

# **Economía chilena: Evolución y perspectivas**

Presentación en la Cámara Regional del Comercio de Valparaíso.

Hotel Atton de San Martín, Viña del Mar.

8 de mayo, 2018.

**Alberto Naudon D.**

**Consejero**

**Banco Central de Chile**

# Agenda

---

1. Principales tendencias identificadas en el IPoM de marzo 2018.
2. ¿Cómo encajan los datos recientes en estas tendencias?
3. ¿Qué esperar hacia adelante y cómo debería actuar la política monetaria?



1

# Principales tendencias en el IPoM de marzo 2018

# Principales tendencias del IPoM de marzo

**1**

Escenario externo favorable, pero riesgos principalmente a la baja.

**2**

Economía con mayor tracción desde 3<sup>er</sup> trimestre de 2017.  
Elementos para mayor crecimiento a partir de 2018 presentes.

**3**

Inflación en línea con lo previsto, convergería lentamente, manteniéndose baja por algún tiempo. Riesgo para la convergencia se habían aminorado, pero seguían presentes.

**4**

Tipo de cambio coherente con fundamentales. Depreciación real durante los próximos años



# Principales tendencia del IPoM de marzo

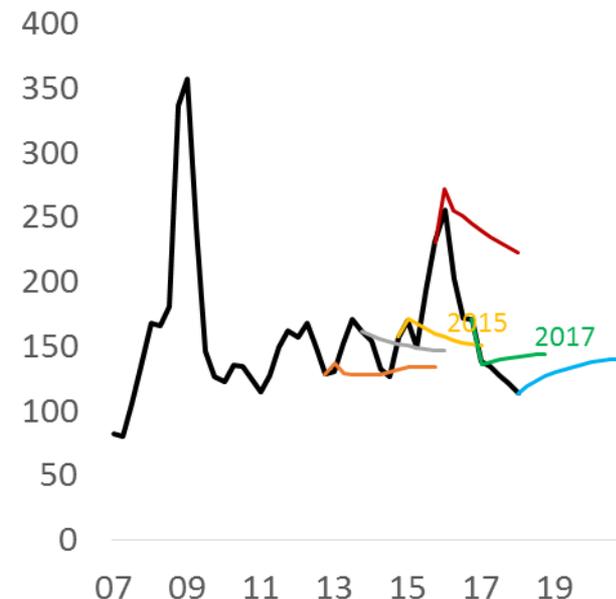
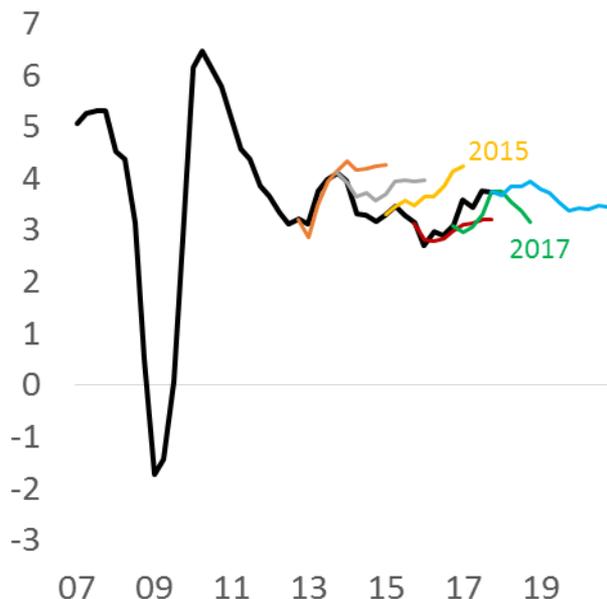
## Escenario externo favorable

Después de sucesivas correcciones a la baja, el mayor crecimiento global se sostenía, ayudando a mantener mayores precios de *commodities*. La PM en países avanzados en curso de normalización. Notablemente, sin alterar los mercados financieros globales.

Fig.1A: Crec. anual SSCC (%)

Fig1B: Precio Cobre (Usd/lb.)

Fig1C: EMBI Chile (pb.)



