



Evolución del Escenario Macroeconómico para Chile

Mario Marcel
Presidente



Banco Central de Chile, Marzo 2017

Introducción

En el ámbito externo, el panorama mundial se observa algo mejor, especialmente para las economías desarrolladas. Los mercados financieros internacionales exhiben una mayor calma y menor aversión al riesgo. Los precios de las materias primas han mejorado.

En Chile, los datos del cuarto trimestre del 2016 sorprendieron a la baja, con un menor dinamismo que se traslada al inicio del 2017. La inversión sigue sin repuntar, mientras que el consumo ha estabilizado su crecimiento en torno a 2%, con pocas posibilidades de acelerarse.

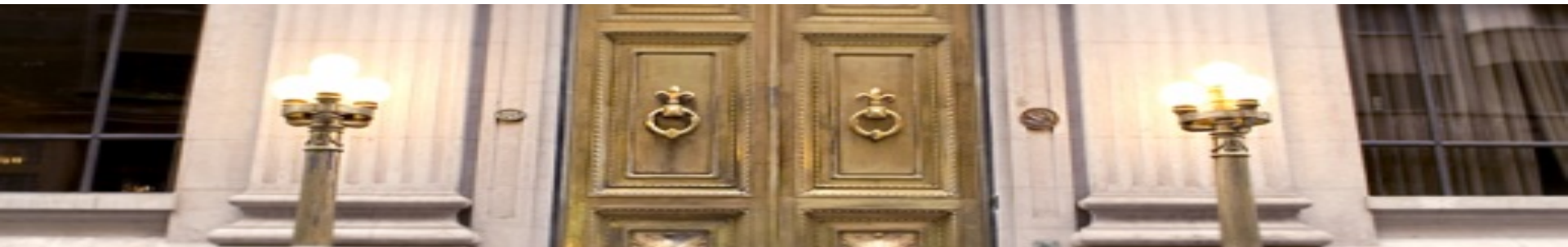
La inflación se ubica por debajo de 3% y se estima que en su medición subyacente llegará a valores en torno a 2% en los próximos meses.

Los últimos datos siguen siendo coherentes con el escenario del IPoM de diciembre, donde se identificó la necesidad de un mayor impulso monetario para el logro de la meta de inflación.

En coherencia con ello, el Consejo redujo la TPM en 25 puntos base en enero y anunció que en el corto plazo sería necesario un ajuste adicional.

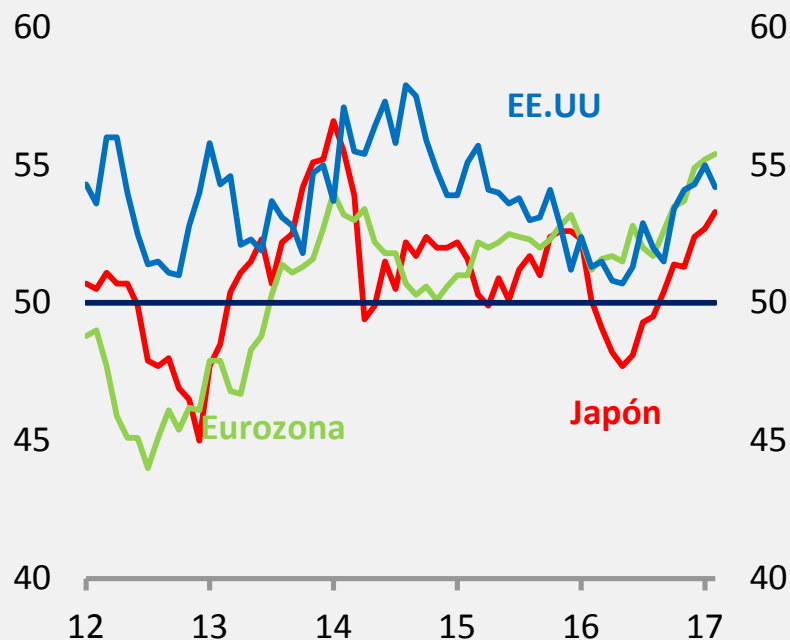
En el IPoM de marzo el Banco Central actualizará sus proyecciones para el 2017 y las extenderá al 2018, incluyendo sus implicancias para la política monetaria.

Escenario externo

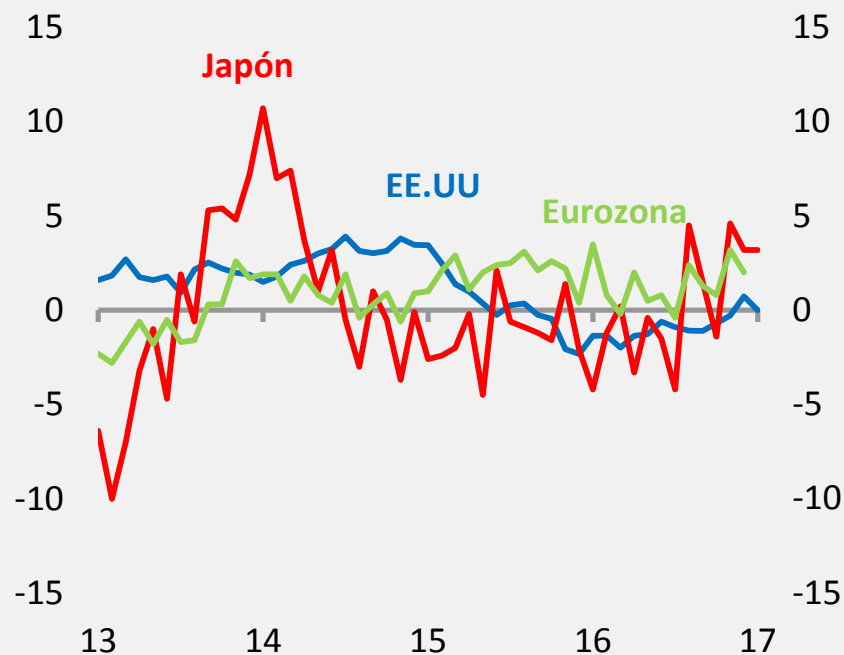


En el mundo desarrollado, los datos coyunturales muestran una actividad que está adquiriendo mayor dinamismo.

Perspectivas manufactureras (*) (índice de difusión, pivote=50)



Producción industrial (variación anual, porcentaje)



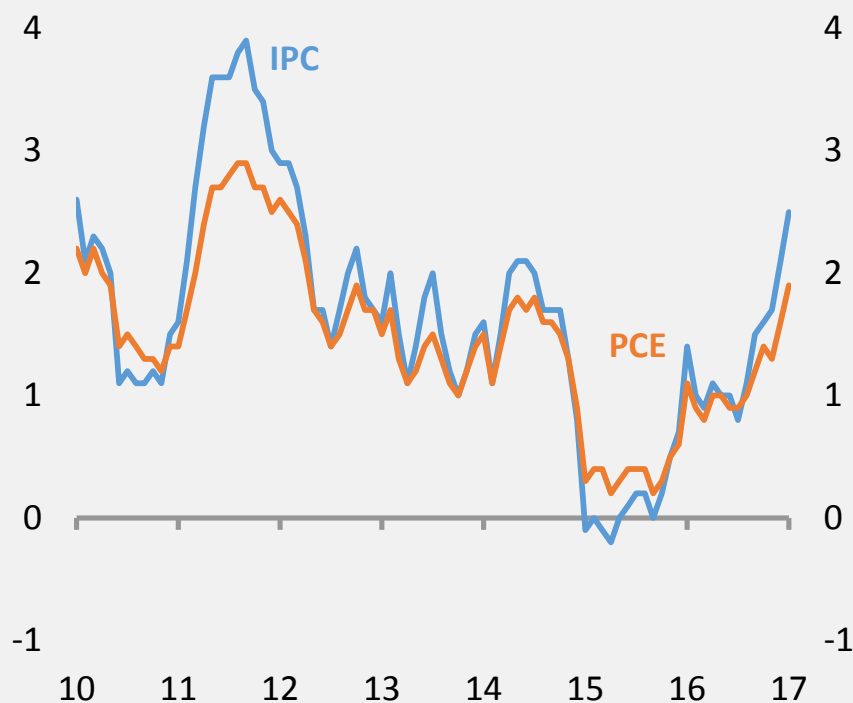
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).
Fuente: Bloomberg.



Estados Unidos muestra un buen tono de su economía, con un mercado laboral robusto y una inflación que ha ido al alza.

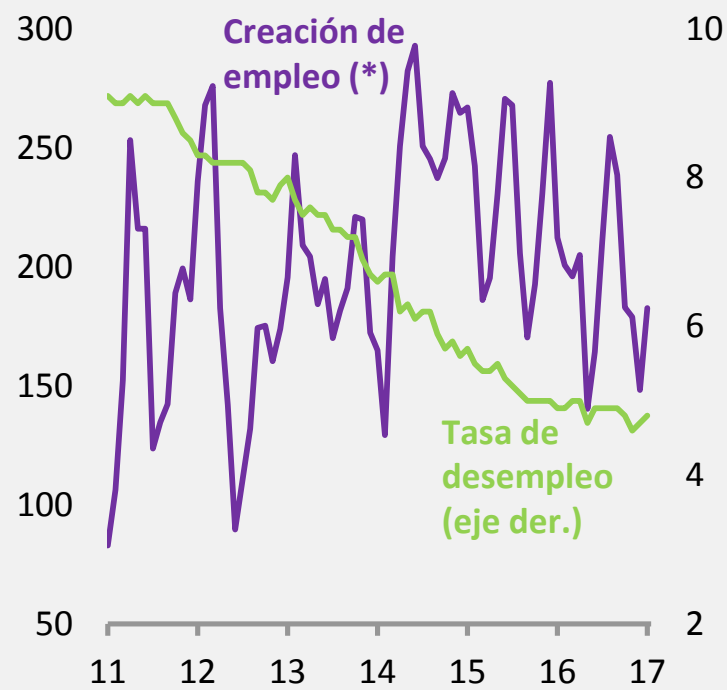
Inflación

(variación anual, porcentaje)



