



Macroeconomía y Perspectivas Septiembre 2015

Pablo García Silva
Consejero



Introducción

- La inflación ha sido superior a lo previsto y se ubica sobre 4,0%. La fuerte depreciación nominal del peso ha sido la principal causa de este fenómeno y se espera que seguirá afectando la dinámica inflacionaria, retrasando su convergencia a la meta.
- De hecho, en el corto plazo, los riesgos para la inflación están sesgados al alza, por la trayectoria del tipo de cambio. La persistencia de inflaciones altas por un tiempo prolongado podría impactar las expectativas inflacionarias con implicancias para la política monetaria.
- La incertidumbre sobre China y el deterioro del panorama para las economías emergentes, en especial para las exportadoras de materias primas, han aumentado los riesgos del escenario externo.
- La actividad interna volvió a sorprender a la baja y el escenario base considera que durante este año el crecimiento de la economía será menor al estimado en junio.
- En este contexto, la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido en 3%, con lo que la política monetaria ha mantenido una instancia expansiva.

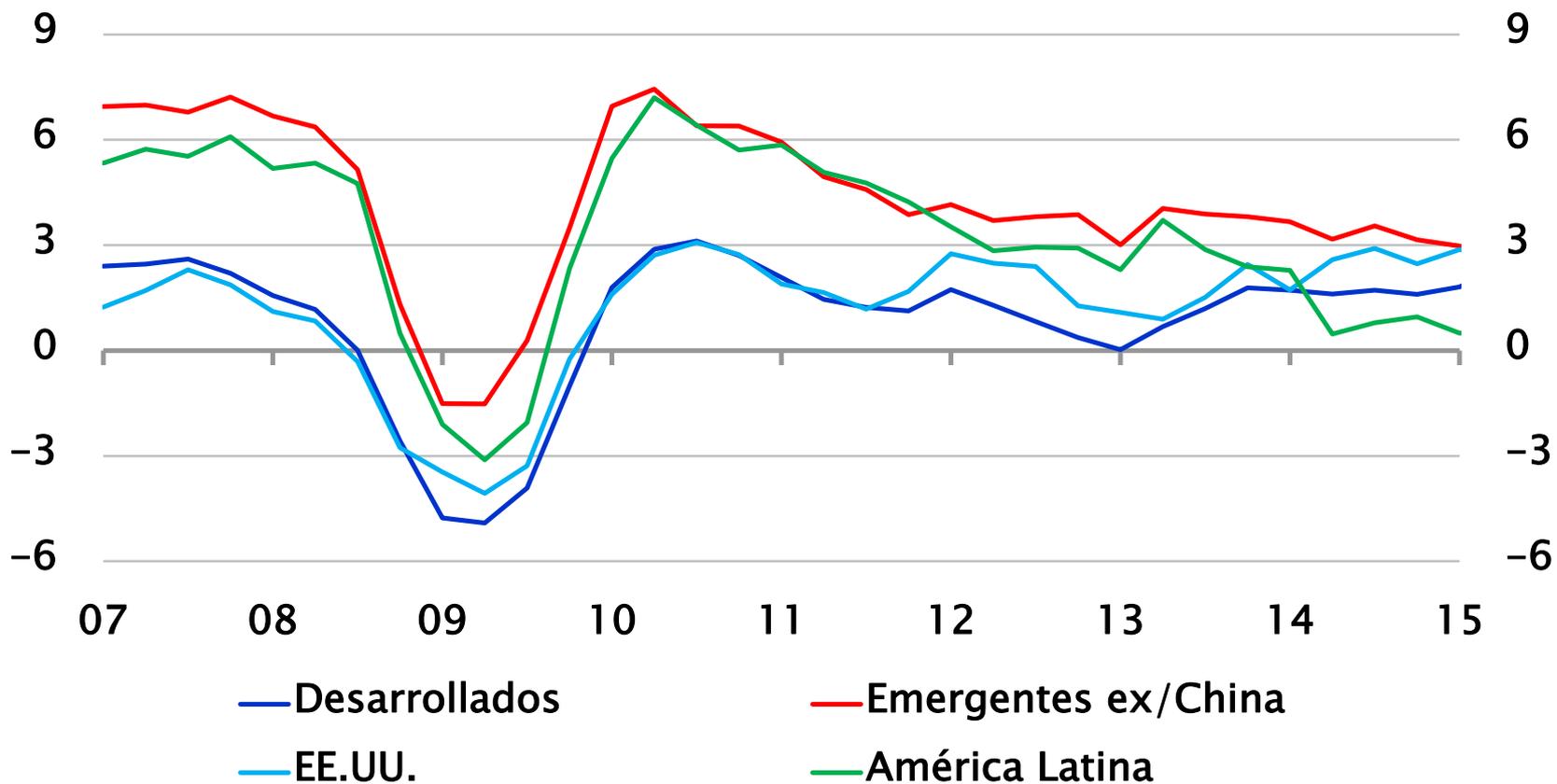


Escenario internacional



El escenario externo para las economías emergentes se ha vuelto más complejo. En parte, por el rebalanceo del crecimiento global a favor de las economías desarrolladas, en especial EE.UU., y el próximo inicio de su normalización monetaria, que han llevado a un importante fortalecimiento del dólar.

Crecimiento del PIB mundial (variación anual, porcentaje)

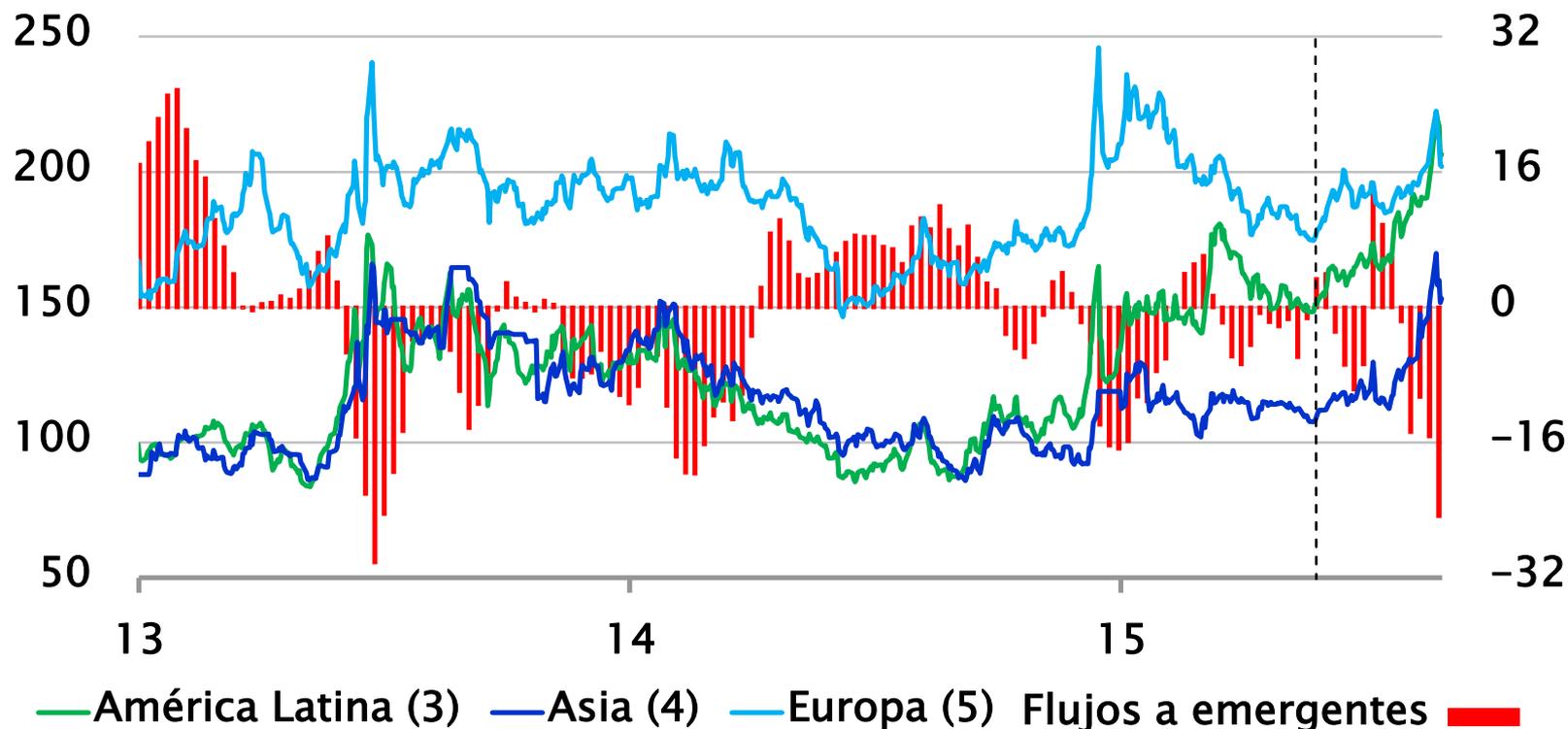


Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI.



Todo ello, acentuó la reasignación de portafolios observadas desde meses previos. Las economías emergentes han sido las más afectadas con una fuerte depreciación de sus monedas, un empeoramiento de las condiciones financieras externas y fuertes salidas de capitales de sus economías.

Países emergentes: Premios por riesgo y flujos de capitales (1) (2) (puntos base; miles de millones de dólares, mes móvil)



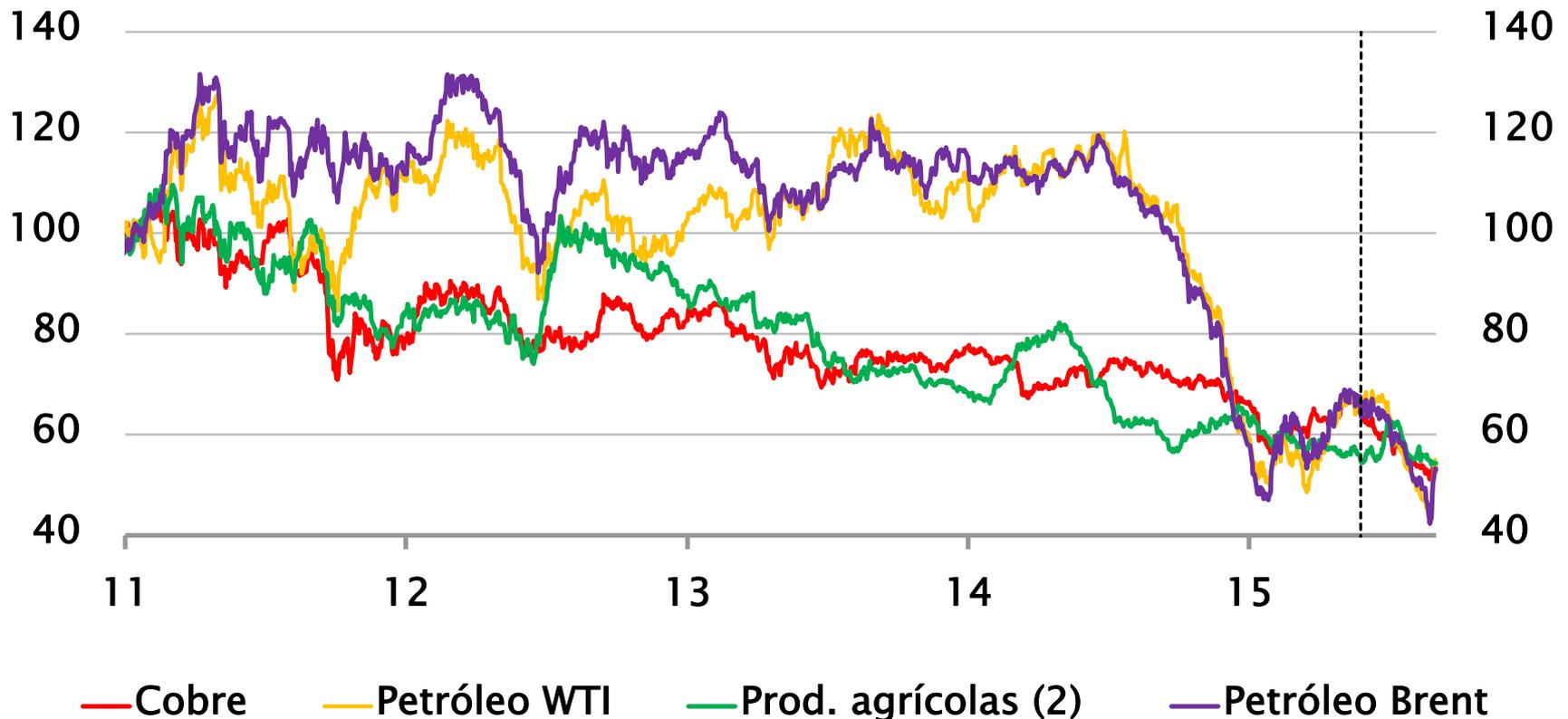
(1) Premios por riesgo medidos por los CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (3) Incluye Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (4) Incluye China, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. (5) Incluye Croacia, Hungría, Bulgaria, Rep. Checa, Rumania, Rusia y Turquía.

Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.



El precio de las materias prima disminuyó significativamente. Ello, en respuesta a las dudas sobre el desempeño de la economía china, la apreciación del dólar, la volatilidad de los mercados financieros y, en algunos mercados, al exceso de oferta.