Fuente; Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

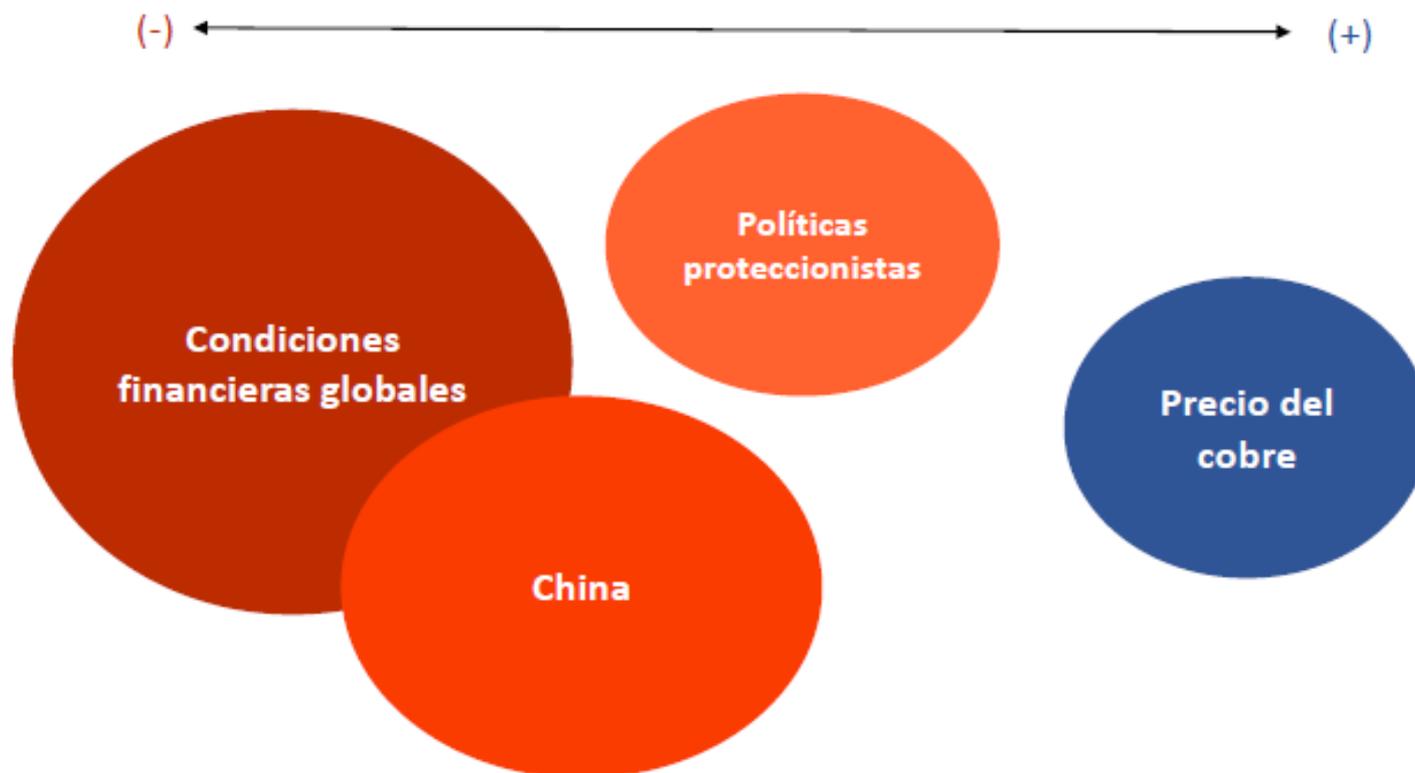


# Principales elementos del IPoM de marzo

... pero riesgos se identificaron mayoritariamente a la baja

No obstante, varios elementos de riesgo permanecen vigentes. Destaca que los mercados financieros se han mostrado poco sensibles a eventos de riesgo y que algunas medidas de precio de activos indican que algunos precios actuales son elevados.

Fig2: Riesgos escenario internacional

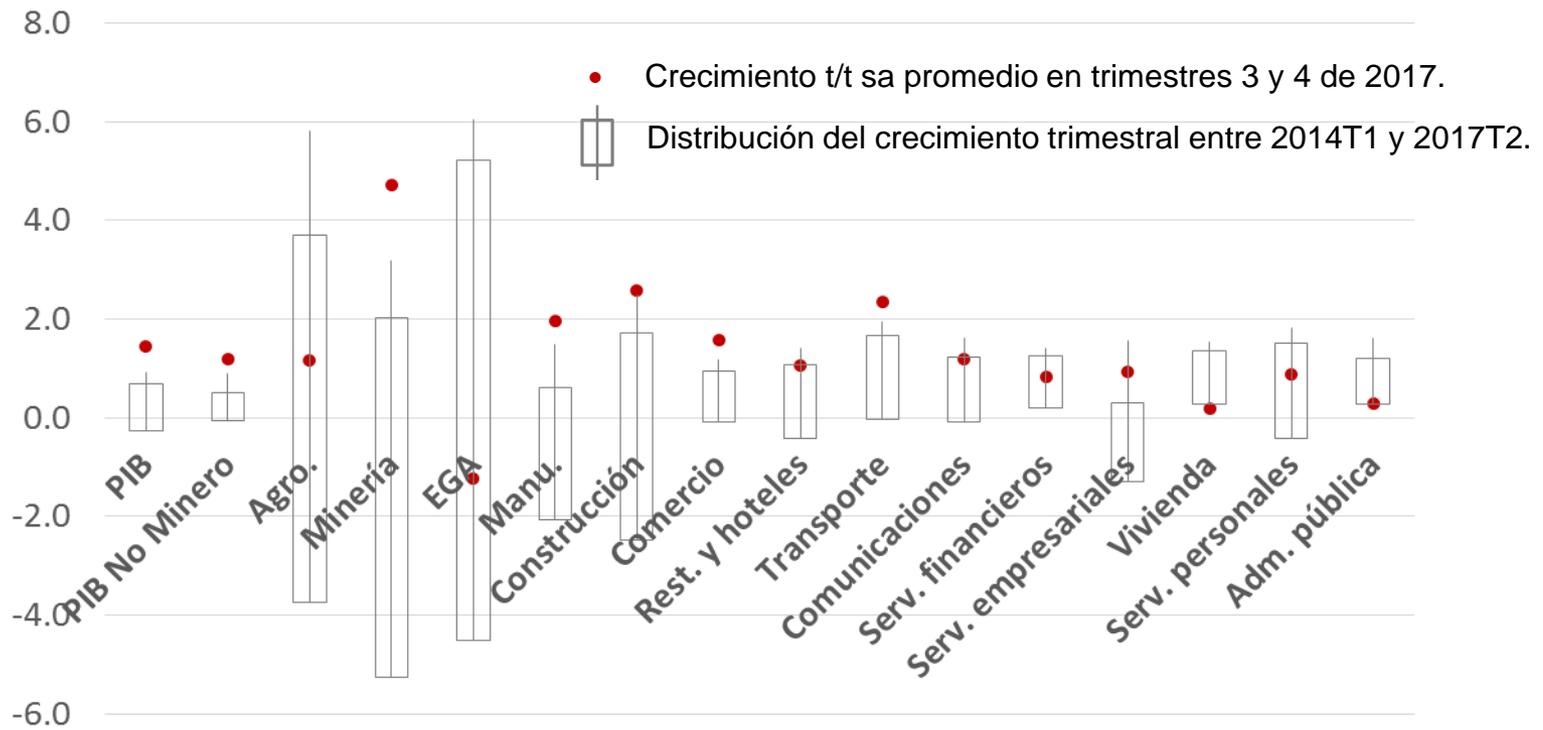


# Principales tendencias del IPoM de marzo

## La economía local retomó tracción en la 2ª mitad de 2017

La economía creció por sobre su potencial en la segunda mitad del 2017, lo que permitió cerrar parte de la brecha de actividad. El crecimiento era alto incluso en sectores que previamente habían destacado por su debilidad.

Fig.3 Crecimiento trimestral del PIB por sectores (%)



Nota: Líneas verticales son el percentil 0.9 y 0.1 del crecimiento trimestral desestacionado entre 2014T1 y 2017T2. Las barras representan los percentiles 0.75 y 0.25.  
Fuente; Banco Central de Chile.