Mercado laboral

(miles de personas; porcentaje)



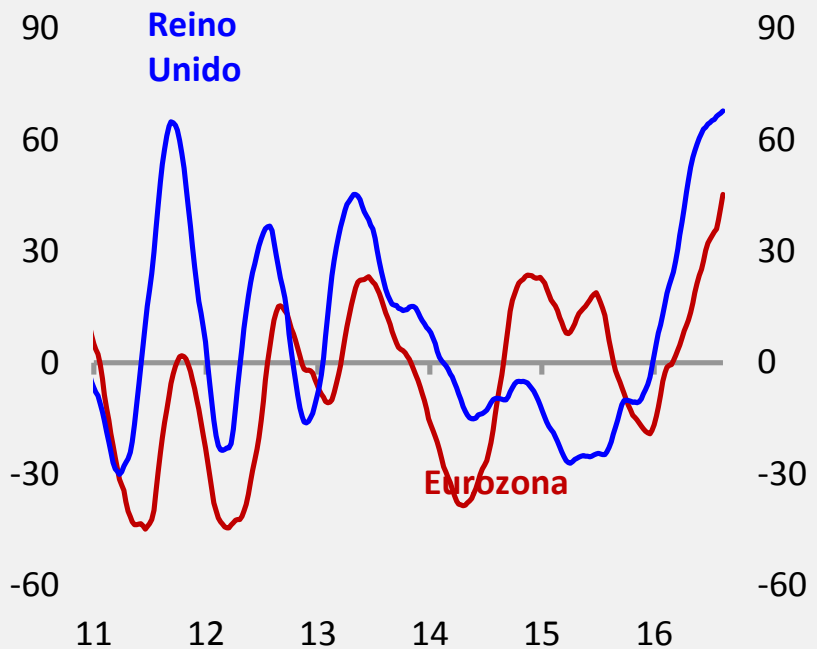
(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Bloomberg.

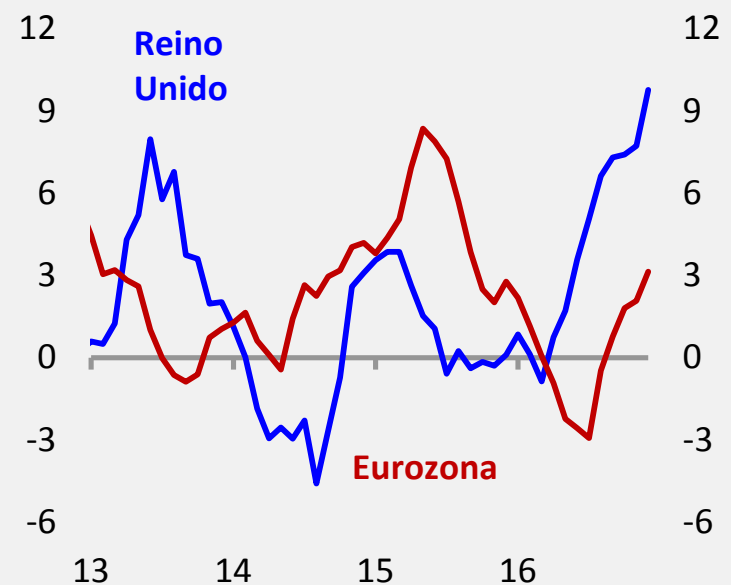


Europa también se aprecia mejor que hace unos meses. Reino Unido ha sostenido su dinamismo, sin que hasta ahora se observen efectos negativos producto del Brexit.

Índice sorpresa Citi
(media móvil 25 semanas, pivote=0)



Exportaciones nominales (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.
Fuente: Bloomberg.

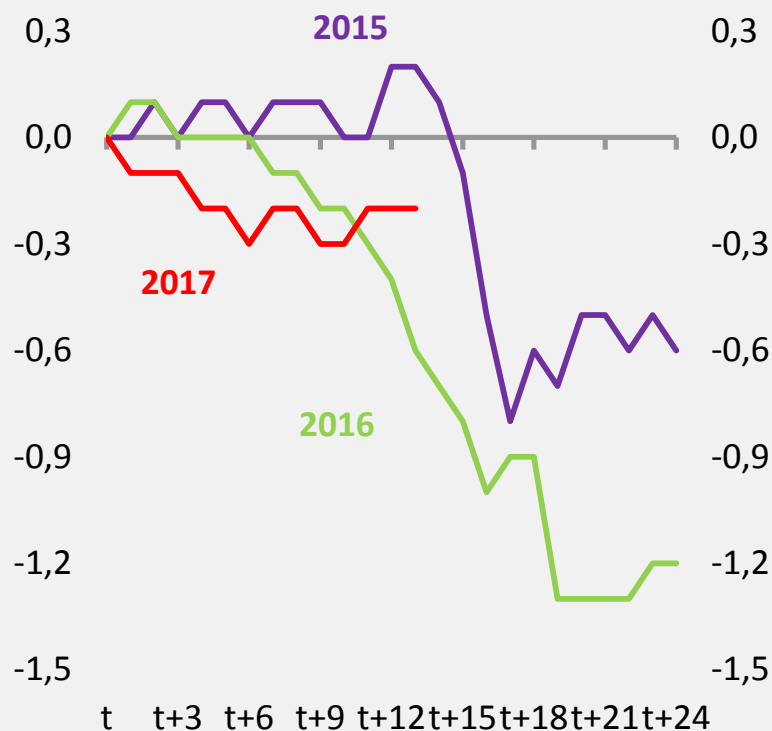




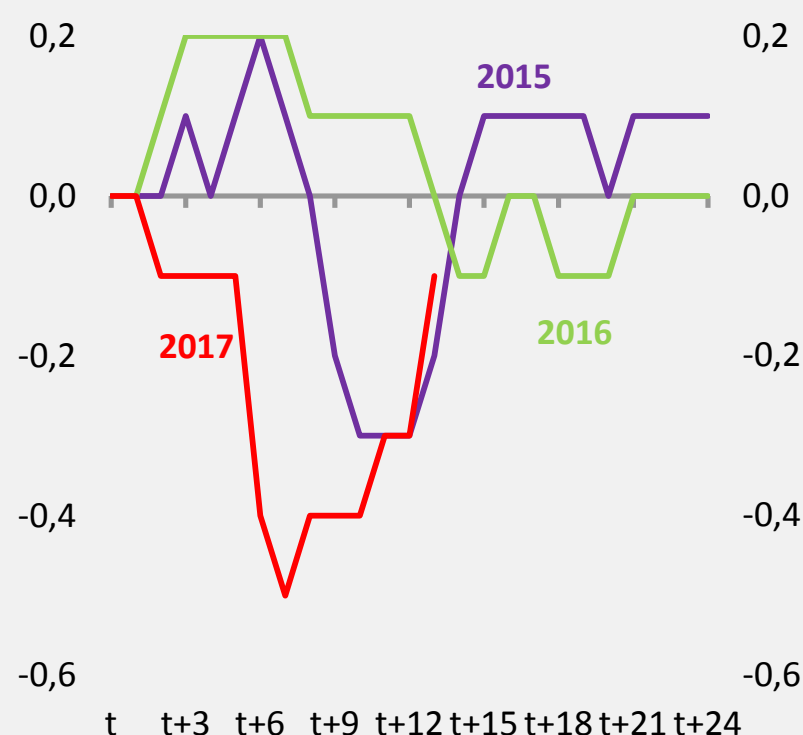
Así, las proyecciones de crecimiento para el 2017 de las principales economías avanzadas han dejado de deteriorarse e incluso han aumentado.

Evolución de las proyecciones de crecimiento (*) (variación acumulada, puntos porcentuales)

EE.UU.



Eurozona



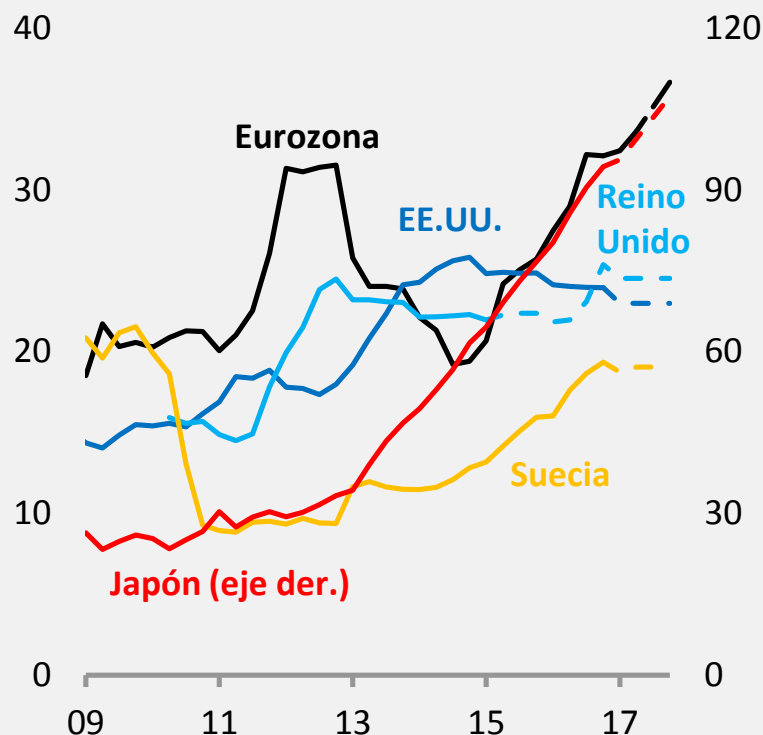
(*) t corresponde a la primera proyección mensual para cada año. Para el 2015 es enero del 2014, para el 2016 es enero del 2015 y para el 2017 es enero del 2016.

Fuente: Consensus Forecast.