Precios de materias primas (1)
(índice enero 2011=100)

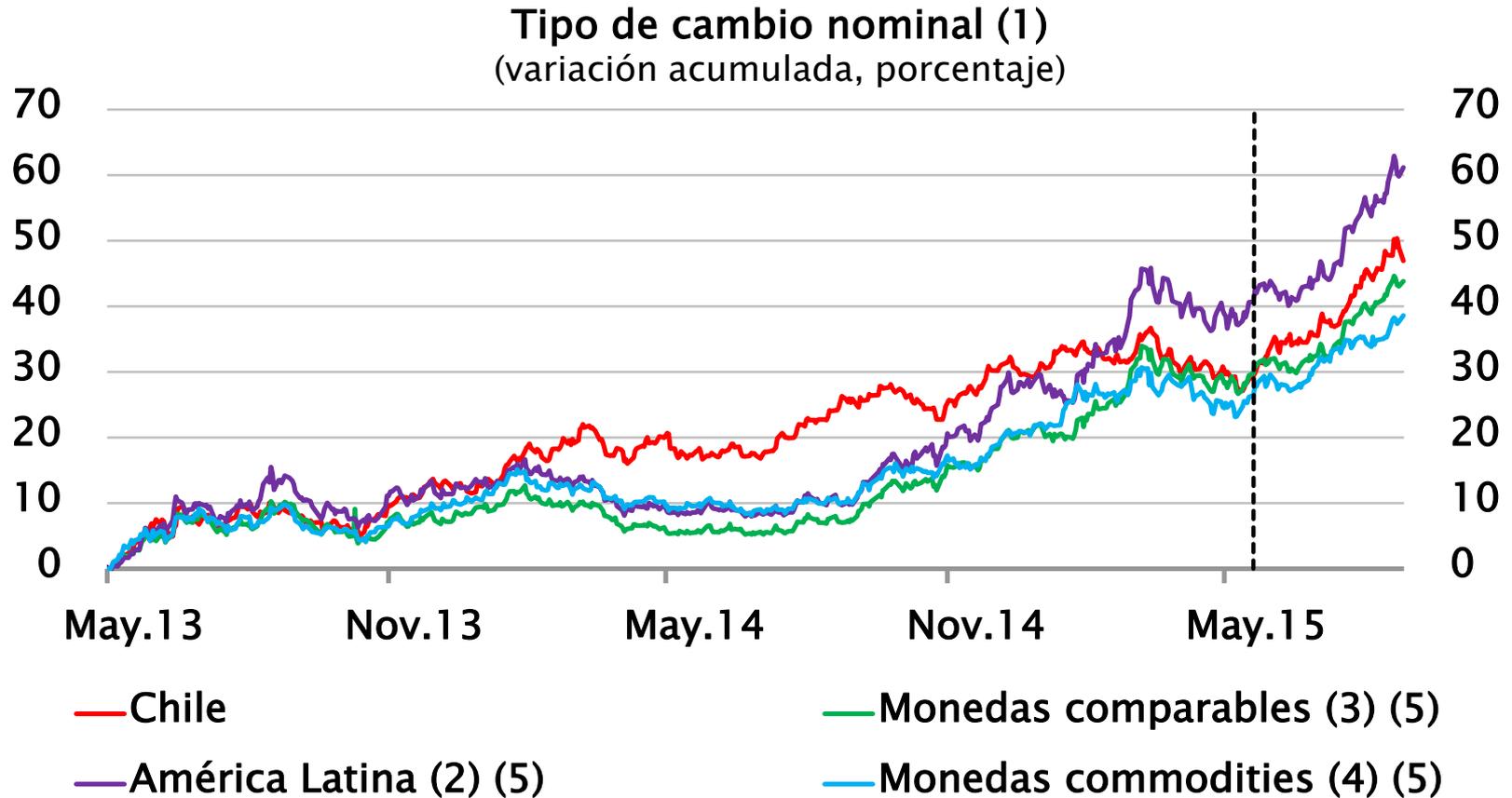


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.



En este contexto, como se indicó, las monedas emergentes se depreciaron significativamente, principalmente como respuesta a los eventos del escenario externo.

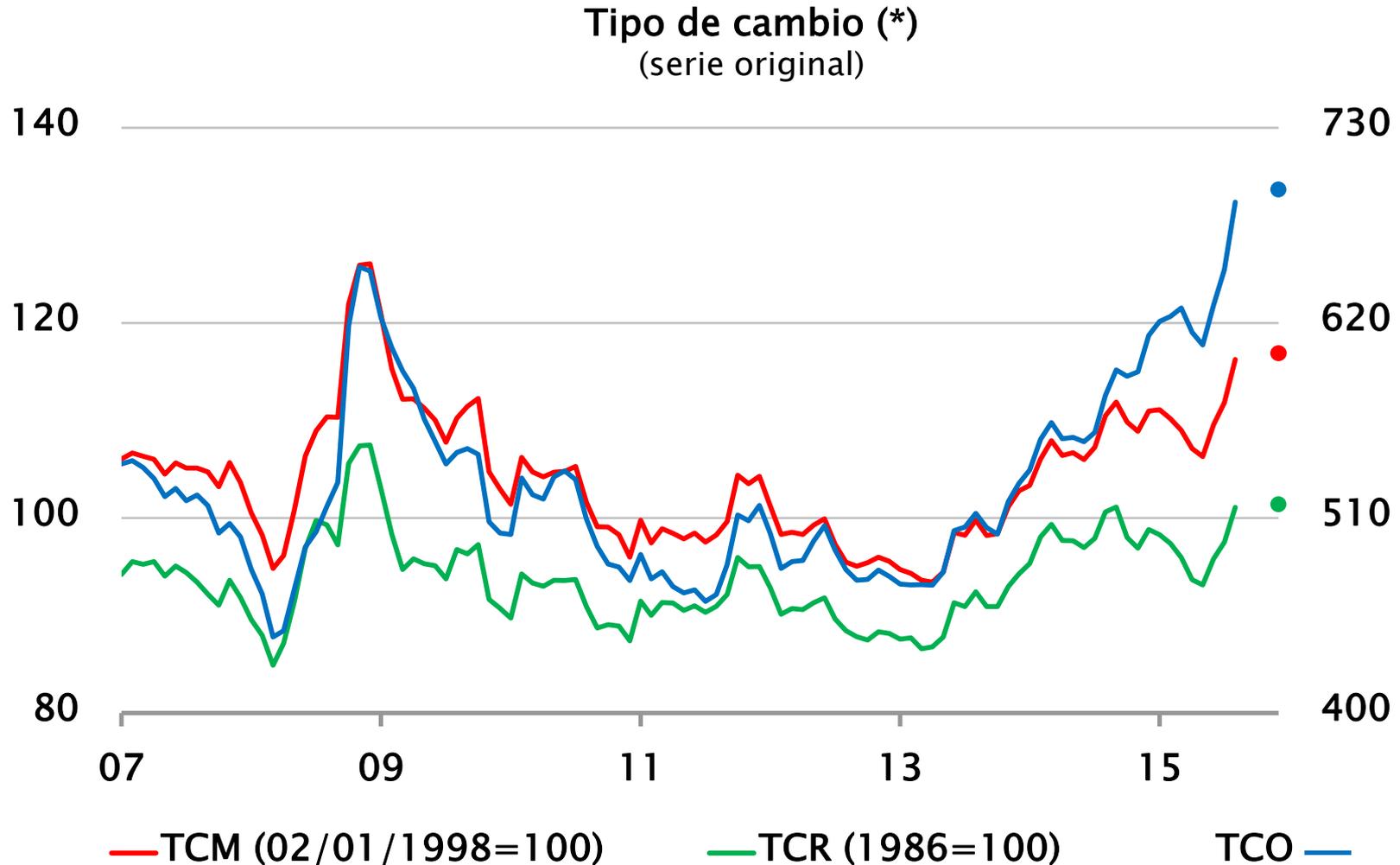


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de junio 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2015.

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



Si bien en Chile el peso se depreció 14% nominal desde junio, lo hizo en una intensidad menor que las monedas de varias otras economías. De hecho, en términos multilaterales la pérdida de valor del peso fue de 10% y en términos reales de 8%.

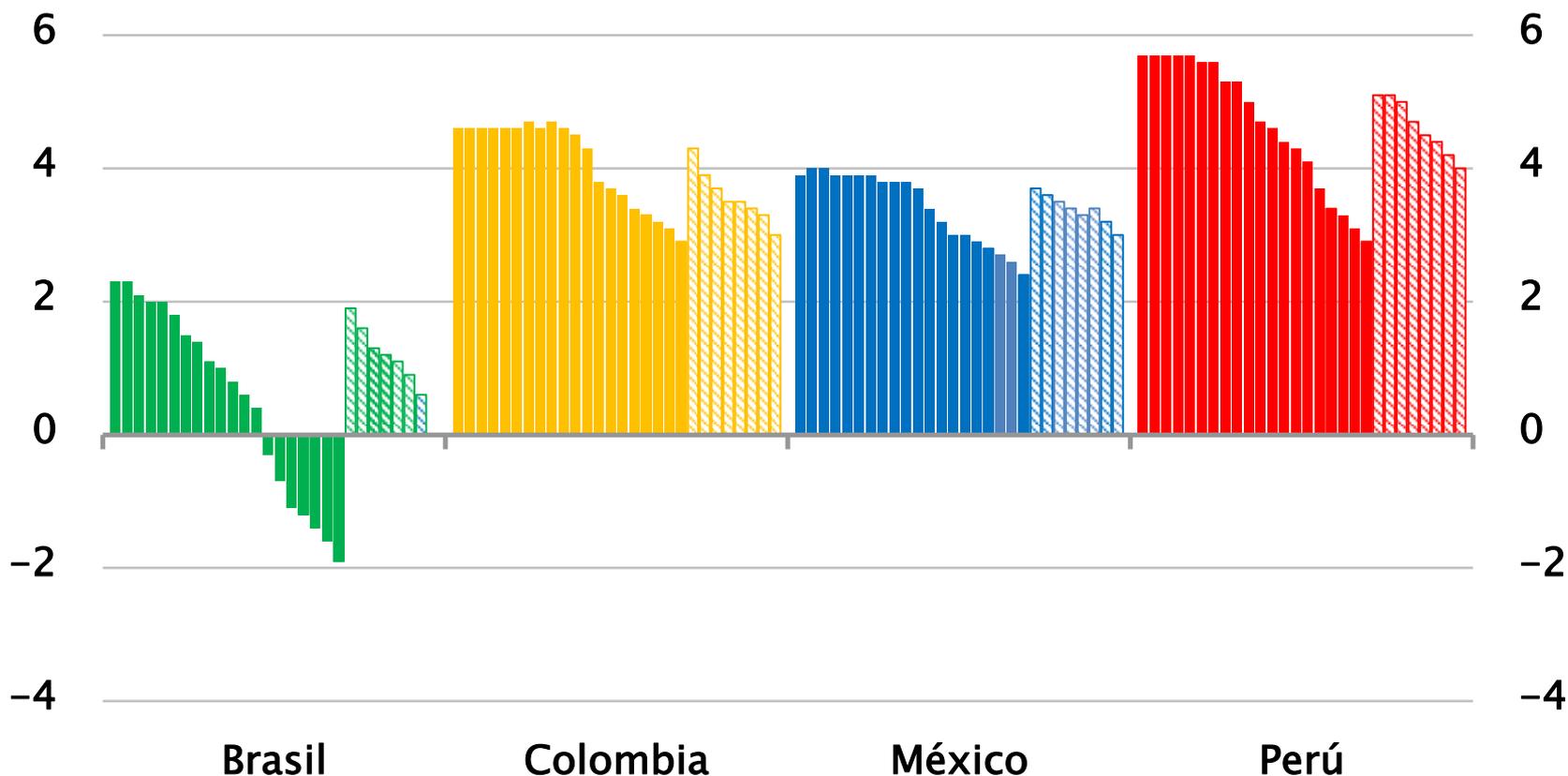


(*) Los puntos representan los valores spot al 1 de septiembre.
Fuente: Banco Central de Chile.



Pero también por la mayor debilidad de las economías emergentes en general. Resalta América Latina, en donde la situación es algo más compleja, por el mayor deterioro de la actividad, las elevadas inflaciones y en varios casos desequilibrios externos y fiscales.

Proyecciones de crecimiento 2015 y 2016 (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2015 desde enero del 2014 a agosto del 2015. Las barras no sólidas corresponden a proyecciones para el 2016 desde enero 2015 a agosto del 2015.

Fuente: Consensus Forecasts.

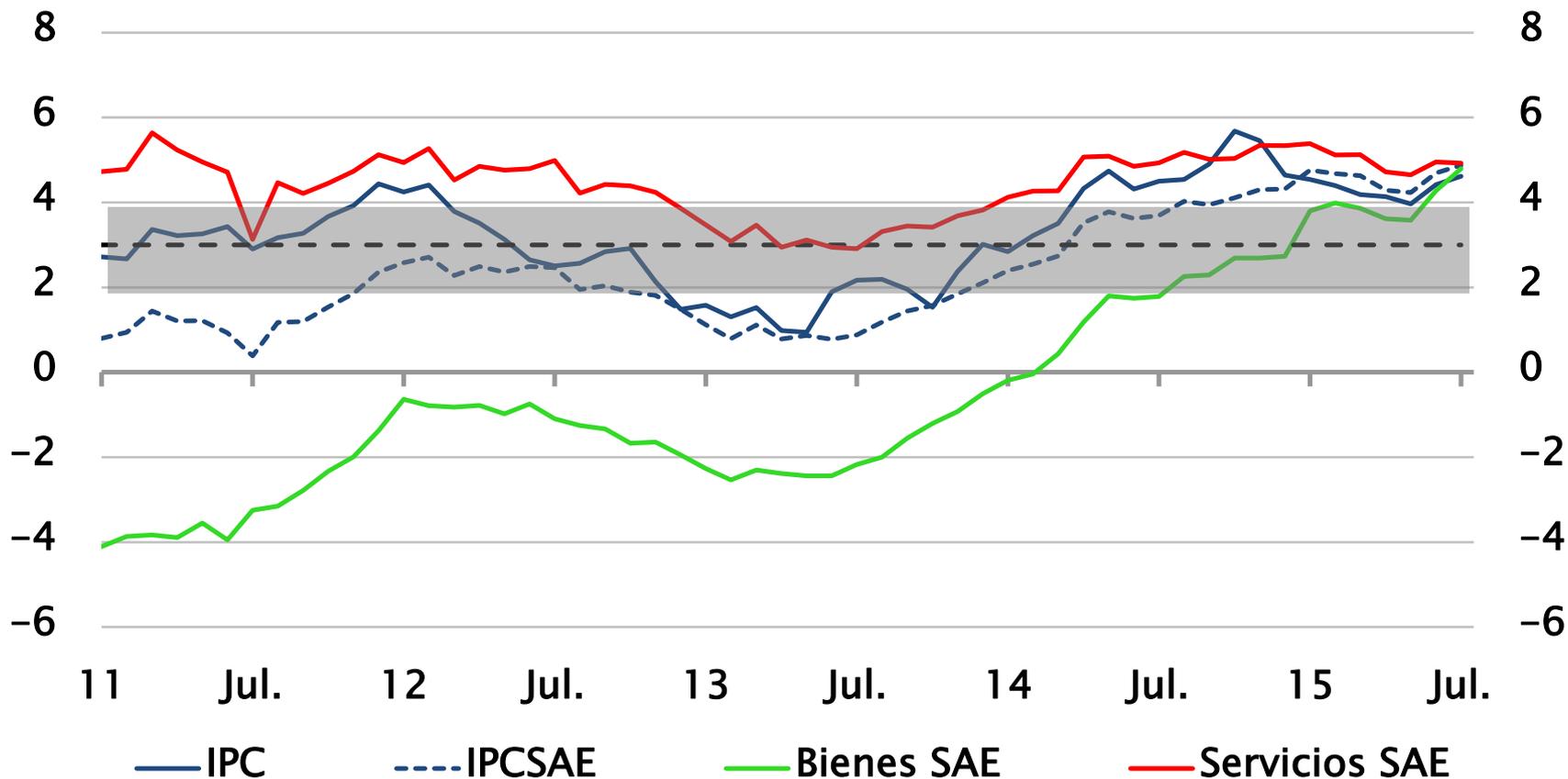


Escenario interno



La variación anual del IPC y del IPCSAE volvieron aumentar ubicándose en 4,6 y 4,9% a julio, respectivamente. La nueva y significativa depreciación del peso en los últimos meses es el factor fundamental detrás de este resultado.

