



Economía chilena: Evolución y perspectivas

Taller Macro
Instituto Libertad y Desarrollo
10 de abril, 2018

Alberto Naudon D.
Consejero
Banco Central de Chile

Agenda

Temas para hoy

1. **Punto de inflexión y política monetaria:** La discusión respecto de la mayor o menor expansividad de la PM tiene más que ver con las perspectivas de crecimiento que con algunas sorpresas inflacionarias de CP y/o PM más o menos activistas.
2. **El ciclo inflacionario reciente:** En una economía donde el ajuste lo hace el tipo de cambio la inflación tiende a ser volátil. Esto resalta la importancia de mantener una PM creíble (y simétrica).
3. **La orientación general de la política monetaria ha sido adecuada:** La PM ha respondido al ciclo, estabilizando la brecha de actividad y manteniendo las expectativas de inflación ancladas. No obstante, la PM no es una ciencia exacta... siempre hay espacio para discrepancias.
4. **Todavía hay varios riesgos:** El tipo de cambio flexible es una herramienta importante para lidiar con riesgos asociados al ciclo financiero global, pero genera desafíos para la PM.



1

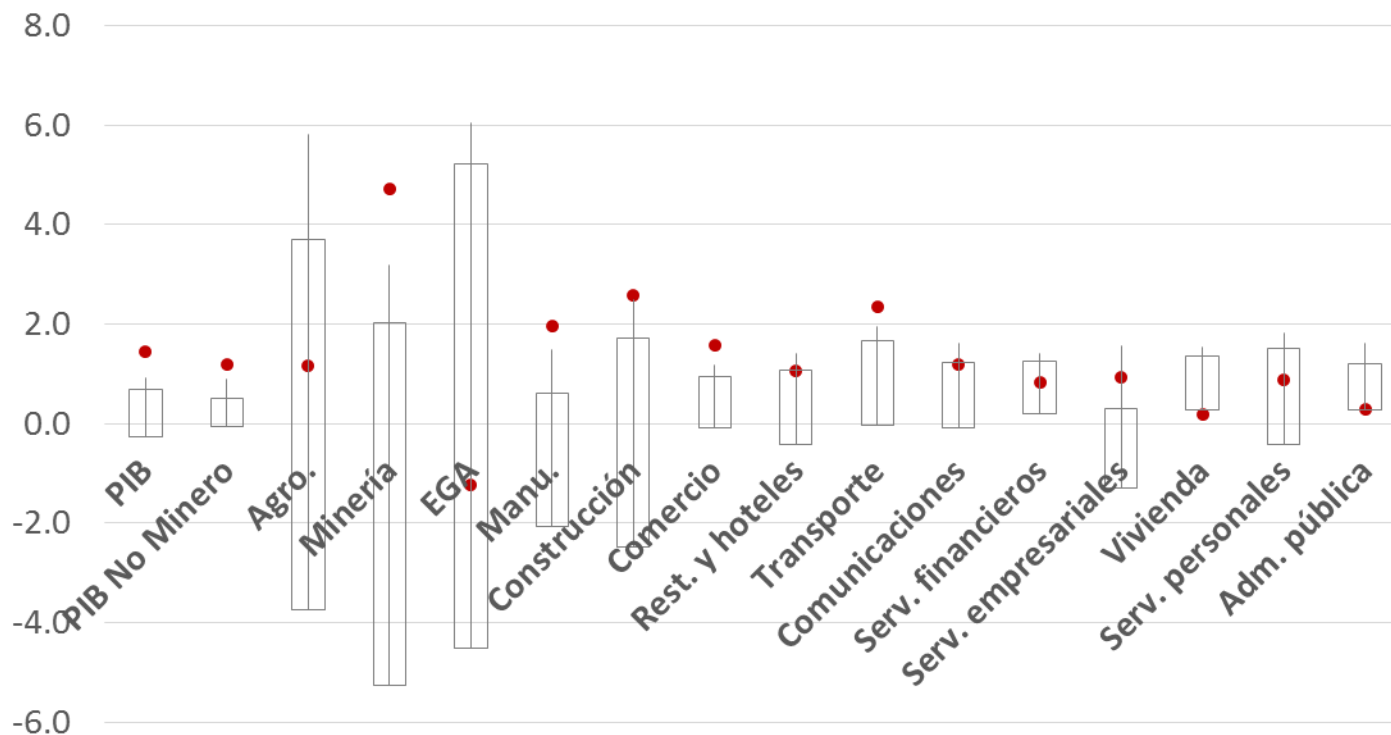
Punto de inflexión y política monetaria

Punto de inflexión y política monetaria

Mayor y más sólido crecimiento

Fig.1 - La economía retomó crecimiento sobre potencial en la segunda mitad del 2017. El crecimiento ha sido alto incluso en sectores que previamente habían destacado por su debilidad.

(Crecimiento trimestral PIB por sectores, %)



Las líneas verticales representan el percentil 0.9 y 0.1 del crecimiento trimestral desestacionalizado (t/t sa) entre el trimestre 1 de 2014 y el 2 de 2017. Las barras representan los percentiles 0.75 y 0.25. El punto rojo es el promedio del crecimiento t/t sa de los trimestres 3 y 4 de 2017. Fuente; Banco Central de Chile.

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.