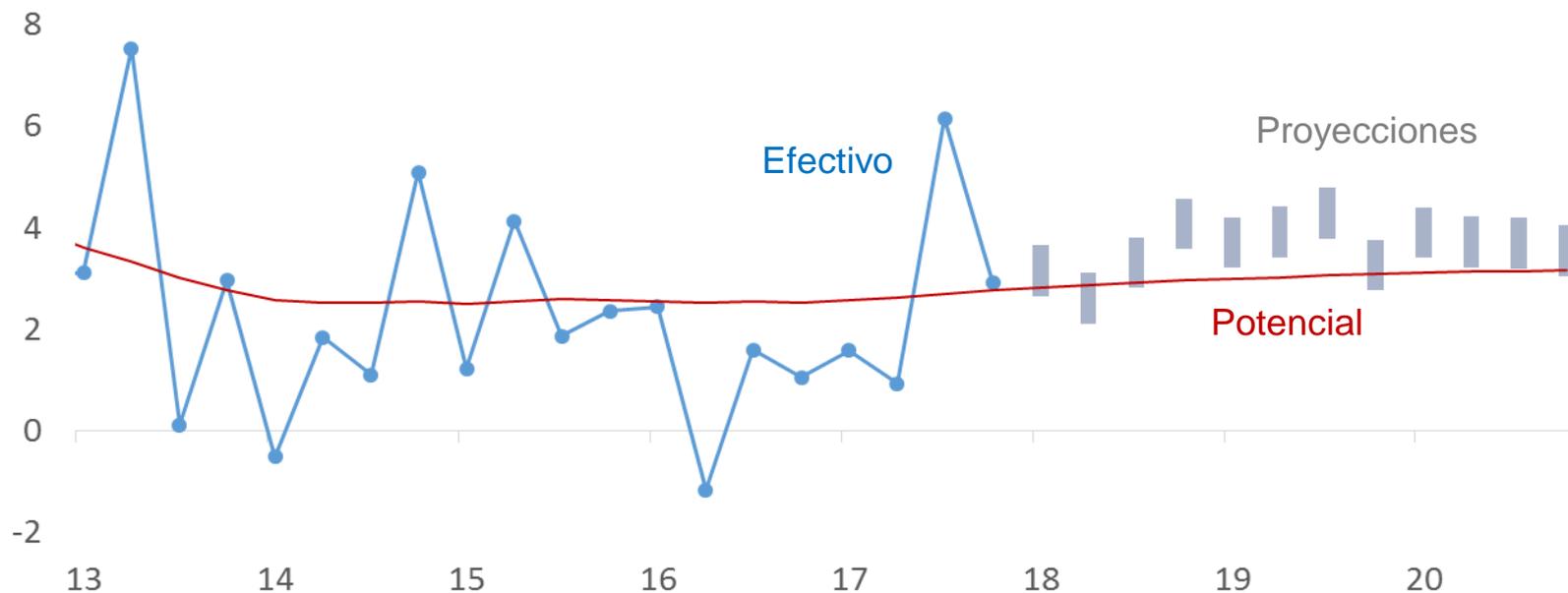


# Principales tendencias del IPoM de marzo

## Pero mayor crecimiento se afirmaría solo hacia fines de año

En el IPoM preveíamos una moderación del ritmo de crecimiento durante la primera parte de 2018, lo que se ha observado. El escenario de riesgo positivo, era (y sigue siendo) que esto no suceda. Una elemento clave es lo que pase con la inversión.

Fig.4: Crecimiento trimestral anualizado esperado, potencial y efectivo del PIB No Minero.



Nota: Datos efectivos y proyecciones del IPoM de marzo 2018.  
Fuente; Banco Central de Chile.



# Principales tendencias del IPoM de marzo

## Actividad todavía débil se nota en el mercado laboral

Hablar de debilidad en la economía con crecimiento anual del IMACEC sobre 4.5% puede parecer extraño, pero detrás de ese número hay un importante efecto base (especialmente en minería) y un buen desempeño el 3er trimestre de 2017. Ojo: 3 días hábiles más en abril.

Fig.5A: Crecimiento anual y trimestral del PIB Resto (%)

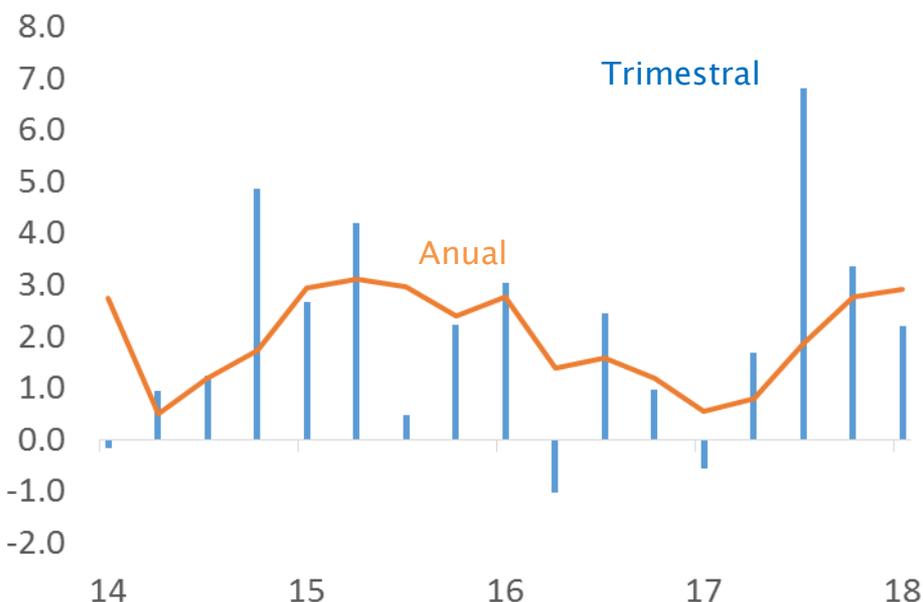
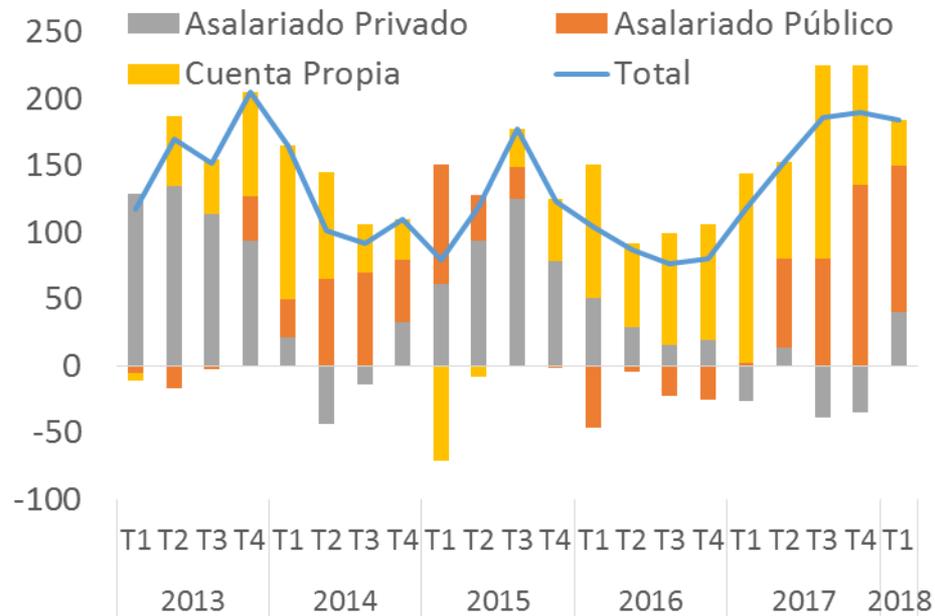