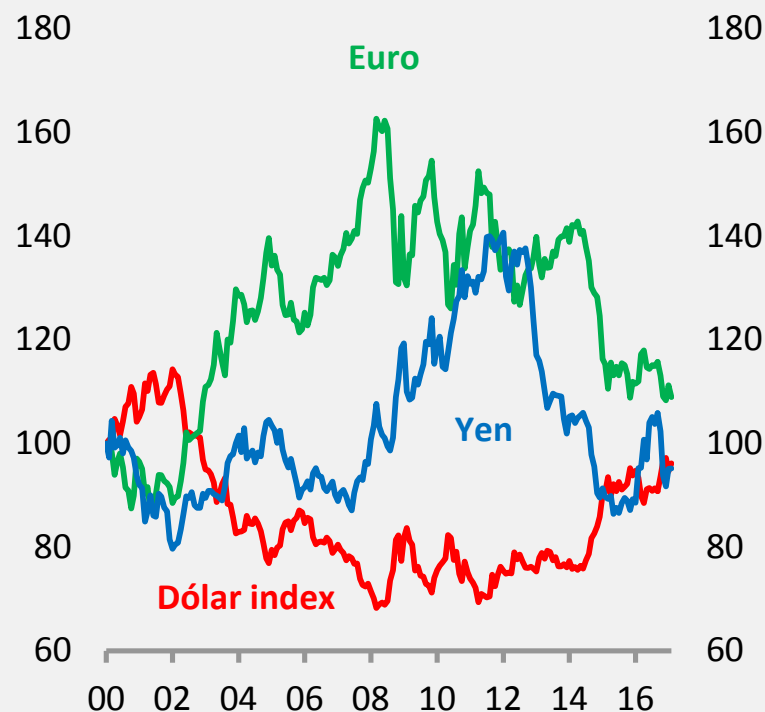


De todos modos, la elevada expansividad de la política monetaria en los últimos años ha tenido un significativo efecto sobre las monedas y el precio de los activos financieros. Cómo evolucionarán estos en el futuro es difícil de prever.

Total de activos de los Bancos Centrales (1) (porcentaje del PIB)



Dólar y monedas desarrolladas (2) (índice enero 2000=100)

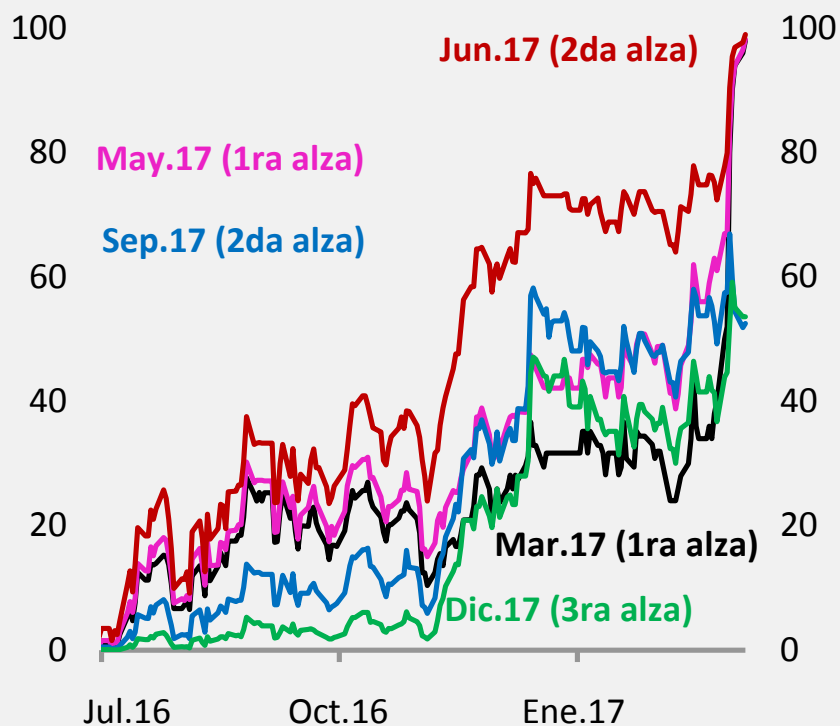


(1) Proyecciones trimestrales hasta el cuarto trimestre del 2017. (2) Aumento indica apreciación.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a otros bancos centrales y Bloomberg.

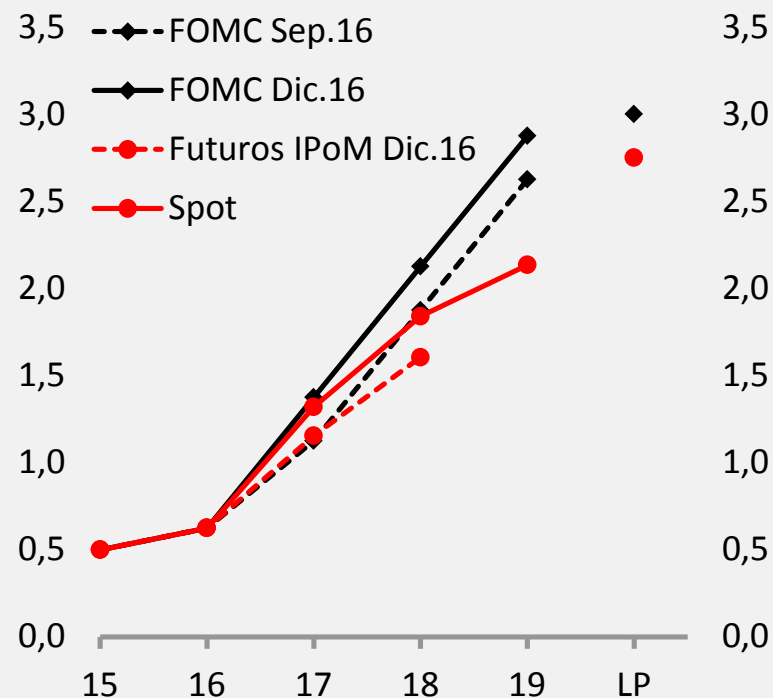


En este contexto, la Fed aumentó su tasa por segunda vez y ha dado señales de un retiro algo más rápido del estímulo monetario sin que ello haya provocado disrupciones en los mercados financieros.

Expectativas para la fed fund
(probabilidad acumulada, porcentaje)

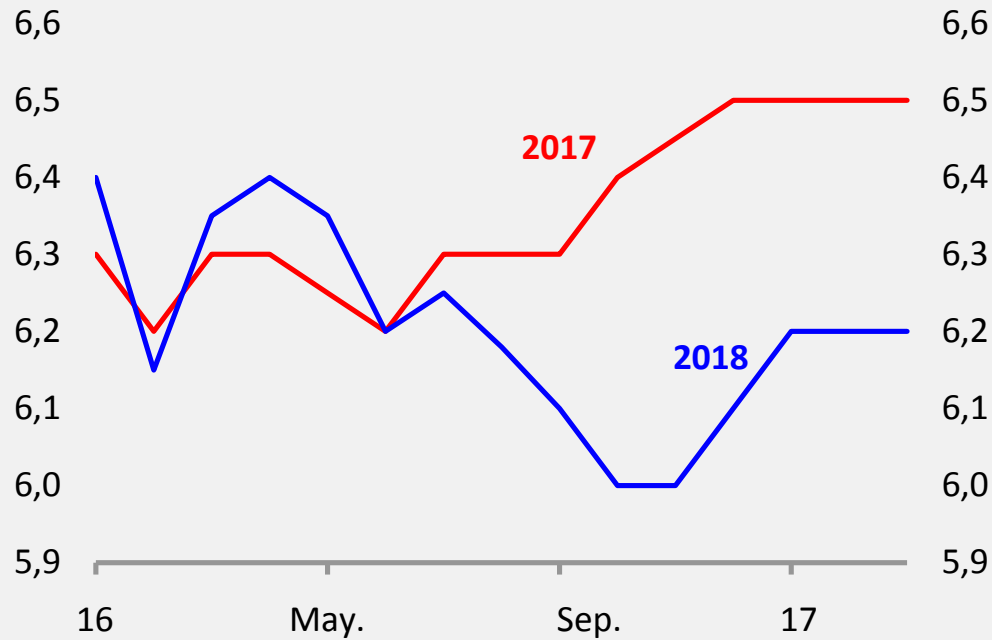


Trayectoria fed fund
(porcentaje)



La situación actual de China contrasta claramente con lo que observábamos hace un año, cuando se imponía la incertidumbre, sometiendo a los países emergentes a un fuerte episodio de estrés financiero. Así, las proyecciones de crecimiento para este año se han afianzado en torno a 6,5%

Expectativas de crecimiento de China (variación anual, porcentaje)

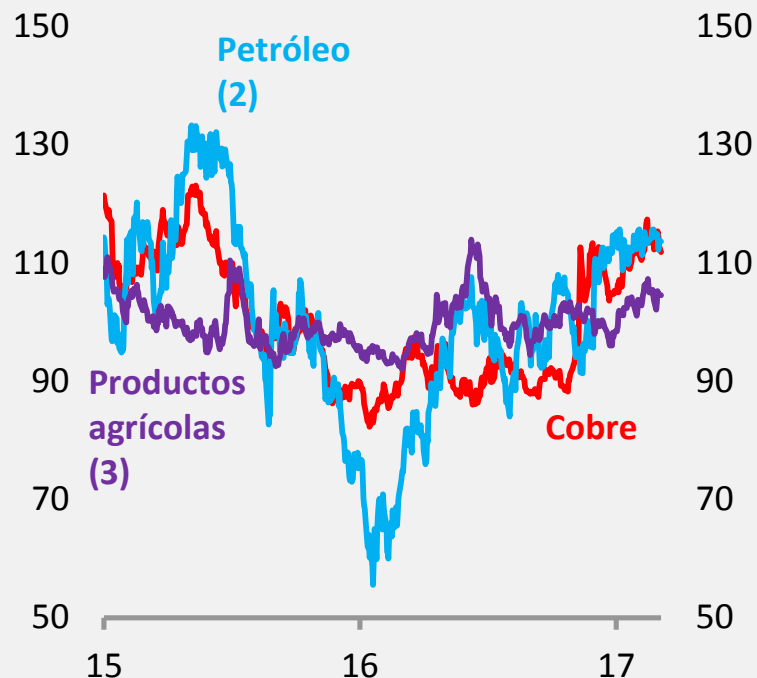


Los mercados financieros globales han mejorado y los precios de las materias han aumentado.