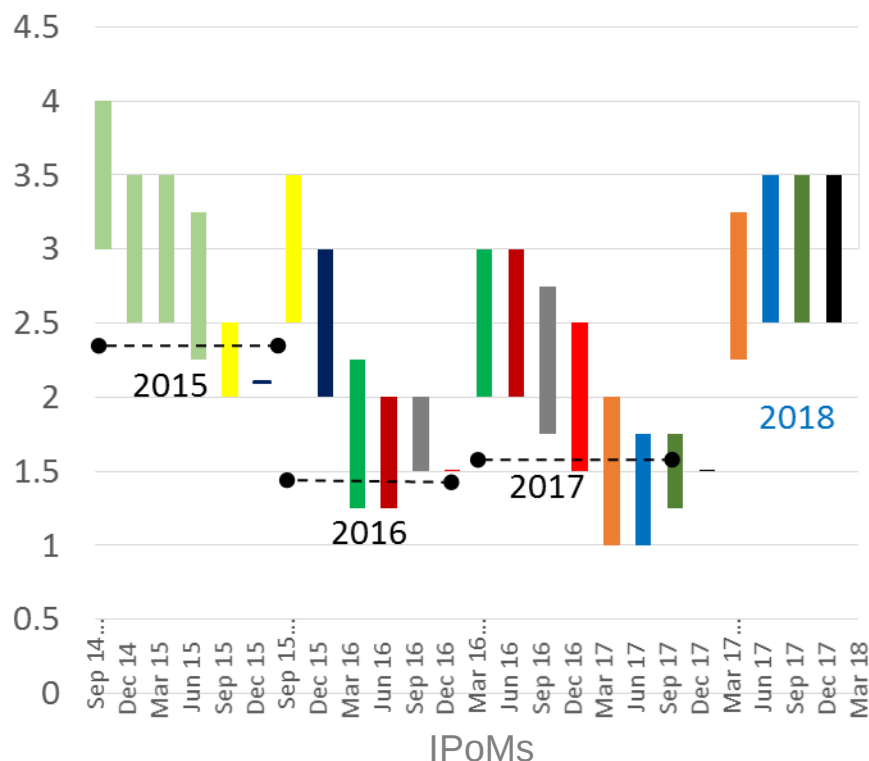


Punto de inflexión y política monetaria

No es primera vez que esperamos una recuperación

Fig.2 – Durante los últimos años hemos anticipado una recuperación que no se dio

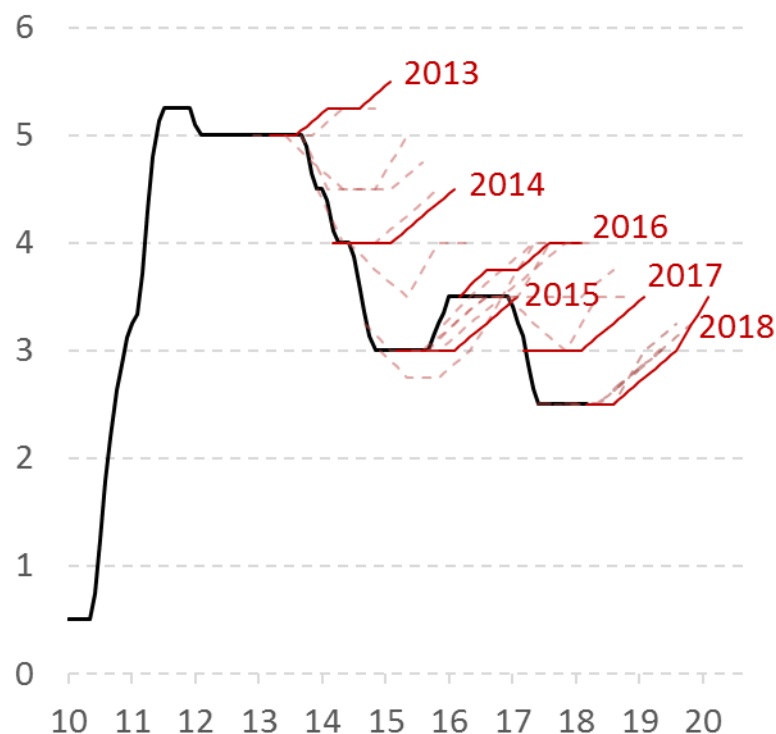
(Rango de crec. del PIB varios IPoMs, %)



Las líneas son el crecimiento efectivo. Fuente; Banco Central de Chile.

Fig.3 – Y la trayectoria esperada de TPM se ha ido ajustando acorde a las peores perspectivas de crec.

(TPM esperada en EEE en cada IPoM, %)



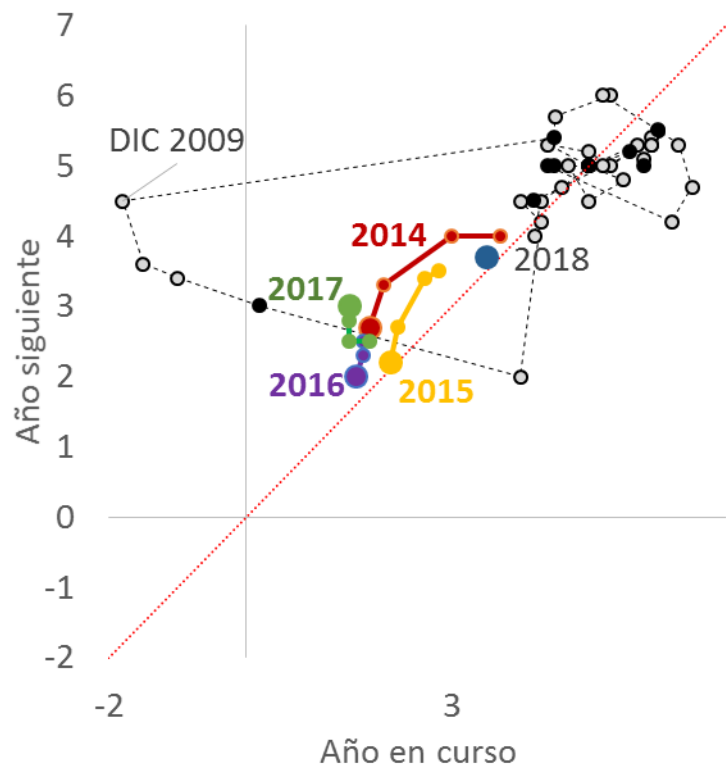
Líneas rojas continuas son los marzo de cada año. Fuente; Banco Central de Chile.

Punto de inflexión y política monetaria

Varios factores han sorprendido en este ciclo

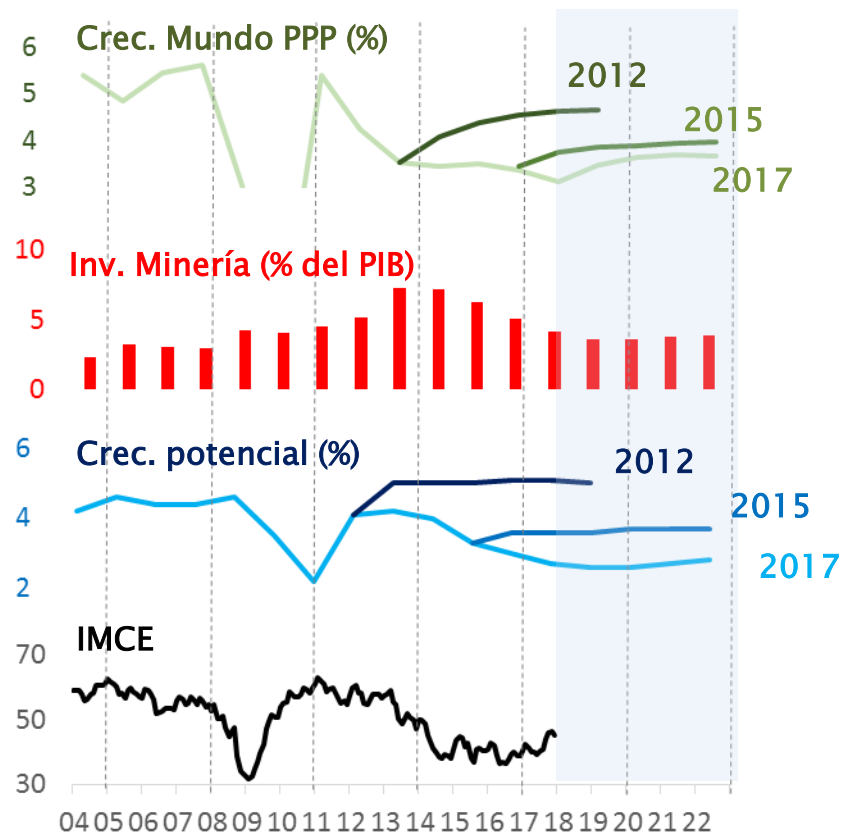
Fig.4 – La tendencia a sobreestimar la recuperación ha sido generalizada