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



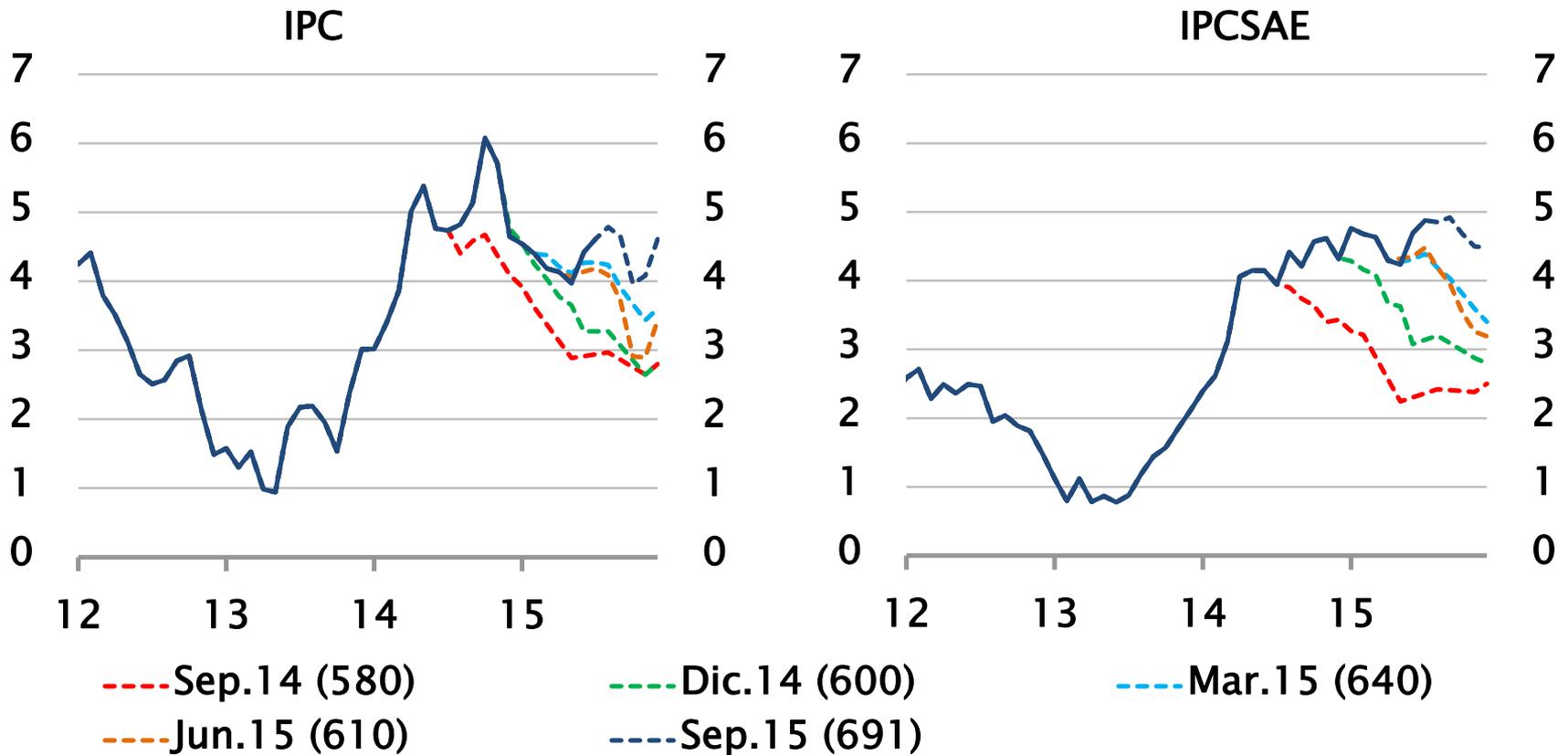
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



La depreciación del peso, como se ha mencionado en otras ocasiones, también ha sido el elemento detrás de las sucesivas correcciones al alza en la inflación prevista en el último año.

Tipo de cambio y ajuste de la proyección de inflación (1) (2) (variación anual, porcentaje)

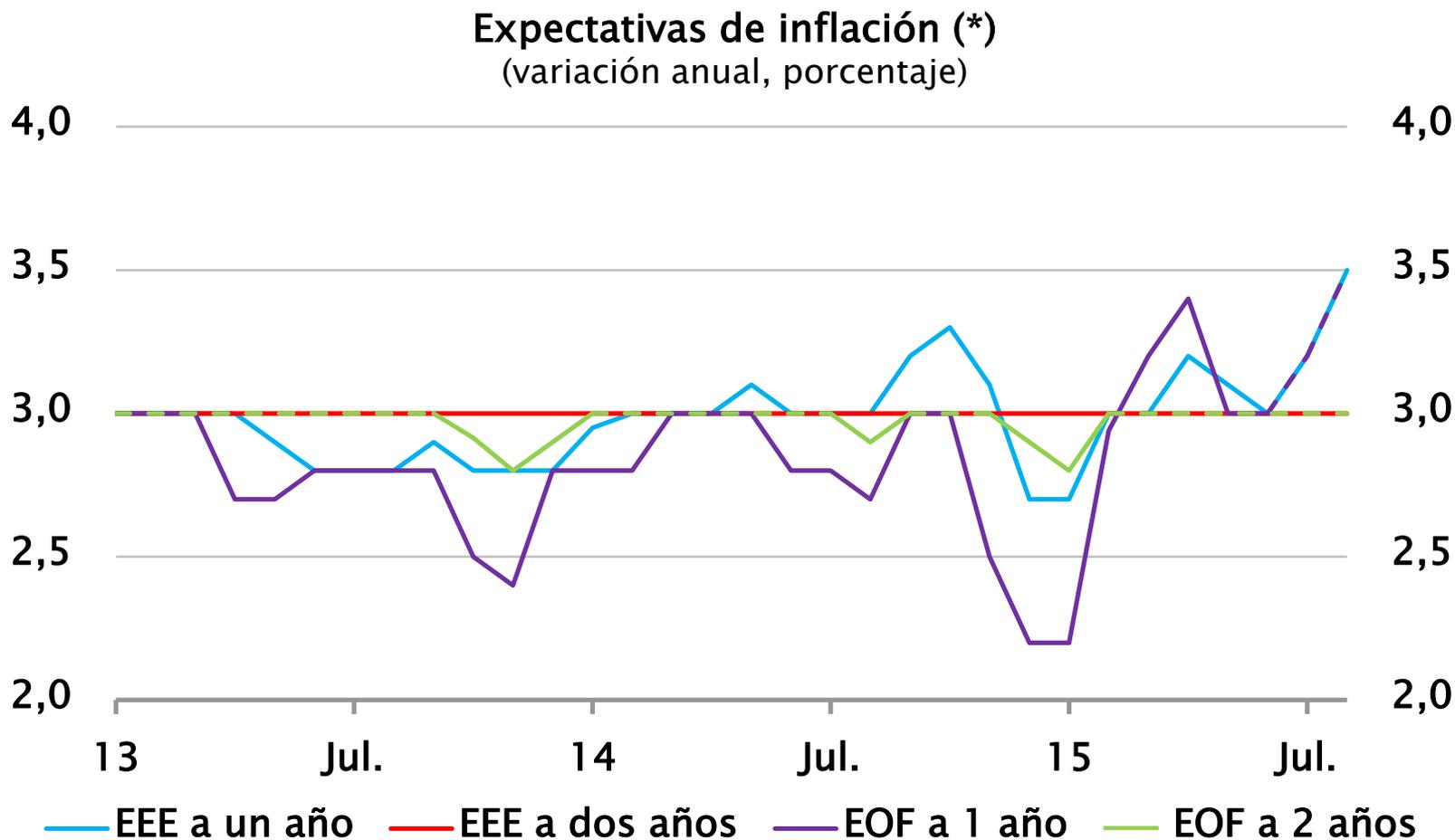


(1) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices de inflación con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Líneas discontinuas corresponden a la proyección de inflación estimada en los IPoM de las fechas indicadas en la leyenda. Números entre paréntesis son el tipo de cambio (pesos/dólar) vigente al momento de la proyección.

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



En este contexto, las expectativas de inflación privadas a plazos más corto también han aumentado, pero a dos años siguen apuntando a una inflación alineada con la meta.



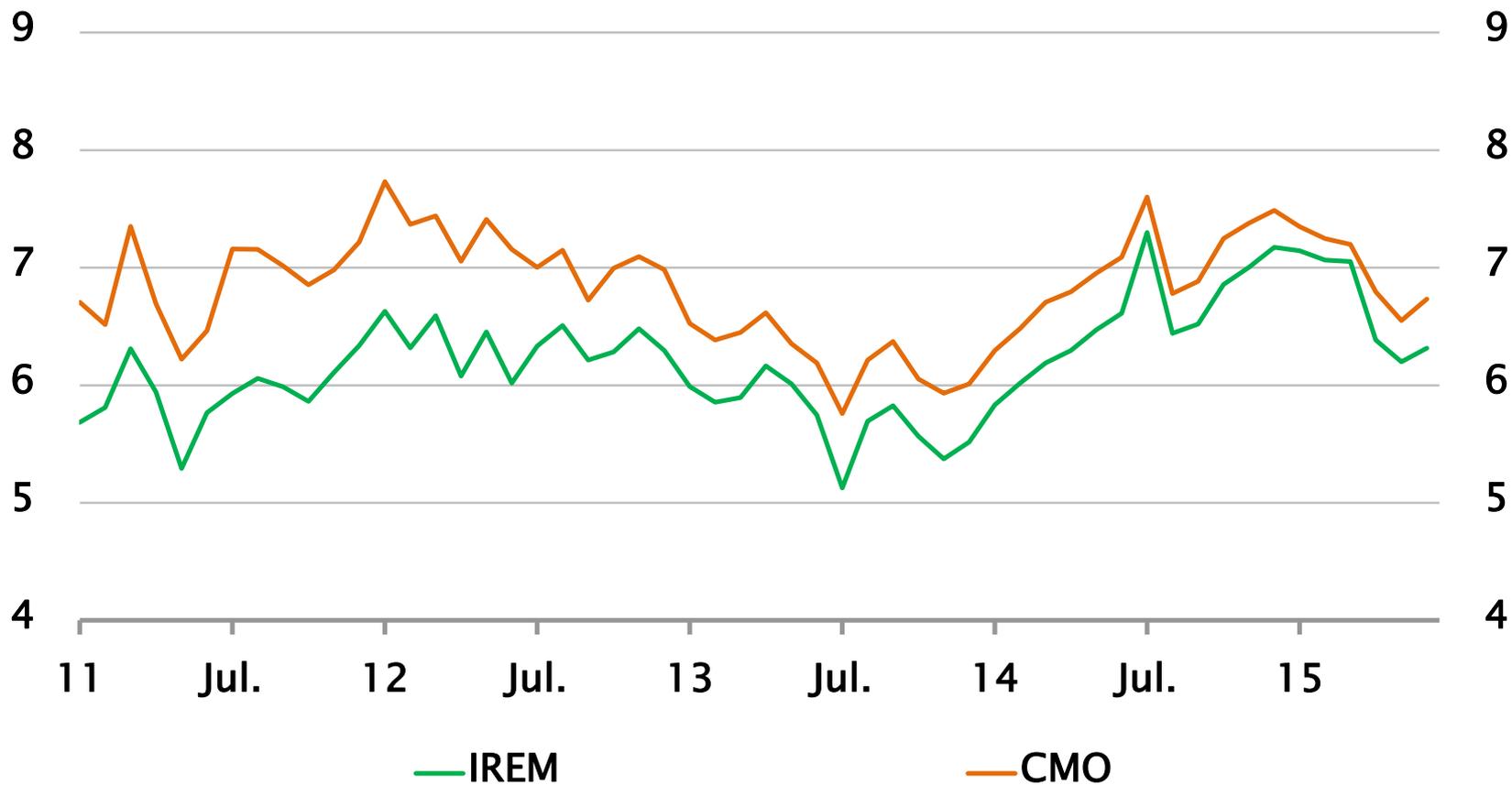
(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, a excepción de agosto del 2015 que se considera la segunda.

Fuente: Banco Central de Chile.



En cuanto a los salarios, destaca el descenso de su crecimiento anual en términos nominales hasta valores entre 6,3 y 6,7%, dependiendo de su medida, luego de ubicarse por varios meses en algo por sobre 7,0%.

Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



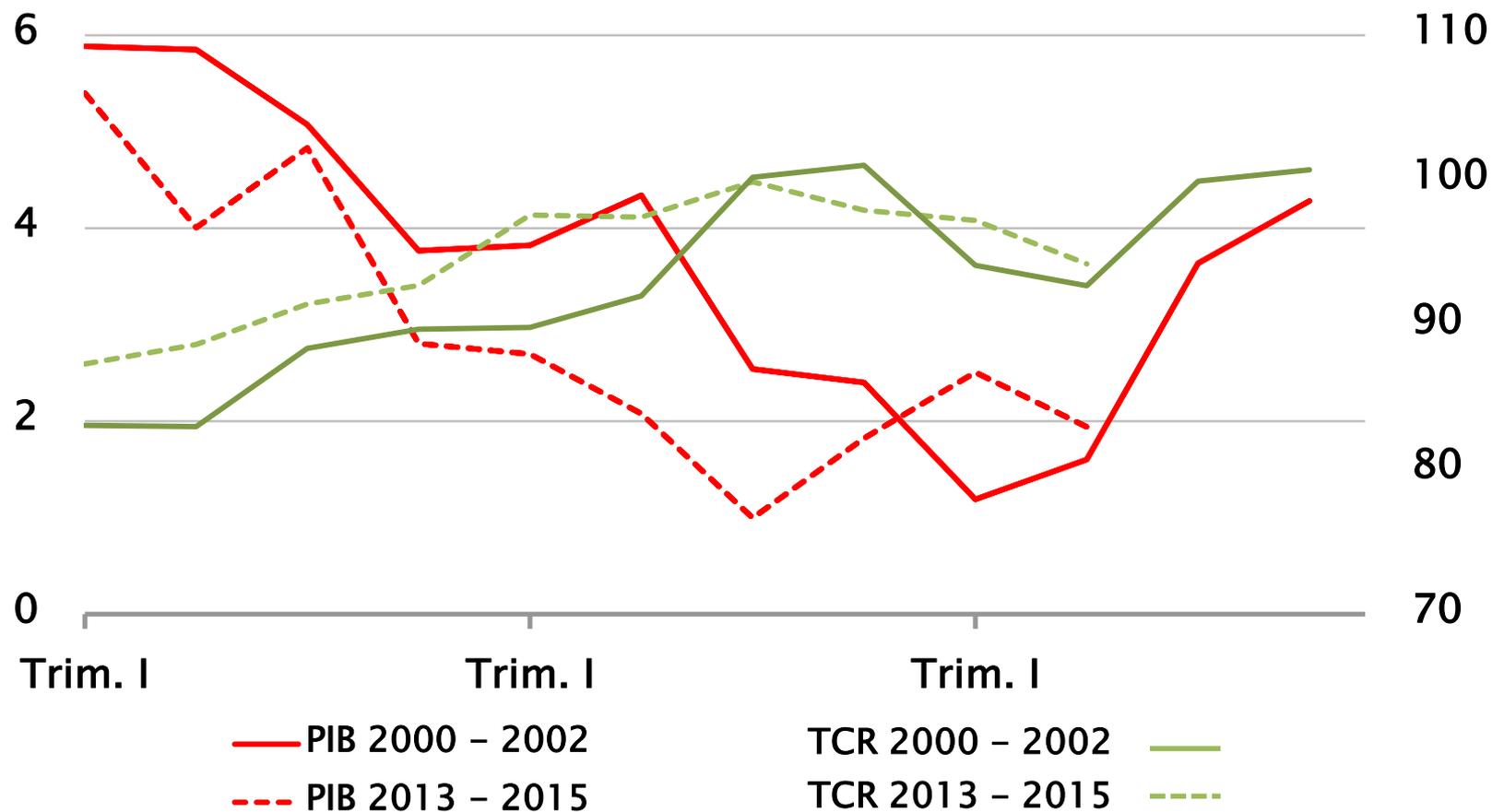
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



Perspectivas comparadas: 2000–2002 y 2013–2015



Desaceleración económica y depreciación real similares (variación anual, porcentaje; índice 1986=100)

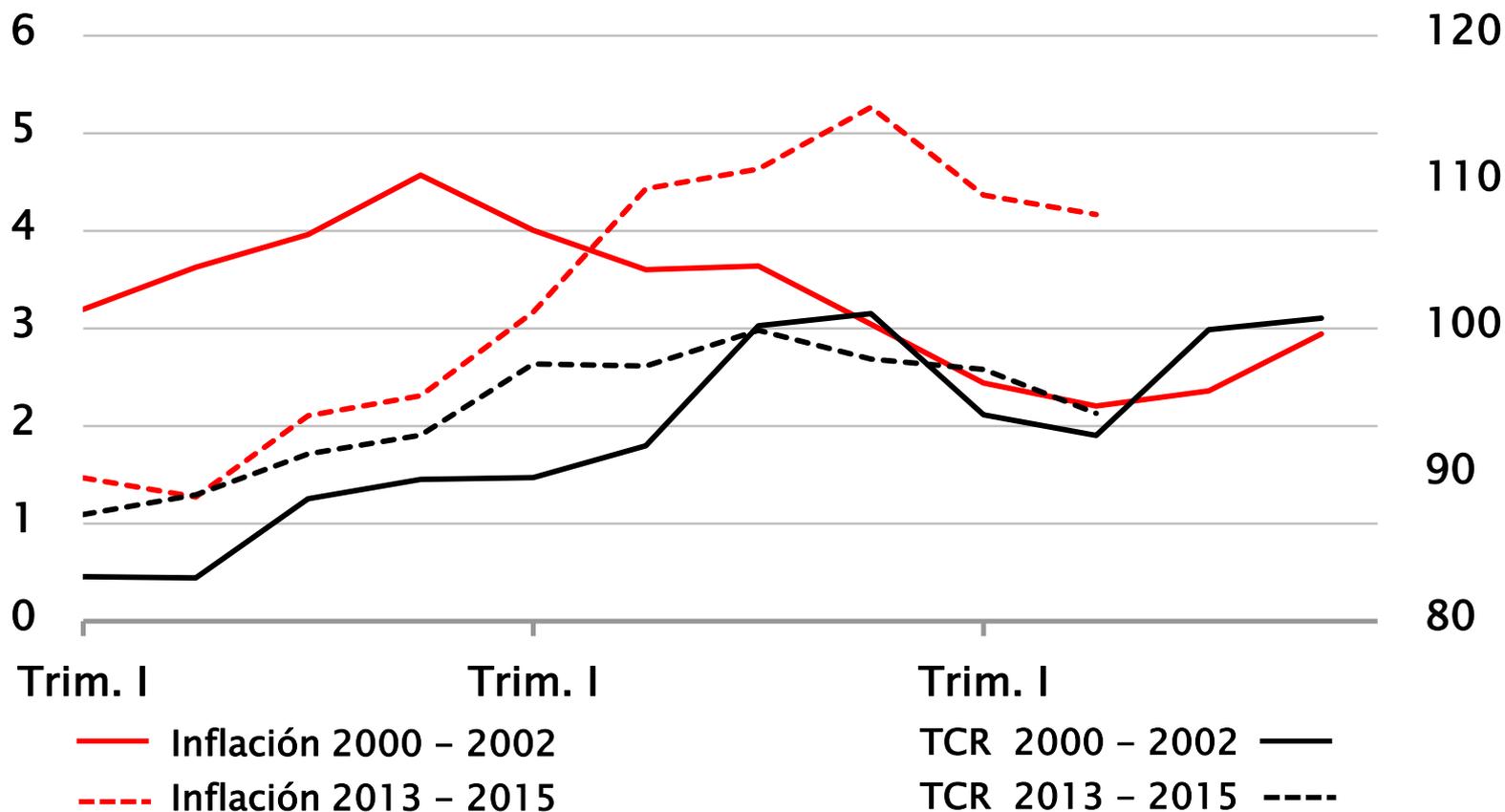


Fuente: Banco Central de Chile.



Más inflación en el episodio actual que en 2000–2002

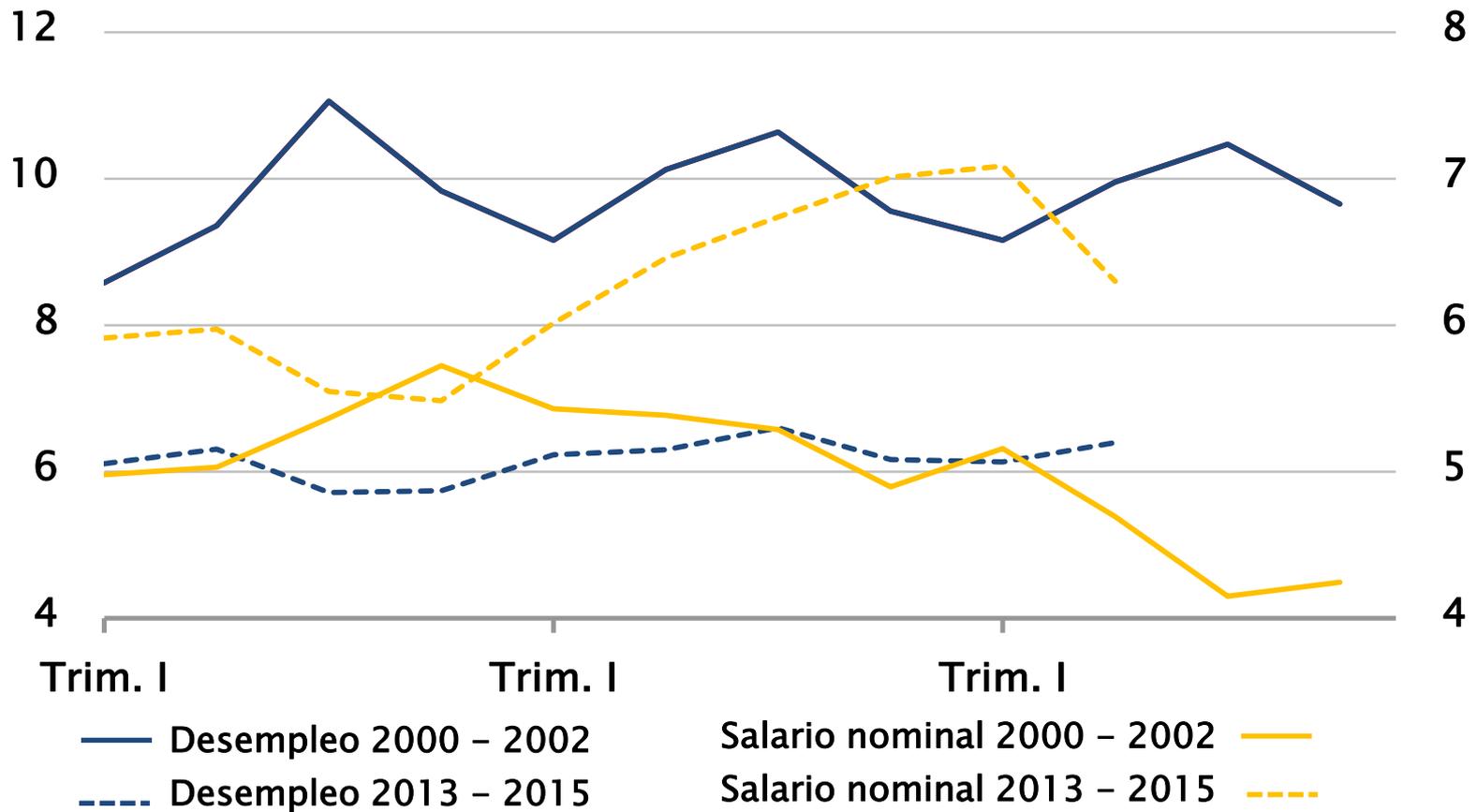
(variación anual, porcentaje; índice 1986=100)



Fuentes: INE y Banco Central de Chile.



Reacciones disímiles del desempleo y salarios nominales (porcentaje; variación anual, porcentaje)

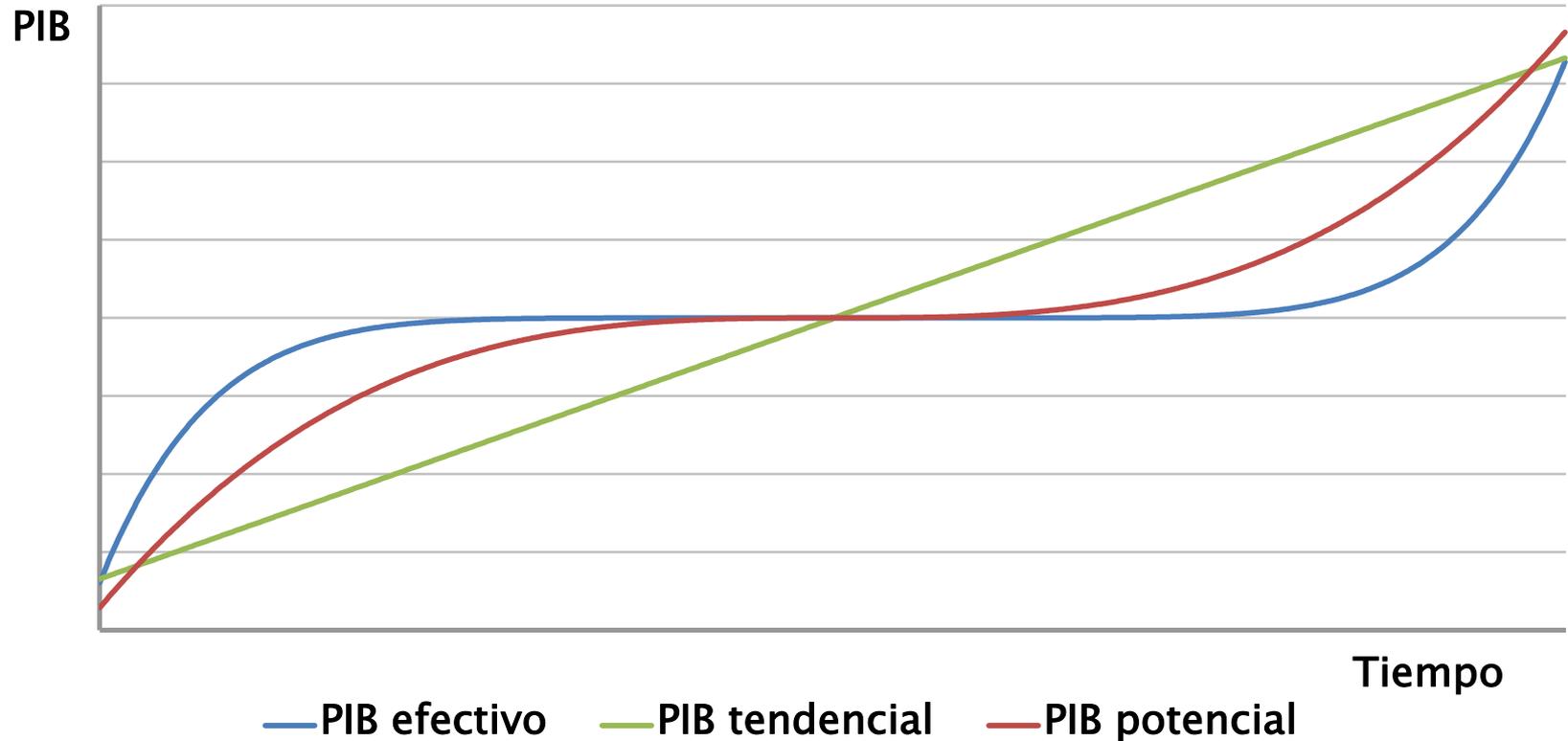


Fuentes: INE y Banco Central de Chile.



