



# Situación macroeconómica y perspectivas

Mario Marcel C.  
Presidente



Banco Central de Chile, Noviembre 2017

# Antecedentes

**El escenario externo relevante para la economía chilena ha mejorado en los últimos meses: las perspectivas de actividad mundial siguen positivas, las condiciones financieras globales son favorables y el precio del cobre se ha mantenido elevado.**

**La inflación se ha ubicado en 1,5% anual, afectada por factores mayoritariamente transitorios. Las expectativas de inflación para el corto plazo se han reducido, recogiendo un dato de septiembre muy por debajo a lo esperado y la evolución de un peso más apreciado; pero a mediano plazo los ajustes son más acotados.**

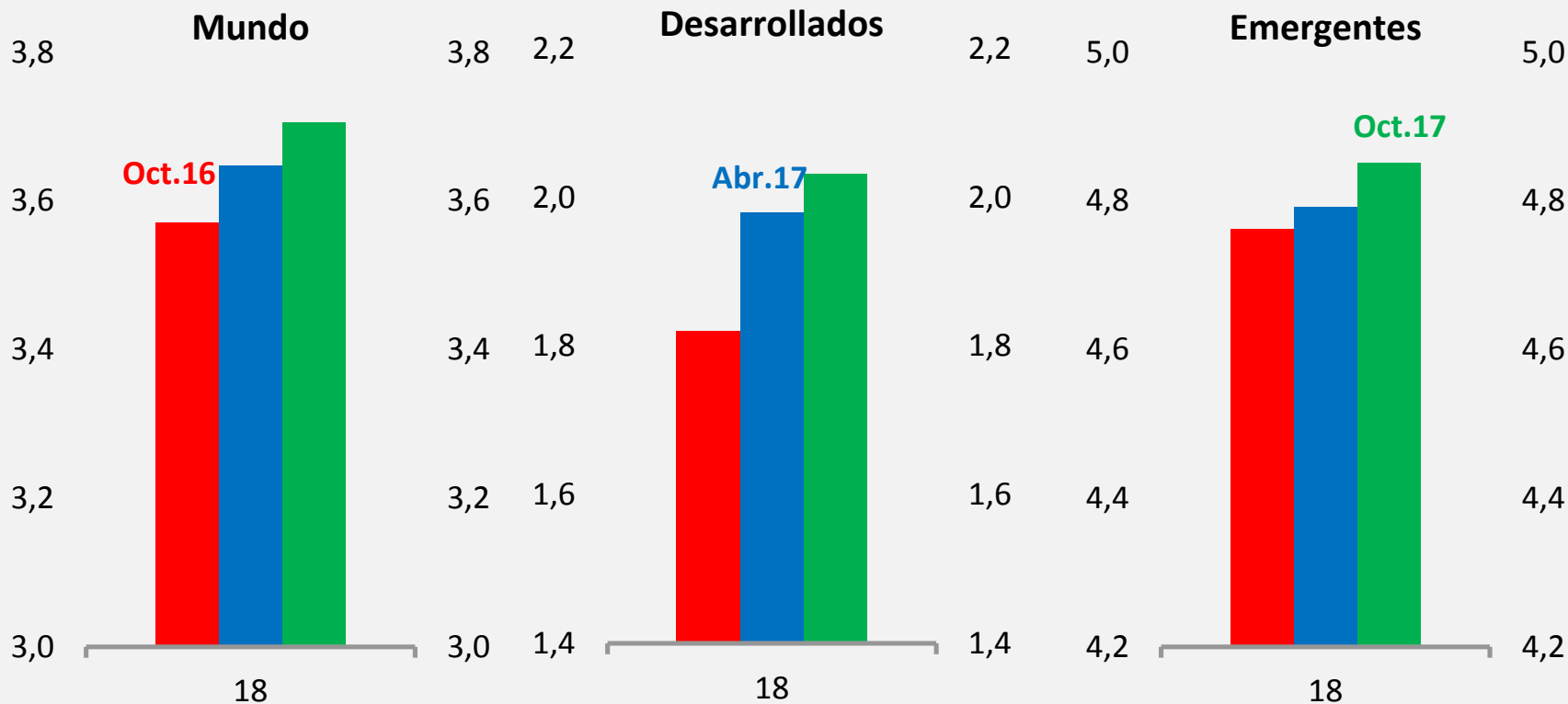
**La actividad ha aumentado gradualmente su tasas de variación anual, superando las bajas cifras del segundo trimestre, afectadas por fenómenos puntuales, como menos días hábiles y algunos *shocks* de oferta en el rubro industrial. El consumo sigue proporcionando un piso firme a la actividad mientras que las exportaciones ganan impulso.**

# I. Escenario externo



En lo externo, se ha ido afianzando un escenario de mayor crecimiento mundial.

### Crecimiento esperado para el 2018 (variación anual, porcentaje)

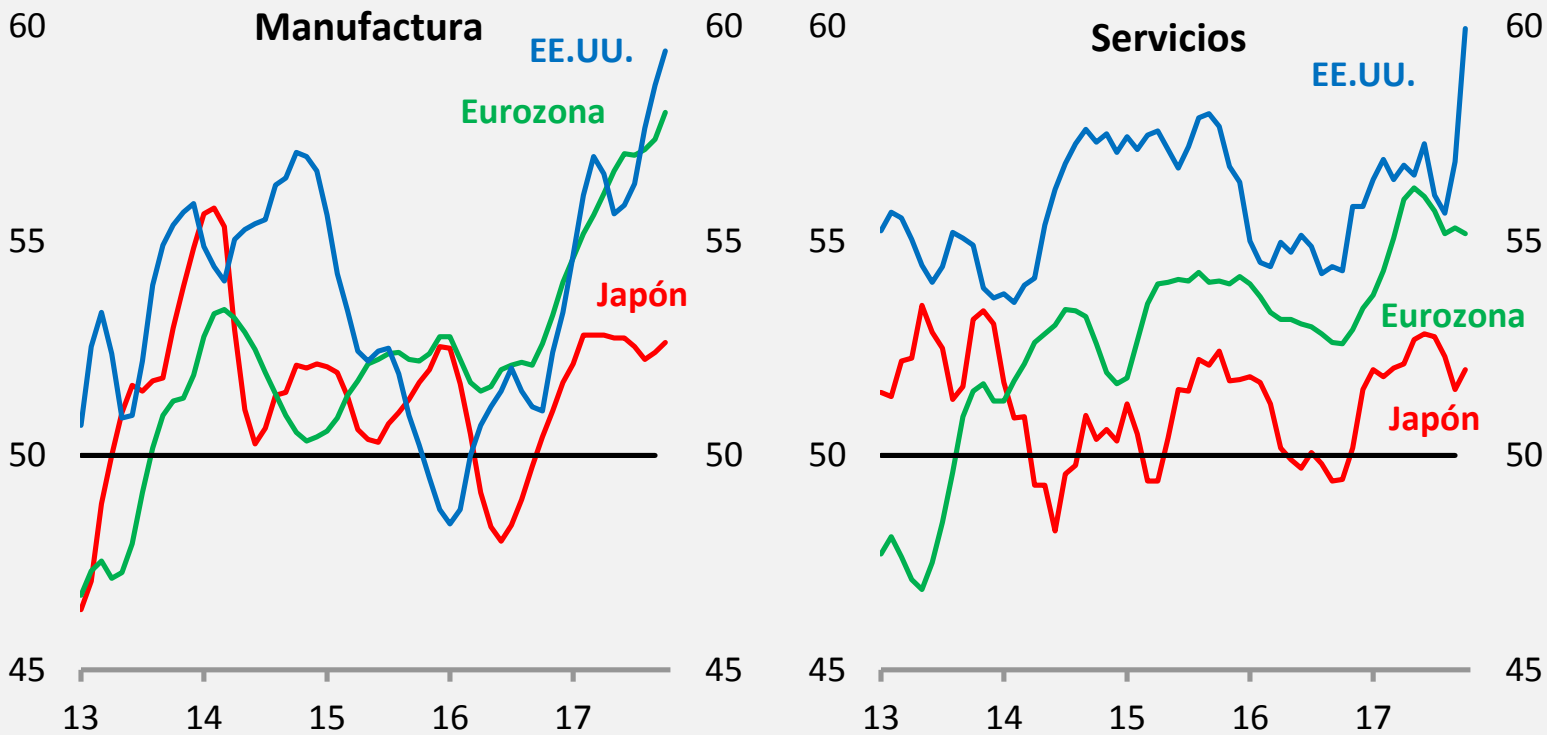


Fuente: Fondo Monetario Internacional, WEO octubre 2017.



En las economías desarrolladas, las perspectivas sectoriales siguen apuntando a que este dinamismo se mantendrá en lo próximo.

**Perspectivas sectoriales (\*)**  
(promedio móvil de 3 meses, índice de difusión, pivote=50)



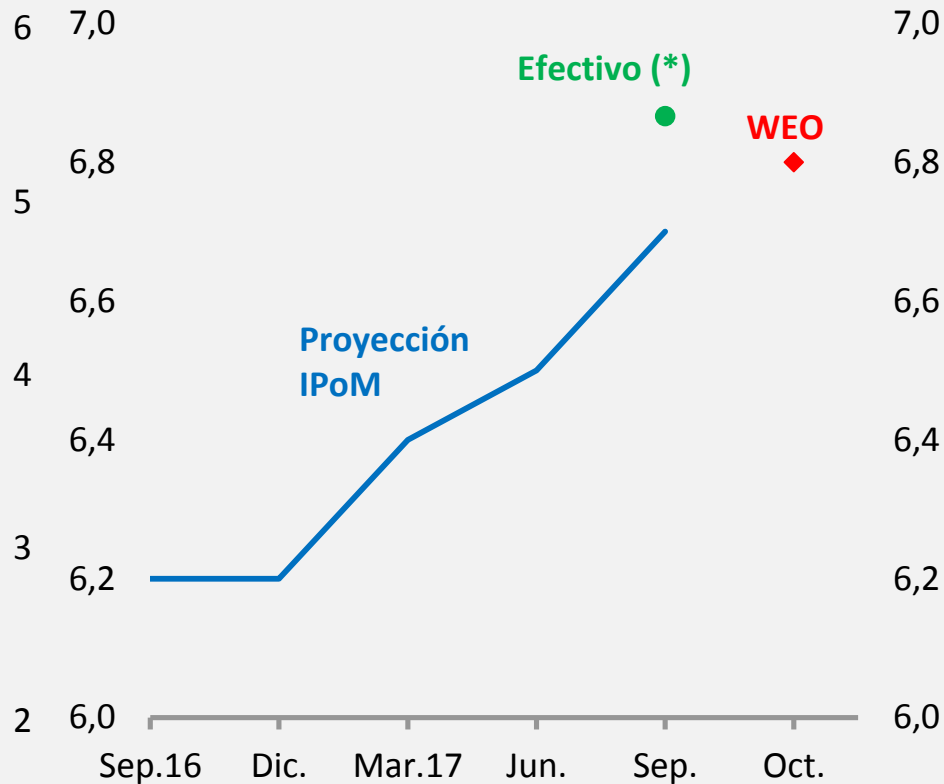
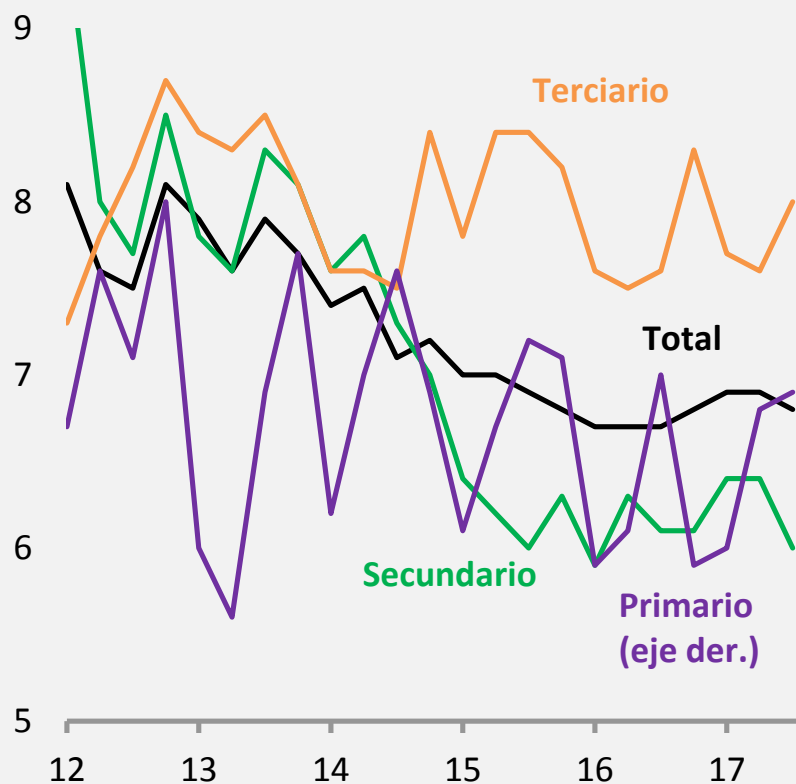
(\*) Para EE.UU. considera los índices de gerentes de compra (PMI) elaborados por el ISM, mientras que para el resto se utilizan los de Markit. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). Fuente: Bloomberg.



**Destaca China, donde más allá de datos puntuales, la evolución de su economía ha sido mejor que la esperada hace un año, impulsada principalmente por el sector terciario.**

**China: PIB total y por sectores**  
(variación anual, porcentaje)

**China: PIB 2017 efectivo y proyectado**  
(variación anual, porcentaje)



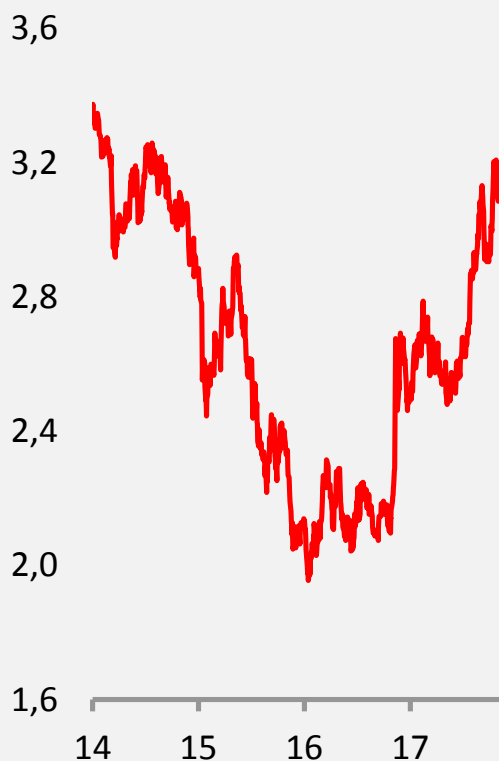
(\*) Corresponde al promedio de la variación anual desde el primer al tercer trimestre.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional, WEO octubre 2017.