(Crec. esperado en EEE en cada IPoM, %)



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

Fig.5 – Cuatro candidatos para explicar este fenómeno



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.
- Estimaciones de PIB potencial se han estabilizado.

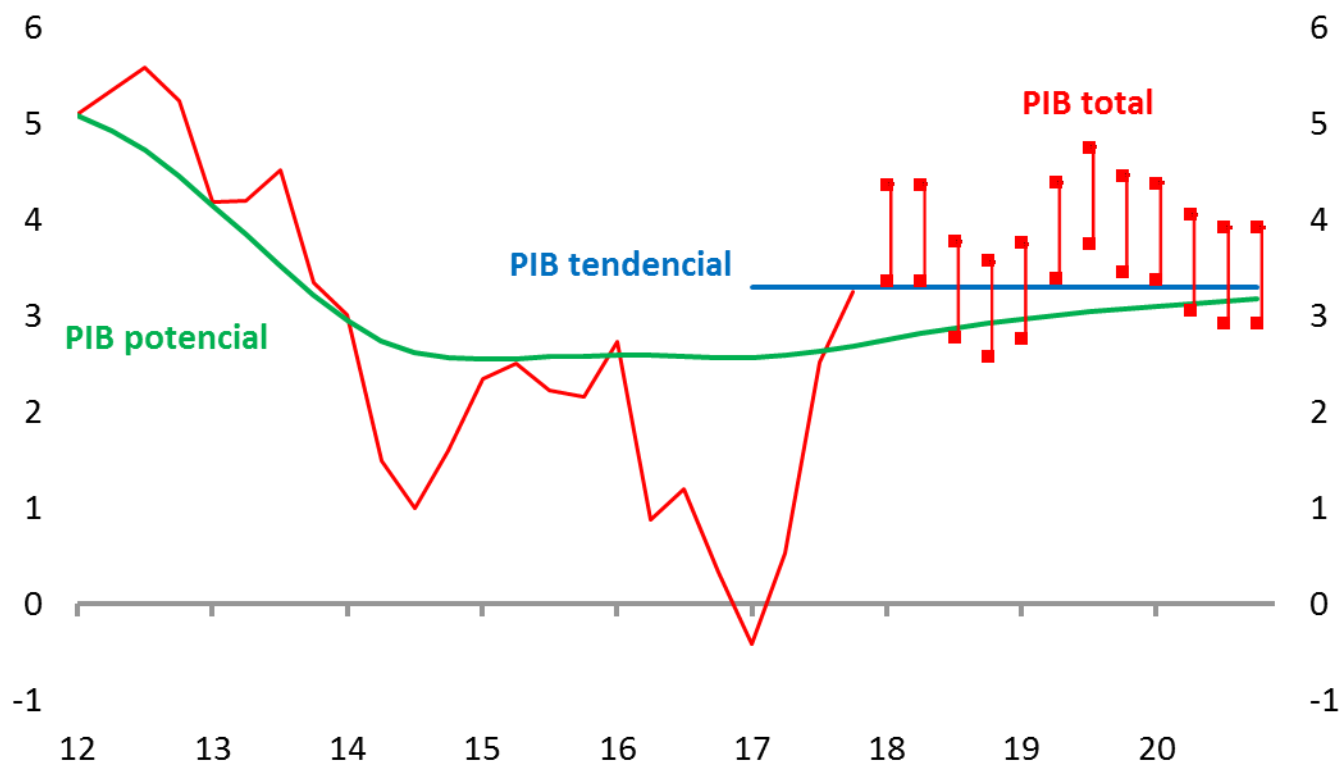


Punto de inflexión y política monetaria

No obstante, todavía hay holguras

Fig.6 – Dado que la economía ha crecido bajo su nivel potencial por varios años, se esperan que las holguras de capacidad sigan presentes por algunos trimestres más.

(Crecimiento anual del PIB efectivo, esperado, potencial y tendencial, %)



Líneas verticales representan la proyección del IPoM de marzo de 2018. Fuente: Banco Central de Chile.



2

El ciclo inflacionario reciente

El ciclo inflacionario reciente

Infla. bajo 3% y se proyecta baja por un tiempo más

Fig.7 – La inflación retornaría a 3% en la segunda parte de 2019.

(Inflación total anual, %)

