntuales (minería, EGA, agro, Ss. Personales). Contracción industria en línea con tendencia global.



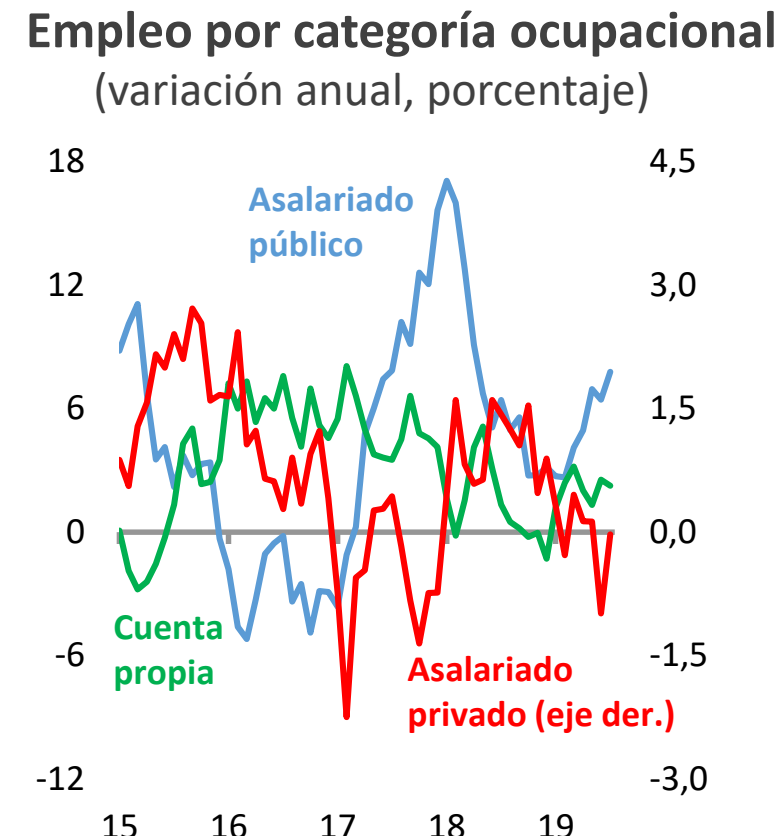
Mayor preocupación se ve en desaceleración transversal del Consumo privado, en contexto de deterioro de sus fundamentos (expectativas; m. laboral).



Fuente: Banco Central de Chile.



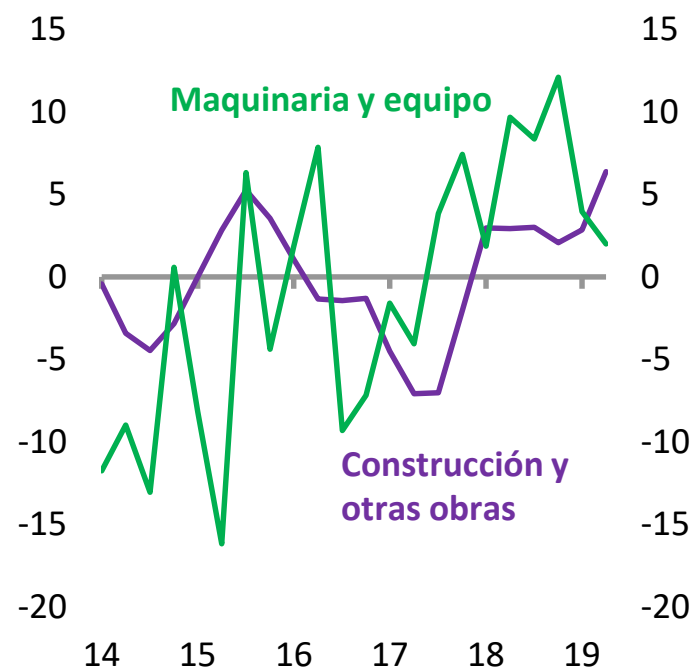
(1) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). (2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio del período entre marzo del 2003 y julio del 2019 para cada serie. (3) Indicador altamente correlacionado con el comportamiento del consumo. Para mayor detalle, ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio del 2018. Fuente: Adimark.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

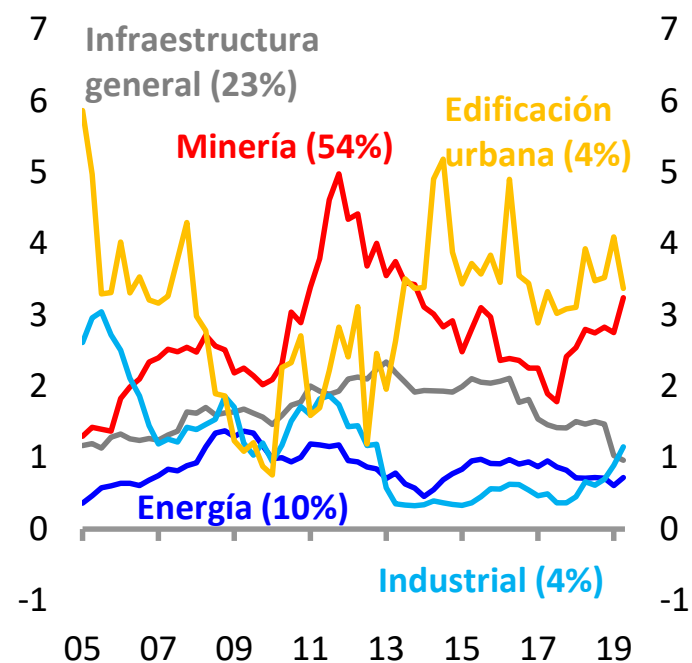
Inversión algo más dinámica se asocia a proyectos mineros. No se aprecia recuperación en resto de sectores. Fundamentos deteriorados en línea con escenario internacional.