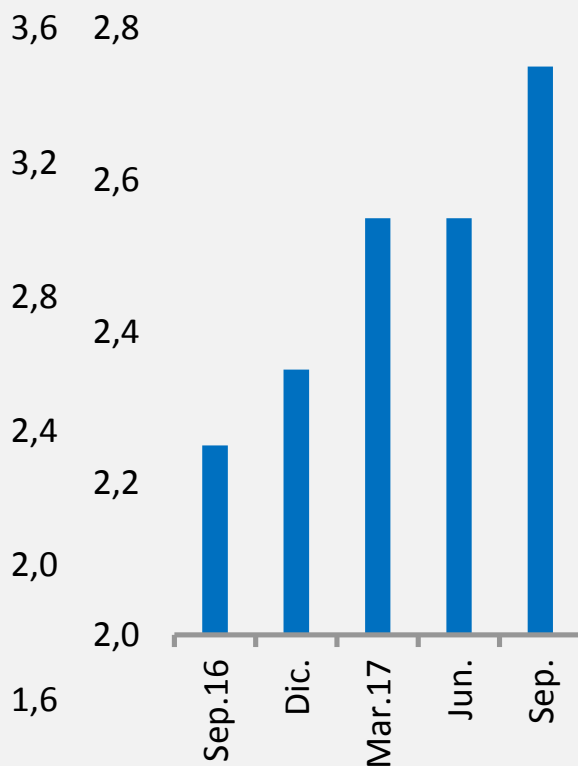


**En este contexto, el precio del cobre ha aumentado, llegando a valores que no se observaban desde el 2014 y sus proyecciones también se han ajustado al alza. Su evolución coincide, entre otros factores, con el incremento de las importaciones de cobre de China.**

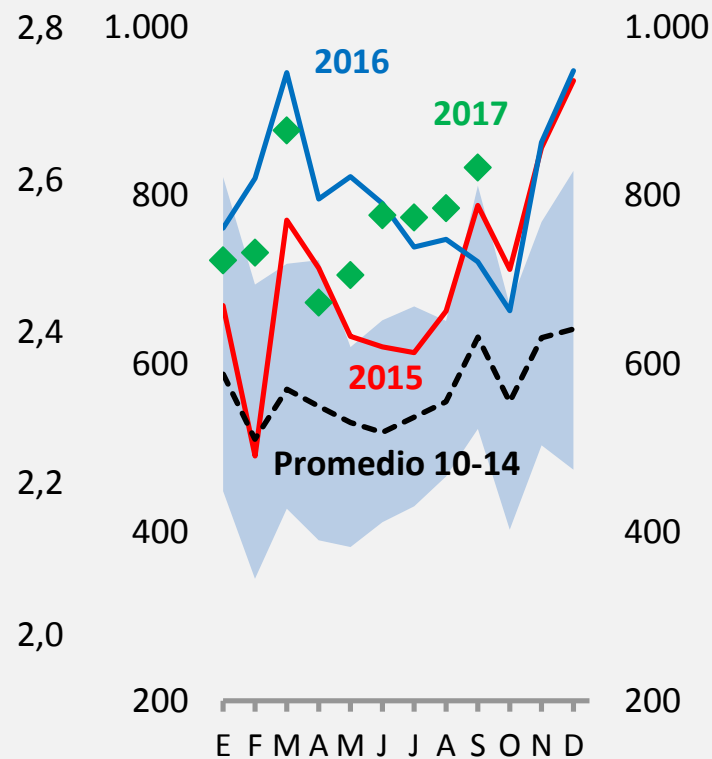
**Precio del cobre**  
(dólares la libra)



**Proyección precio promedio del cobre para 2017**  
(dólares la libra)



**Importaciones de cobre de China (\*)**  
(miles de toneladas)



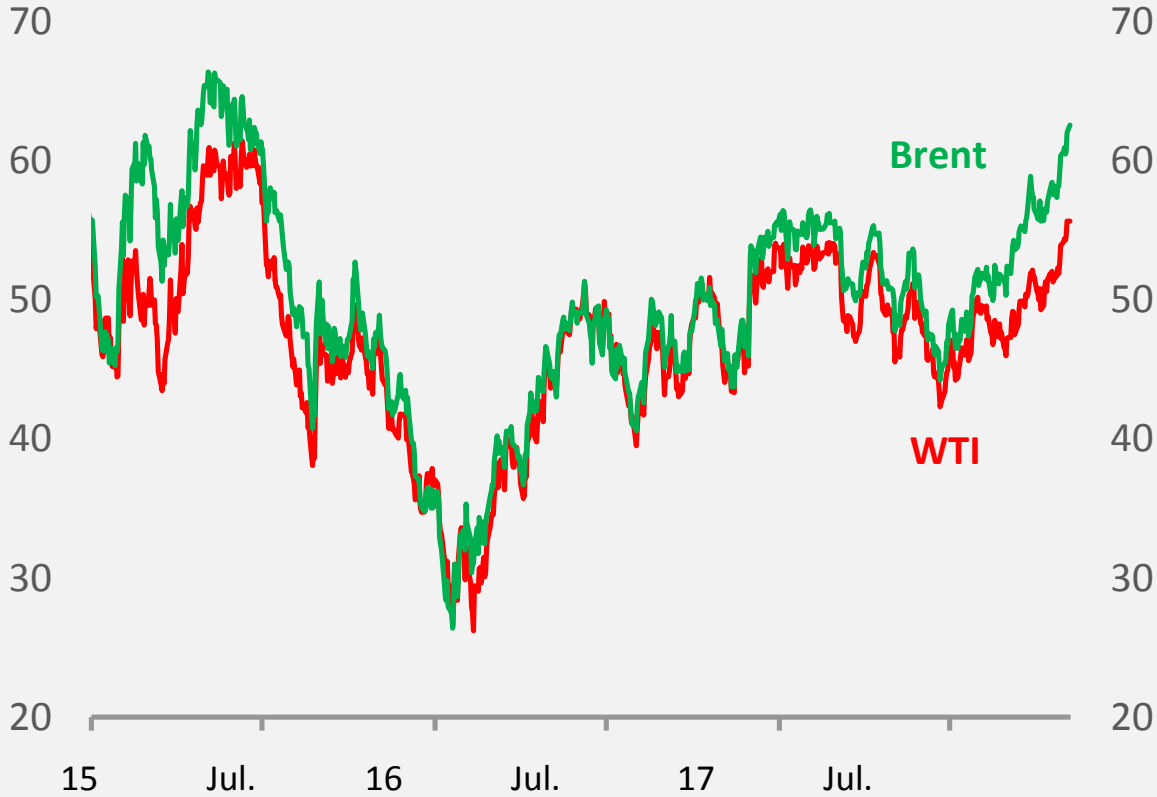
(\*) El área sombreada representa los valores mínimos y máximos desde el 2010 al 2014.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



**El precio del petróleo también ha aumentado. Ello en un contexto en que las últimas noticias apuntan a un mercado que estaría más balanceado.**

### **Precio del petróleo Brent y WTI (dólares el barril)**



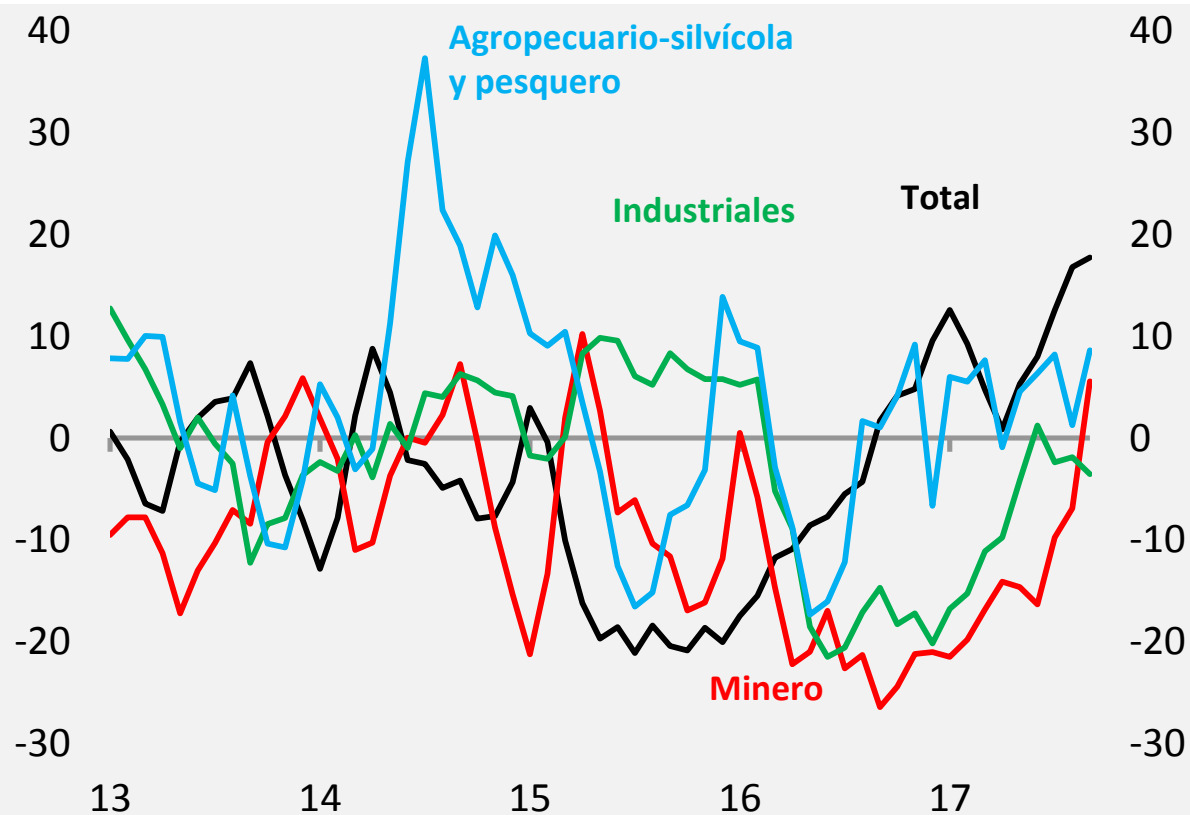
Fuente: Bloomberg.





**En Chile, la mejora del panorama externo se aprecia en un mayor aumento de las exportaciones.**

**Valor de las exportaciones (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

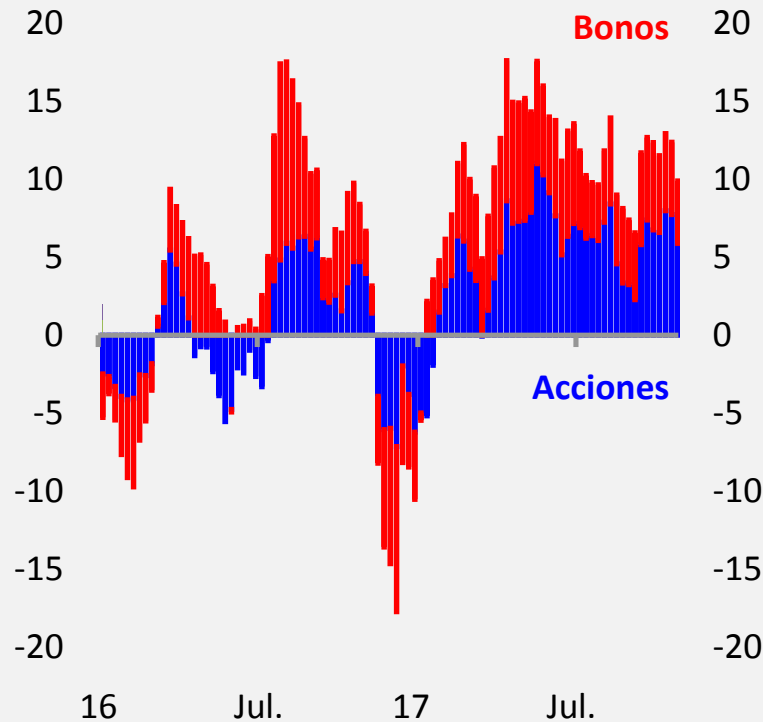


(\*) Promedio móvil trimestral.  
Fuente: Banco Central de Chile.