Mercados bursátiles (1) (índice 2016=100)



Precio de materias primas (índice, promedio 2015-2017=100)



(1) MSCI. (2) Promedio entre precio del barril de WTI y Brent. (3) Corresponde al índice agregado de productos agrícolas de Goldman Sachs.

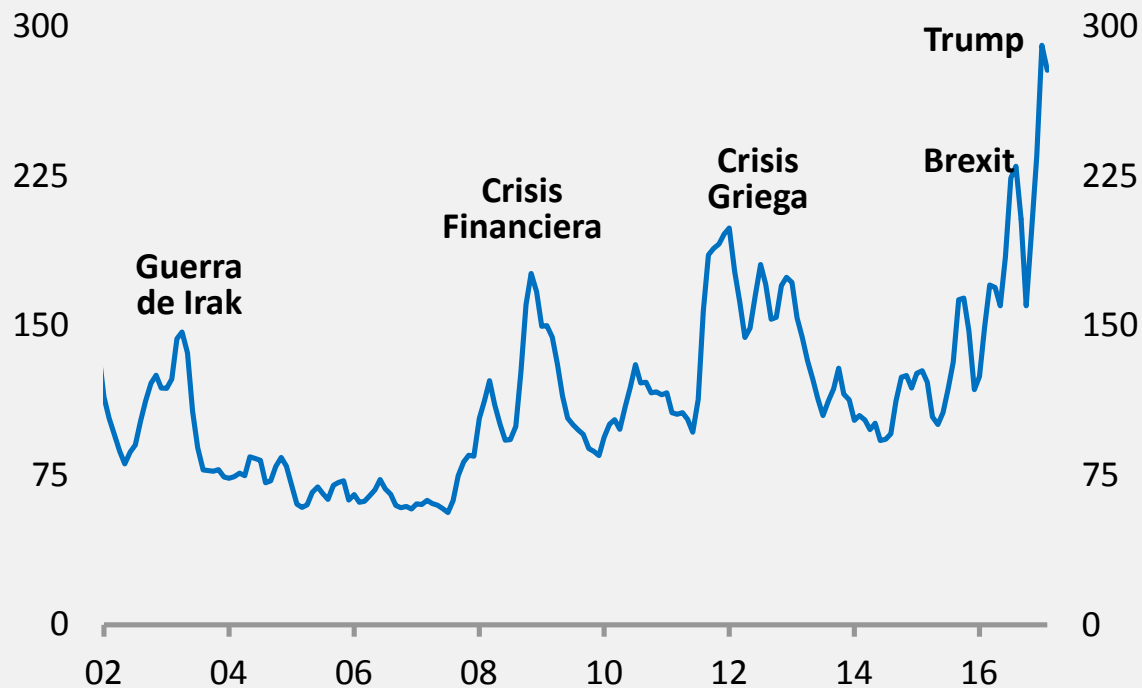
Fuente: Bloomberg.



Con todo, la economía mundial sigue estando expuesta a riesgos importantes. Aunque cualquier escenario de proyección siempre está sujeto a incertidumbre, pareciera que esta se ha ampliado.

Incertidumbre político – económica (*)

(índice, promedio LP=100)



Los riesgos siguen siendo relevantes

La Reserva Federal ha comunicado que normalizará su política monetaria algo más rápido que lo previsto hace unos meses. El mercado lo ha ido reconociendo sin grandes volatilidades, incluso ante la posibilidad de un aumento de tasas en la reunión del FOMC de marzo, pero siempre hay un riesgo sobre la reacción de los mercados.

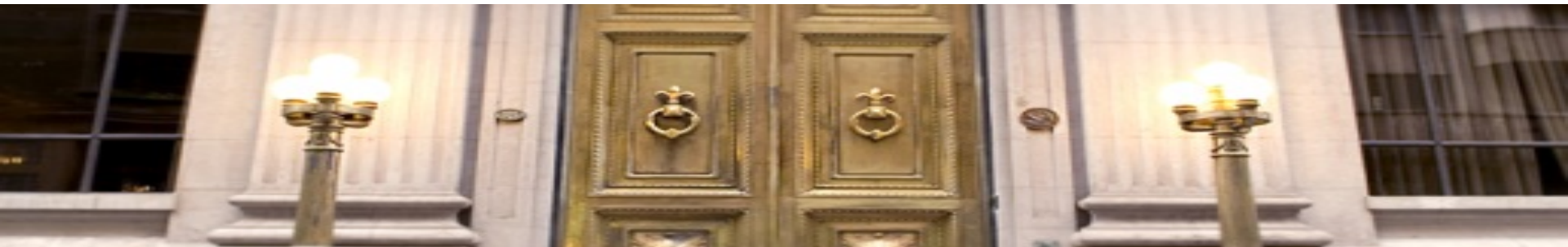
Los planes de la nueva administración estadounidense aún no se concretan. La falta de claridad sobre el proceso decisional, unido al posible contenido de algunas medidas son elementos de riesgo para la economía global.

En Europa, pese a los mejores datos económicos, hay mucha incertidumbre y los procesos electorales en varios países nuevamente ponen en jaque la Unión. La aceleración de la inflación en algunos países está generando una discusión temprana sobre el futuro del estímulo monetario.

China se aprecia más estable que hace un año, pero siempre sigue siendo una fuente de riesgo. En particular por su sistema financiero y mercado inmobiliario.

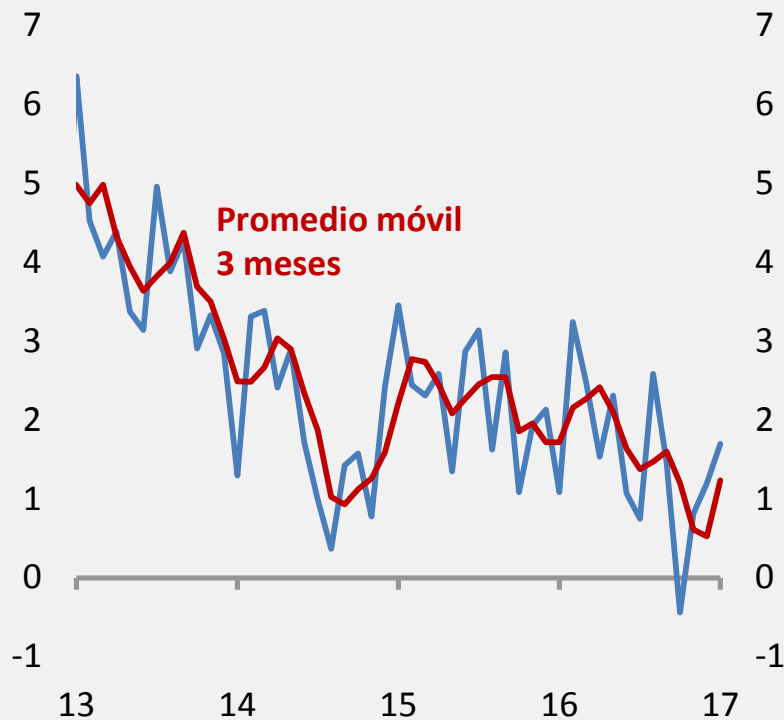
Las economías emergentes han visto un panorama global más positivo en los últimos meses, las condiciones financieras siguen favorables, han retornado los flujos de capital y los tipos de cambio han dejado de presionar la inflación. Pero la probabilidad de nuevas turbulencias siempre es elevada.

Escenario interno

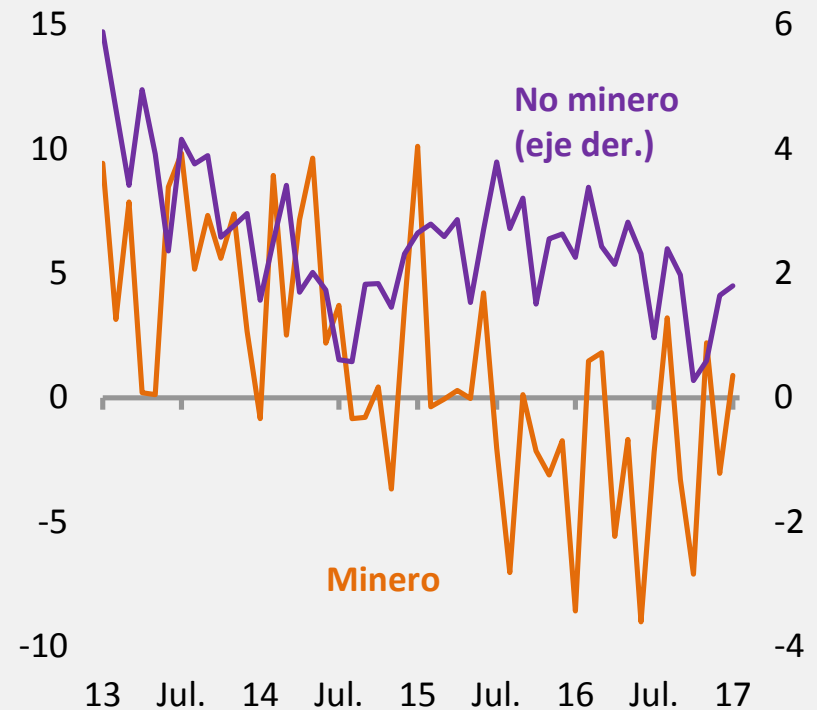


A fines del 2016 la actividad sorprendió a la baja, afectada principalmente por el sector minero, pero también por un desempeño menor de los sectores distintos de recursos naturales.