Formación bruta de capital fijo
(variación real anual, porcentaje)



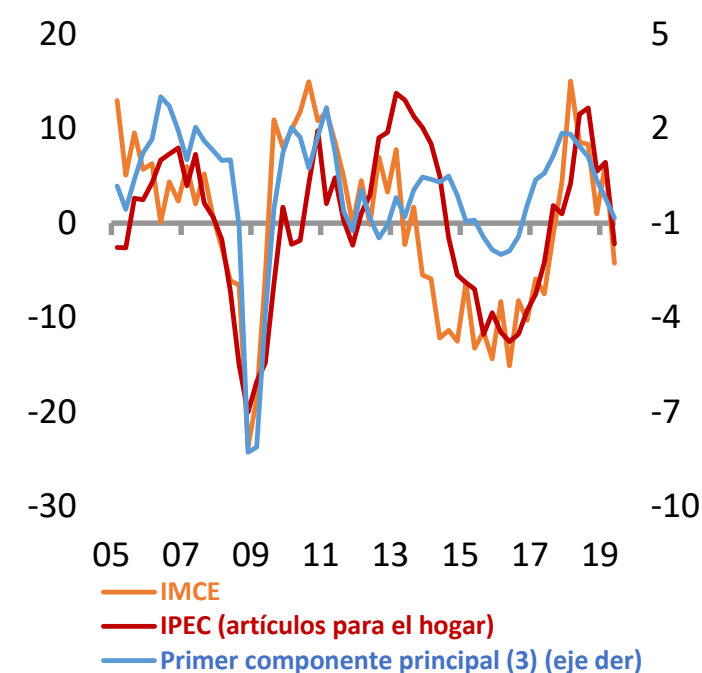
Fuente: Banco Central de Chile.

Obras de ingeniería por sectores (1)
(índice base 1996=1)



(1) Porcentajes entre paréntesis corresponden a la participación del sector dentro de la actividad total del 2018. Estos suman 96% del total. Fuente: Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería de Chile A.G.

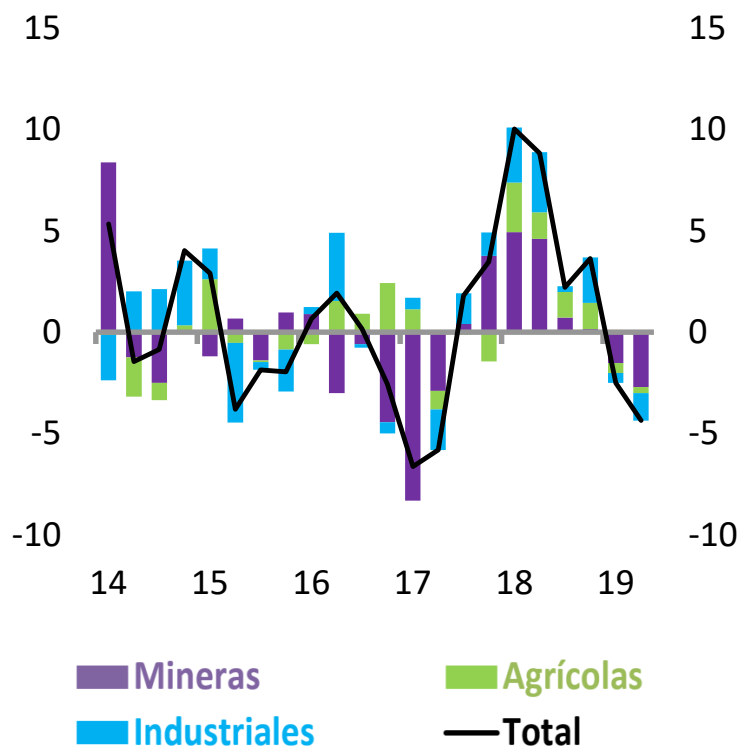
Expectativas y variables externas (2)
(desv. c/r al prom. histórico)



(2) Se consideran las series originales del IMCE e IPEC. El IMCE solo considera los sectores de industria y comercio, y las preguntas relativas a la situación futura de la empresa en los próximos 3 y 6 meses. (3) Primer componente principal de: PMI Global, EE.UU., China, Europa, Brasil, Precio del Cobre, Precio del Petróleo. Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibañez y Bloomberg.