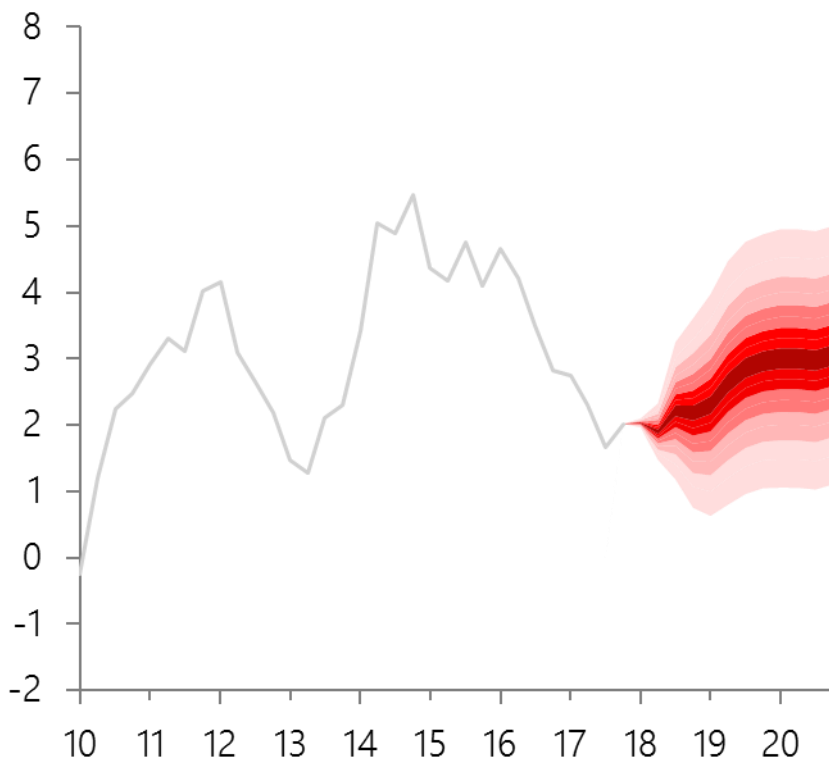
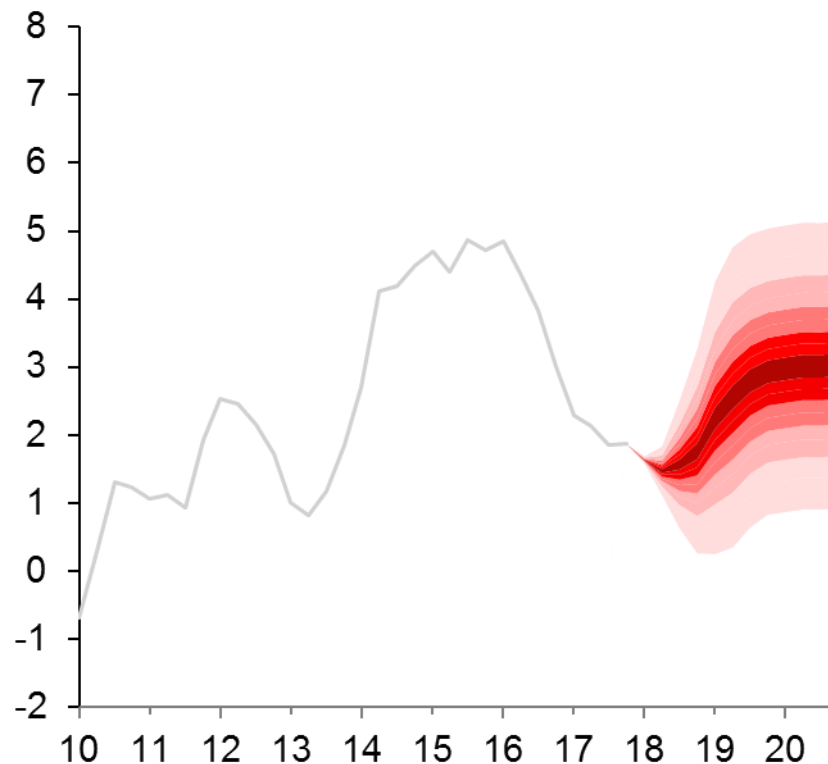


Fig.8 – Con una SAE por debajo de 2% por algún tiempo más.

(Inflación SAE anual, %)



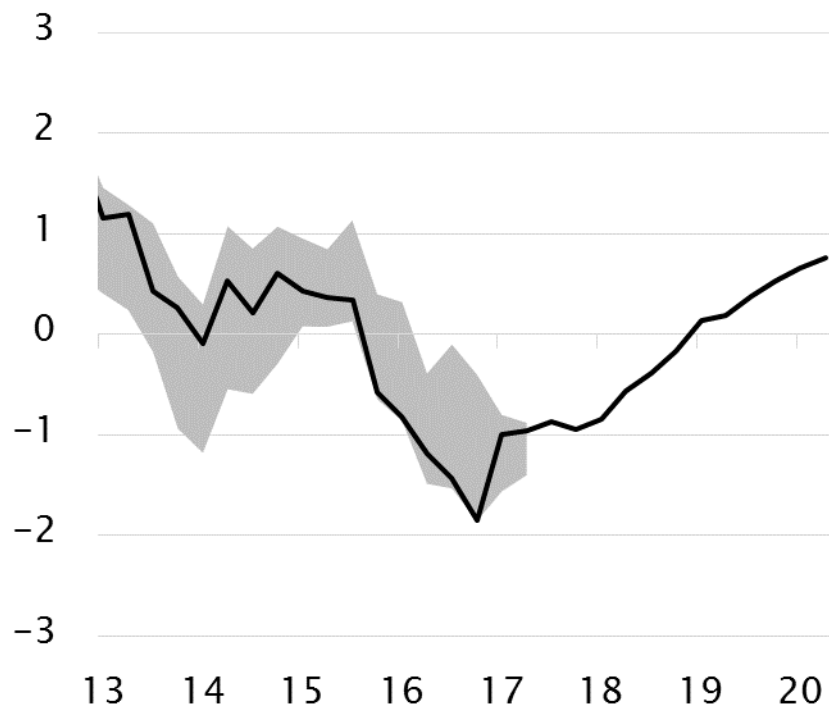
(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%. Fuente: Banco Central de Chile.

El ciclo inflacionario reciente

Por qué esperar inflación baja a pesar del mayor crec.

Fig.9 – La brecha de actividad se prevé se mantenga negativa por un tiempo

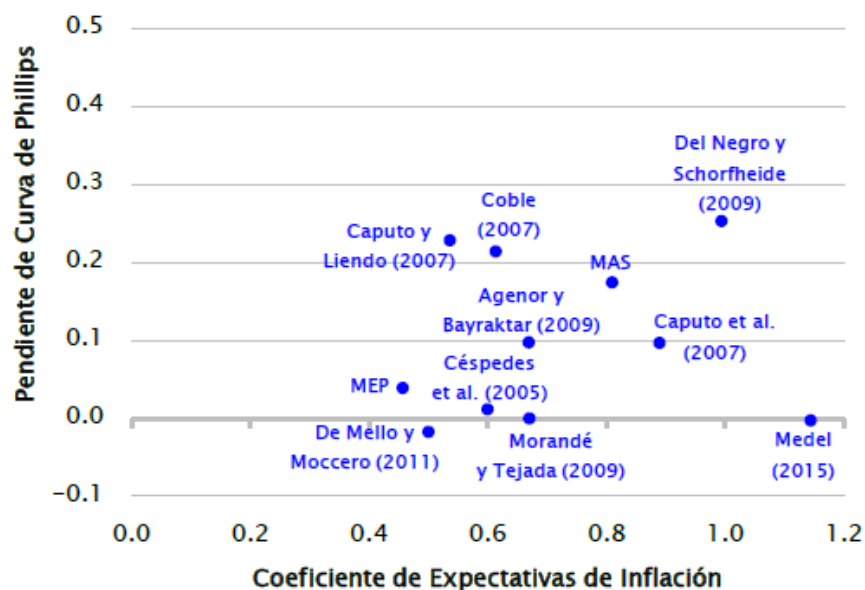
(Brecha de actividad PIB No Minero, %)



Fuente: Banco Central de Chile.