En esta ocasión, revisamos la estimación de PIB de mediano plazo de la economía, también denominado PIB *tendencial*, que estima se ubica en torno a 3,5%. Además, queremos hacer explícita la diferencia entre este concepto y el PIB *potencial*.

PIB tendencial y PIB potencial (*)



(*) PIB potencial corresponde al nivel de actividad coherente con una inflación estable y por tanto es el relevante para el cálculo de la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias

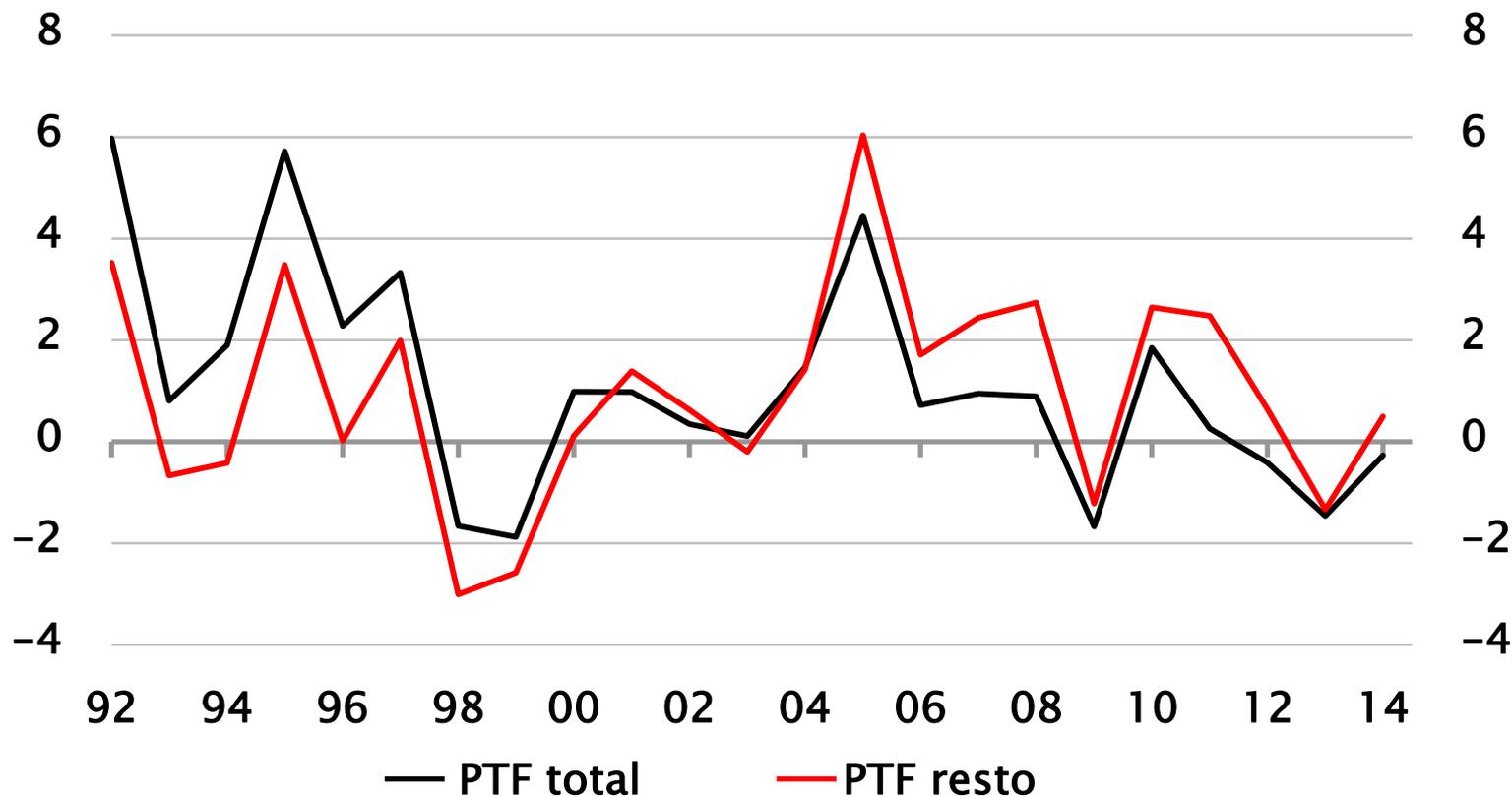
Fuente: Banco Central de Chile.



PIB tendencial de mediano plazo



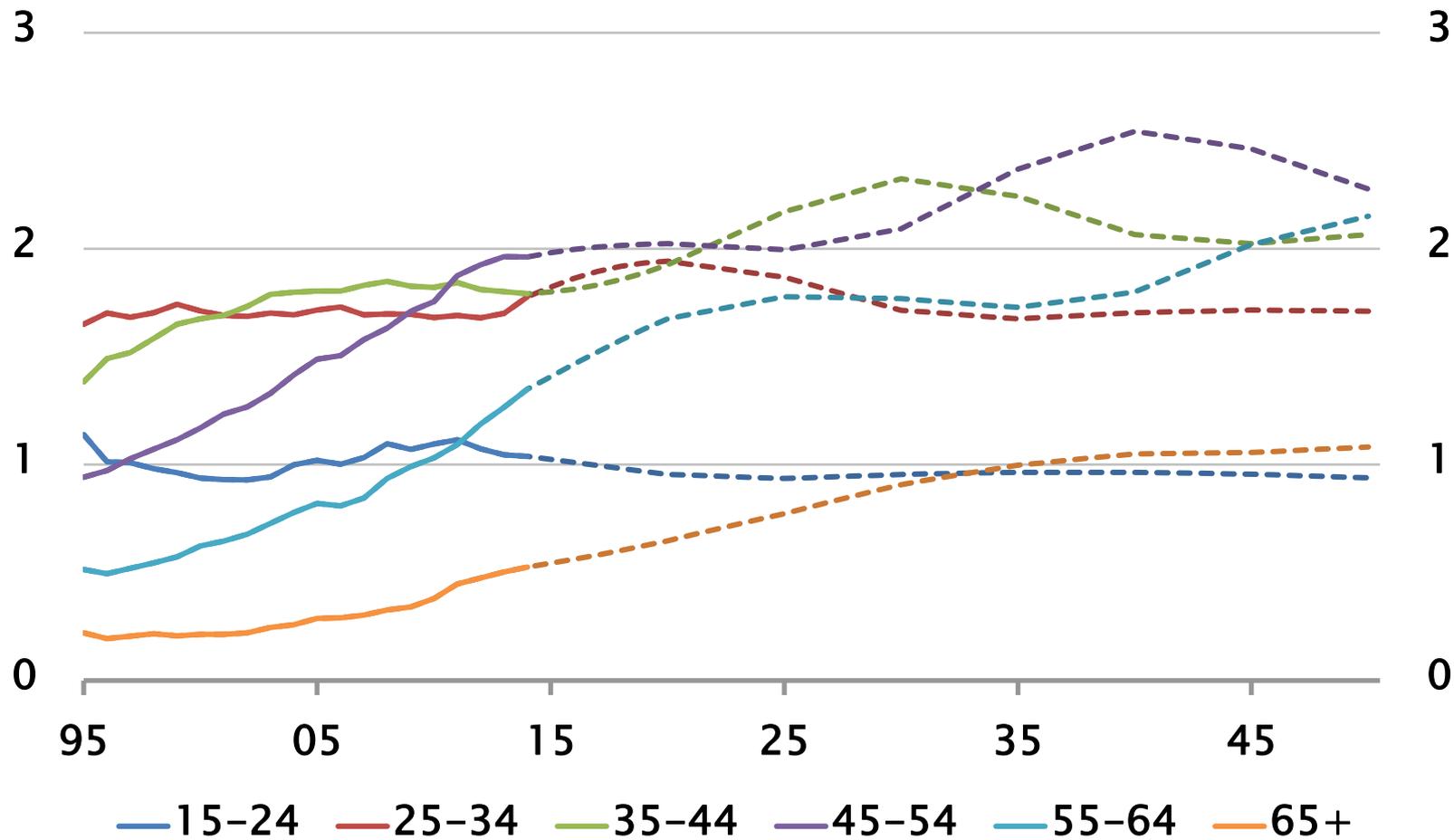
Crecimiento de la productividad total de factores (PTF): Es clave diferenciar entre la minería y el resto de los sectores. (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a CASEN e INE.

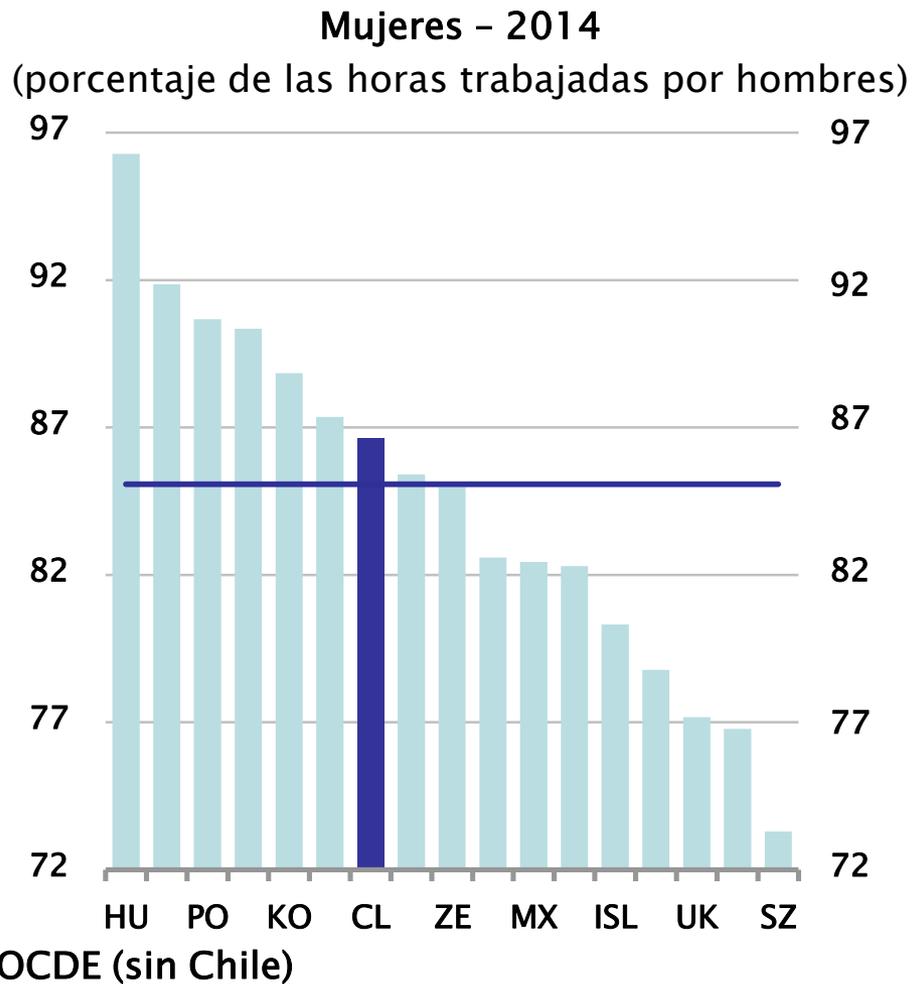
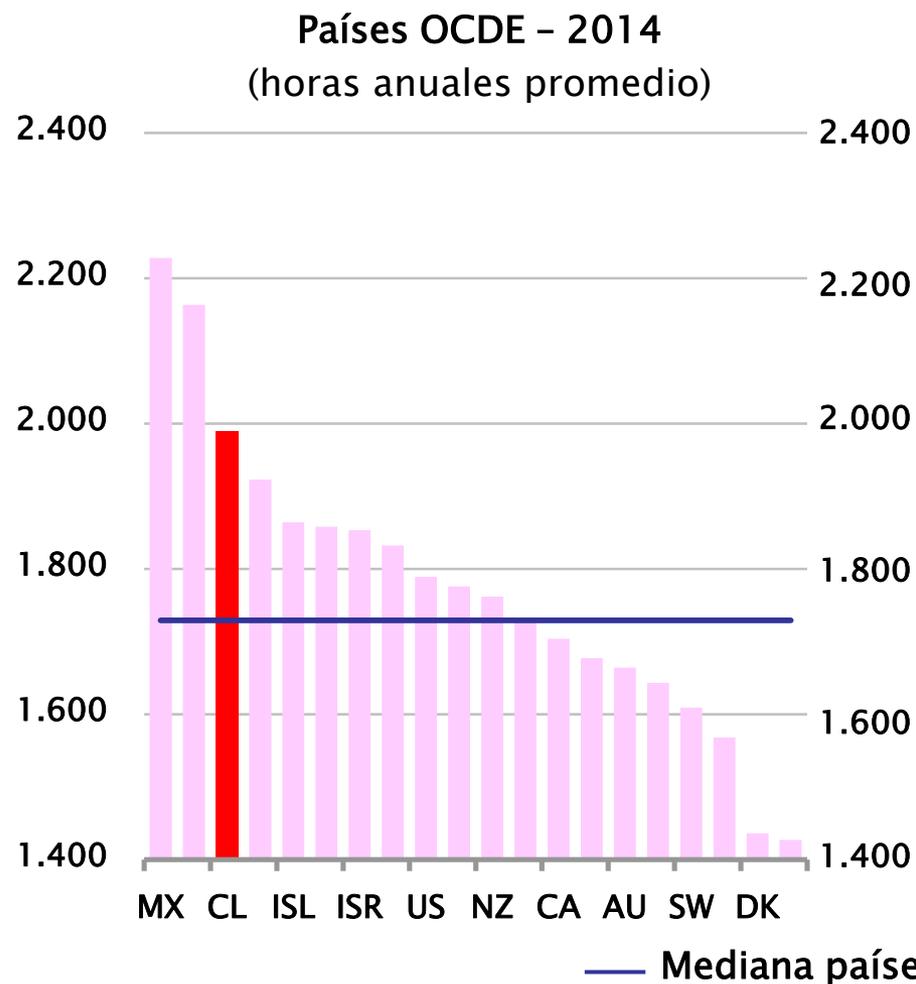