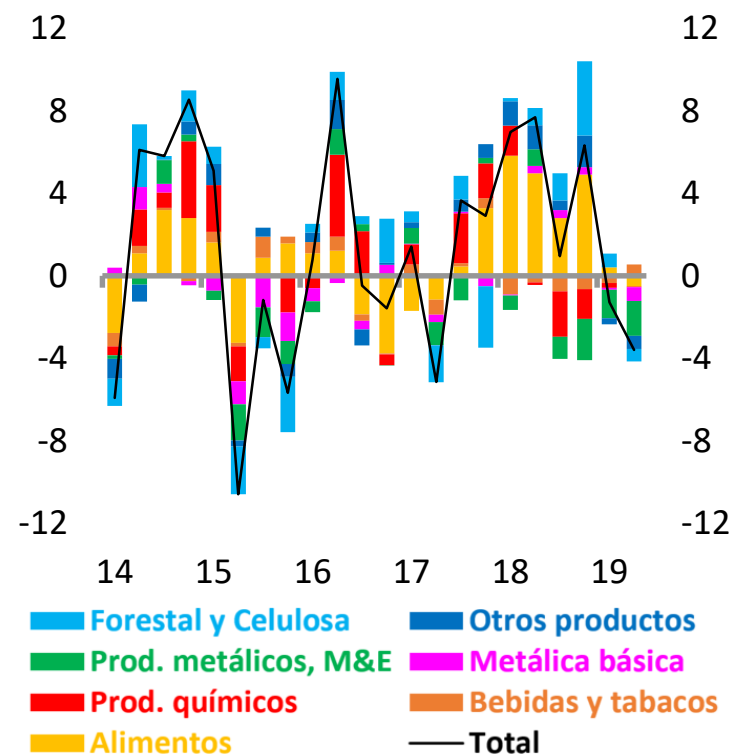
Efecto guerra comercial en COMEX chileno aún acotado y heterogéneo. Exportaciones caen por producción minera, y envíos industriales por desempeño LATAM.

Crecimiento anual de las exportaciones reales
(incidencias, porcentaje)



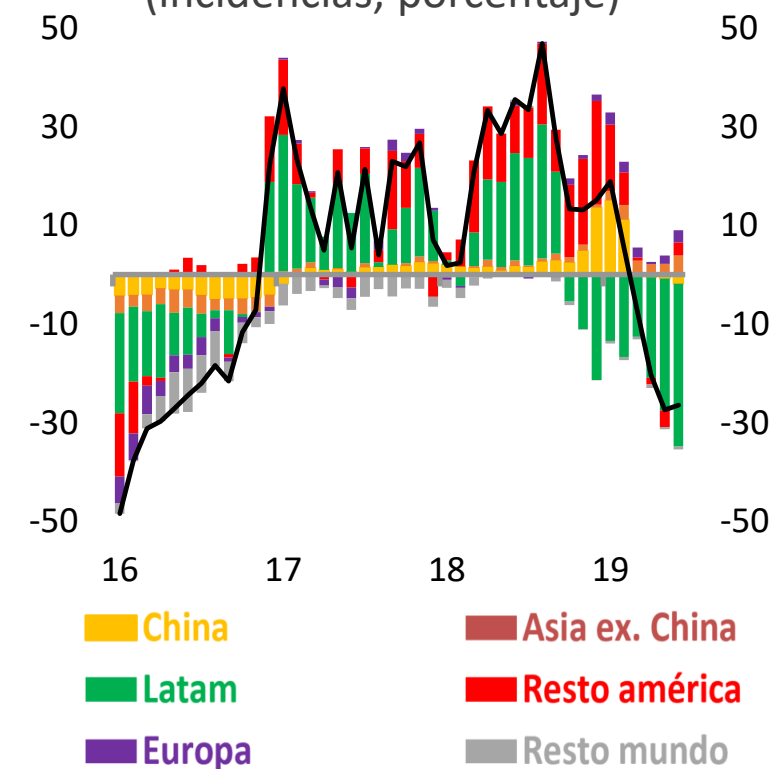
Fuente: Banco Central de Chile.

Crecimiento anual del volumen de las exportaciones industriales
(incidencias, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

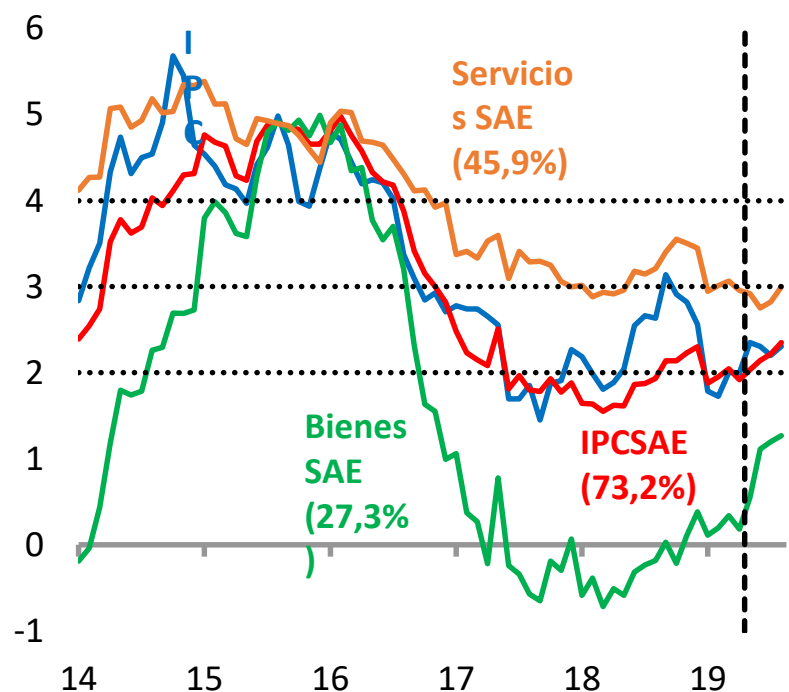
Crecimiento anual de las exportaciones industriales metálicas básicas por destino
(incidencias, porcentaje)