Fig.10 – Además, la pendiente de la curva de Phillips es relativamente baja

(Elast. de corto plazo brecha e infla. esp, %)



Pendiente de la Curva de Phillips es el coeficiente estimado del impacto de la brecha de producto (costo marginal) en la inflación trimestral. Coeficientes de relación entre inflación trimestral y brecha del PIB, salvo en Caputo et al. (2007), Céspedes et al. (2005) y modelo MAS, donde se muestra el coeficiente de costos marginales en la Curva de Phillips. Ver IPoM Junio 2016. Fuente: Banco Central de Chile

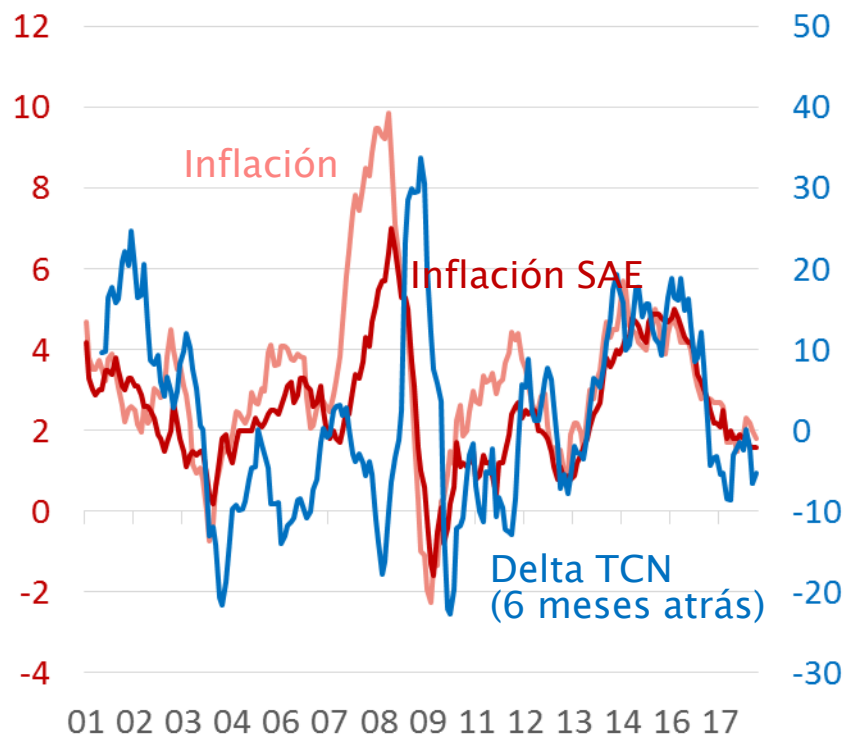


El ciclo inflacionario reciente

Inflación muy asociada a los movimientos del TC

Fig.11 – La inflación ha estado muy ligada a la evolución del TCN

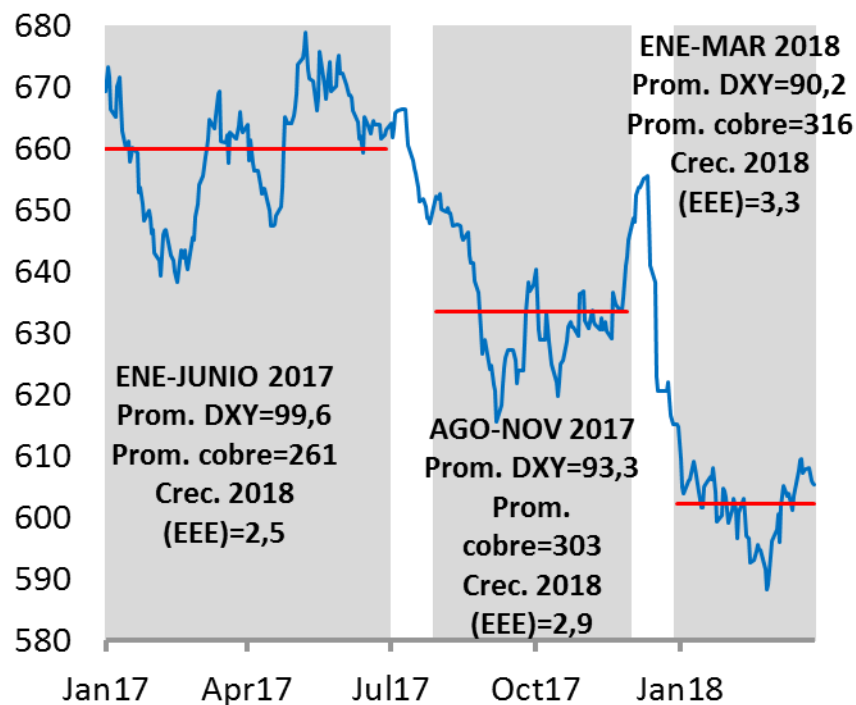
(Inflación total y SAE anual y variación del TCN seis meses atrás, %)



Fuente: Banco Central de Chile.

Fig.12 – El que se ha ido moviendo reflejando los cambios en el entorno

(TCN \$/usd)



Fuente: Banco Central de Chile.

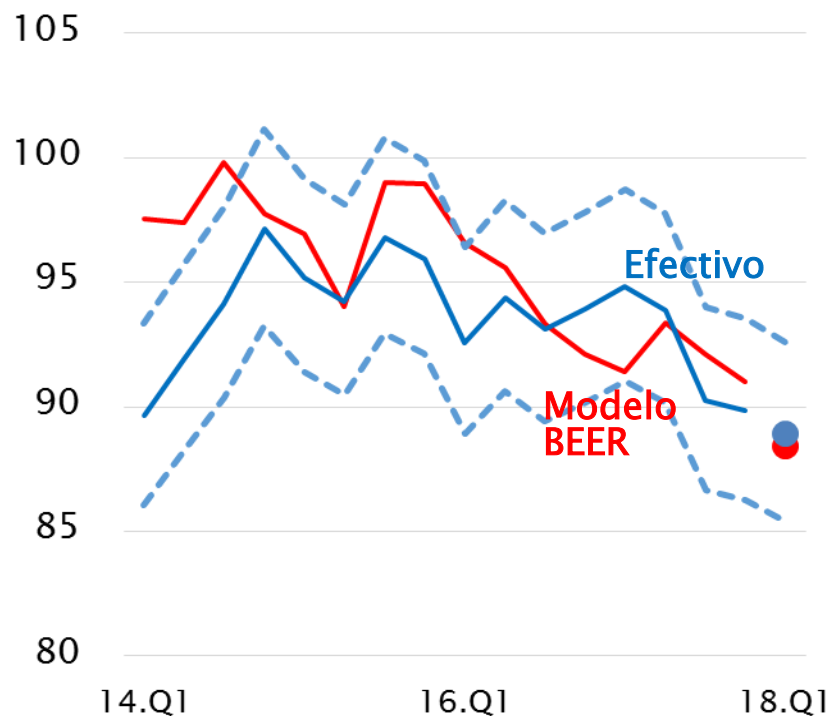


El ciclo inflacionario reciente

¿Qué esperar en esta materia?