Fuerza de trabajo por edad (escenario base, millones de personas)





Horas promedio trabajadas

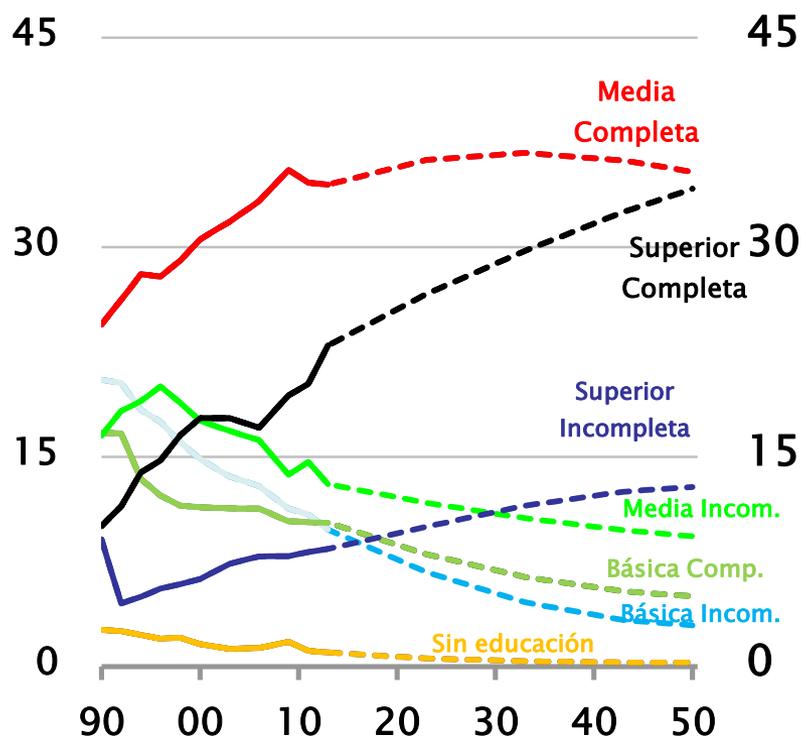


Fuente: Banco Central de Chile en base a OCDE.

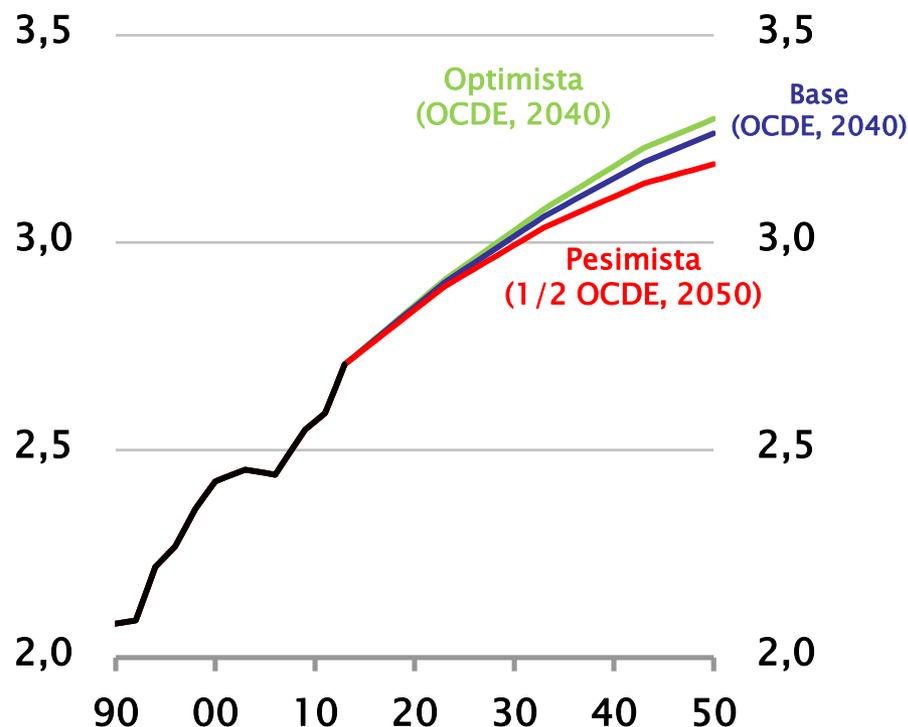


Ocupados por nivel de educación e índice de calidad

Ocupados según nivel educacional (porcentaje de ocupados mayores de 15 años)



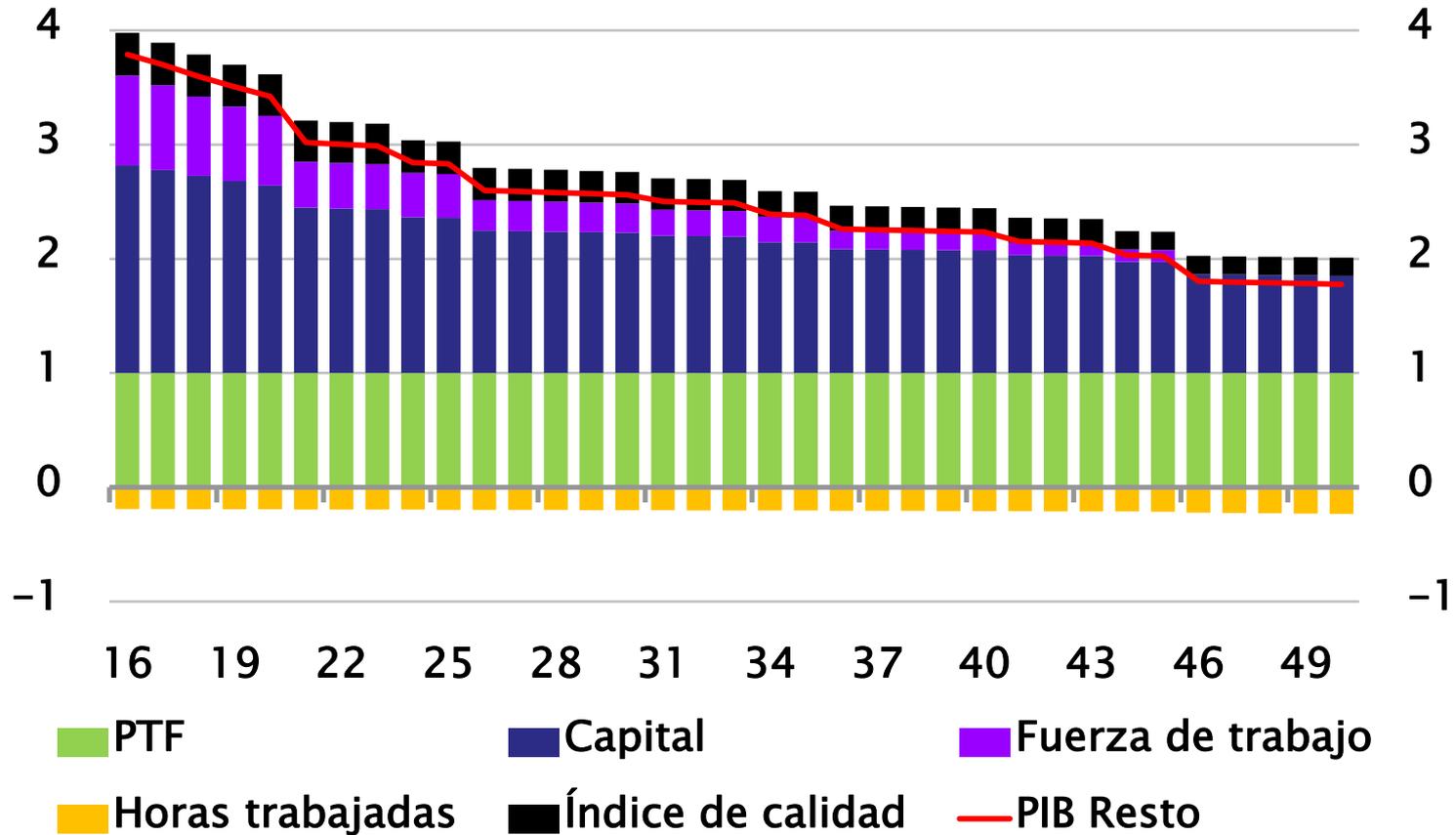
Índice de calidad (premio salarial)



Fuente: Banco Central de Chile en base a CASEN, INE y OCDE.



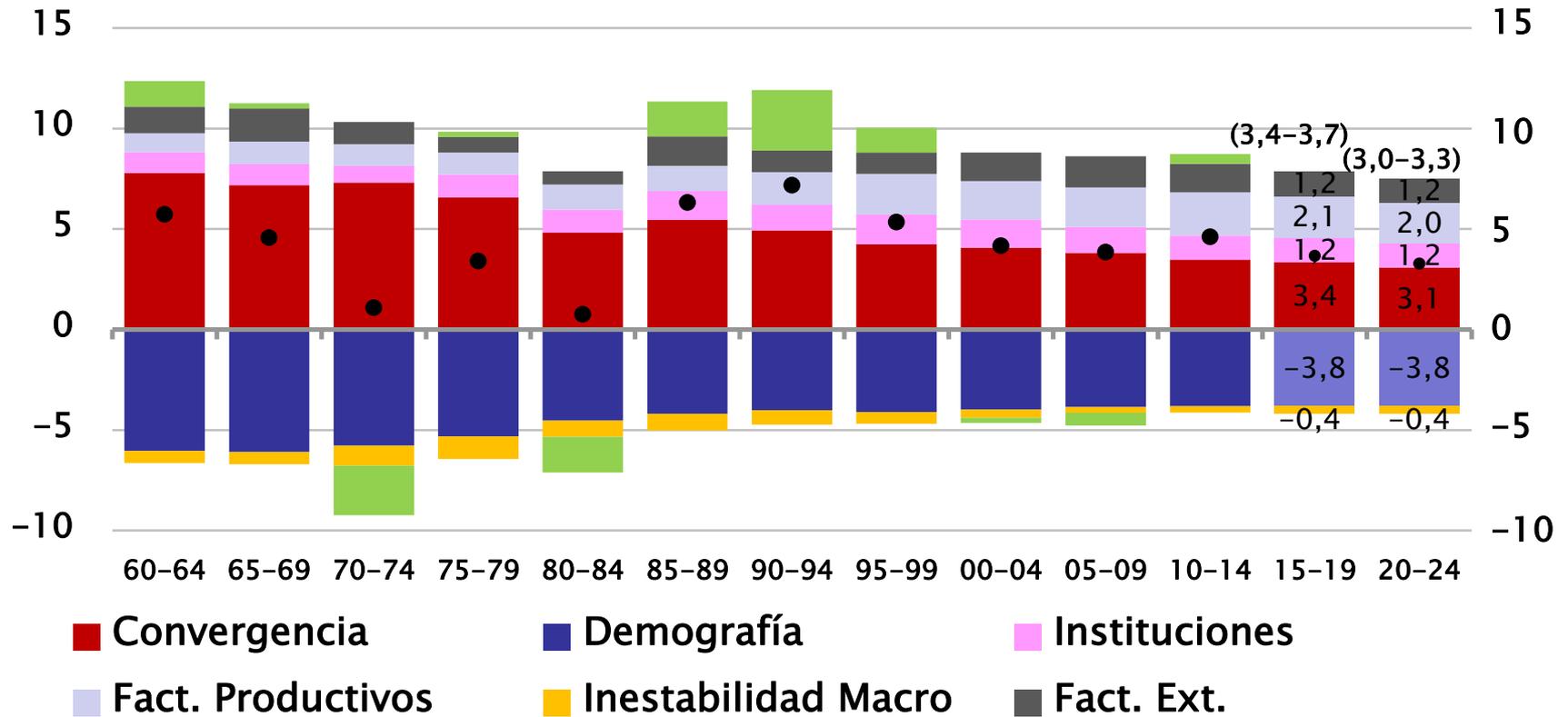
Crecimiento del PIB tendencial resto de largo plazo (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a CASEN, INE y OCDE.



Resultados de convergencia condicional para el crecimiento del PIB total llevana resultados similares: crecimiento tendencial en torno a 3,5%. (variación anual promedio, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base Barro-Lee (2013), Comtrade, Consensus Forecasts, Freedom House, ICRG, IFS, Lane y Milesi-Ferretti (2007), OCDEStat, PWT 8.0, UNStats, WDI y WEO.