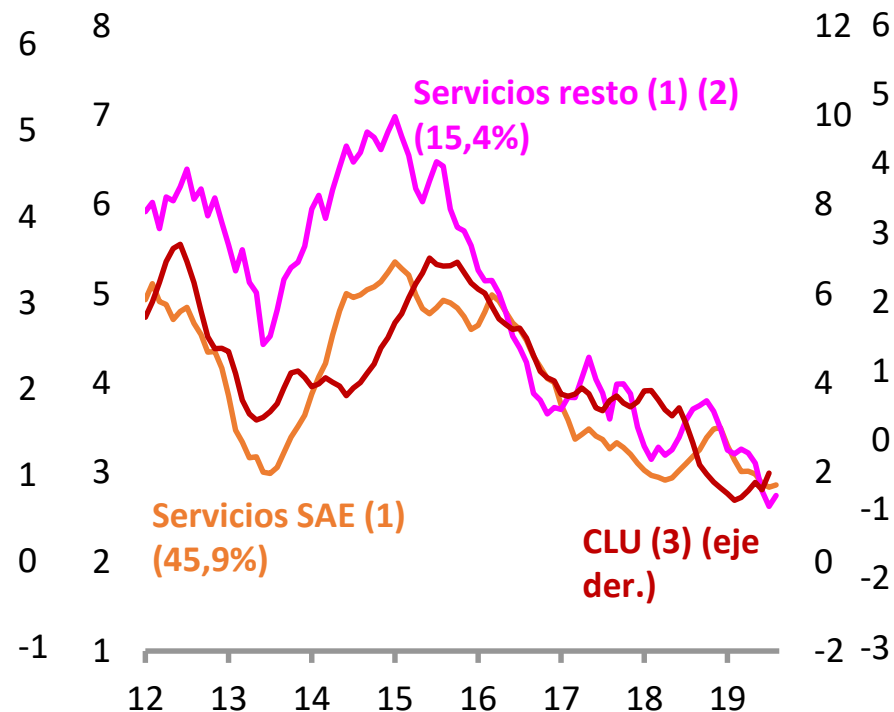
Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación (IPC, IPCSAE) continúa en torno a 2%. Destacan sorpresas negativas en servicios y líneas IPC ligados a salarios → holguras m. laboral (mayor oferta + menor demanda).

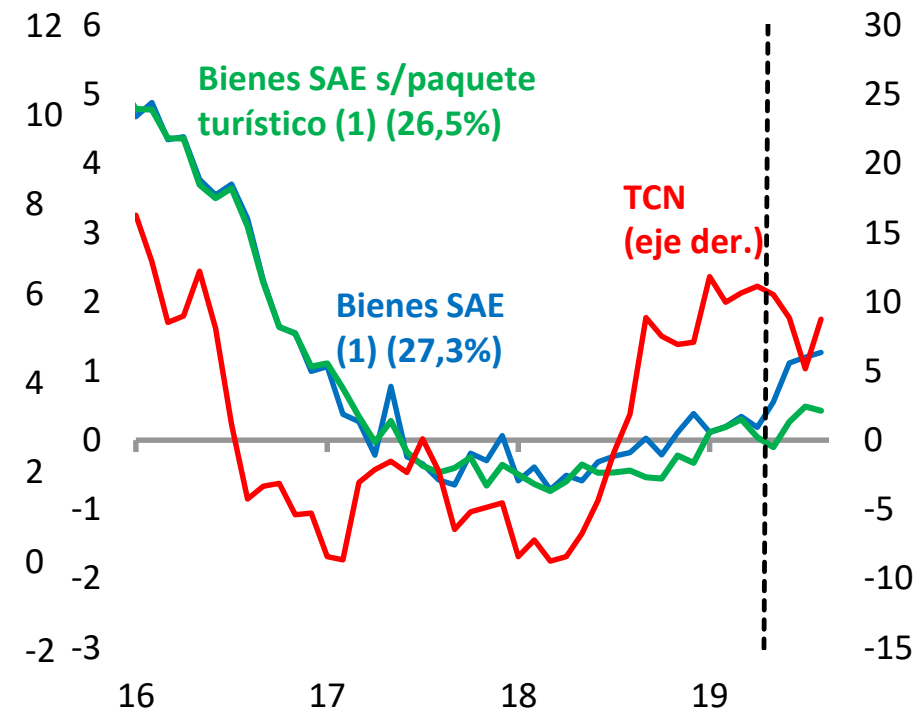
Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



Servicios SAE y costos laborales unitarios
(prom. móvil 3 meses variación anual,%)



Tipo de cambio, IPCSAE bienes
(variación anual, %)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

A line chart with a grid background. The chart features two data series: a blue line and a brown line. Both lines show an overall upward trend with some fluctuations. The blue line starts at a lower point than the brown line but eventually crosses it and reaches a higher peak. The brown line starts higher but ends lower than the blue line. The chart is partially obscured by a dark blue gradient on the right side.