Fig.13 – Movimientos del TCR también se ven coherentes con sus fundamentos

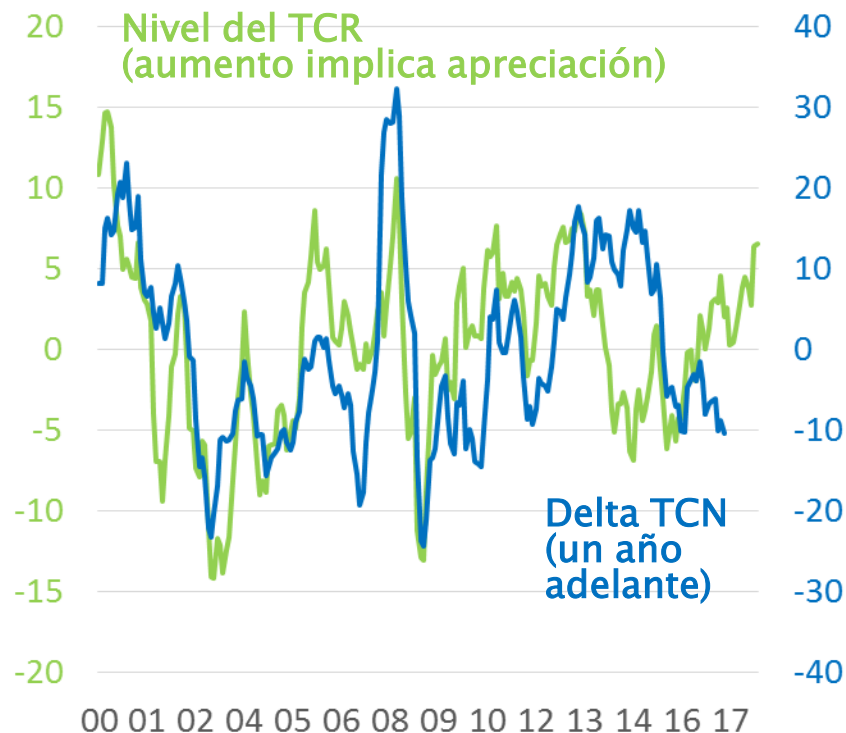
(TCR efectivo y derivado de modelo BEER, 1986 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Fig.14 – El TCR tiende a retornar a su media y el ajuste es vía TCN

(Desviación del TCR respecto de su media y variación del TCN el año siguiente, %)



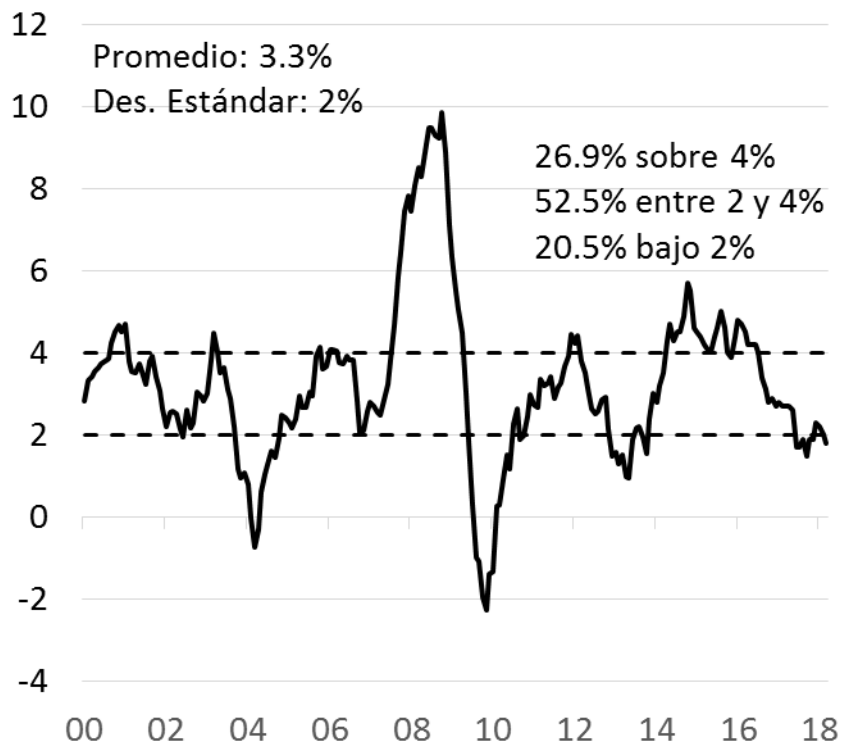
En el caso del TCR (TCN) un aumento implica apreciación (depreciación)
Fuente: Banco Central de Chile.



El ciclo inflacionario reciente

Alta volatilidad de la inflación es un desafío

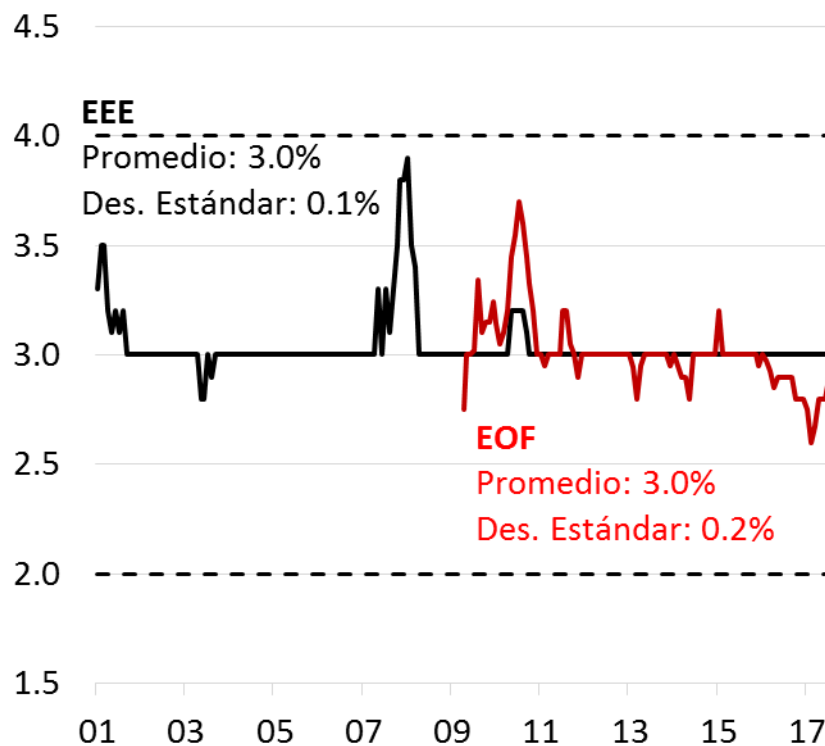
Fig.15 – Volatilidad del TCN (y la algunos precios) hace que la inflación haya estado casi el mismo tiempo dentro que fuera de la banda
(Inflación total anual, %)



Fuente: Banco Central de Chile.