Crecimiento del PIB real per cápita antes y después del umbral de US\$20 mil per cápita es otra evidencia para convergencia. (mediana por grupo, porcentaje)

	Muestra completa (41 países)	Exportadores de materias primas
Respecto al umbral		
Crecimiento hasta 2014	2,0	1,6
Crec. 10 años previos	5,1	5,7
Crec. 10 años posteriores	2,9	1,7
Diferencia (10a post-10a previos)	-2,1	-3,6
Respecto al umbral menos crec. mundo		
Crec. 10 años previos	2,6	4,0
Crec. 10 años posteriores	0,8	0,1
Diferencia (10a post-10a previos)	-1,9	-2,6



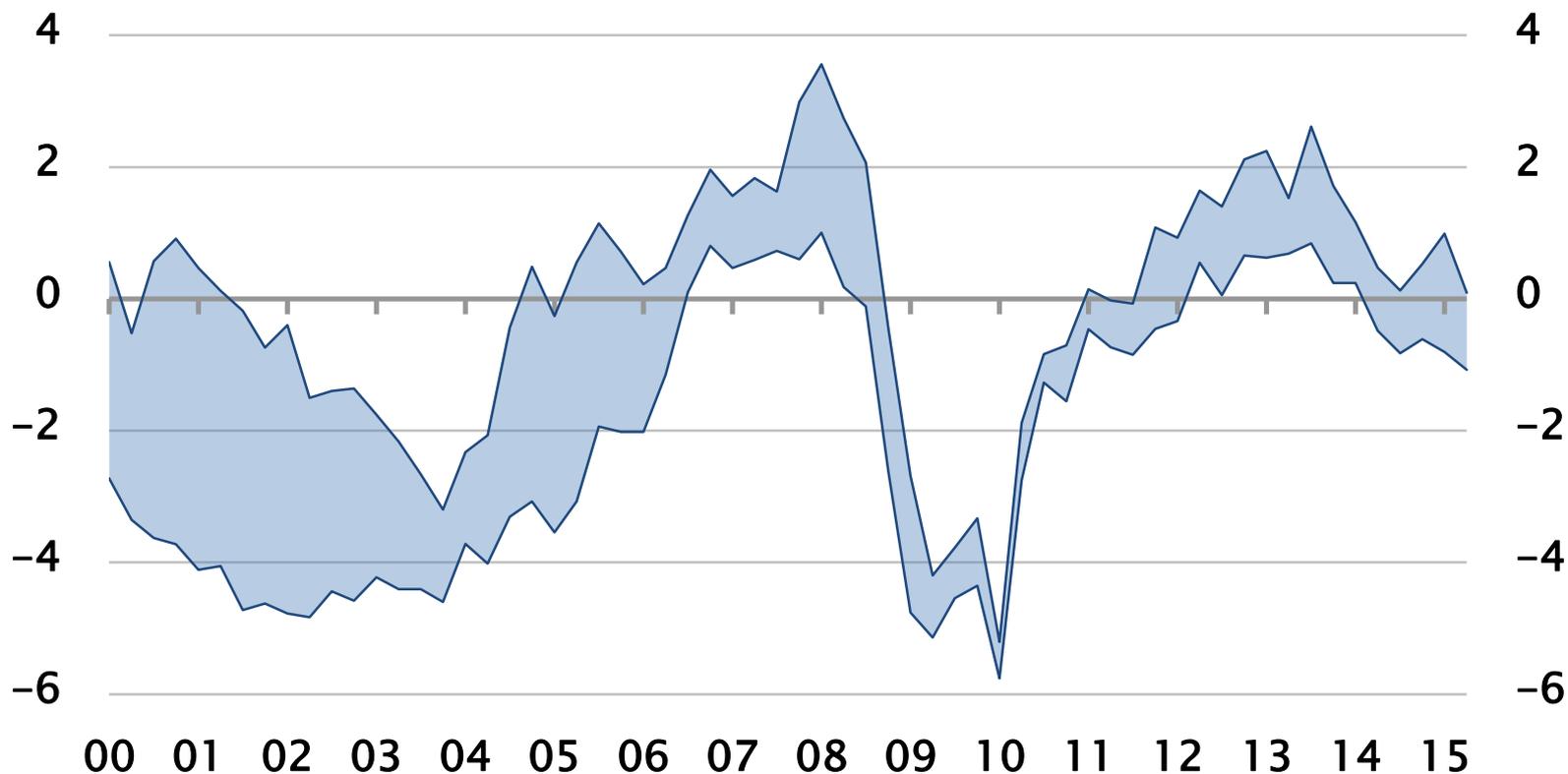
PIB potencial de corto plazo



En lo más reciente la brecha de actividad se ha ampliado, aunque menos que lo observado en otros ciclos de bajo crecimiento. Esto es coherente con otras medidas de holguras de capacidad. En el escenario base, se prevé que la brecha de actividad continuará ampliándose al menos hasta la primera parte del 2016.

Brecha de actividad inferida por distintos métodos (*)

(PIB efectivo menos PIB potencial para los sectores resto, porcentaje)



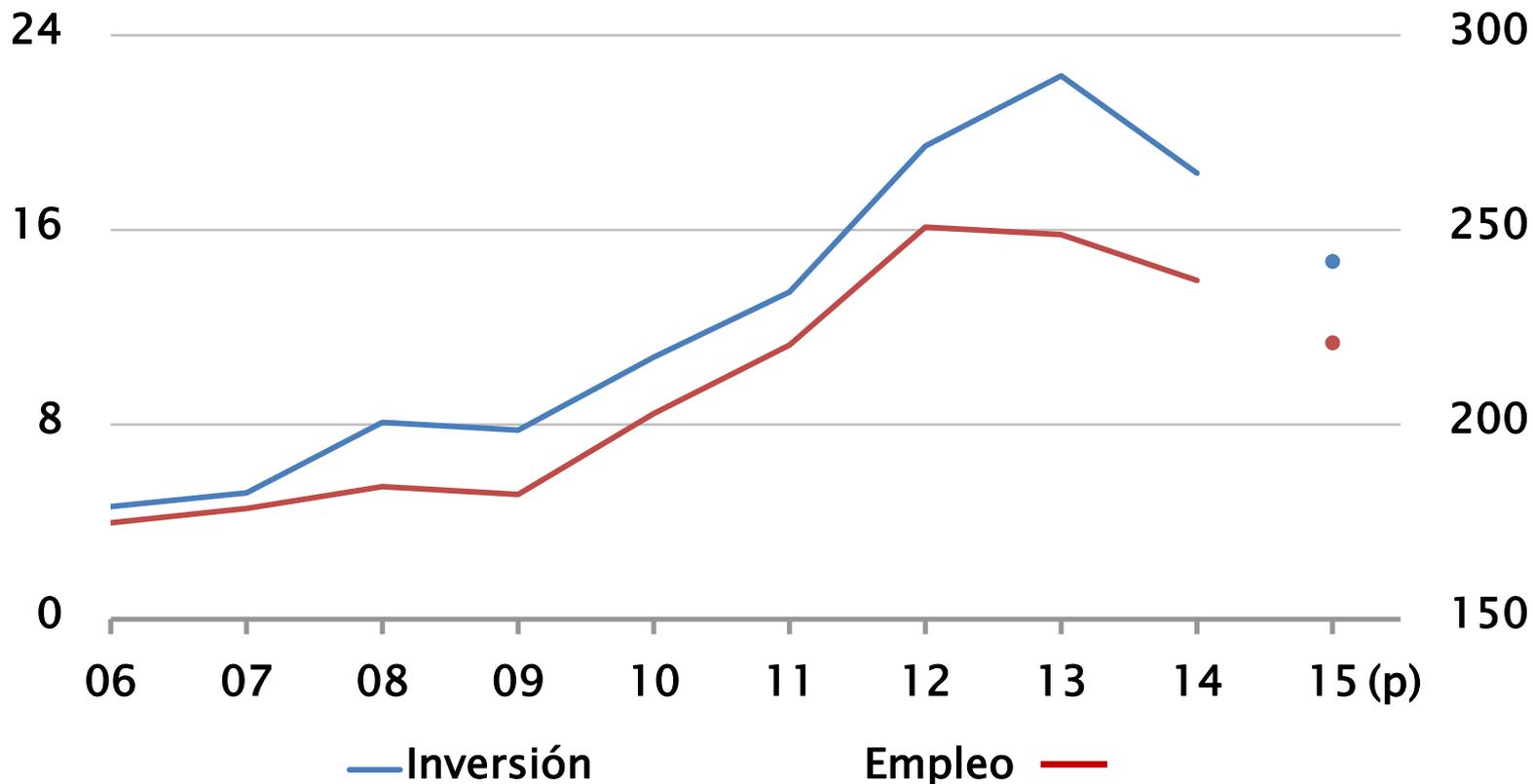
(*) El área representa la brecha de actividad máxima y mínima obtenidas de los métodos de estimación que se presentan en el Recuadro V.2, IPoM septiembre 2015.

Fuente: Albagli et al. (2015b). "Producto Potencial Relevante para la Inflación". Mimeo Banco Central de Chile.



Una interpretación de menores holguras actuales es la fuerte absorción de recursos productivos por parte de la minería

(inversión minera en miles de millones de dólares; empleo en miles de trabajadores)



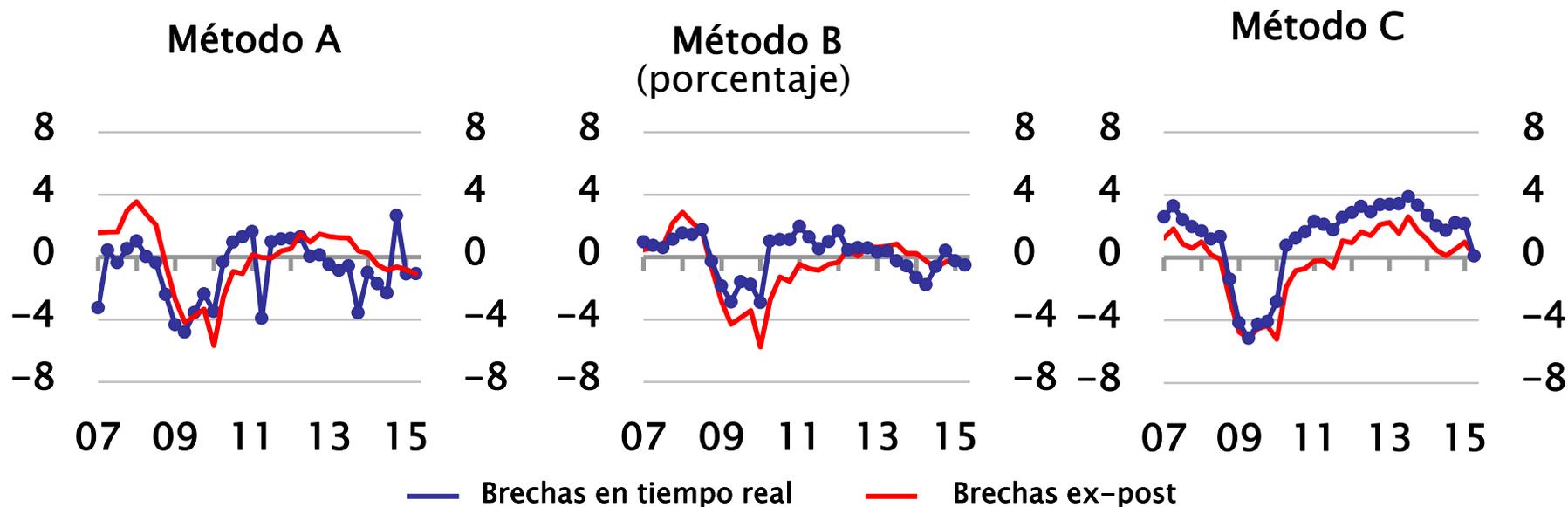
(p) Proyección.

Fuentes: INE y Banco Central de Chile.



Brecha del PIB resto en tiempo real y ex-post (2007.I - 2015.I)

	Correl. entre brecha estimada en tiempo real y ex-post	RECM
Método A	0,54	2,10
Método B	0,68	1,52
Método C	0,96	1,62





Proyección de inflación fuera de muestra (muestra de evaluación: 2007.I – 2015.I)

RECM (*)

	IPC				IPC SAE				IPC SAE Servicios			
	h=1	h=2	h=4	h=8	h=1	h=2	h=4	h=8	h=1	h=2	h=4	h=8
AR(4)	1,14	2,03	3,07	2,90	0,80	1,37	2,02	2,03	0,98	1,34	1,83	1,74
Método A	1,09	1,73	2,64	3,15	0,78	1,15	1,62	2,12	1,01	1,29	1,76	1,92
Método B	1,02	1,79	3,40	3,36	0,74	1,20	2,00	2,08	0,91	1,13	1,86	1,80
Método C	1,13	1,91	2,75	3,16	0,78	1,25	1,90	2,06	0,96	1,26	1,79	1,92
Prom. Pond.	1,02	1,69	2,34	2,98	0,74	1,13	1,61	1,82	0,91	1,13	1,62	1,54

(*) Corresponde al promedio del error de proyección al cuadrado de la inflación en el horizonte $t+h$. Los regresores incluyen un proceso AR(4) para la inflación, la brecha rezagada un período y el TCR rezagado un período.

Fuente: Albagli et al. (2015b). "Producto Potencial Relevante para la Inflación". Mimeo Banco Central de Chile.



Perspectivas 2015-2016



En el escenario base, el crecimiento de los socios comerciales se reduce a 3,1% el 2015 y a 3,4% el 2016, principalmente por un deterioro del crecimiento del mundo emergente, en especial, de China, el mayor demandante de materias primas. Por ello, se considera una importante corrección del precio del cobre y por tanto de los términos de intercambio.

Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00 - 07	Prom. 10 - 12	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	variación anual, porcentaje					
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-3,0	-1,0	-0,4
PIB socios comerciales	3,6	4,6	3,4	3,1	3,4	3,4
PIB mundial PPC	4,2	4,0	3,4	3,2	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado	3,2	3,2	2,7	2,5	3,0	2,9
PIB Desarrolladas PPC	2,6	1,7	1,7	1,9	2,3	2,2
PIB Emergentes PPC	7,4	5,9	4,8	4,1	4,6	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-9,0	-0,4	3,2
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	368	311	255	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	49	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	54	55	60
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	366	742	731	497	461	483
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,4	1,2	2,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



En el escenario base se prevé que este año el PIB crecerá entre 2,0 y 2,5%, rango inferior al estimado en junio. En el 2016, la economía crecerá entre 2,5 y 3,5%. Para ambas, el balance de riesgos está sesgado a la baja.