Fig5B: Variación anual del empleo (miles de personas)



Fuente: INE y Banco Central de Chile.



# Principales tendencias del IPoM de marzo

## Inflación muy influida por las variaciones del TCN

La inflación ha fluctuado mucho, principalmente por el impacto de las variaciones del tipo de cambio en los bienes transables. La inflación de no transables ha disminuido gradualmente, en línea con la debilidad de la actividad. La variación del TCN es clave para el ajuste macro.

Fig.6A: Brecha de actividad e inflación de No Transables (%)

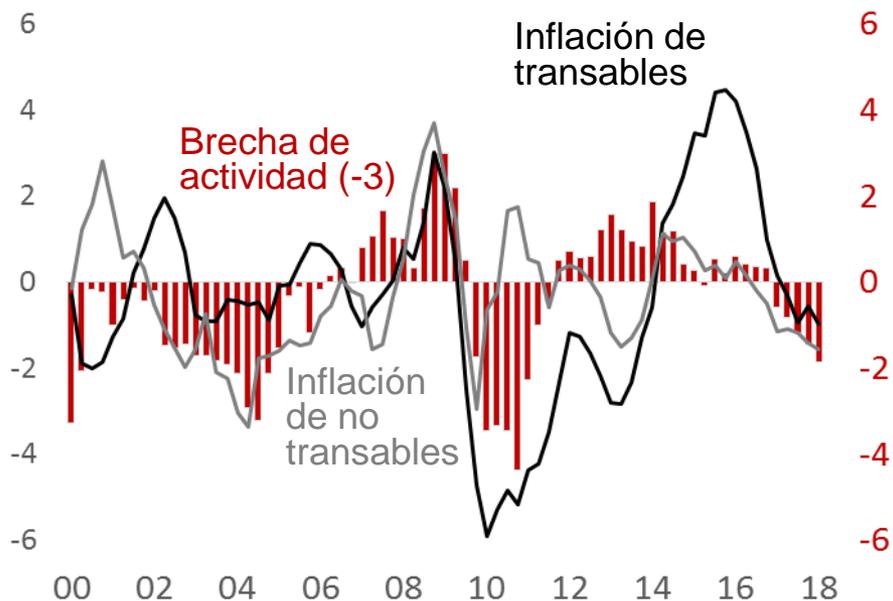
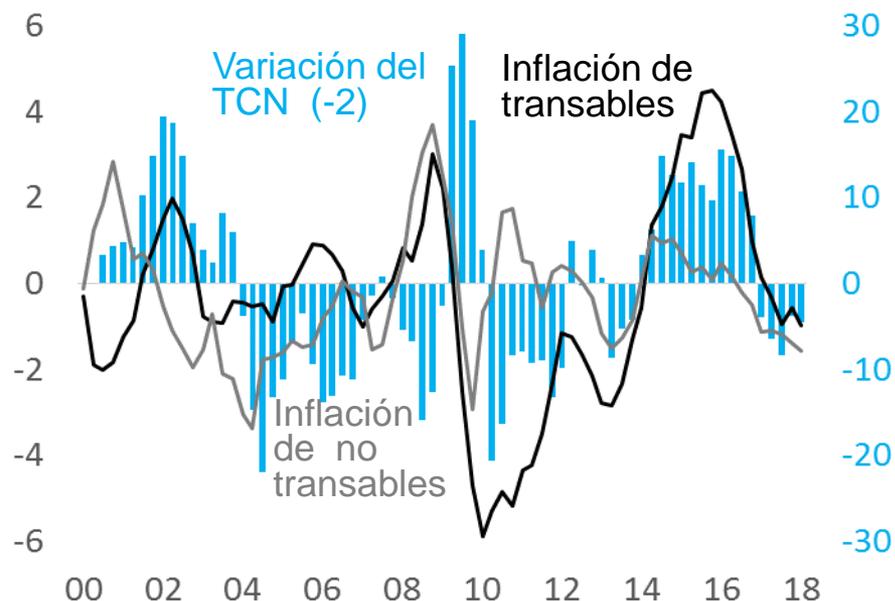


Fig.6B: TCN e inflación de Transables (%)



Nota: Inflación de transables es la inflación se SAE Bienes y la de No Transable la de SAE servicios.  
Fuente; INE y Banco Central de Chile.