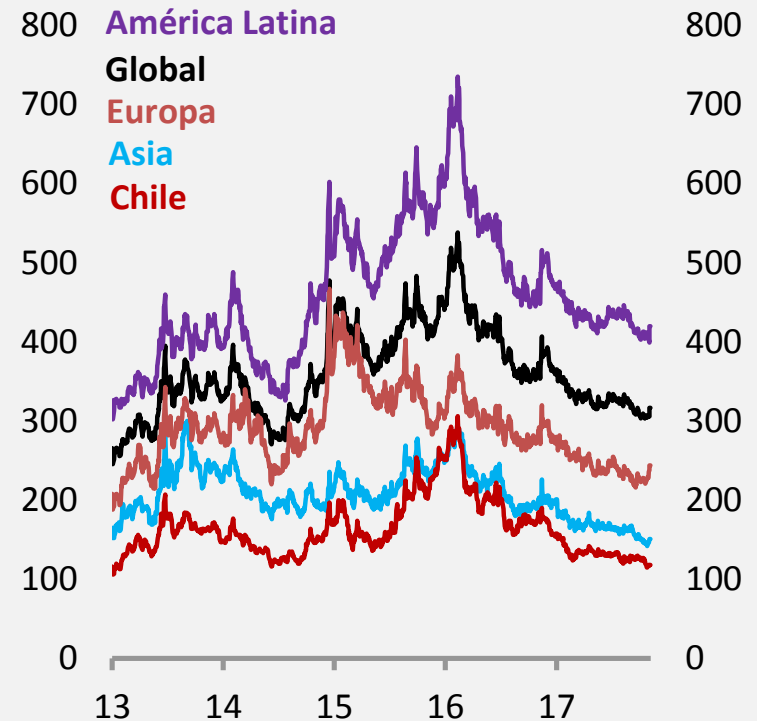


**Las condiciones financieras globales se han mantenido favorables, con mercados bursátiles al alza, flujos de capitales que continúan entrando a las economías emergentes y premios por riesgo que siguen bajos.**

**Flujos netos de capitales hacia economías emergentes**  
(miles de millones de dólares, mes móvil)

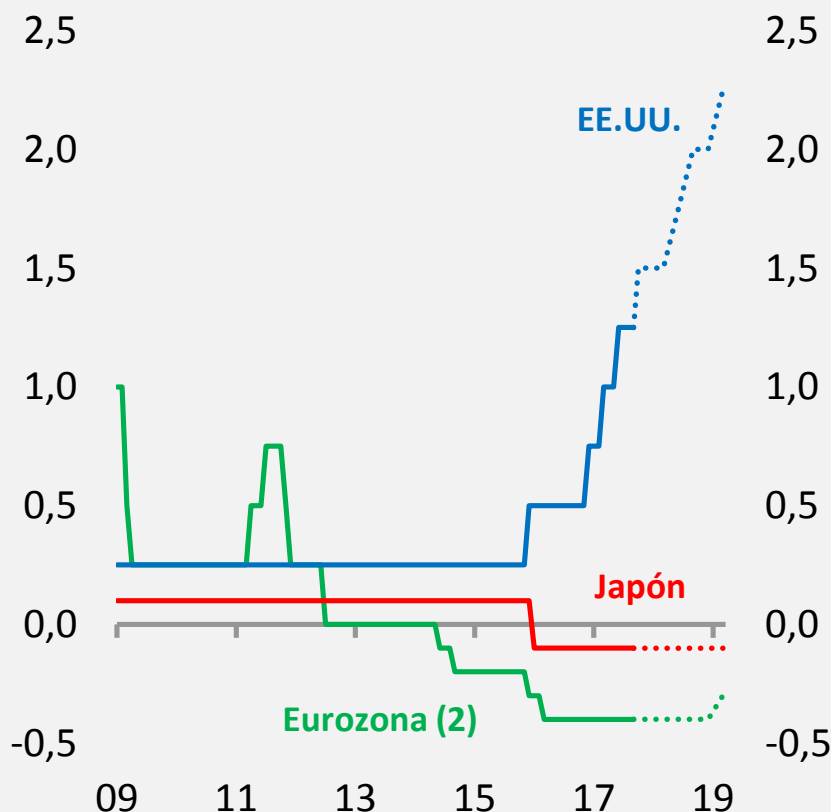


**Premios por riesgo soberano (EMBI)**  
(puntos base)



**Respecto de la política monetaria, la FED ha anunciado que seguirá con su proceso de gradual normalización de su tasa de interés y reducción de su balance. En la Eurozona el retiro de los estímulos iniciará el primer trimestre del 2018. Ello se ha reflejado en los precios de los activos.**

**Tasas de política monetaria (1)**  
(porcentaje)



**Dólar index (3)**  
(índice promedio 2016-2017=100)



(1) Líneas punteadas corresponden a la proyección en base a la mediana de encuesta Bloomberg. (2) Corresponde a la tasa de depósitos. (3) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación). Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. Fuente: Bloomberg.



En este contexto, las monedas emergentes, aunque con vaivenes, se han apreciado respecto de principios de año. Ello, explicado por la debilidad del dólar, el mejor precio de las materias primas y el mayor apetito por riesgo comparado con inicios del 2017.

### Paridades respecto del dólar de EE.UU. (índice 2017=100)



(1) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



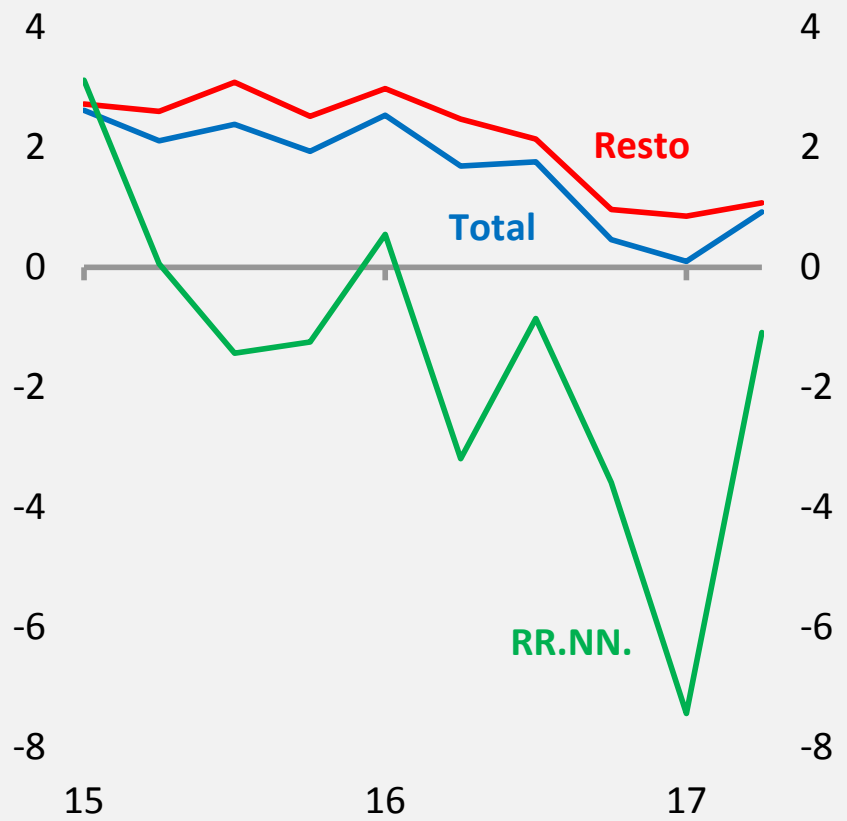
## II. Escenario interno



**Internamente, el PIB del segundo trimestre fue menor que lo estimado: diferencias significativas en días trabajados y *shocks* puntuales. Persiste diferencia entre actividad ligada al consumo y la inversión. El 2017, la economía crecerá entre 1,25 y 1,75% y entre 2,5 y 3,5% el 2018. Recuperación se basa en el escenario externo, fin del ciclo de ajuste de inversión minera, ausencia de desbalances macro y PM expansiva.**

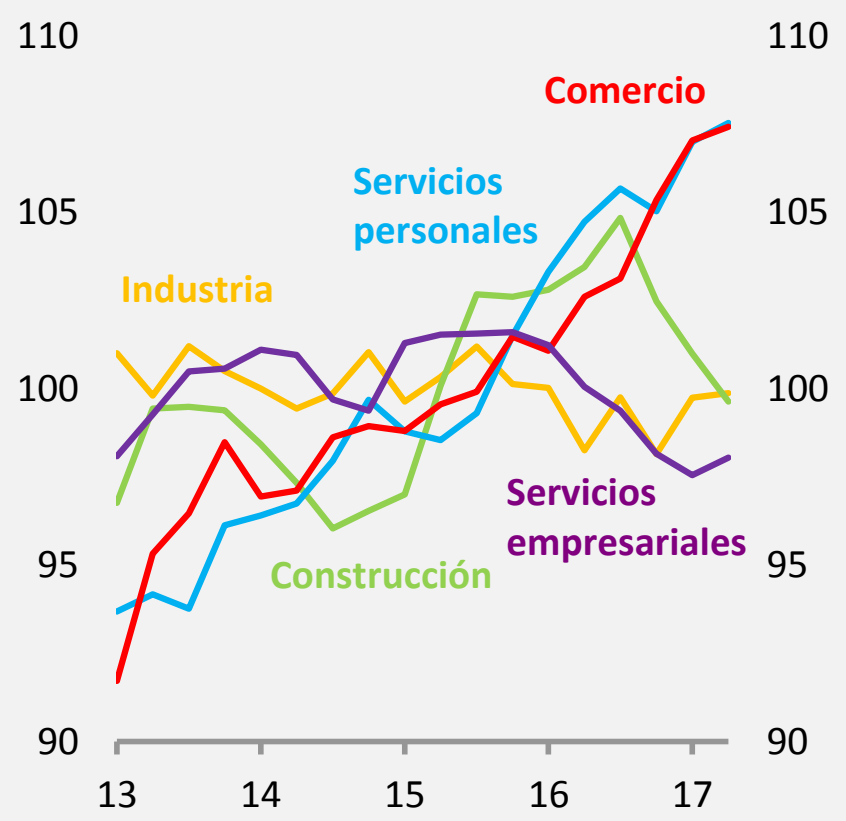
**PIB**

(variación real anual, porcentaje)



**Actividad sectorial**

(serie desest., índice 2013-2017=100)

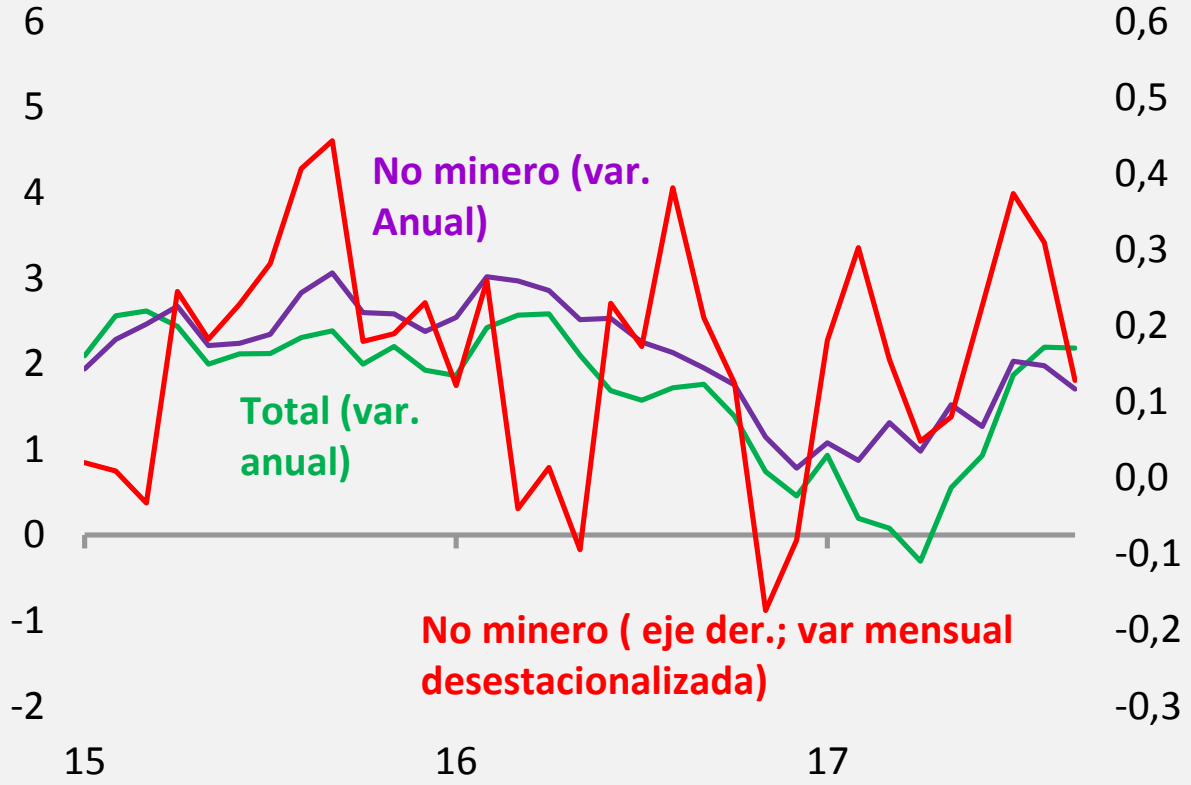


Fuente: Banco Central de Chile.



Por el lado de la actividad, los últimos Imacec mostraron expansiones anuales por sobre el promedio del primer semestre, coherente con el escenario base del IPoM. De todos modos, aún están lejos del crecimiento potencial que estimamos en torno a 2,5% y eliminada estacionalidad, la volatilidad de la serie sigue siendo elevada.

**Imacec total y no minero**  
(promedio móvil trimestral, porcentaje)

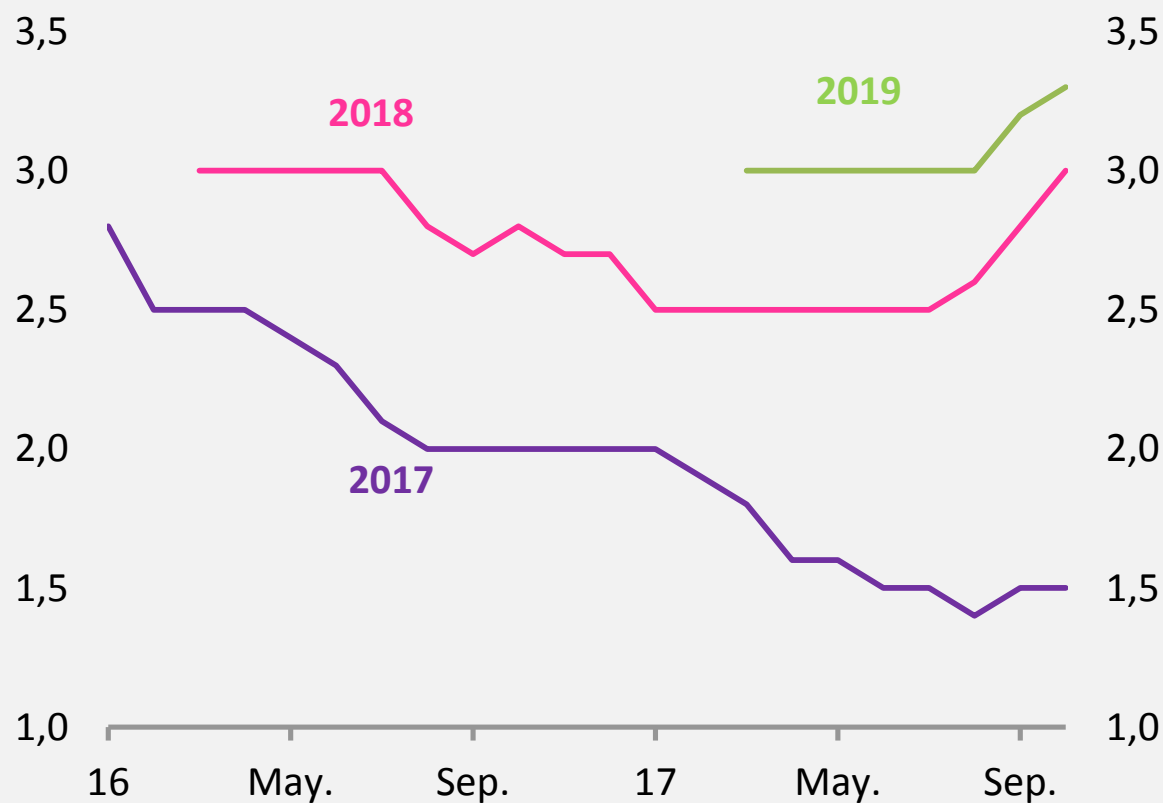


Fuente: Banco Central de Chile.