3

Perspectivas y riesgos

Economía local recibirá menor impulso externo respecto IPoM junio, destacando ajuste Asia y LATAM. Términos de intercambio también serían menores por baja precio cobre.

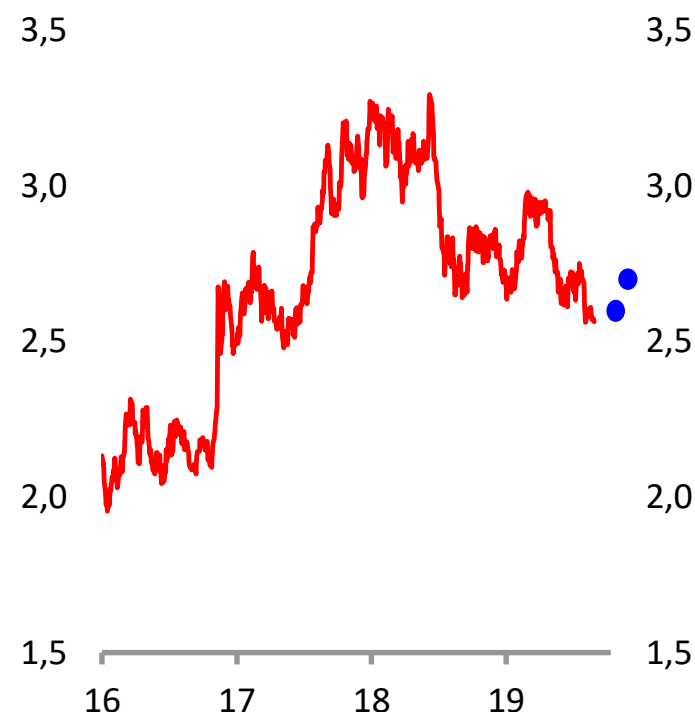
Crecimiento mundial (variación anual porcentaje)

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Precio del cobre (1) (dólares la libra)



(1) Puntos azules corresponden a la proyección para 2020 y 2021. Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Mayor crecimiento 2S sería por base comparación 2018, no por reaceleración. Consumo, inversión, y COMEX menos dinámicos, en línea con fundamentos y escenario internacional. Proyecciones actividad 2019-21 se ajustan a la baja.

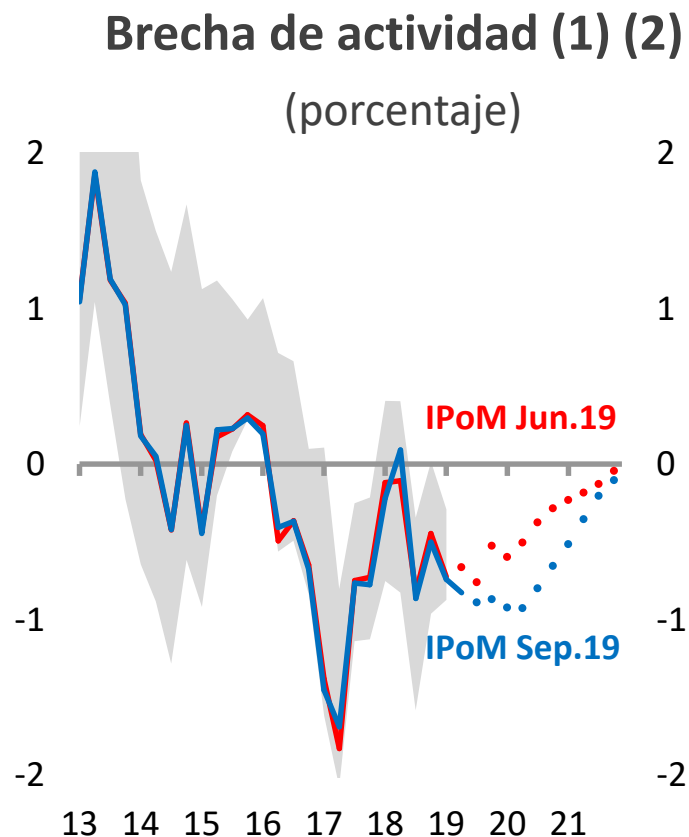
Escenario interno
(variación anual, porcentaje)