Imacec
(variación anual, porcentaje)

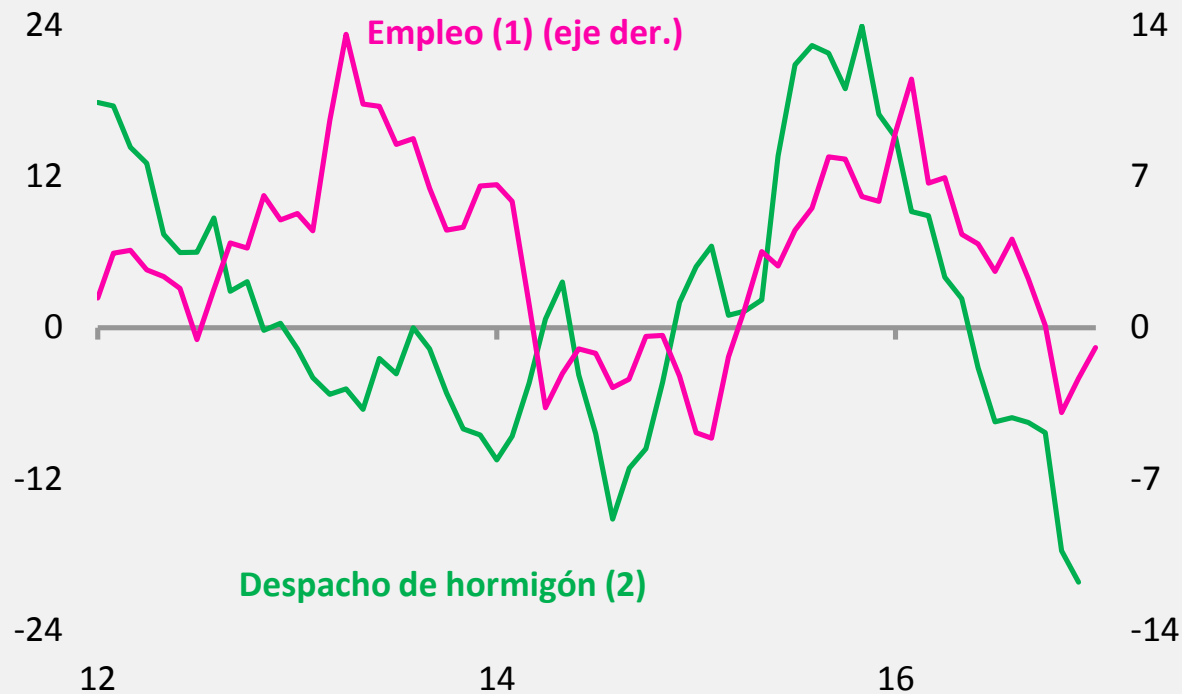


Imacec por sectores
(variación anual, porcentaje)



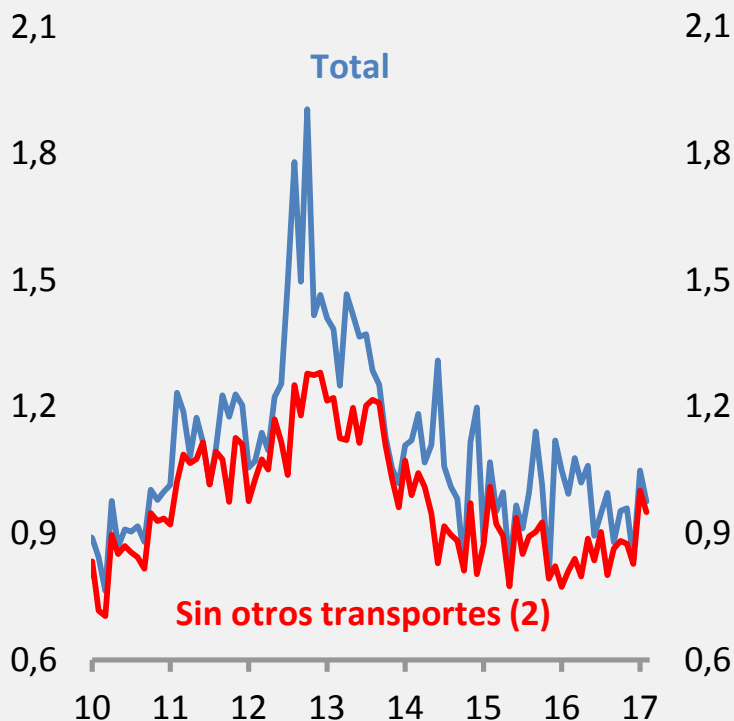
Los indicadores de construcción exhiben un desempeño débil, con algunos creciendo a tasas negativas en términos anuales.

Indicadores de construcción y edificación (variación anual, porcentaje)

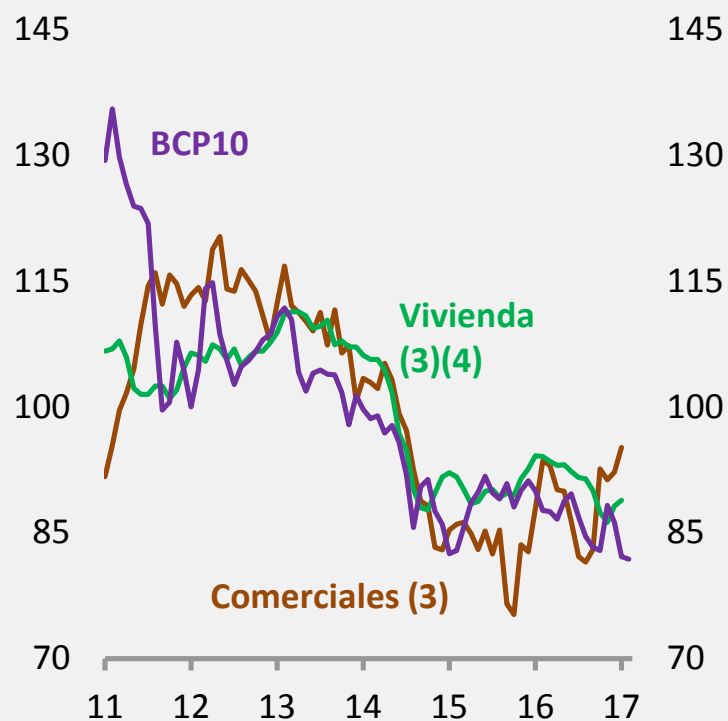


Además, la inversión no logra despegar pese a que las condiciones financieras son favorables en perspectiva histórica.

Importaciones nominales de bienes de capital (1) (porcentaje)



Tasas de interés (índice 2011-2016=100)



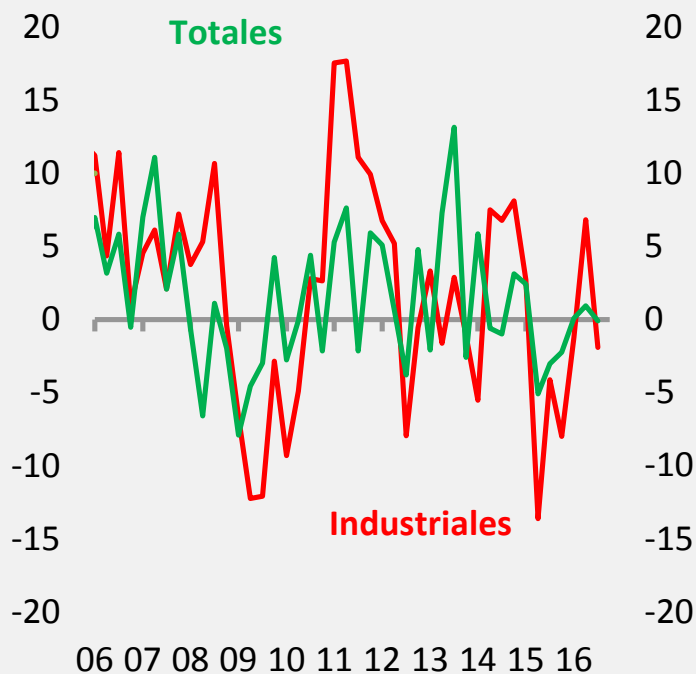
(1) Series desestacionalizadas. (2) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).
(3) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (4) Corresponden a colocaciones en UF.
Fuente: Banco Central de Chile.



El volumen exportado lleva dos años de bajos resultados. Aunque el peso se ha depreciado nominalmente de forma significativa, esto ha sido un fenómeno ligado a una apreciación global del dólar, por lo que no ha significado una ganancia de competitividad por si solo.

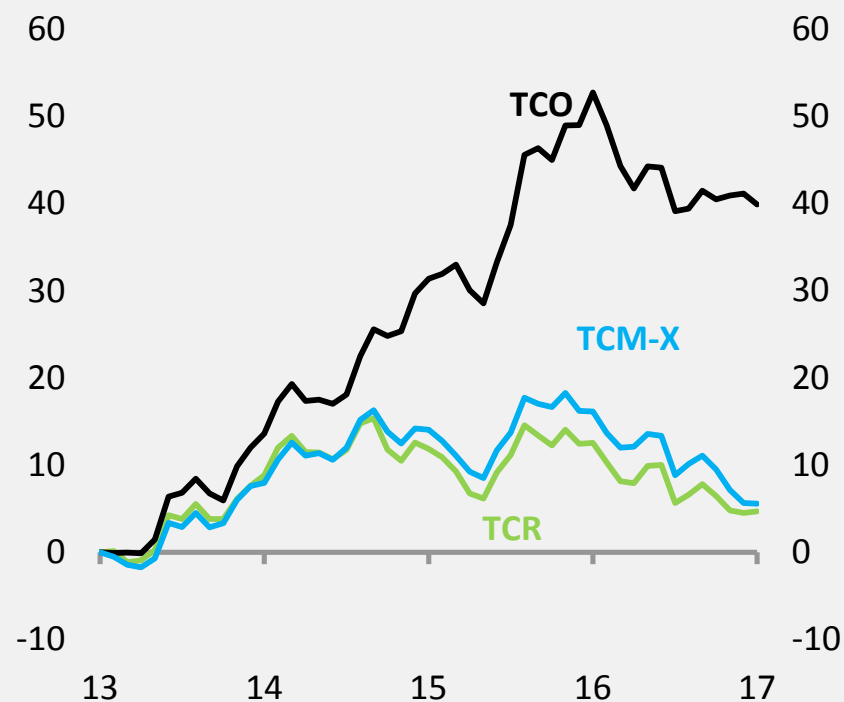
Evolución exportaciones

(variación anual, porcentaje)