**En este contexto, las perspectivas de crecimiento privadas han mejorado para los próximos dos años.**

### **Proyecciones PIB en la EEE (variación anual, porcentaje)**



Fuente: Banco Central de Chile.



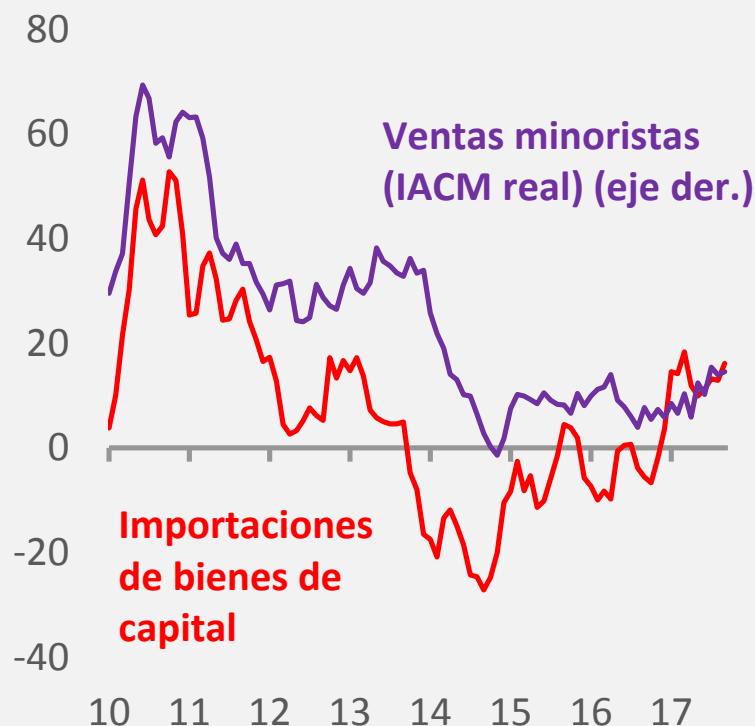


## Lo que también se observa en la información que recoge el Informe de Percepciones de Negocios (IPN).

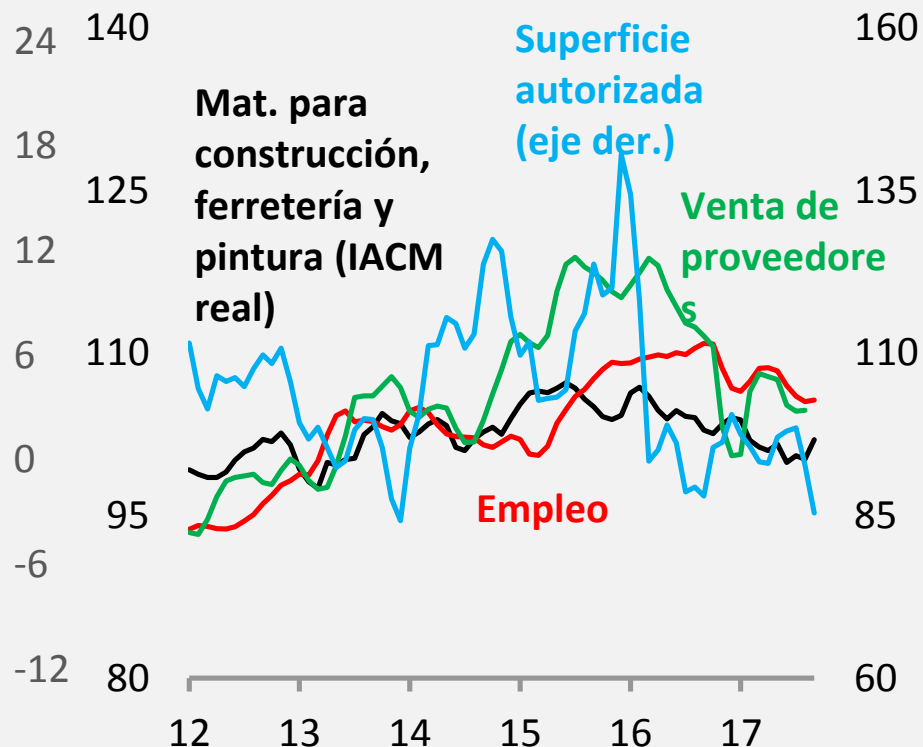
<b>2016</b>	<b>Noviembre</b>	Se podría ver mayor dinamismo de los negocios, y de la economía en general, para fines del 2017 y con mayor claridad el 2018. Esto, pues para esa época ya se habrá resuelto parte de la incertidumbre actual y habrán mejorado las confianzas.
<b>2017</b>	<b>Febrero</b>	Perspectivas 2017 similar al 2016, y retrasando para el 2018 posibilidad de mayor crecimiento. Ambiente político-económico genera incertidumbre.
	<b>Mayo</b>	2017 similar al 2016, lo que dado débil partida implica mejor segundo semestre. 2018 mejor. Definiciones electorales muy importantes para concretar proyectos.
	<b>Agosto</b>	Se sigue esperando que el 2018 sea un mejor año para la economía que el 2017, algunos ya están invirtiendo aprovechando buenos precios y condiciones de financiamiento.
	<b>Noviembre</b>	Las entrevistas dan cuenta de una evidente mejora en el ánimo de los entrevistados. Esta se basa mayormente en una visión más optimista para el desempeño de sus negocios en el 2018, y no necesariamente en una mejora efectiva de los mismos.

Los datos del tercer trimestre muestran que la evolución de la actividad y la demanda se enmarcan dentro del escenario del IPoM. Por componente, persiste un mejor desempeño del consumo y las importaciones de bienes de capital, lo que contrasta con la inversión en construcción que sigue muy débil.

**Vtas. minoristas e imports. bs. capital (1)**  
(variación anual, porcentaje)



**Construcción y edificación (3)**  
(prom. móvil 3 meses, índice 2010-17=100)



(1) Promedios móviles de 3 meses. (2) Excluye vehículos de transporte no regular (aviones, barcos, helicópteros y trenes).

(3) Series desestacionalizadas. (4) Serie empalmada con la línea equivalente del IVCM.

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

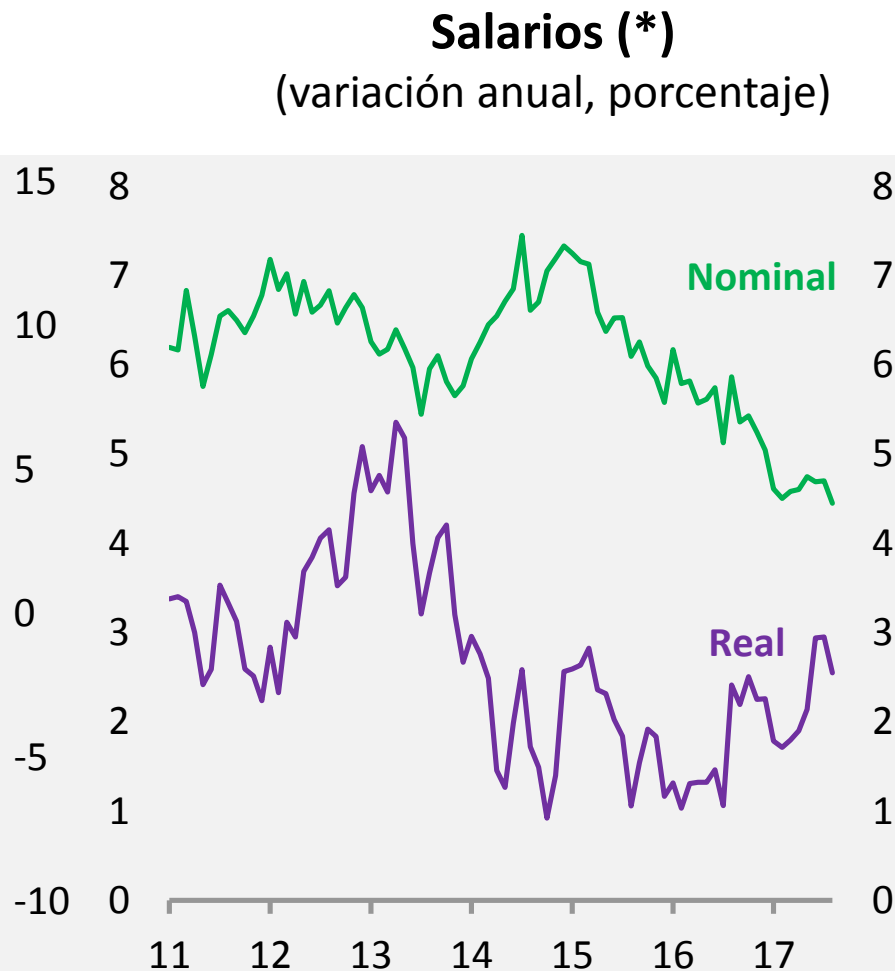
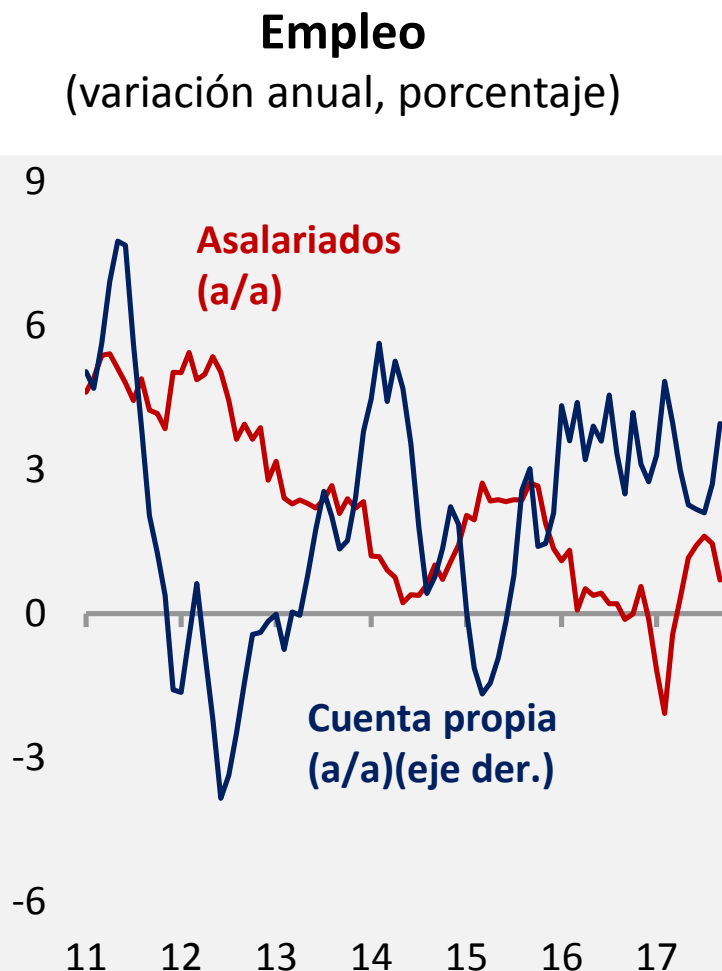


# IPN : consumo e inversión

- Actividades ligadas al consumo con buenos resultados (excepto el norte). Destacan las ventas de automóviles, que incluso en el norte muestran buenos resultados.
- Los sectores asociados a la construcción y la inversión continúan mostrando desempeños débiles, incluso con caídas en comparación con el año pasado.
- Por Macrozonas, la situación en el norte sigue siendo débil, más allá de que se aprecia con claridad un cambio en las perspectivas, en parte como una respuesta al alza del precio del cobre.
- En la Macrozona Sur los buenos resultados de la salmonicultura y la mayor parte de las actividades agrícolas muestran un panorama más favorable, mientras, en la Macrozona Centro, los resultados son mixtos.
- La consolidación de las mejores perspectivas para el 2018 ha llevado a las empresas a evaluar la realización de nuevas inversiones, aunque el número de ellas que se están concretando hoy es bajo.



**El mercado laboral ha mejorado en los últimos meses, con un mayor crecimiento del empleo asalariado y de los salarios reales respecto de principios de año. De todos modos, el menor incremento anual del empleo asalariado en septiembre así como de los salarios sigue poniendo una nota de cautela en la evolución del consumo.**

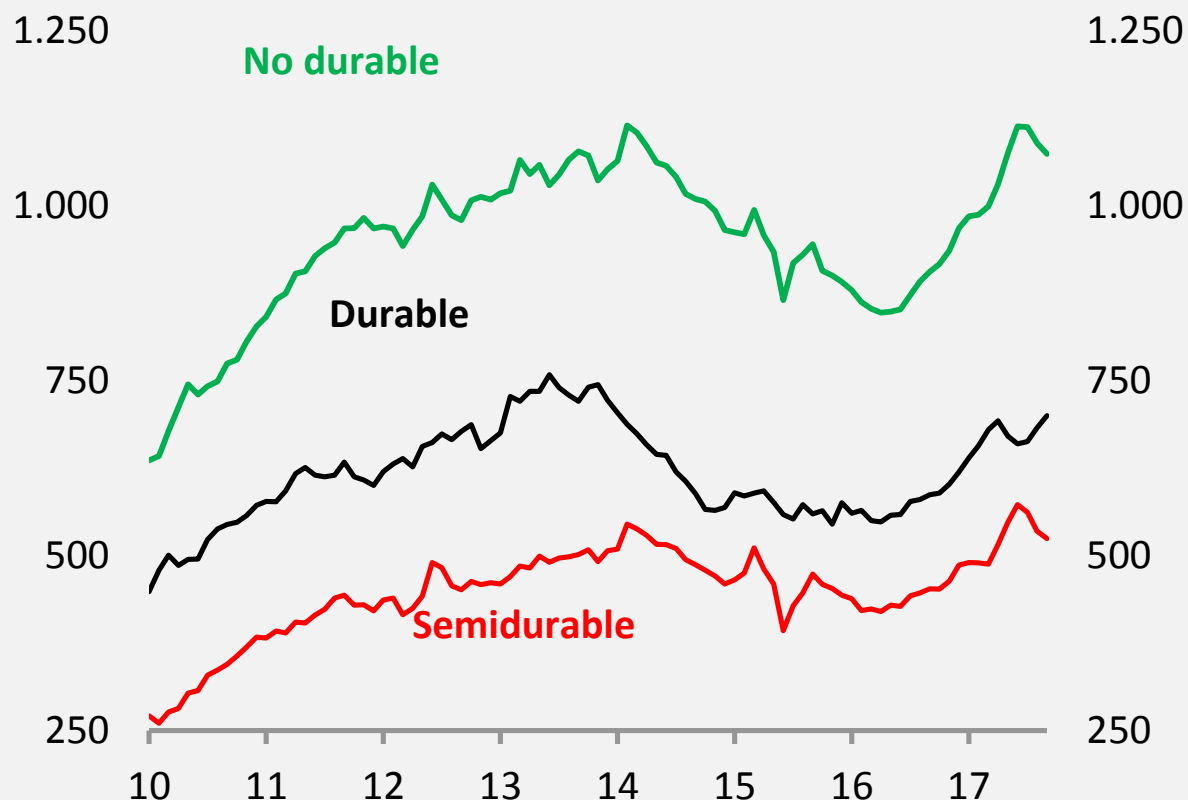


(\*) Ambos corresponden al promedio de la variación anual del IREM y CMO.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Por su parte, las importaciones de bienes de consumo se sostienen en niveles elevados.