	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Jun.19	Sep.19	Jun.19	Sep.19	Jun.19	Sep.19
PIB	4,0	2,75-3,5	2,25-2,75	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0	3,0-4,0
PIB minero	5,2						
PIB no minero	3,9						
Demanda interna	4,7	2,9	2,4	3,8	3,5	3,5	3,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	3,4	3,0	3,9	3,3	3,5	3,6
Formación bruta de capital fijo	4,7	4,5	4,0	5,1	4,0	4,1	4,1
Consumo total	3,7	3,1	2,7	3,5	3,1	3,4	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	0,6	-1,3	3,6	1,6	2,7	2,2
Importaciones de bienes y servicios	7,6	0,6	-1,9	4,3	2,3	2,7	2,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,9	-3,3	-2,8	-3,1	-2,8	-2,6
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	19,9	19,3	20,2	19,9	20,5	20,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,3	21,8	21,9	22,1	22,1	22,3	22,1

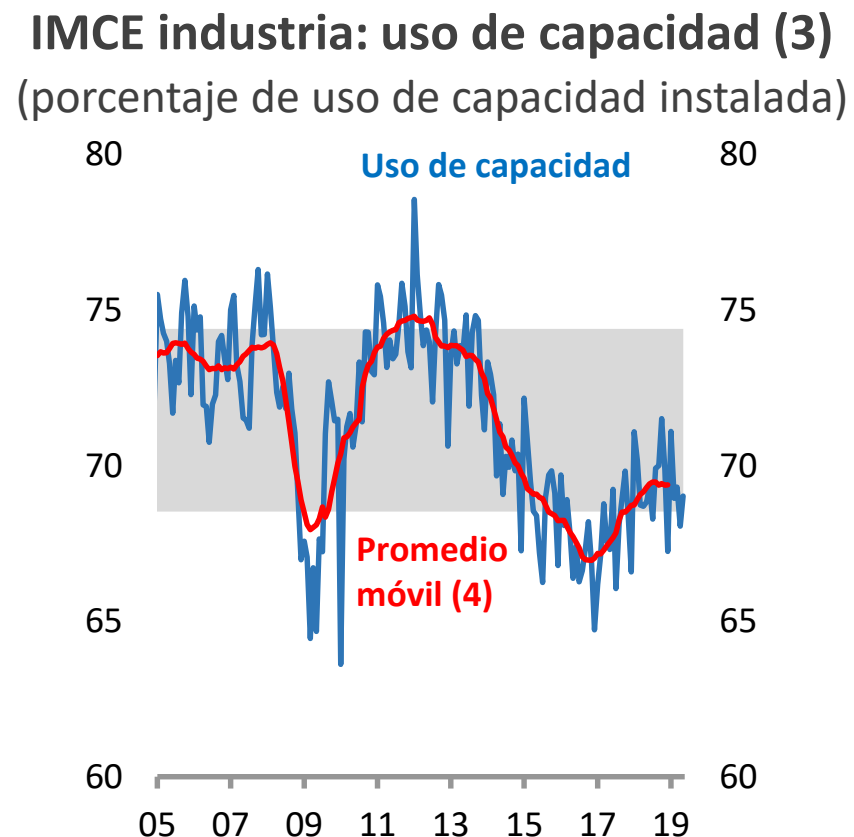
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

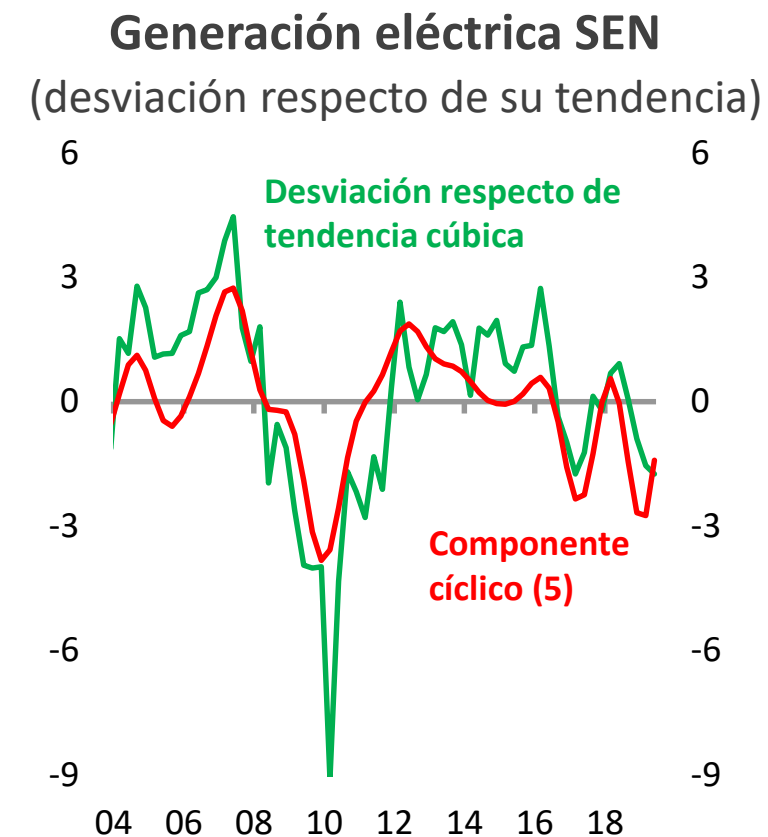
Brecha de actividad sería más amplia que lo proyectado en junio, en línea con otros indicadores de holguras de capacidad.