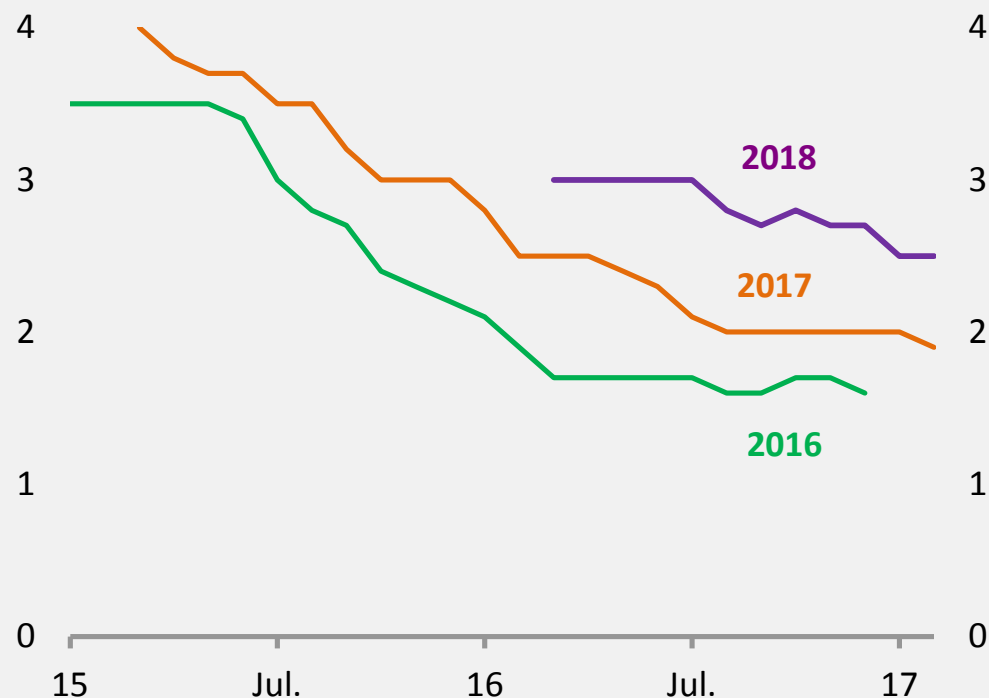
Tipo de cambio

(variación acumulada desde enero del 2013, porcentaje)



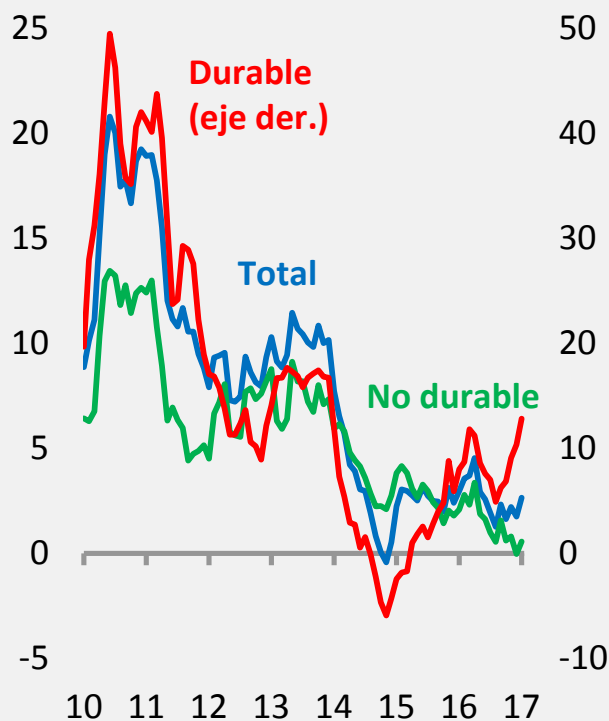
En este contexto, las proyecciones privadas, con información de los últimos meses, apuestan que este año la economía volverá a crecer bajo 2%.

EEE: proyecciones de PIB
(variación anual, porcentaje)

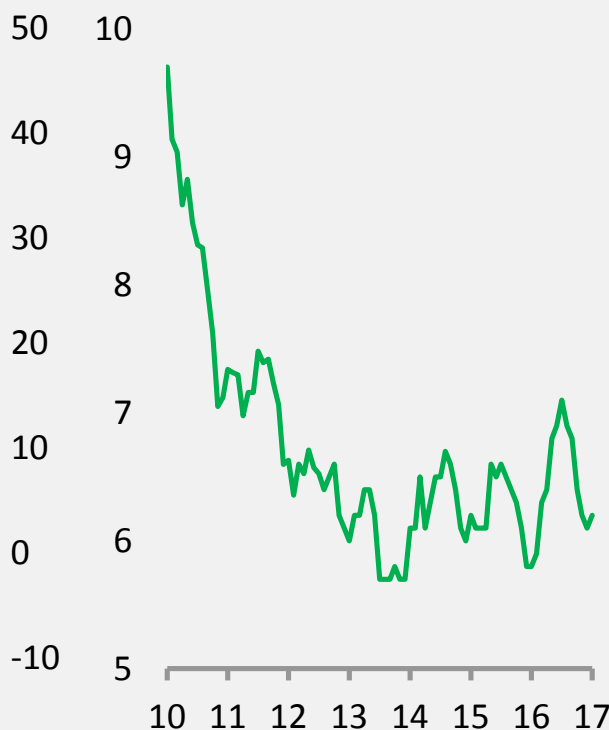


De todos, algunos indicadores parciales del gasto interno y sus determinantes muestran un panorama algo más benigno.

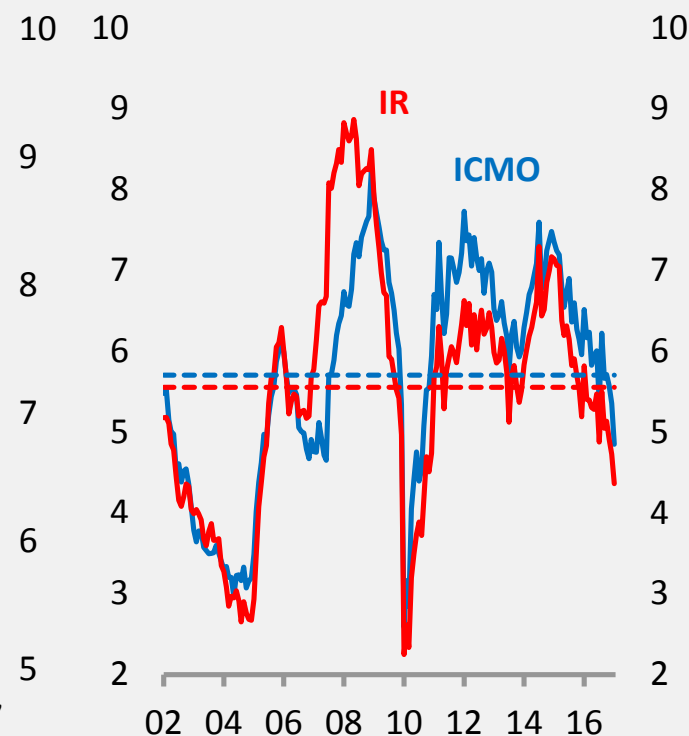
Ventas minoristas (*)
(variación anual, porcentaje)



Tasa de desempleo
(porcentaje)



Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



(*) Índice de actividad del comercio al por menor real. Promedios móviles trimestrales. Series empalmadas desde 2013 (hacia atrás) usando variaciones mensuales.

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

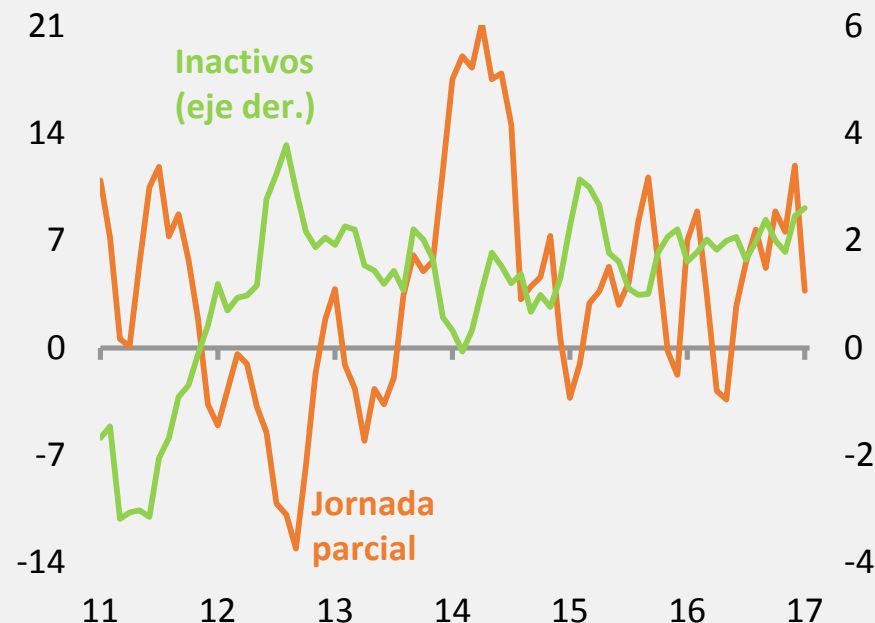


No obstante, preocupa que el empleo asalariado no creció durante el 2016 y el dato más reciente tuvo un caída anual. Esto se ha acompañado de un aumento de los inactivos y de quienes trabajan jornadas parciales.