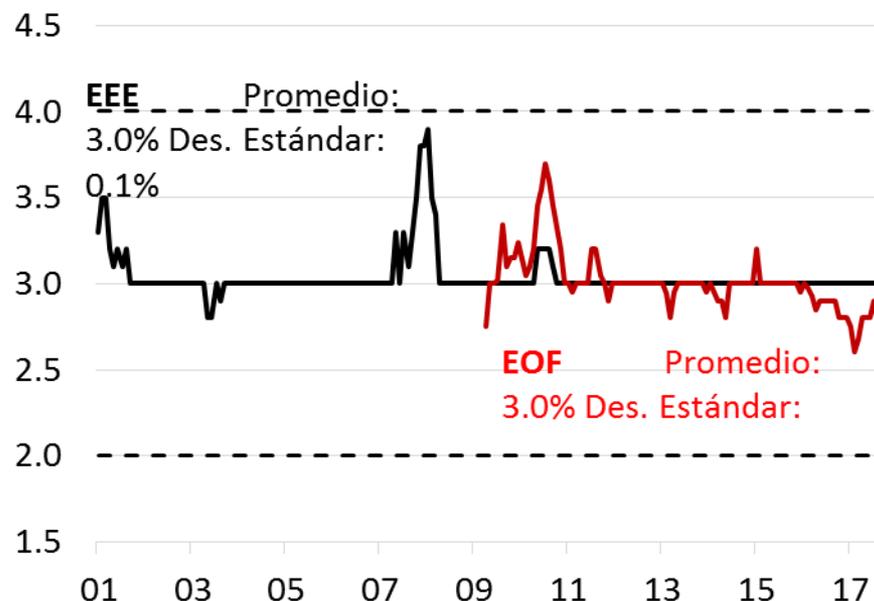
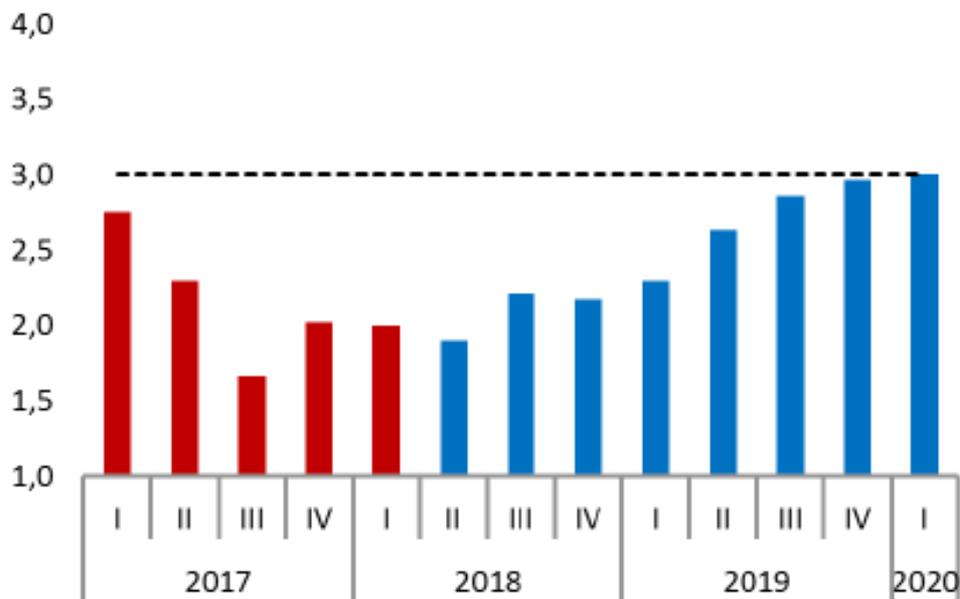


# Principales tendencias del IPoM de marzo

## La inflación se mantendría baja por algunos trimestres

En un contexto de depreciación (gradual) y economía todavía débil, la inflación convergería hacia la meta de 3% gradualmente hacia fines de 2019. Clave en este proceso es que las expectativas de mediano plazo de la inflación permanezcan bien ancladas.

Fig.7A: Inflación anual efectiva y proyectada (%) Fig7B: Expectativas de inflación a 2 años (%)



Nota: Datos efectivos y proyecciones en IPoM marzo 2018.  
Fuente: INE y Banco Central de Chile.



# Principales elementos del IPoM de marzo

Paréntesis: ¿De qué depende el anclaje de expectativas?

---

- El conocimiento sobre la formación y dinámica de las expectativas es limitado.
- Más allá de los usuales aspectos institucionales, algunos elementos relevantes son
  1. Escenario de crecimiento.
  2. Actuar de manera oportuna.
  3. No mucho *fine-tuning*.
  4. Claridad en la comunicación (reforma al proceso de RPM)
  5. Simetría en los objetivos y no buscar alterar el ciclo económico más allá de lo adecuado.



# Principales elementos del IPoM de marzo

Paréntesis: ¿De qué depende el anclaje de expectativas?

La inflación es muy volátil y suele estar fuera de la banda de 2 a 4%. A mi juicio es más importante que en promedio sea 3% con desviaciones simétricas.

Fig.7A: Inflación anual (%)

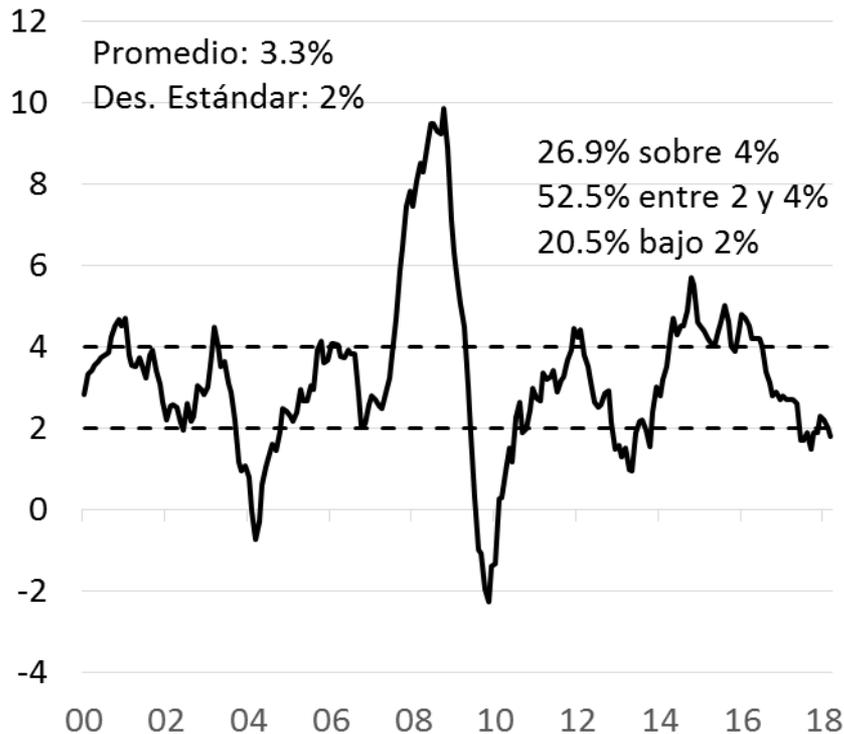


Fig.7B: Inflación anual y meta (%)