Escenario interno
(variación anual, porcentaje)

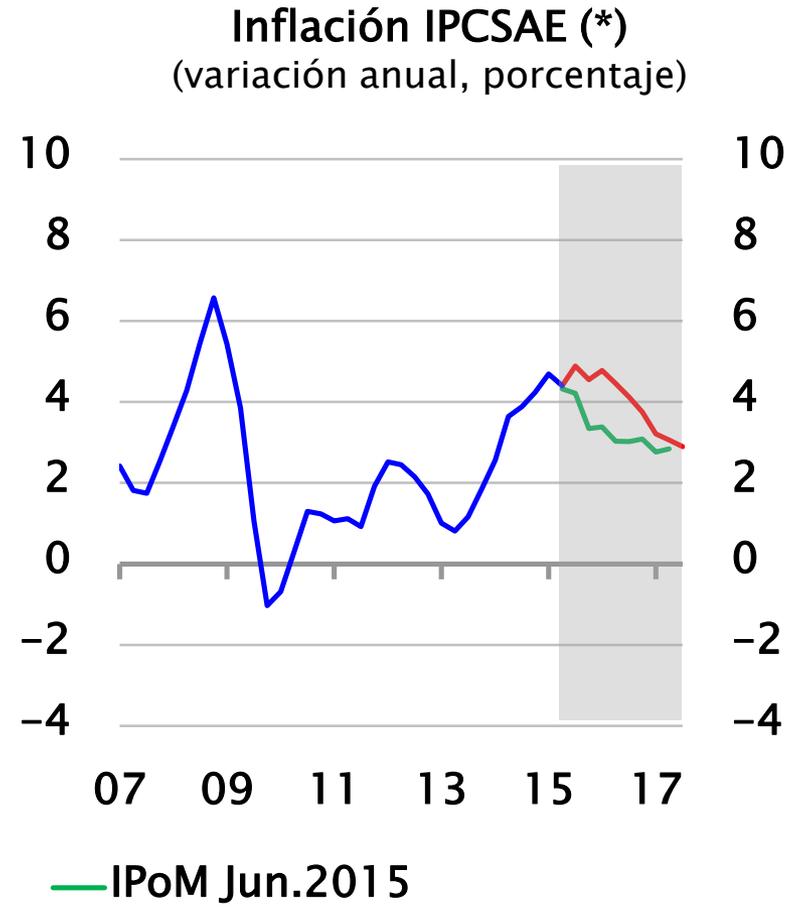
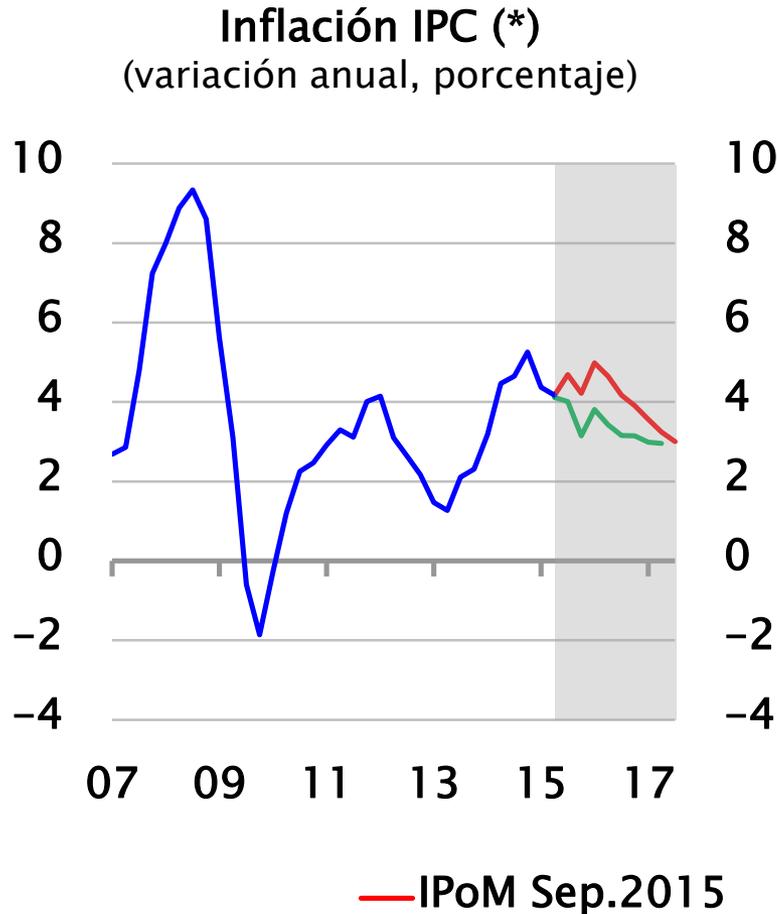
	2013	2014	2015 (f)			2016 (f)
			IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Sep.15
PIB	4,2	1,9	2,5-3,5	2,25-3,25	2,0-2,5	2,5-3,5
Demanda interna	3,7	-0,6	2,5	2,6	2,0	3,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,5	2,2	2,2	1,4	3,0
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	1,2	0,7	-1,2	1,9
Consumo total	5,5	2,5	2,5	2,7	2,1	3,3
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	3,4	1,3	-1,7	1,2
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	2,4	1,1	-2,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,3	-0,4	-0,7	-1,5
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,5	21,0	20,8	20,0

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile.



En el escenario base, a fines de año la inflación se ubicará por sobre 4% y seguirá superando ese valor al menos durante toda la primera mitad del 2016. Luego, la inflación anual del IPC y del IPCSAE retornará a 3% durante el 2017.



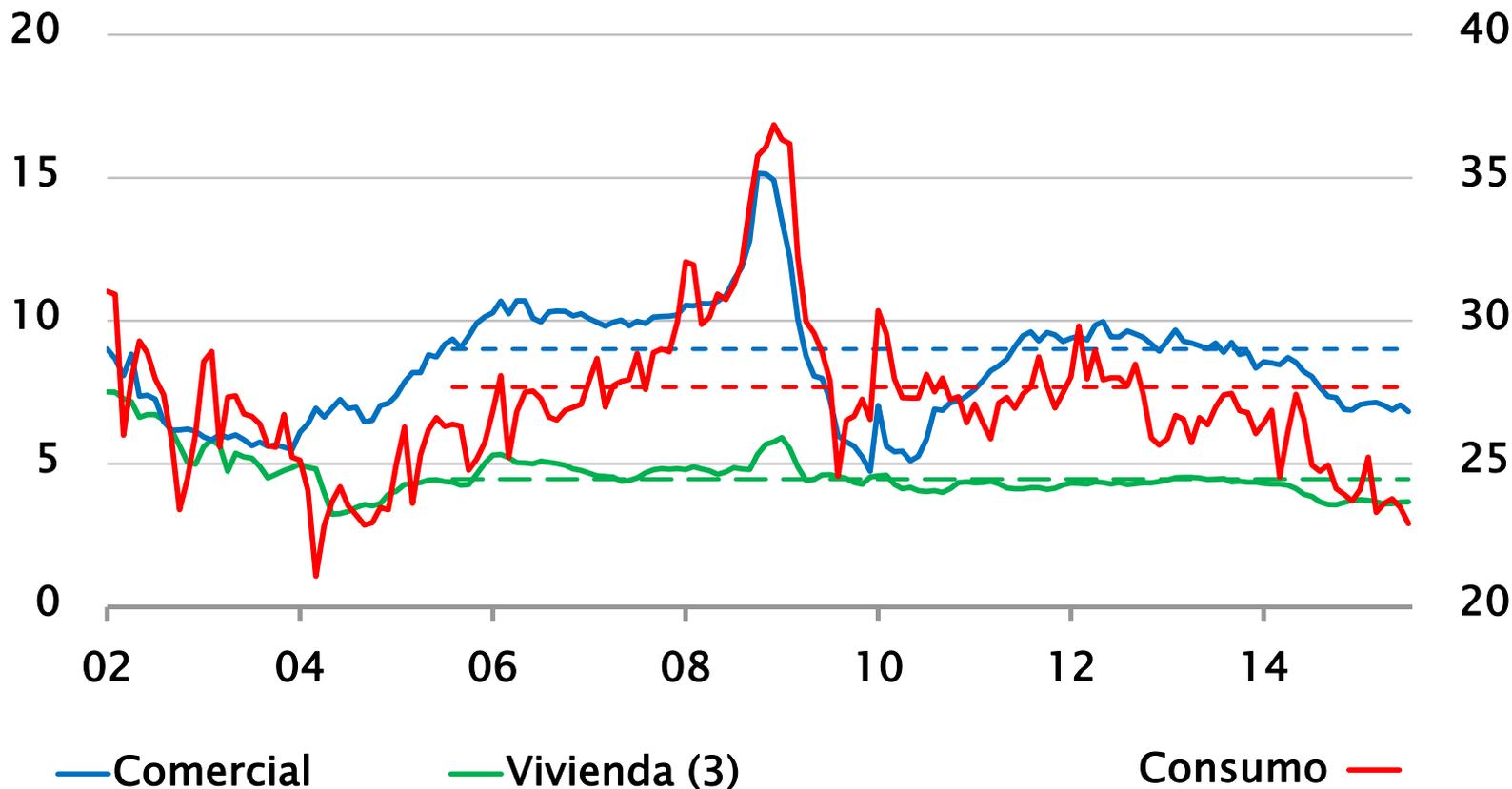
(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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



La política monetaria ha agregado una dosis significativa de impulso a la economía en los últimos trimestres. De hecho, la TPM ha llegado al menor nivel posible en las actuales circunstancias. El nivel de las tasas de mercado, en o cerca de sus mínimos históricos, es reflejo de ello.

Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)
(porcentaje)

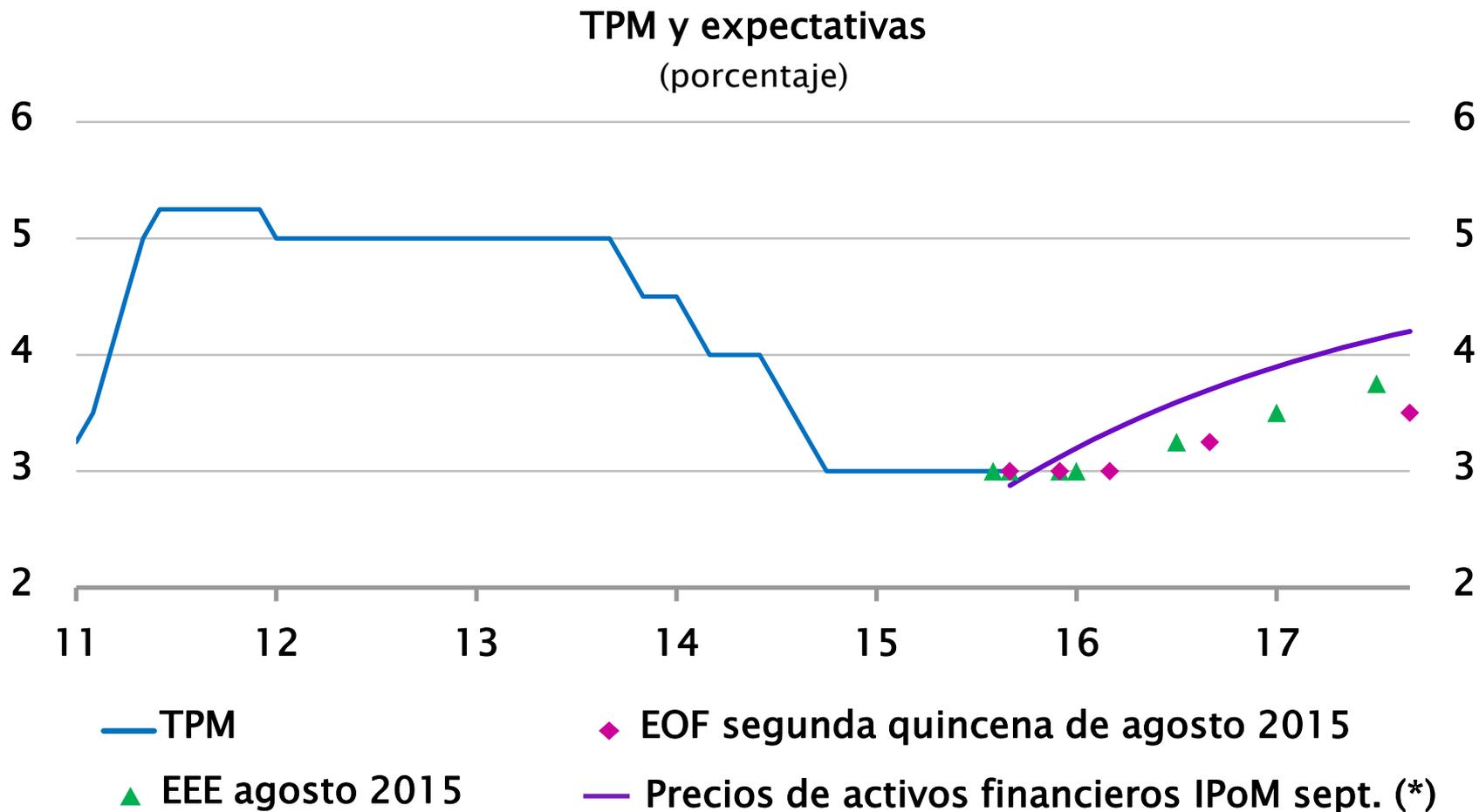


(1) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie. (2) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. (3) Tasas en UF.

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



El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM.





Balance de riesgos: para actividad sesgado a la baja y para la inflación sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección.

- **Riesgos externos:**
 - Los desarrollos en China han profundizado las dudas respecto de su economía.
 - La incertidumbre en torno al proceso de normalización de la tasa de política monetaria en EE.UU y su impacto en el precio de los activos.
 - Escenarios de riesgos negativos pueden complicar aún más el difícil panorama que enfrentan las economías emergentes, en especial de América Latina.

- **Riesgos internos:**
 - La inflación alta por un tiempo prolongado en sí es un riesgo para las expectativas. Además, los escenarios de riesgo externos pueden provocar una depreciación adicional del peso. Con todo, el crecimiento de los salarios nominales se ha reducido y no es descartable un escenario donde las holguras de capacidad se amplíen más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias.
 - Las expectativas privadas podrían seguir sin mejorar afectando el ritmo de recuperación de la actividad y el gasto privado. Por el contrario, un mayor efecto de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional, podría dar un mayor impulso a la economía.



Comentarios finales

- En términos macroeconómicos, Chile es hoy una economía sana: no tiene desequilibrios internos, tampoco externos y el cumplimiento de la regla fiscal garantiza cuentas fiscales ordenadas.
- El sistema financiero es sólido y bien regulado, el Banco Central goza de una alta credibilidad y el marco de metas de inflación más un tipo de cambio flexible han ayudado a transitar de buena manera por estas difíciles coyunturas.
- La principal preocupación es el elevado nivel que la inflación ha sostenido y se espera se mantenga por un tiempo más.
- Los riesgos para la inflación en el corto plazo están sesgados al alza. No solo por el extenso tiempo que ha permanecido elevada la inflación, sino porque los eventos que están sucediendo, especialmente a nivel global, podrían seguir presionando el tipo de cambio y generando mayor inflación.



Comentarios finales

- Esto plantea desafíos evidentes en el esquema de metas de inflación, que busca que esta se ubique en 3% a fines del horizonte de política. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM que comenzará a retirar gradualmente el significativo impulso monetario actual entre fines de este año y comienzos del próximo.
- Sin embargo, las condiciones macroeconómicas han sido muy fluctuantes, especialmente en el último tiempo. En la medida que se de un escenario que se aleja de el considerado el más probable, la política monetaria se adecuará, en una u otra dirección, de forma de mantener la inflación en la meta.



Macroeconomía y Perspectivas Septiembre 2015

Pablo García Silva
Consejero