**Importaciones bienes de consumo (\*)**  
(promedio móvil tres meses, millones de dólares)

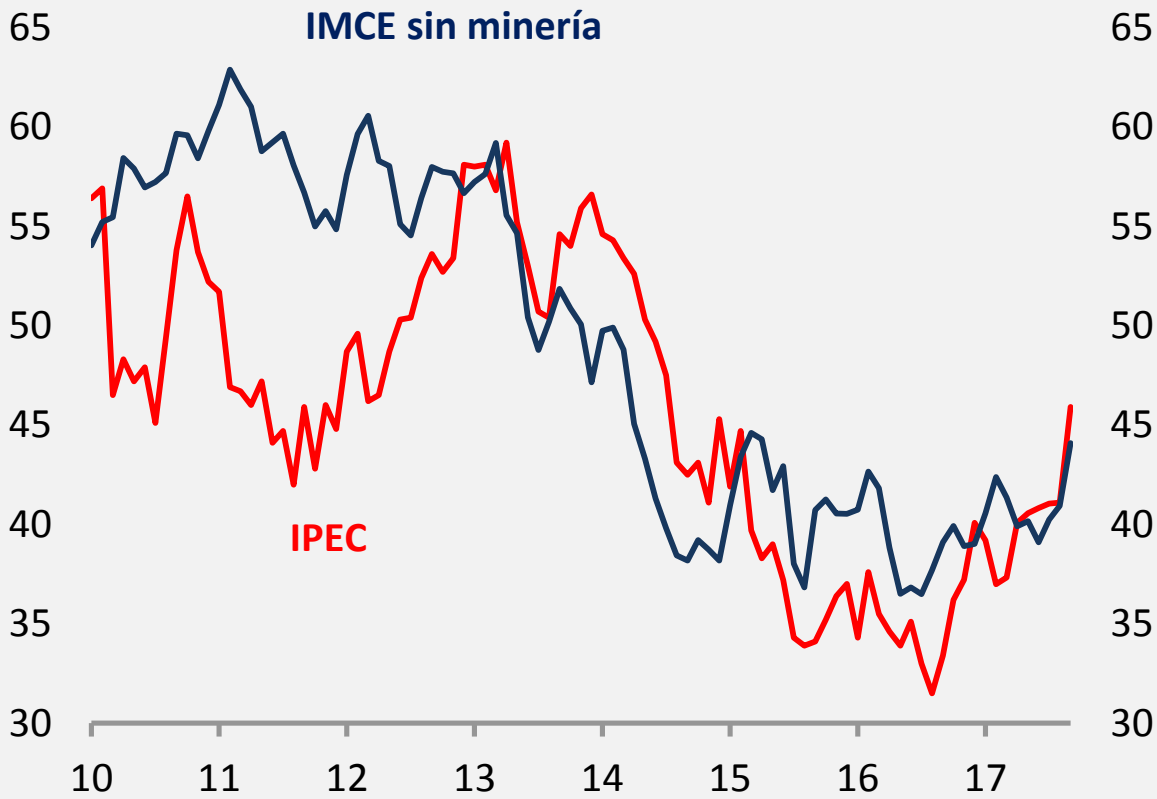


(\*) Series desestacionalizadas.  
Fuente: Banco Central de Chile.



En este contexto, se observa una mejora de las expectativas, aunque permanecen en la zona de pesimismo en el agregado, tanto de consumidores como de empresas. De acuerdo con el IPN de noviembre, los entrevistados dan cuenta de un mejor ánimo, aunque el momento actual de sus negocios es heterogéneo, basado principalmente en una visión más optimista para el 2018.

### Expectativas de los consumidores y empresarios (\*) (índice)



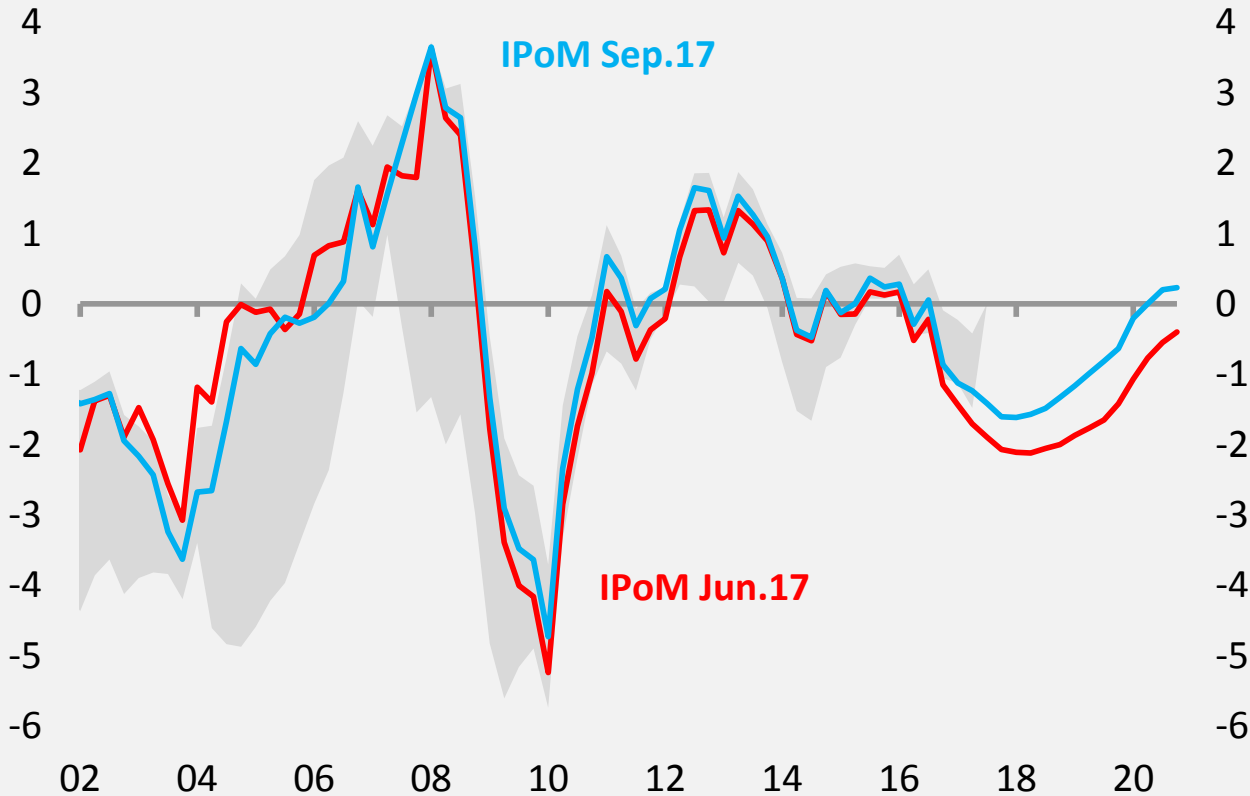
(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



Se agrega que en nuestro escenario base del IPoM de septiembre esperamos que la brecha comience a cerrarse gradualmente solo a partir de la segunda mitad del 2018.

**Brecha de actividad**  
(puntos porcentuales)

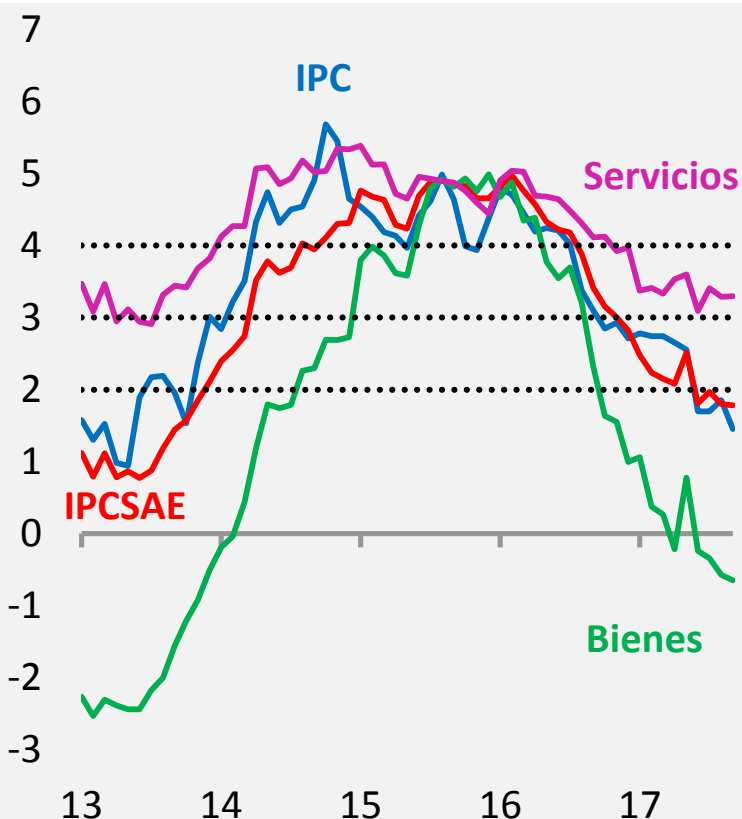


Fuente: Banco Central de Chile.



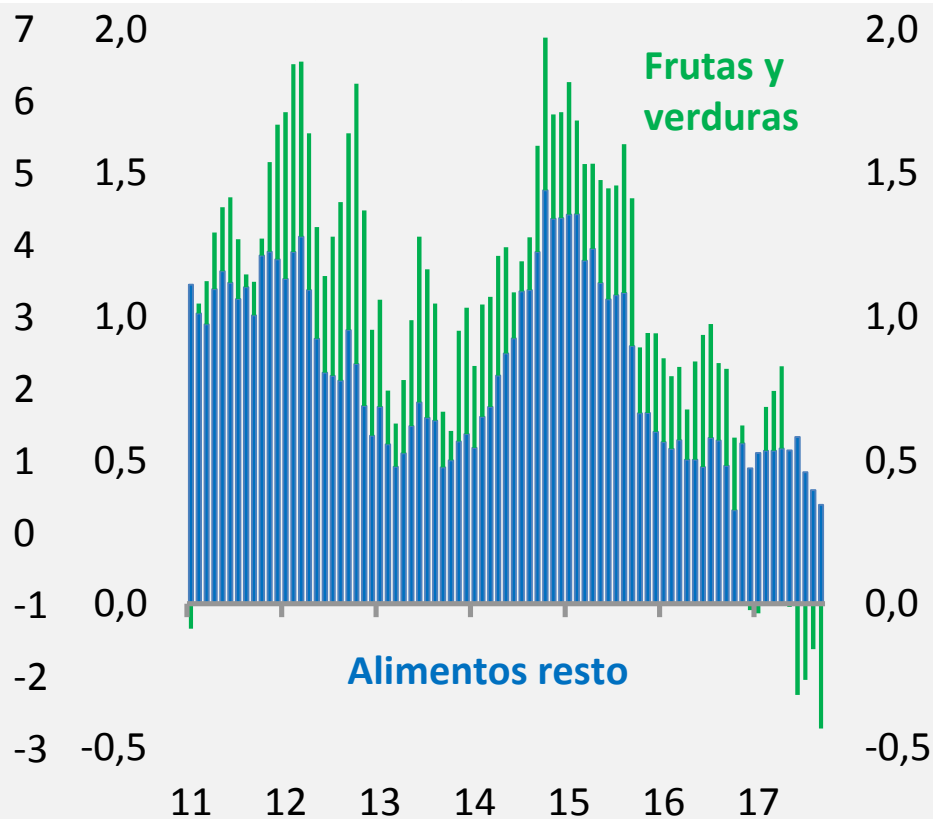
Por el lado de la inflación, el IPC de septiembre sorprendió a la baja, afectado principalmente por los componentes más volátiles, en particular las frutas y las verduras que han tenido un comportamiento muy distinto al habitual.

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



### Alimentos: incidencia anual en la inflación

(puntos porcentuales)



(\*) 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.