Fig.16 – De ahí la importancia de mantener las expectativas bien ancladas.

(Expectativas de inflación a 24 meses, %)



Fuente: Banco Central de Chile.



El ciclo inflacionario reciente

Elementos que afectan la dinámica 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 oportunamente.
 3. Simetría en los objetivos y no buscar alterar el ciclo económico más allá de lo adecuado.
 4. Cuidado con el llamado fine-tuning.
 5. Claridad en la comunicación (reforma al proceso de RPM)



3

Qué rol ha jugado la política monetaria

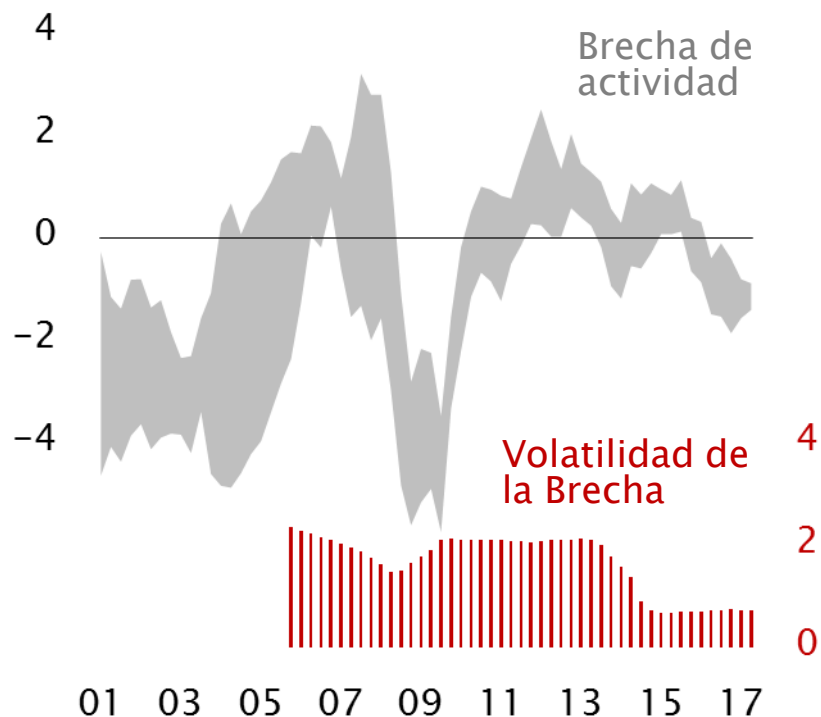
Qué rol ha jugado la política monetaria

La orientación de la PM ha sido la adecuada

- Por buenas razones, la PM se enfoca en inflación 2 años hacia adelante.
- La brecha ha sido menos volátil que en el pasado.
- Con expectativas de inflación en torno a 3% (ver figura 16).

Fig.17 – La volatilidad de la brecha de actividad ha sido relativamente baja

(Brecha de actividad y desviación cuadrática respecto de cero (5 años móvil), %)



Fuente: Banco Central de Chile.

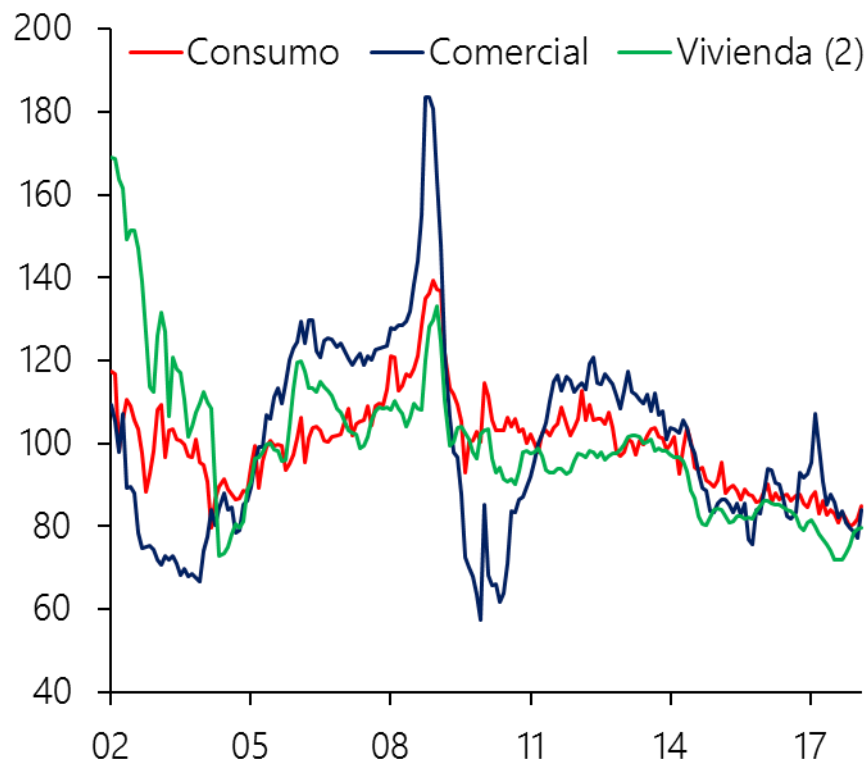


El ciclo inflacionario reciente

Permitiendo condiciones de financiamiento holgadas

Fig.18 – Las tasas de mercado se han mantenido en niveles bajos

(índice 2002-2018=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF. Fuente: Banco Central de Chile