	Chile	Colombia	México
<b>Inflación</b>			
Promedio	<b>3.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>
Desv. Est.	2.1	1.8	1.0
Tiempo sobre la banda	29.5	42.1	53.0
Tiempo dentro de la banda	46.4	49.7	47.0
Tiempo bajo la banda	24.0	8.2	0.0
<b>Meta</b>			
Promedio	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>	<b>3.0</b>
Límita superior	4.0	4.6	4.0
Límite inferior	2.0	3.0	2.0

Fuente: INE y banco centrales de cada país.



# Principales elementos del IPoM de marzo

## Tipo de cambio real tiende a volver a su media

Los modelos del BCCh no dan cuenta de desviación del TCR respecto de sus fundamentos. Históricamente, el TCR tiende a volver a su media y lo hace vía variaciones del TCN, coherente con el esquema de flexibilidad cambiaria.

Fig.8A: Modelo BEER de TCR

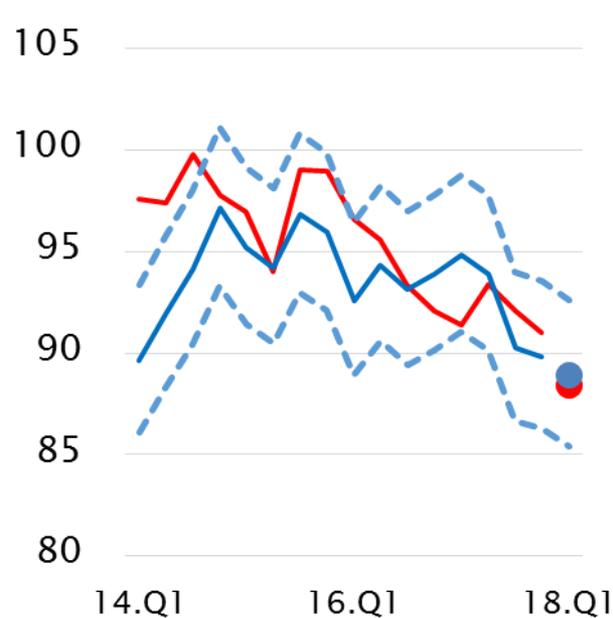


Fig8B: TCR (1986 = 100)

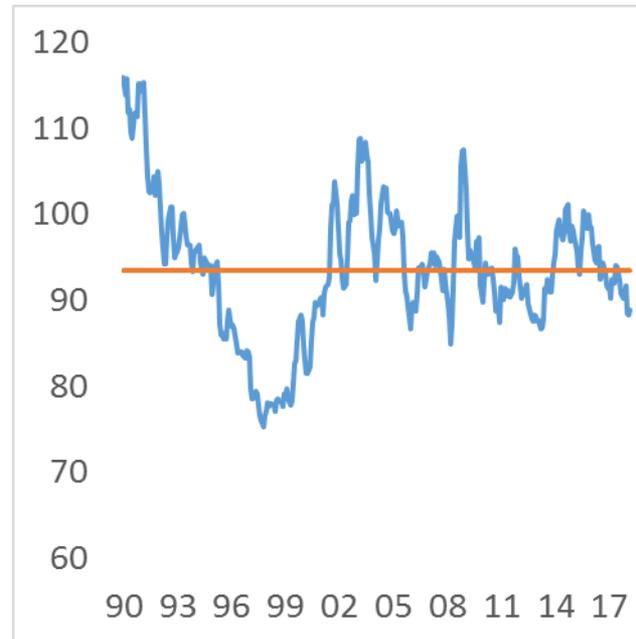
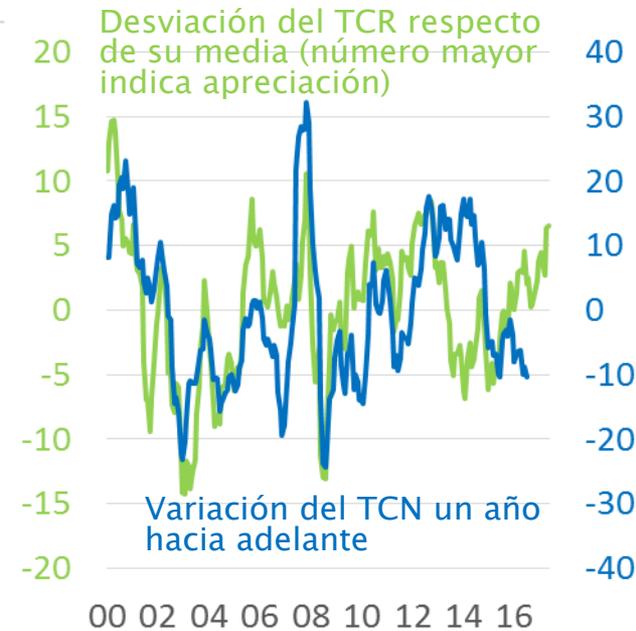


Fig8C: TCR y TCN



Fuente; Banco Central de Chile.