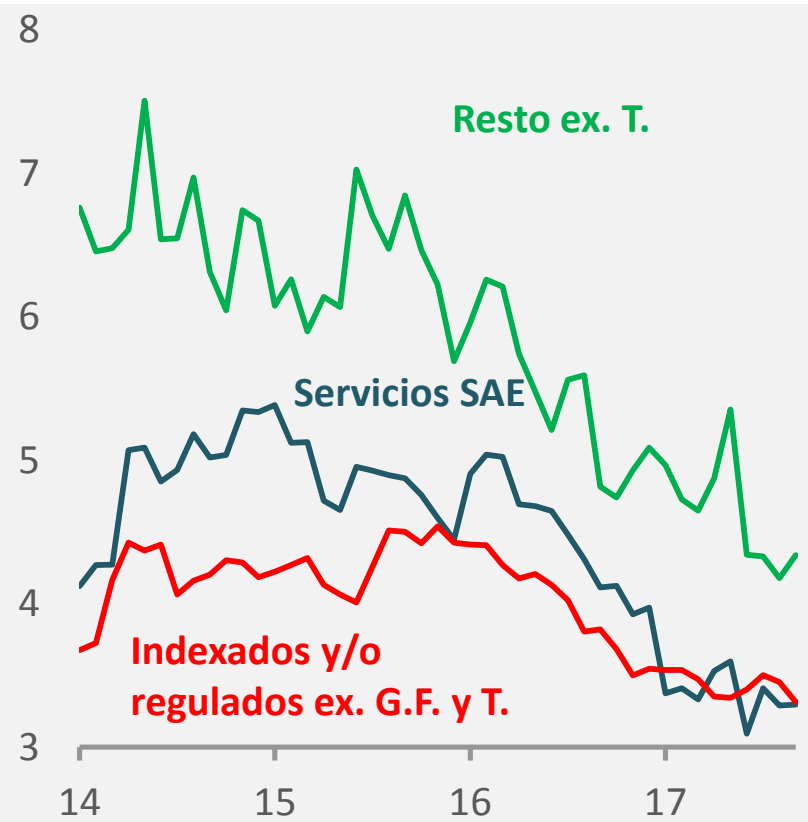
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



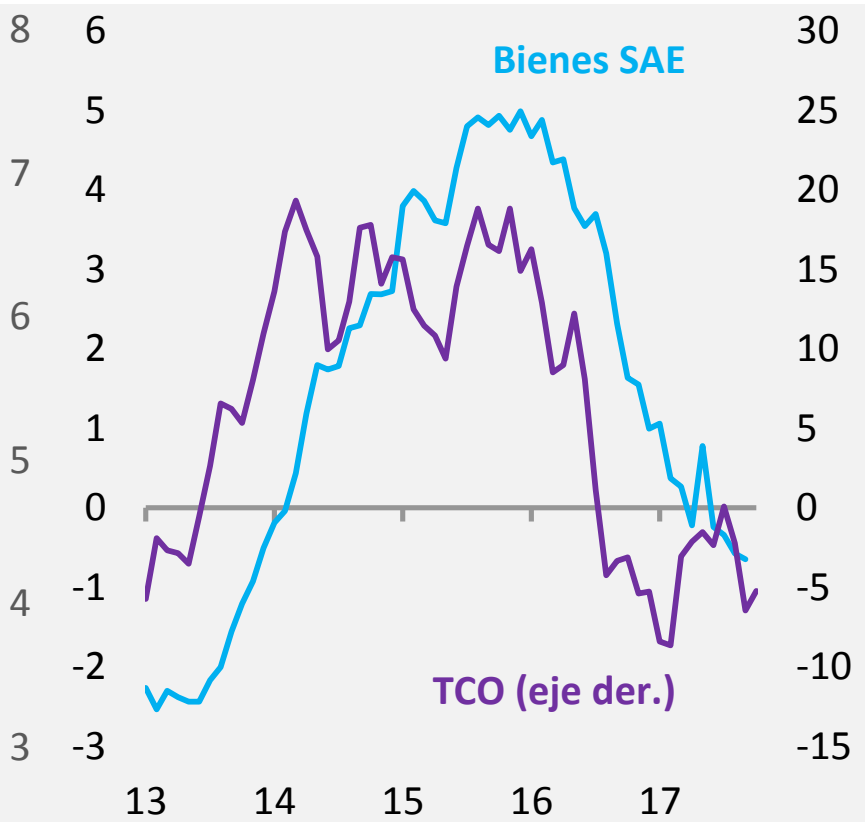


**El IPCSAE se mantuvo en 1,8% anual en septiembre. Los servicios siguieron creciendo en torno a 3% anual. La inflación de bienes ha continuado muy determinada por la evolución del tipo de cambio.**

**Servicios SAE: Componentes principales**  
(variación anual, porcentaje)



**Tipo de cambio y bienes SAE**  
(variación anual, porcentaje)



(1) No considera los ítems de gasto financiero ni de transporte asociado a este componente. (2) No considera los ítems de transporte asociado a este componente.

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

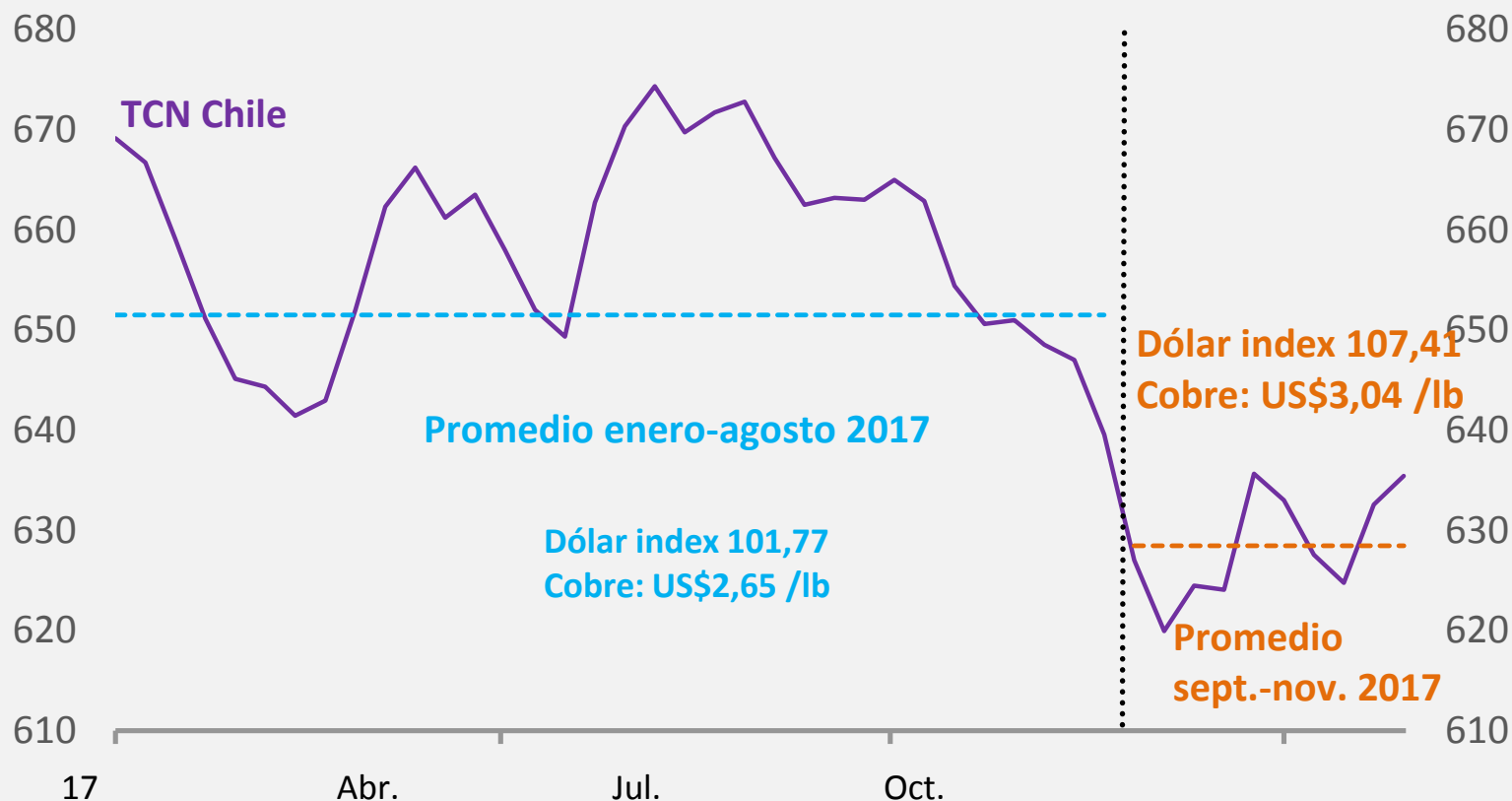
# IPN : costos y precios

- Respecto del resto de los costos y precios, no se observan grandes novedades.
- No hay mayor consenso sobre el efecto de la apreciación reciente del peso.
- Así, algunos creen que les permitirá mejorar los márgenes, mientras que otros consideran que podría traducirse en menores precios.
- En todo caso, la mayoría de los entrevistados percibe una alta competencia en sus mercados y una demanda sin grandes cambios, lo que estiman les impide realizar ajustes relevantes en sus precios y obliga a mantener un estricto control de los costos y la eficiencia de los procesos.



**El peso chileno ha tenido vaivenes importantes en las últimas semanas, coherente con la evolución del dólar en los mercados globales y el precio del cobre. De todos modos, comparado con unos meses atrás su nivel es más apreciado.**

### Tipo de cambio (1) (pesos por dólar)



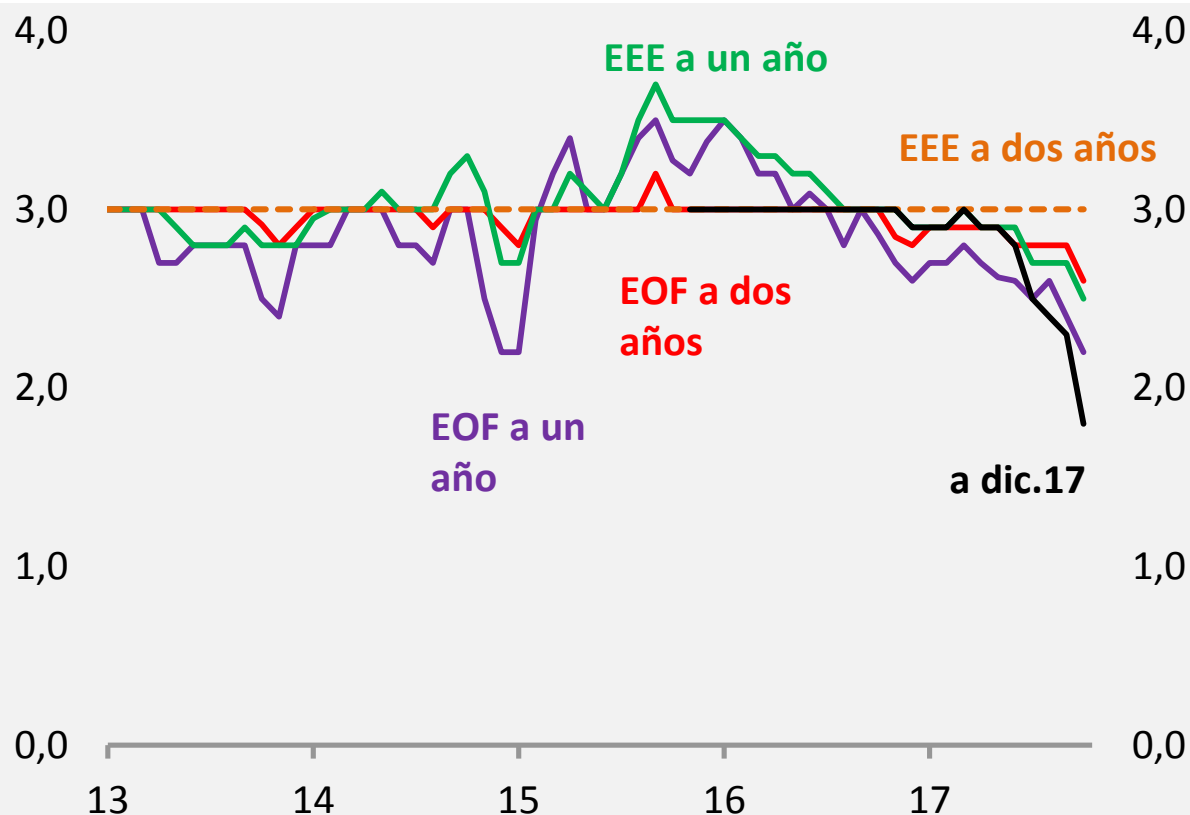
(1) Promedio semanal. (2) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación).

Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En este contexto, las expectativas de inflación a plazos más cortos se redujeron significativamente a la baja, pero para plazos más largos tuvieron ajustes más acotados.

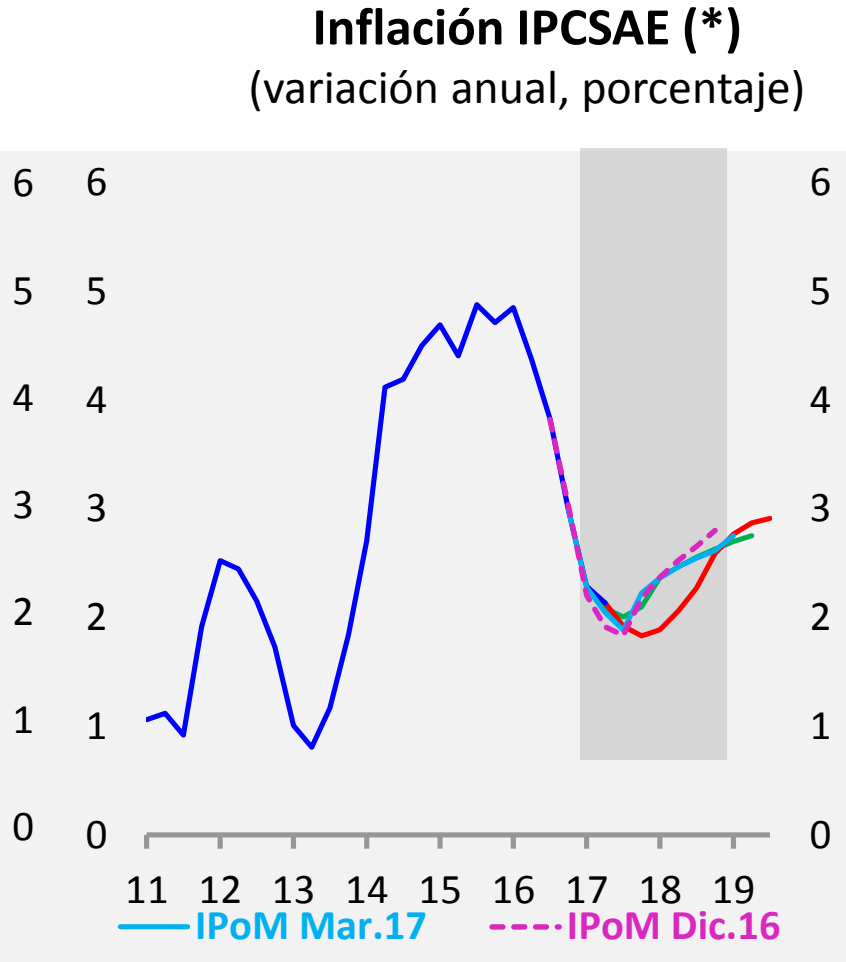
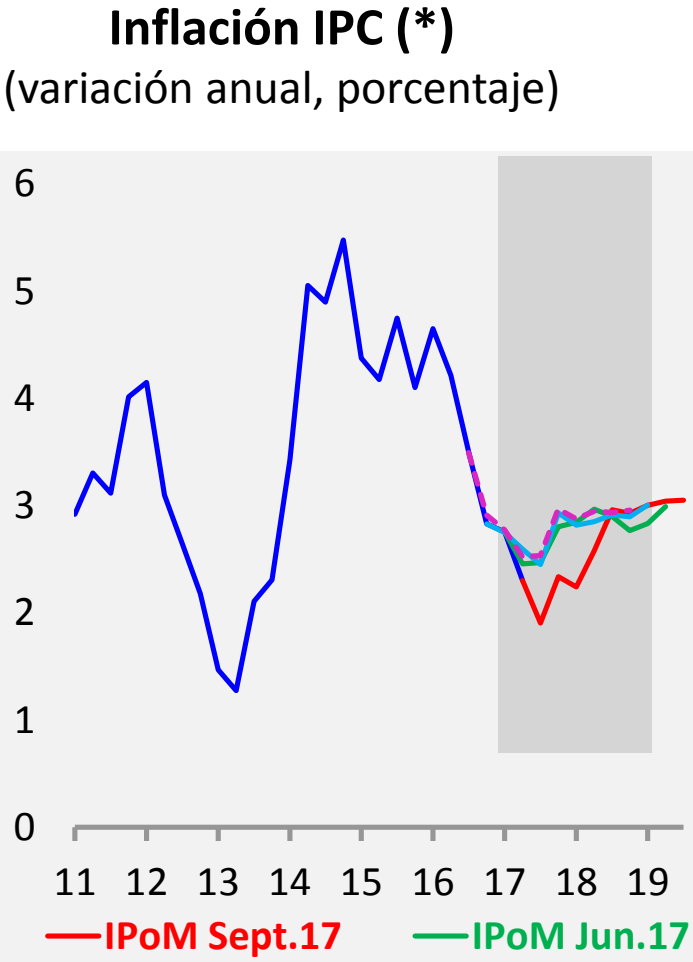
### Expectativas de inflación de las encuestas (\*) (porcentaje)



(\*) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, excepto para octubre que considera la de la segunda quincena. Fuente: Banco Central de Chile.