**Creación de empleo
según categoría ocupacional**
(variación anual, porcentaje)

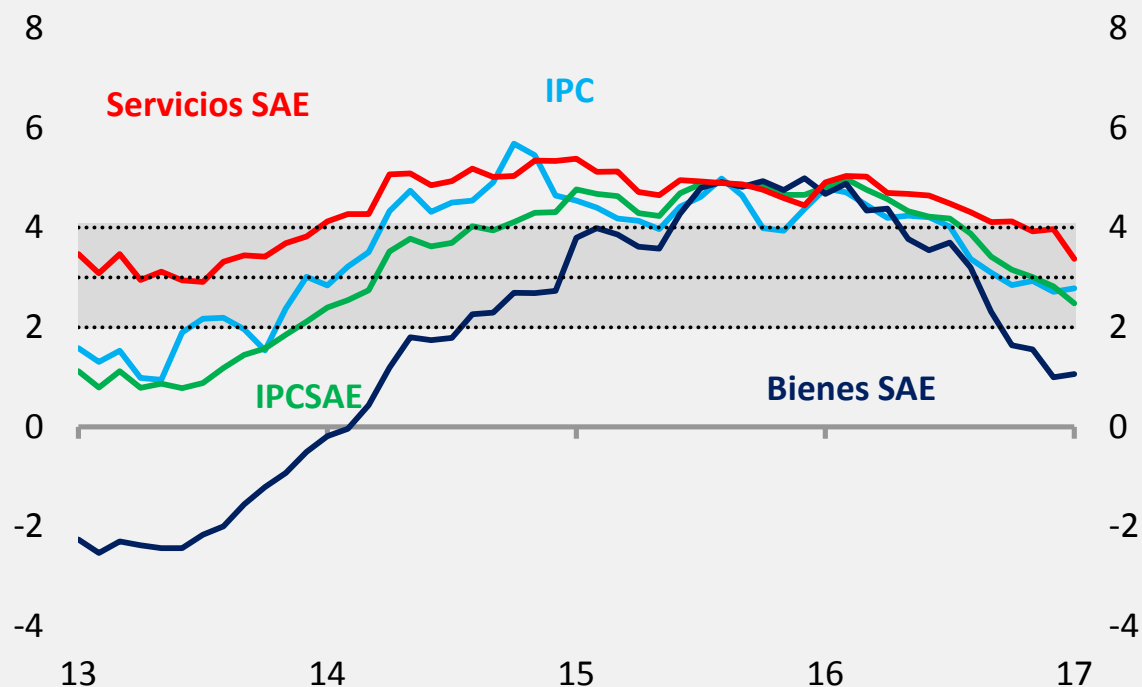


Mercado laboral
(variación anual, porcentaje)



La variación anual del IPC se ubica por debajo de 3%. La inflación subyacente de bienes muestra una fuerte baja en su variación anual, en línea con la evolución del tipo de cambio.

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



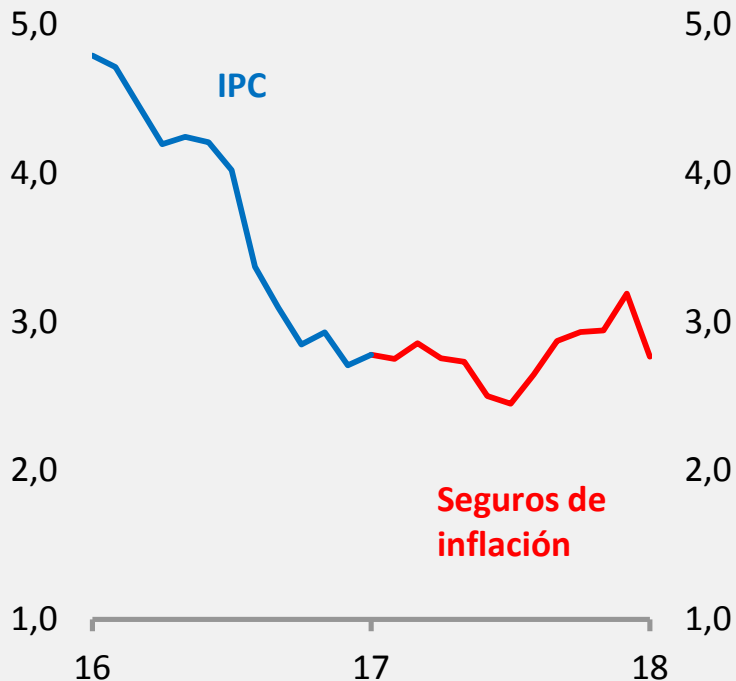
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

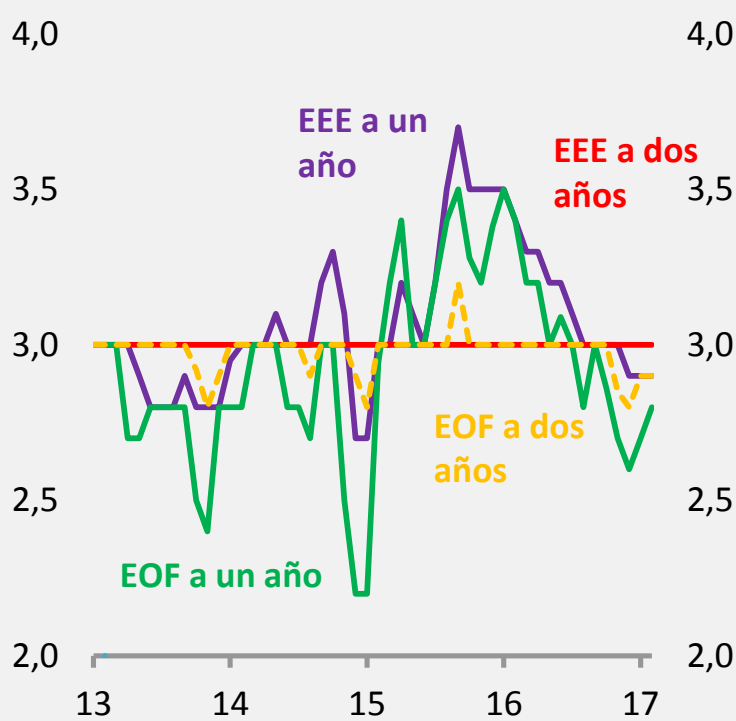


En lo próximo, la variación anual del IPC deberá seguir descendiendo, incluso hasta cifras del orden de 2% anual para la inflación subyacente en 2017, retornando al 3% en el horizonte de política. Las expectativas privadas son coherentes con esta visión.

Seguros de inflación
(variación anual, porcentaje)



Expectativas de inflación (2)
(variación anual, porcentaje)

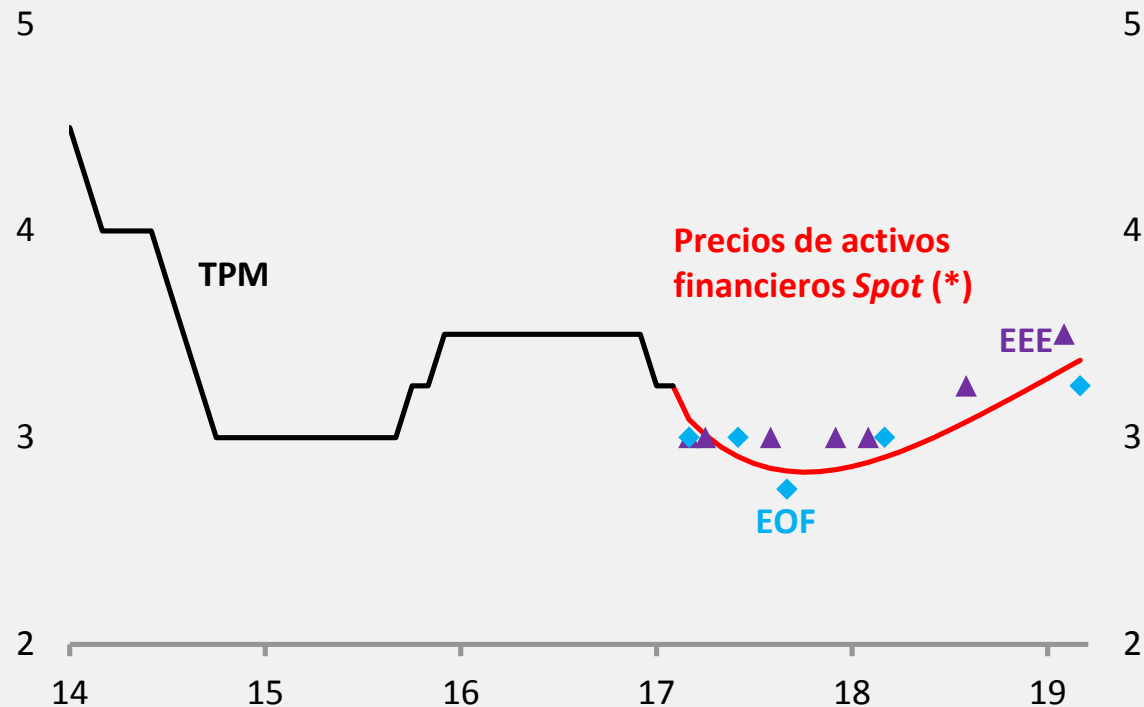


(1) Proyección en base a seguros de inflación en frecuencia mensual al 06 de marzo del 2017. (2) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, con excepción de febrero del 2017, que considera la segunda quincena. Fuente: Banco Central de Chile.



La política monetaria ha ampliado el estímulo monetario, reduciendo la TPM hasta 3,25% en enero. Las expectativas de mercado esperan entre uno y dos recortes adicionales.

TPM y expectativas (porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.



La perspectiva del Banco Central

El objetivo de la política monetaria sigue siendo, como siempre, la estabilidad de precios. Lo que hoy justifica su sesgo expansivo es el riesgo de una inflación que se quede debajo de la meta, no que la economía crezca poco.