2

Datos recientes

# Datos recientes

## Hechos destacados en el exterior

---

1. El dinamismo global continúa siendo elevado y las perspectivas son positivas, aunque cifras de corto plazo apuntan a una moderación del crecimiento en ZE y Japón.
2. En EE.UU. el impulso fiscal podría incluso sobrecalentar su economía, donde la inflación continúa afirmándose y los riesgos para ella serían al alza
3. No hay grandes novedades en materia de Política Monetaria (aún)
4. Tasas largas al alza en EE.UU. y el dólar se aprecia en el margen
5. Los precios de activos riesgosos continúan elevados y las condiciones financieras para economías emergentes se mantienen holgadas
6. Precio del petróleo se eleva por conflictos geopolíticos
7. Tensiones comerciales (especialmente entre EE.UU. y China)



# Datos recientes

## Hechos destacados en Chile

---

1. Crecimiento del PIB total en el primer trimestre fue algo superior a proyección del IPoM.
2. Mejor desempeño de las exportaciones de los principales sectores económicos.
3. Inversión repuntando no solo por M&E. Consumo privado estable.
4. Empleo privado sigue sin mostrar crecimiento y crecimiento de los salarios ha descendido por debajo de sus promedios históricos.
5. Confianzas de consumidores y empresarios se mantienen en niveles optimistas.
6. Inflación evoluciona de acuerdo a lo proyectado. La baja inflación de bienes SAE sigue siendo producto de la apreciación cambiaria acumulada y a algunos ítems específicos.
7. Mercados financieros locales sin cambios significativos. Indicadores de riesgo, tasas largas y tipo de cambio en niveles por sobre los observados en el IPoM.



3

## Mirando hacia adelante: La política monetaria

# Mirando hacia adelante

**1**

La recuperación de la actividad y sus implicancias para la PM

**2**

El riesgo de una inflación baja por un tiempo más largo de lo previsto todavía existe



# Punto de inflexión y política monetaria

## Las perspectivas de crec. son un ancla de la PM

---

- De acuerdo a la NKPC es la actividad futura, no solo la actual, lo que importa para la inflación. (Esto porque las expectativas de inflación dependen de lo que se espere sean los fundamentos en el futuro).
- La PM actúa con rezagos.
- Estabilizar la brecha de actividad implica usar la PM para tener una tasa real coherente con el ciclo.
- El tipo de cambio es muy relevante para la inflación, pero es muy volátil y su relación con el diferencial de TPM es cambiante en el tiempo.

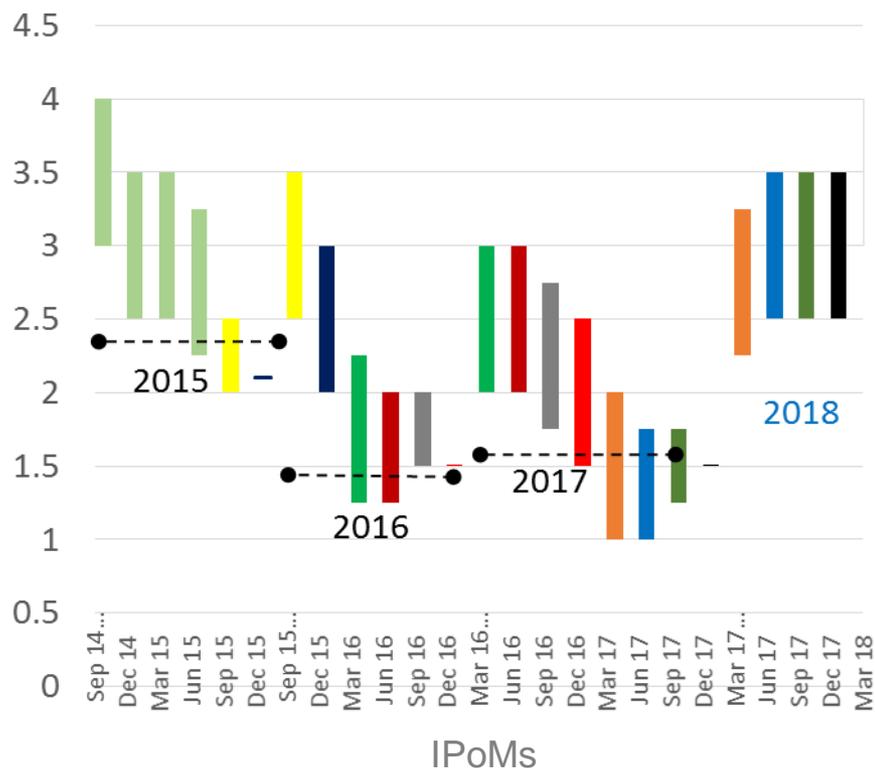


# Punto de inflexión y política monetaria

## No es primera vez que esperamos una recuperación

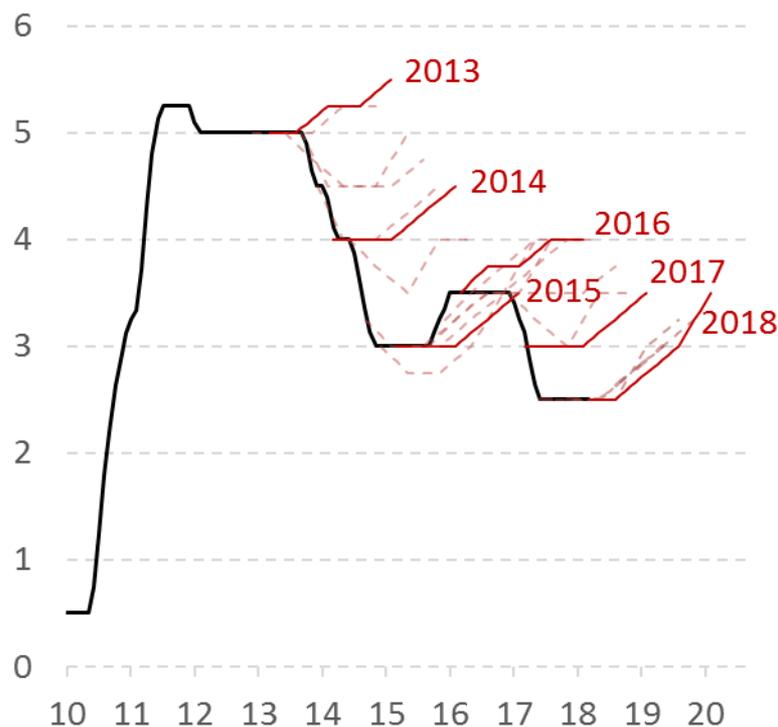
Durante los últimos años hemos anticipado una recuperación que no se dio, y la trayectoria esperada de TPM se ajustó acorde a las peores perspectivas de crecimiento

Fig9A: Rango de crec. varios IPoMs (%)



Las líneas son el crecimiento efectivo.