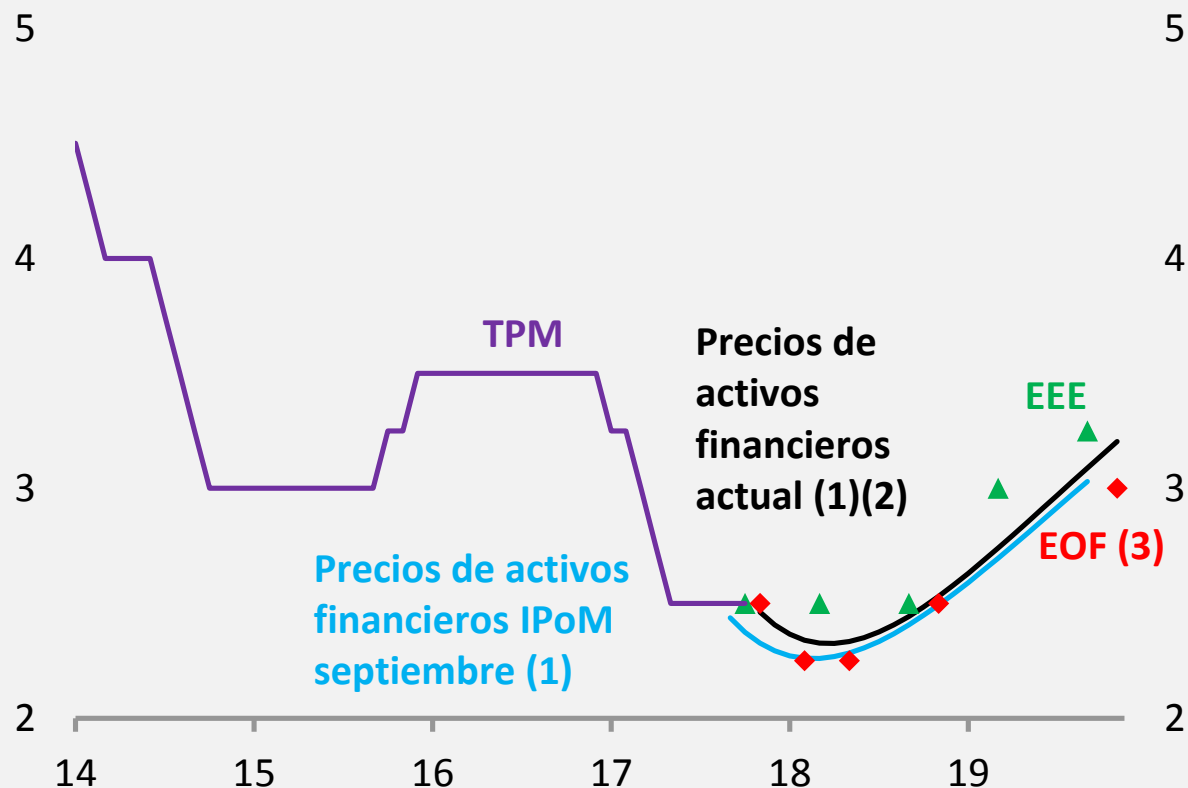
**Si bien las proyecciones para el IPC se han ido corrigiendo, los ajustes para el IPCSAE han sido menores.**



(\*) El área gris corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre del 2017.  
 Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**En este escenario, hemos mantenido la TPM en 2,5%. Las expectativas de mercado se dividen entre las que esperan una mantención prolongada en 2,5% y las que esperan una baja transitoria de 25 puntos base. A dos años, las expectativas para la TPM se ubican entre 3 y 3,25%.**

### TPM y expectativas (porcentaje)



(1) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. (2) Al 3 de noviembre del 2017.

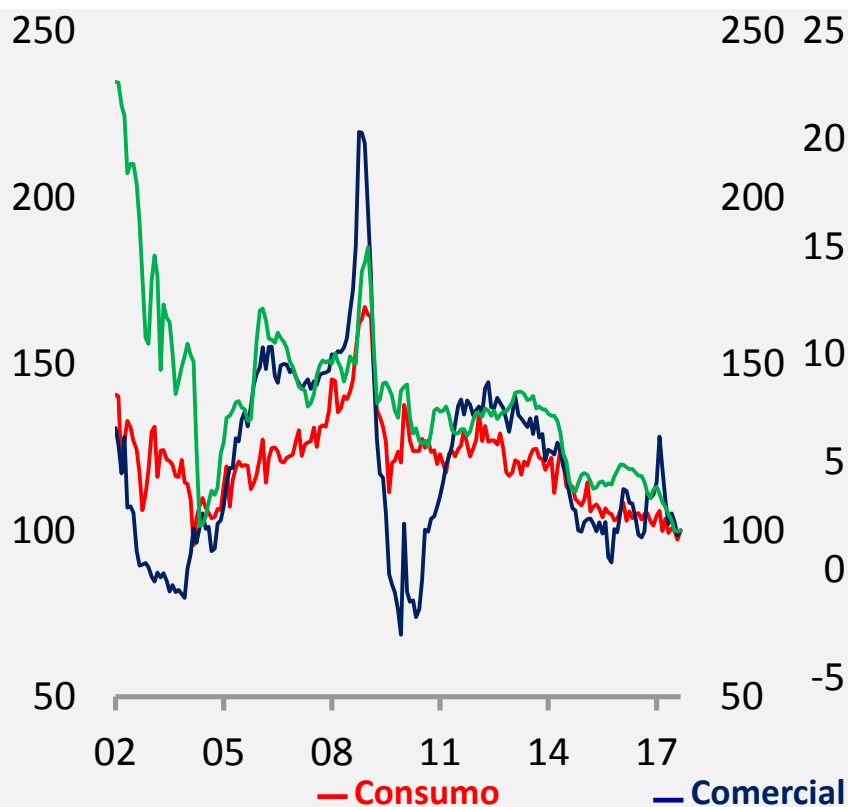
(3) Considera la encuesta de la segunda quincena de octubre.

Fuente: Banco Central de Chile.

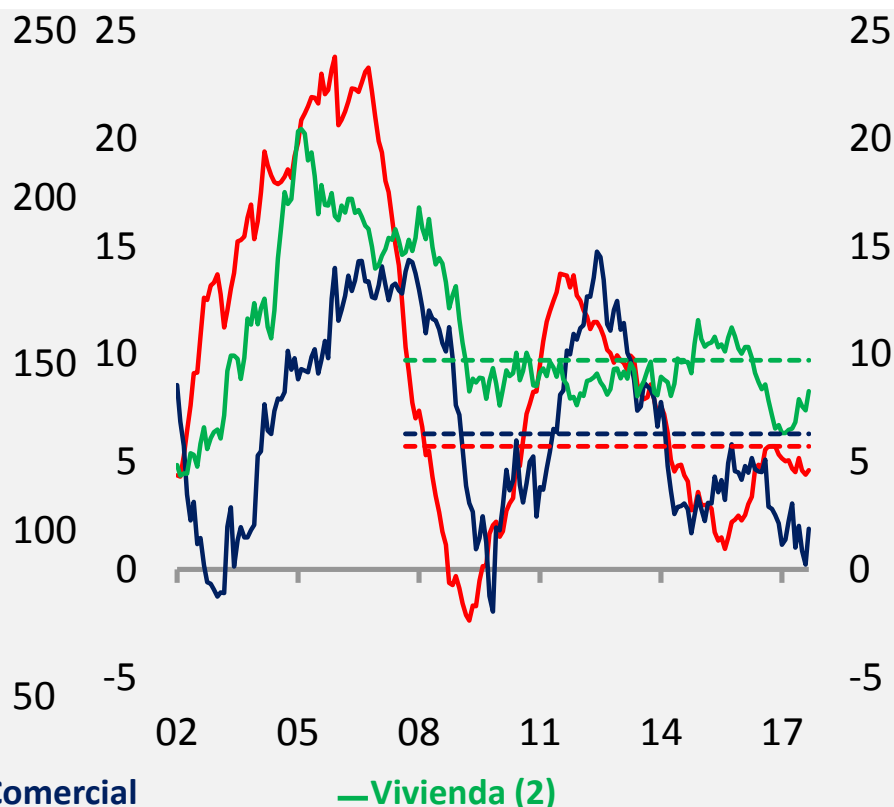


**El bajo nivel de la TPM ha permitido que el costo del crédito se ubique en niveles mínimos reflejando la expansividad de la política monetaria. El crecimiento del crédito ha sido acorde con el estado actual del ciclo económico.**

**Tasa de interés por tipo de colocación (1)**  
(índice septiembre 2017=100)



**Colocaciones por tipo de crédito (3)**  
(variación real anual, porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF.

(3) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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



# IPN : condiciones financieras

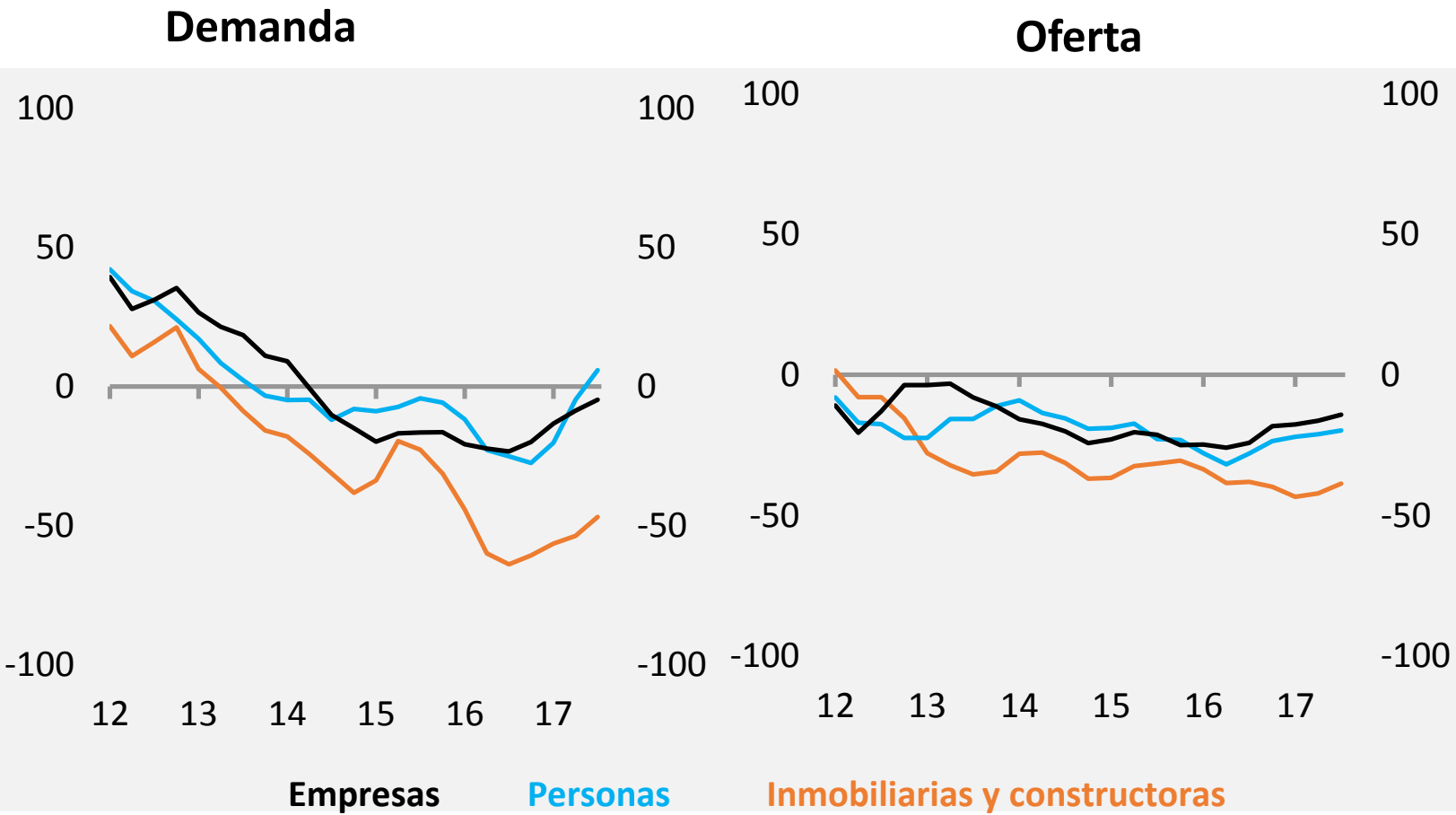
- Transversalmente, los entrevistados destacan el bajo nivel de las tasas de interés.
- No obstante, la concreción de nuevos negocios sigue acotada según los contactos, aunque sí se observa el mencionado mayor interés por revisar opciones de parte de las empresas y la concreción de mayores préstamos hipotecarios.
- En los créditos hipotecarios, los entrevistados dan cuenta de alguna relajación en la restricción del pie para la compra de vivienda, lo que ha permitido un mayor dinamismo en lo más reciente.
- Aunque con diferencias por Macrozona, los consultados indican que se ha reducido algo la preocupación por el comportamiento de pago de los clientes.