No obstante, dado los mecanismos con los que funciona la economía, es altamente probable que una inflación baja esté asociada a una actividad débil y que una política monetaria expansiva pueda influir sobre ambas.

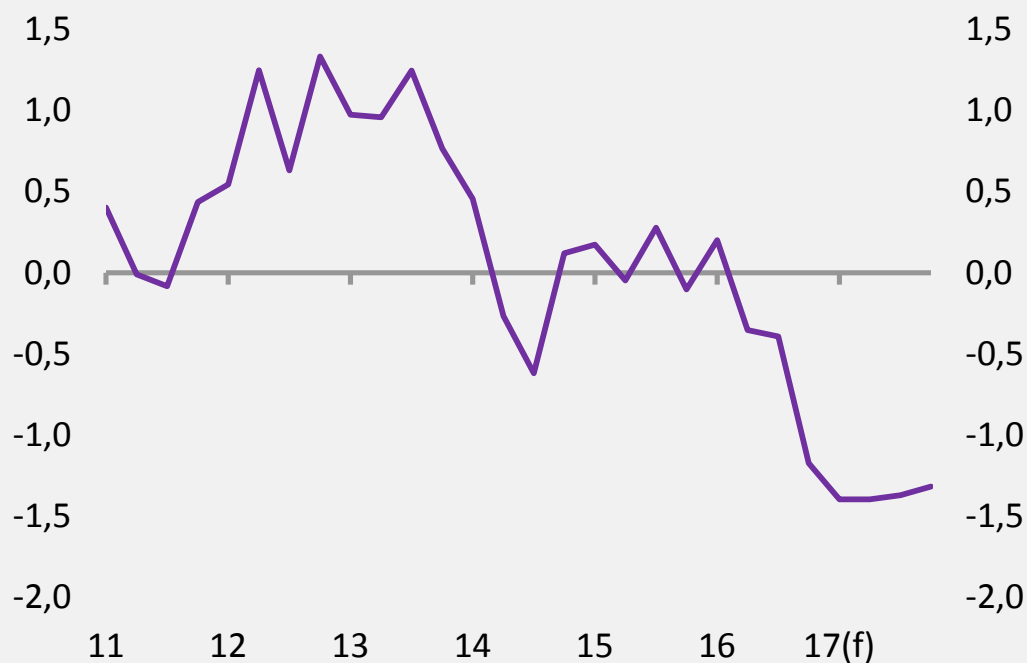
En la medida que cambios de la tasa de política incidan sobre las tasas de interés de mercado, la política monetaria tiene múltiples canales de transmisión hacia la inflación, algunos a través de la demanda interna y la actividad, otros a través de los precios de los activos.

Los determinantes de la inflación y la eficacia de los canales de transmisión de la política monetaria pueden variar a lo largo del ciclo o en respuesta a factores idiosincráticos, pero en principio, una mayor brecha de actividad debería elevar la importancia de la demanda interna.

Aún así, la política monetaria no puede incidir sobre la capacidad de crecimiento de largo plazo ni sobre factores exógenos que frenan la inversión.

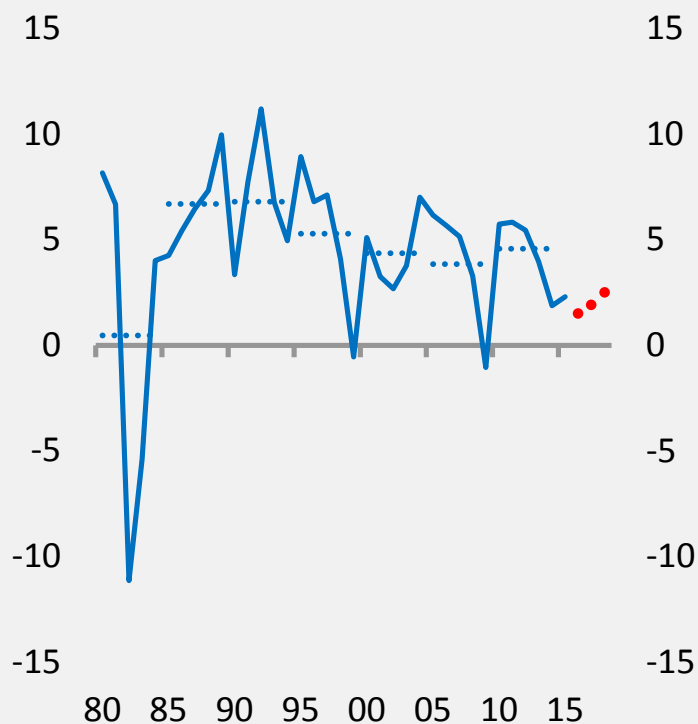
La brecha proyectada para el 2017 es la más alta de los últimos años y, por tanto, es posible que en lo venidero la trayectoria de la inflación subyacente esté más influenciada por esta variable que hace uno o dos años.

Brecha de actividad
(variación anual, porcentaje)



La economía ha completado varios años de bajo crecimiento, que si bien no se han traducido todavía en un deterioro significativo del mercado laboral o los indicadores financieros, si han afectado la capacidad de crecimiento potencial.

Crecimiento económico chileno (1)(2) (variación anual, porcentaje)



Proyección de crecimiento de mediano plazo en los respectivos IPoM (variación anual, porcentaje)

IPoM	PIB Total	PIB Resto	PIB RR.NN.
Sep. 2005	+/-5%	-	-
Sep. 2014	4,0-4,5	4,1-4,6	2,5
Sep. 2015	3,5	3,6	2,9
Sep. 2016	3,2	3,3	2,9

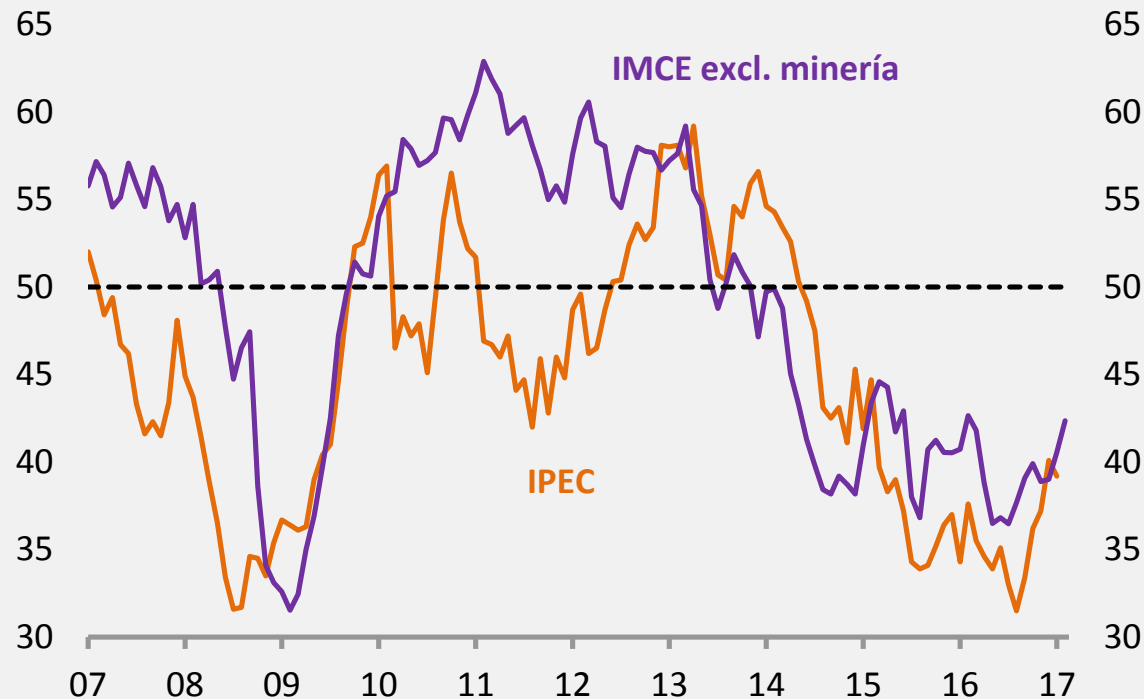
(1) Líneas punteadas corresponden a promedios cada 5 años. (2) Para 2016 se utiliza variación anual del Imacec. Para 2017 y 2018 se considera la mediana de la EEE de febrero del 2017.

Fuente: Banco Central de Chile.



Se ha sumado un ambiente que en general ha sido poco propicio para el crecimiento. La confianza de consumidores y empresas se ha mantenido en niveles bajos por mucho tiempo. Es importante revisar qué lo ha provocado, cuáles son sus reales implicancias y cómo superarlo.

Expectativas de empresas y consumidores (*) (índice)



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

Fuentes: Adimark e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.



Oportunidades y desafíos para un mayor dinamismo

El mayor dinamismo de los países desarrollados, la estabilidad en China y la reactivación de economías emergentes rezagadas genera mejores oportunidades para el comercio exterior

La mejora en los precios de las exportaciones, unido a tipo de cambio nominal más alto y la racionalización de costos elevaría la rentabilidad de actividades exportadoras.

Mejora en cuentas fiscales acota deterioro de indicadores de endeudamiento.

Empresas y consumidores han sabido reaccionar a este período ordenando sus cargas financieras, mejorando sus procesos y reduciendo sus costos.

El precio de la energía ha descendido y la seguridad del abastecimiento ha aumentado, lo que es muy importante para sectores claves de la economía chilena.

El mercado laboral no muestra los niveles de estrés de hace tres o cuatro años, cuando el costo de la mano de obra subía impulsado por las externalidades que generaba el *boom* minero en el norte del país.

Pasar de una valoración del crecimiento a un sentido de urgencia y propuestas concretas. La política monetaria y financiera puede acotar el ciclo, pero un cambio de expectativas requiere una señal más potente de los actores políticos y sociales



Evolución del Escenario Macroeconómico para Chile

Mario Marcel
Presidente



Banco Central de Chile, Marzo 2017