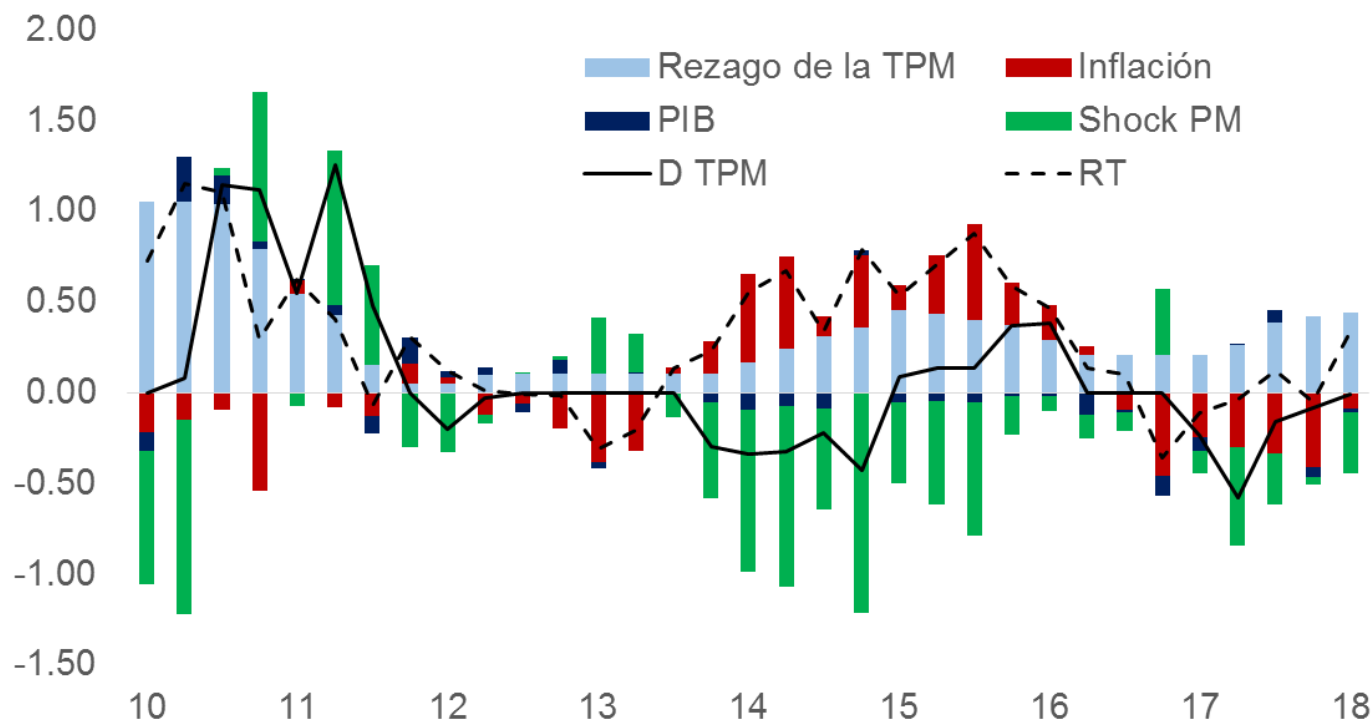
El ciclo inflacionario reciente

La PM ha sido distinta, más expansiva, que lo usual

Fig.19 – La PM monetaria ha sido claramente más expansiva que lo que sugiere una regla de Taylor usual

(Descomposición del cambio en la TPM según RT, %)

$$\Delta i_t = (1 - 0.78) \left(-(i_{t-1} - i_t^*) + 1.76(\bar{\pi}_t - 3) + 0.13(\Delta y_t - \Delta y_t^*) \right) + e_{R,t}$$



Fuente: Banco Central de Chile

4

Riesgos

El ciclo inflacionario reciente

Varios riesgos podrían alterar el escenario base

- Escenario IPoM de marzo considera un impulso externo que está sesgado a la baja (algo hemos visto en lo más recientes)
- En lo local, la actividad podría ser mayor. Los riesgos para la inflación se ven balanceados.
- La presencia de estos riesgos y un escenario positivo sugiere que es un buen momento para recuperar ciertas holguras que permitieron la política contra cíclica recientes (fiscal, monetaria, menor *leverage* de distintos agentes)
- Un riesgo particularmente importante es el ciclo financiero global.



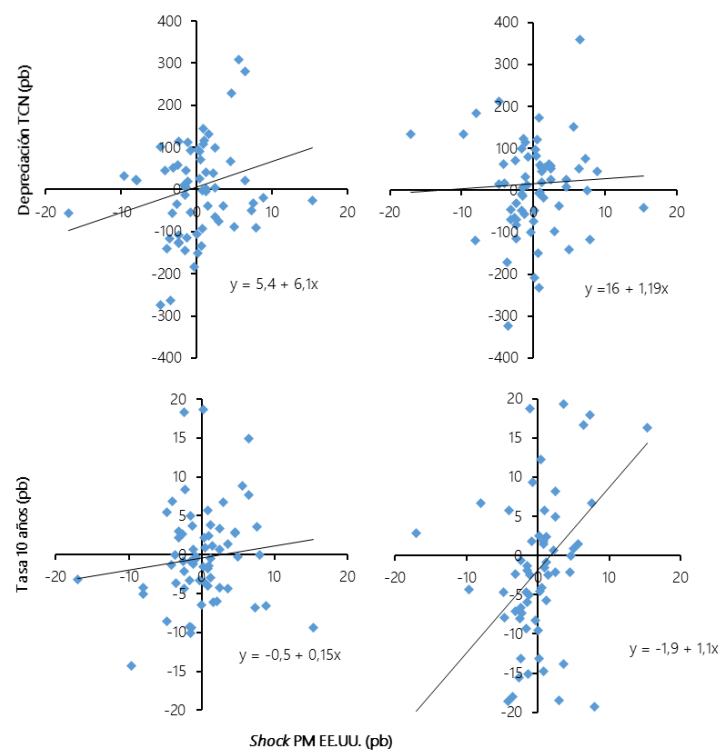
El ciclo inflacionario reciente

Importancia de TC flexible

Figs.20 y 21 – Spillovers de política monetaria de EE.UU. sobre tasas largas son significativos en EA y EE, pero los mecanismos son distintos. Bajo tipo de cambio flexible tasas largas son más estables (1) (2)

	Países desarrollados		Países emergentes	
	2003-2016	Post Nov.08	2003-2016	Post Nov.08
Tasa 10 años	0.335***	0.429***	0.293***	0.557***
Componente tasas esperadas	0.331***	0.234***	0.054	0.136**
Componente prima por plazo	0.005	0.196***	0.239***	0.421***
Depreciación cambiaria	7.5***	10.92***	3.52***	6.66**

(1) La muestra incluye 12 países emergentes y 12 desarrollados. Datos diarios entre enero 2003 y diciembre 2016. Efectos en puntos base (pb), para un shock de política monetaria de EE.UU. de 1 pb. ***, **, *: significativo al 1, 5, y 10% de confianza, Fuente: Albagli et al. (2018).



(2) Un alza del tipo de cambio indica una depreciación de la moneda local frente al dólar. La muestra corresponde al promedio post noviembre 2008. Fuente: Albagli et al. (2018).