**La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre destaca que la percepción de la demanda se percibe más dinámica para la cartera de hogares. Las condiciones de oferta se mantienen restrictivas para todos los segmentos.**

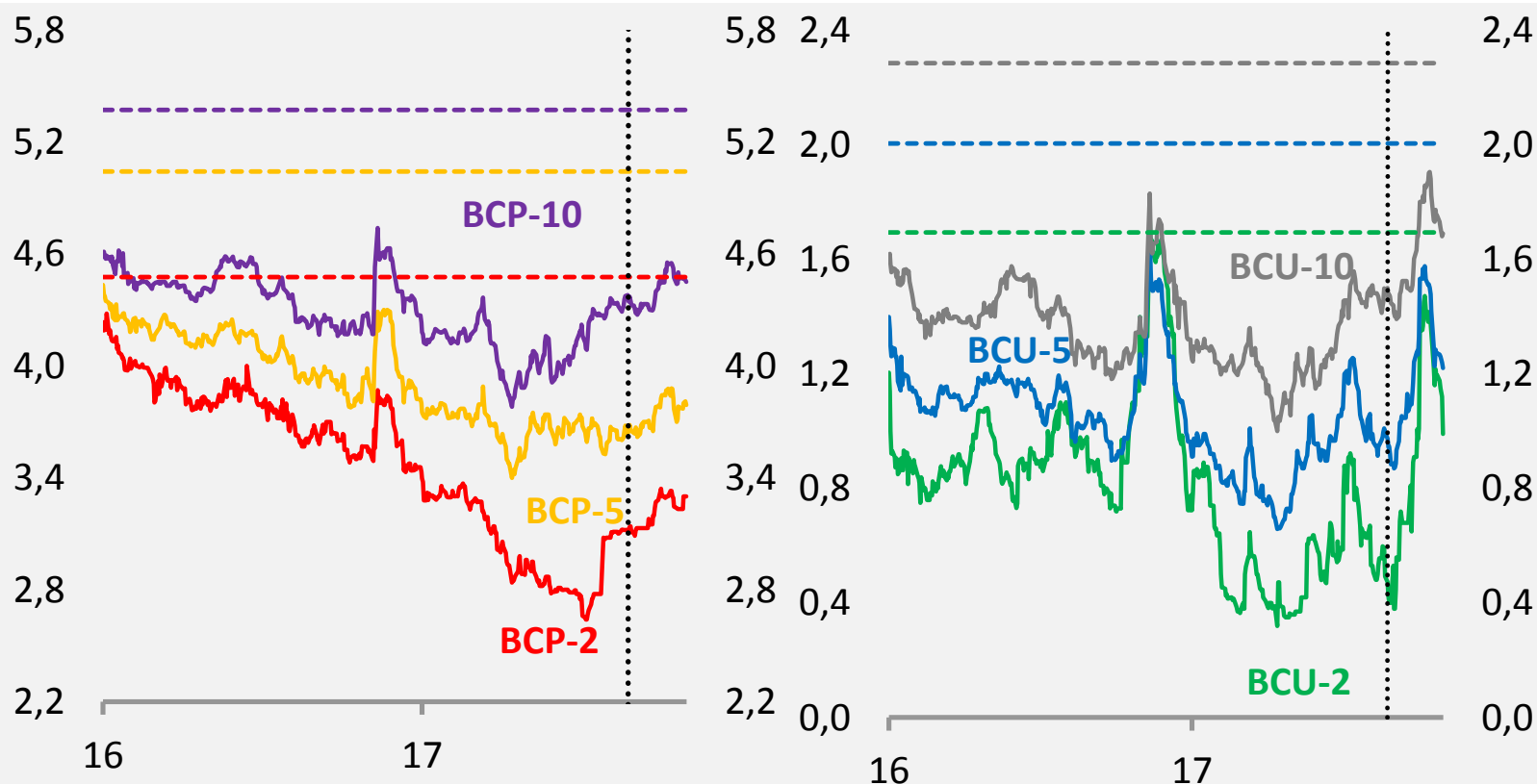
**Encuesta de crédito bancario (\*)**  
(promedio cuatro trimestres móviles)



(\*) Diferencia entre el porcentaje de encuestados que opinaron que los estándares de aprobación de créditos eran menos restrictivos en algún grado y el porcentaje de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos en algún grado. Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de largo plazo también se ubican en niveles bajos en comparación histórica. Sin embargo, las tasas aumentaron en las últimas semanas, especialmente las tasas reales.

### Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2) (porcentaje)



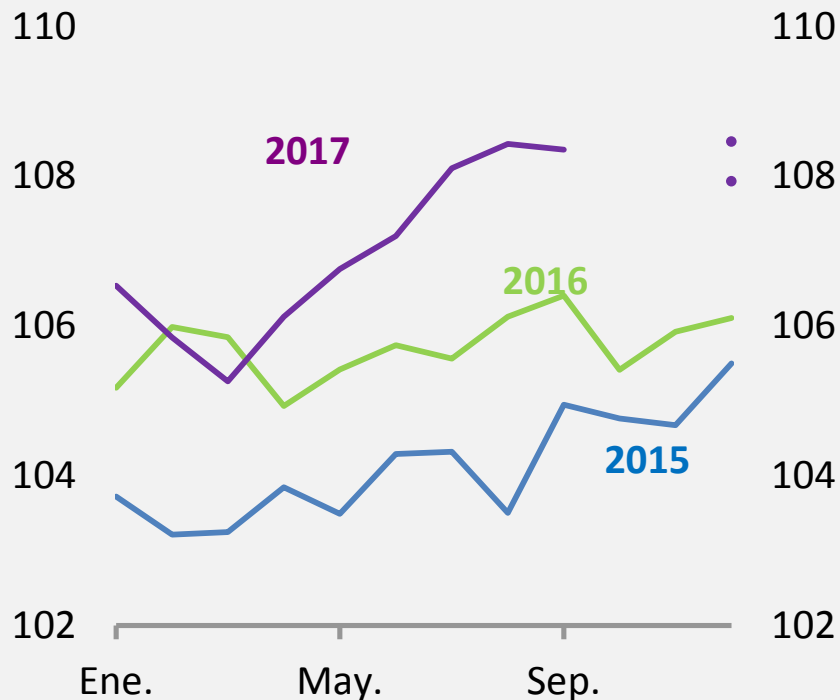
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2017. (2) Líneas punteadas horizontales corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

Fuente: Banco Central de Chile.



**El sostenido e importante impulso monetario, sumado mejores condiciones externas y una economía sana en términos macro, permitirán que el crecimiento siga recuperando mayores niveles y la inflación retorne a 3, acorde con lo previsto en el IPoM de septiembre.**

**Imacec (1)**  
(índice desestacionalizado, promedio 2013=100)



**Crecimiento e inflación en el escenario base del IPoM de septiembre**  
(variación anual, porcentaje)

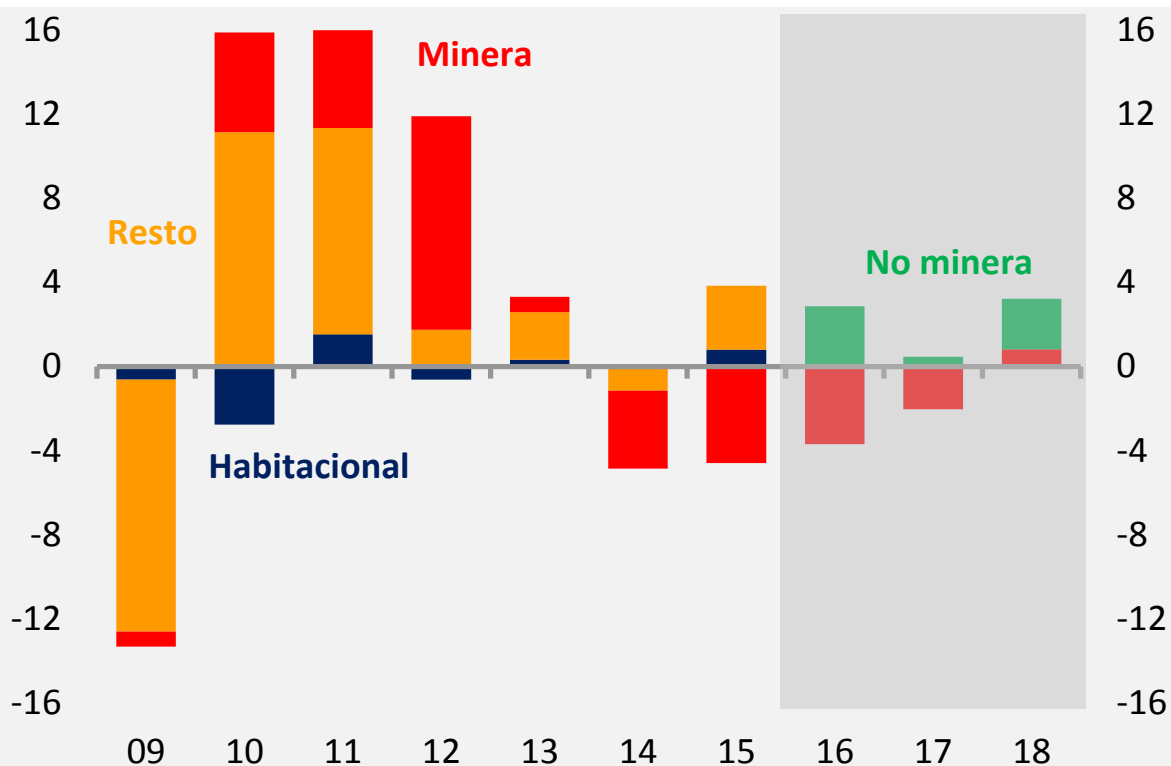
	2017	2018	2019
<b>PIB</b>	1,25-1,75	2,5 - 3,5	-
<b>IPC</b>	2,4	3,0	3,0
<b>IPC SAE</b>	1,9	2,7	2,9

(1) Puntos morados corresponden al valor promedio que alcanzaría el Imacec en los meses que quedan del año para que el crecimiento promedio anual sea coherente con el techo y el piso del rango de crecimiento del IPoM de septiembre (1,25-1,75%). (2) Para el 2017 y 2018 corresponde a la inflación proyectada a diciembre de cada año, para el 2019 es la inflación proyectada al tercer trimestre. Fuente: IPoM septiembre 2017, Banco Central de Chile.



Sin embargo, para que ello suceda, es clave que la inversión se recupere.

## Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (\*) (puntos porcentuales)



(\*) Para el 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión no minera se calcula residualmente, utilizando también la información de la inversión de hogares de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. Para las proyecciones del 2017 y 2018, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.



**En el IPoM, el Consejo estimó que el balance de riesgos para la actividad estaba equilibrado, mientras que para la inflación estaba sesgado a la baja en el corto plazo, pero equilibrado en el mediano.**

**Mundo desarrollado:**

- Impacto en los mercados financieros globales de sus PM
- Tensiones geopolíticas
- Baja inflación
- Recuperación más rápida

**Mundo emergente:**

- China: preocupación respecto al crecimiento /desequilibrio en algunos mercados
- América Latina: eventos políticos

**En Chile:**

- Menor crecimiento por mayor debilidad de sectores ligados a la inversión
- Mayor crecimiento por mayor dinamismo del consumo
- Menor inflación en el corto plazo



# III. Comentarios finales



# Comentarios finales

**La economía esta recuperando gradualmente su ritmo de crecimiento, dentro de la trayectoria prevista en los IPoM de junio y septiembre. Con ello se deja atrás los bajos registros de fines del 2016 y comienzos del 2017.**

**La dinámica de la actividad se caracteriza aún por una limitada sincronía entre distintos componentes de la demanda, donde contrasta la estabilidad del crecimiento del consumo con una aceleración de las exportaciones y un retroceso de la formación bruta de capital fijo.**

**Las tasas de crecimiento anual se elevarán hasta abril del 2018, por las bajas bases de comparación, aún con una velocidad de crecimiento mensual relativamente modesta. De esta forma, la solidez y sostenibilidad del crecimiento de la actividad se pondrá a prueba con más claridad desde mediados del próximo año, para lo cual será fundamental un repunte de la inversión.**

**En esta línea, el IPN de noviembre, señala que las mejores expectativas de las empresas están más relacionadas con lo que pueda ocurrir durante el próximo año que con la actividad que se observa en la actualidad.**

**Así, la brecha de actividad solo comenzará a reducirse, gradualmente, en la segunda mitad del 2018, permaneciendo en valores negativos hasta el final del período de proyección del Banco.**

# Comentarios finales

**Existe un riesgo a la baja de la inflación para el corto plazo por la acumulación de presiones a la baja que pudieran comprometer la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política de dos años.**

**Las presiones a la baja para la inflación provienen de: shocks negativos en los componentes más volátiles del IPC; el efecto de la apreciación cambiaria; efectos de segunda vuelta; la acentuación de efectos de segunda vuelta en la medida que las expectativas de inflación de mediano plazo se ajusten a la baja y que se eleven las tasas reales de interés, reduciendo con ello el efecto expansivo de la política monetaria.**

**En caso de que este riesgo se materialice, el Consejo ha manifestado que está preparado para profundizar la orientación expansiva de la política monetaria a través de una baja en la TPM.**

**En este tipo de decisiones, el Consejo debe ser capaz de conciliar la capacidad de respuesta y la oportunidad con la eficacia de la misma, asociada a la persistencia del impulso de la PM.**

**Lo que es claro es que, sea cual sea la decisión de política del Consejo, nos encontramos en una fase de bajas tasas de inflación que se ha prolongado como producto de shocks de precios y apreciación cambiaria, lo que seguirá manifestando en las cifras del resto de este año.**

**En este contexto, no debe caber duda de que el Banco Central seguirá conduciendo la política monetaria con el celo y la diligencia necesarios para asegurar la meta de inflación de 3% a dos años plazo.**





# Situación macroeconómica y perspectivas

Mario Marcel C.  
Presidente



Banco Central de Chile, Noviembre 2017