Fig9B: TPM esperada en EEE en cada IPoM (%)



Líneas rojas continuas son los marzo de cada año. Fuente; Banco Central de Chile.

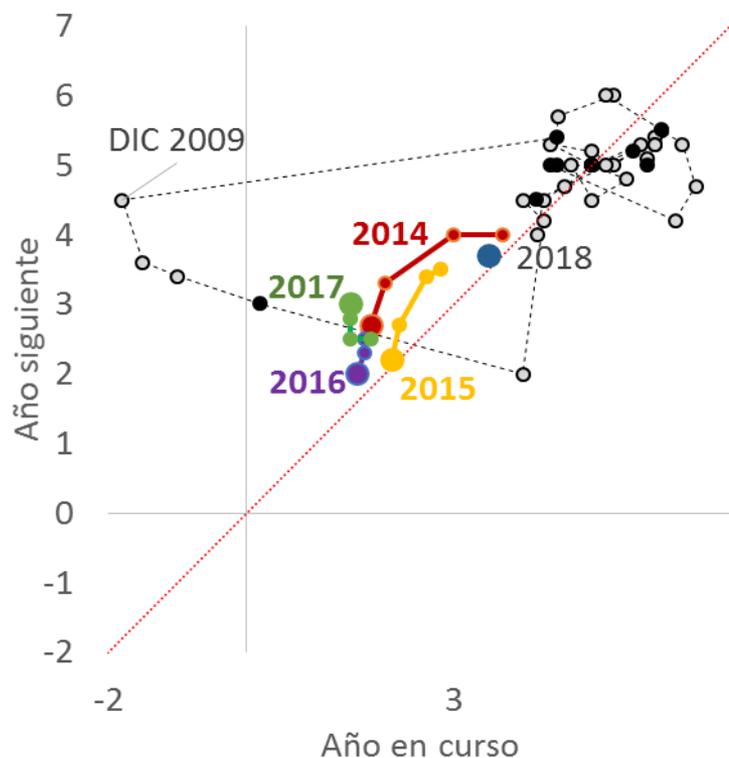


# Punto de inflexión y política monetaria

## Varios factores han sorprendido en este ciclo

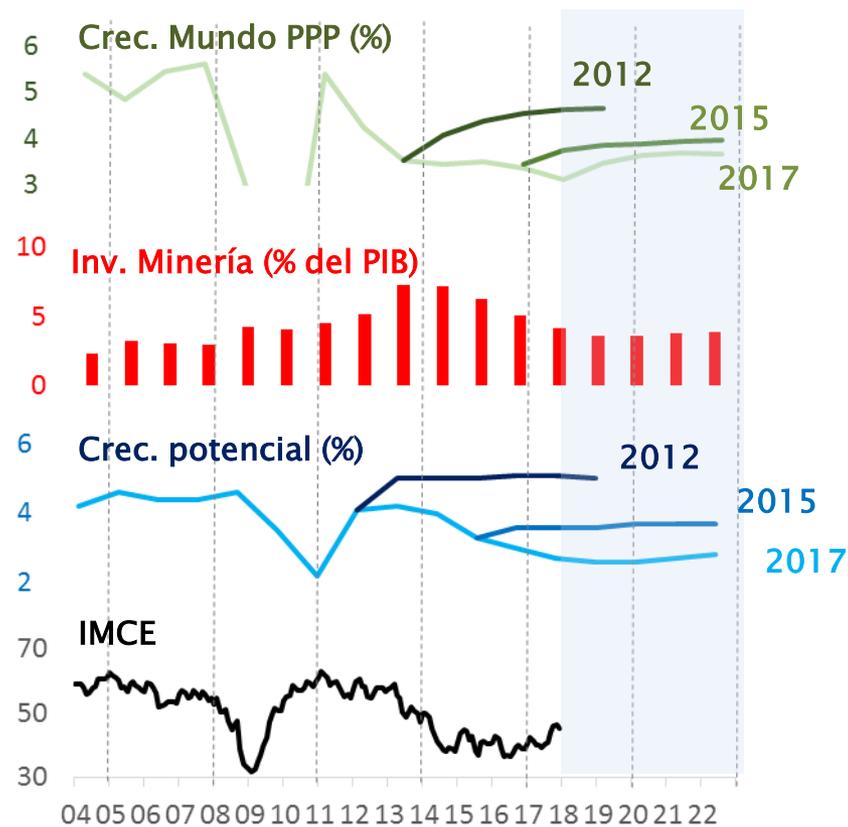
La tendencia a sobreestimar la recuperación ha sido generalizada Cuatro candidatos para explicar este fenómeno

Fig10A: Crec. esperado EEE en cada IPoM (%)



Círculos grandes de color son dic. de cada año. Fuente; Banco Central de Chile.

FIG 10B: Algunas explicaciones



Fuente; WEO octubre de cada año; Banco Central de Chile, ICARE.



# Punto de inflexión y política monetaria

... pero esta vez la recuperación se ve más sólida

---

- Datos ya muestran una recuperación clara.
- Escenario externo más sólido.
- Expectativas locales optimistas.
- Inversión repuntando (pero somos más cauteloso que el mercado).
- Estimaciones de PIB potencial se han estabilizado.



# Riesgo de inflación baja por un tiempo mayor

---

- Si bien los riesgos para la convergencia de la inflación han disminuido, esto siguen presentes.
- Esto porque en un contexto de inflación baja, expectativas de inflación acotadas y actividad todavía débil, siempre hay peligro de que las expectativas de inflación se debiliten.
- En este sentido, a mi juicio, desviaciones la inflación por debajo de nuestras proyecciones son hoy más complejas que desviaciones al alza. (Ojo: esto no implica una meta asimétrica, sino que ciertas desviaciones pueden comprometer la convergencia de la inflación más que otras)



# Riesgo de inflación baja por un tiempo mayor

---

- Varios elementos han ayudado a mitigar este riesgo en los últimos meses.
  1. Algunos elementos de han aumentado la inflación en el CP (petróleo, TC)
  2. Expectativas de mayor crecimiento se han consolidado.
  3. Política monetaria expansiva.



# PM seguirá siendo expansiva hasta que convergencia de inflación se más evidente

Fig11A: Tasa de política monetaria efectiva y esperada (%)