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Aldunate *et al.* (2019). (2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones. Fuente: Banco Central de Chile.

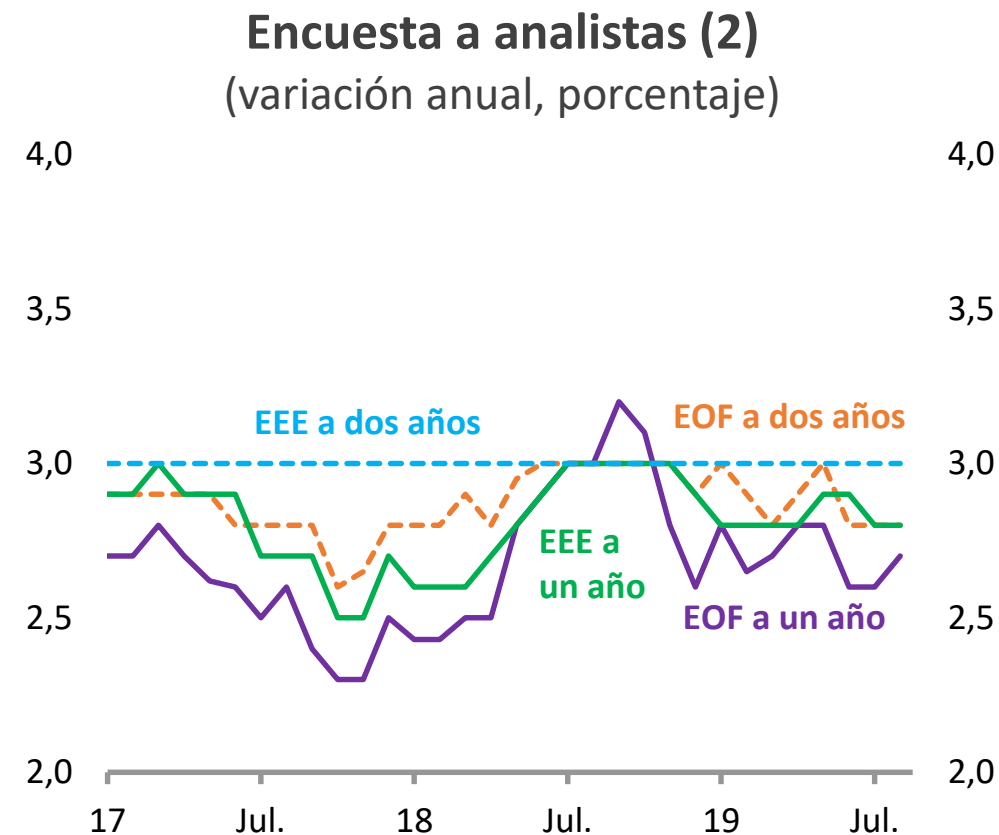
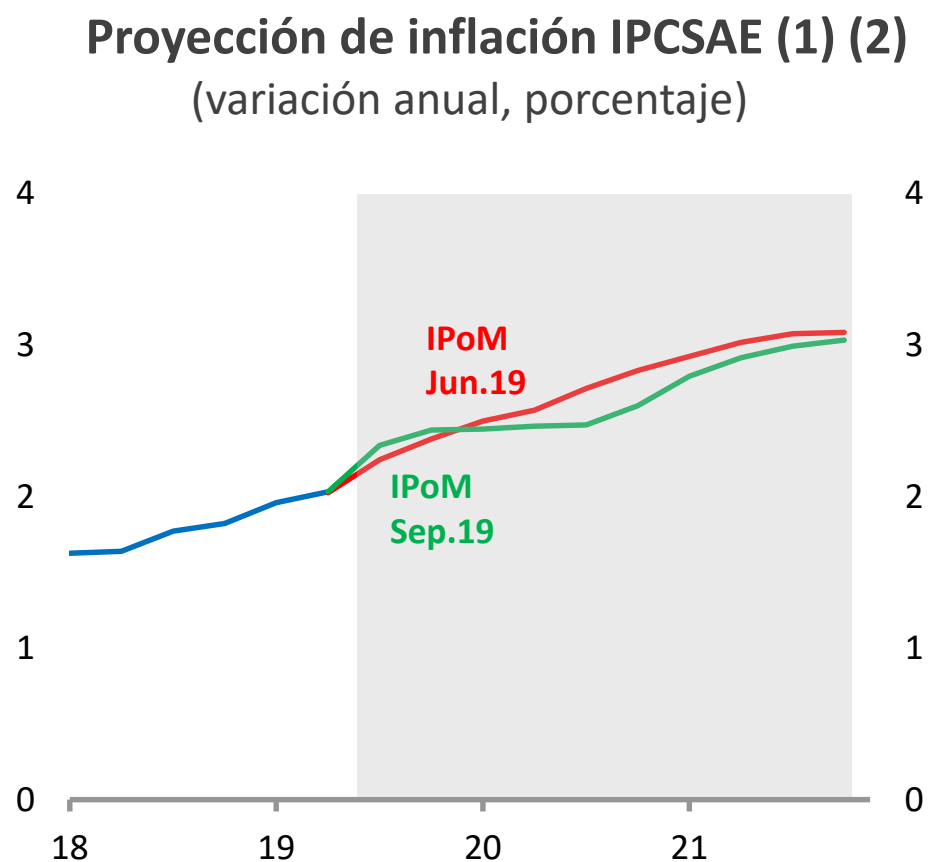


(3) Área gris corresponde a la media (71,5) +/- una desviación estándar. (4) Promedio móvil centrado en +/- seis meses. Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



(5) Componente cíclico se obtiene a partir de un *band pass filter* (Ver Christiano y Fitzgerald (2003)). Fuentes: Banco Central de Chile y Coordinador Eléctrico.

Implicancias: convergencia inflación a 3% se retrasa para mediados 2021 (fin horizonte PM).
EEE se mantiene anclada; EOF prende algunas alertas en expectativas inflación.



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2019, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

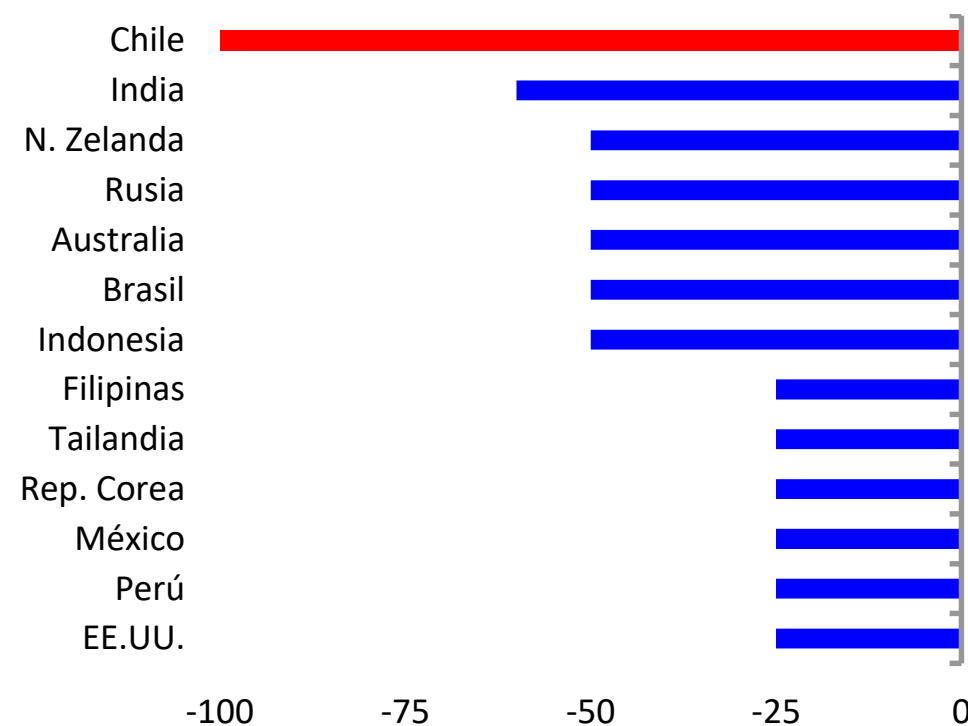
Encuadre: convergencia inflación requiere mayor estímulo monetario. Consejo redujo TPM 50pb en septiembre, con sesgo expansivo. Ajuste respecto otros países reflejaría espacio PM y credibilidad *inflation forecast targeting*.

Tasa de política monetaria
porcentaje



Fuente: Banco Central de Chile.

Ajustes de TPM desde junio del 2019
(puntos base)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El Consejo estima que el escenario de proyecciones está sesgado a la baja para la actividad y equilibrado para la inflación.

Eventos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Desaceleración del crecimiento del consumo y la inversión	(-)	Mayor estímulo
Demanda responde con mayor fuerza a expansividad de las condiciones financieras	(+)	Menor estímulo

En esta oportunidad el Consejo pondera más los que justifican un mayor impulso monetario.

También se analizó la posibilidad de ocurrencia de eventos más extremos.

Eventos más extremos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Empeoramiento bastante más profundo de la situación externa	(-)	Estímulo considerablemente mayor
Debilidad del consumo y la inversión limita efectividad de la política monetaria	(-)	Estímulo considerablemente mayor

Comentarios finales

El escenario macroeconómico ha tenido cambios relevantes en los últimos meses:

- La economía ha mostrado un dinamismo menor al previsto
- La inflación permanece en niveles bajos y se prevé que lo seguirá estando hasta bien avanzado el horizonte de política
- Las perspectivas del escenario internacional se han deteriorado significativamente

El Consejo estima que los eventos recientes han puesto en riesgo la oportuna convergencia inflacionaria. En su Reunión de septiembre, decidió reducir la TPM hasta 2,0%, señalando que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

Hacia el mediano plazo, el proceso de normalización del estímulo monetario dependerá de que los datos den señales claras de una superación del cuadro más adverso y se asegure una convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

Así, el Consejo 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.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Octubre 2019



Elias Albagli

Gerente División Política Monetaria

Banco Central de Chile