



Economía chilena e internacional y sus perspectivas para el año 2017

Mario Marcel C.
Presidente



Banco Central de Chile, Marzo 2017

Introducción

En lo más reciente los datos y perspectivas de crecimiento mundial, especialmente del mundo desarrollado, han mejorado. EE.UU. es la economía que lidera esta dinámica. En este ambiente, las condiciones financieras se han vuelto algo más positivas.

Se suma el alza en el precio de las materias primas en los últimos meses, impulsando los términos de intercambio de los países exportadores de estos productos, entre ellos los de América Latina. De todas formas, existe heterogeneidad en el desempeño de la región.

Con todo, los riesgos son similares a los de unos meses atrás. Estos se relacionan, principalmente, con los desarrollos fiscales y monetarios en EE.UU., el proceso de ajuste de la economía china y la incertidumbre política en Europa.

En Chile, la inflación se ubica cercana algo por debajo de 3% y se espera que siga bajando en lo próximo. La actividad del último trimestre del 2016 sorprendió a la baja, lo que se trasladó a comienzos del 2017.

En este contexto, el Consejo redujo la tasa de política monetaria y dejó abierta la posibilidad un nuevo ajuste en el corto plazo.

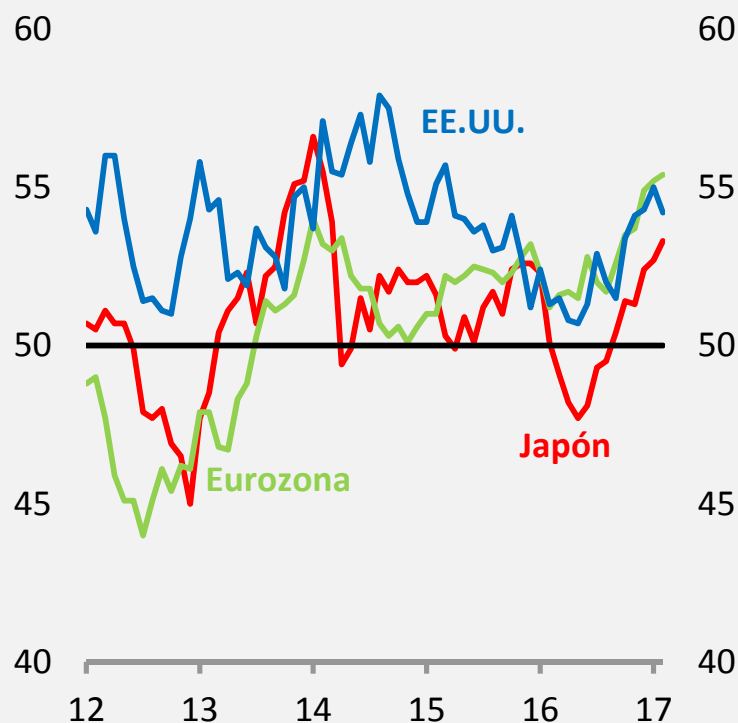


Escenario internacional

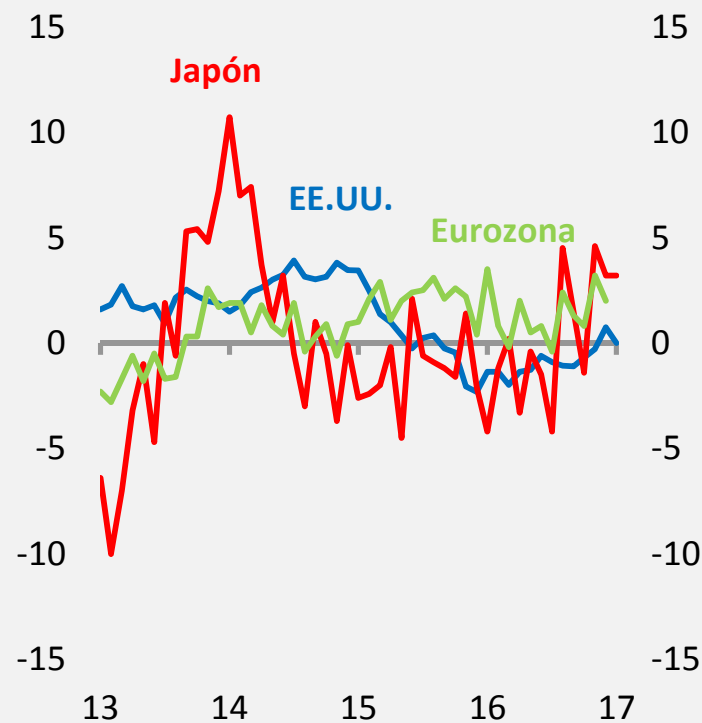


En los últimos meses se ha observado un mejor tono en el escenario económico global, en particular en el mundo desarrollado.

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



Producción industrial
(variación anual, porcentaje)

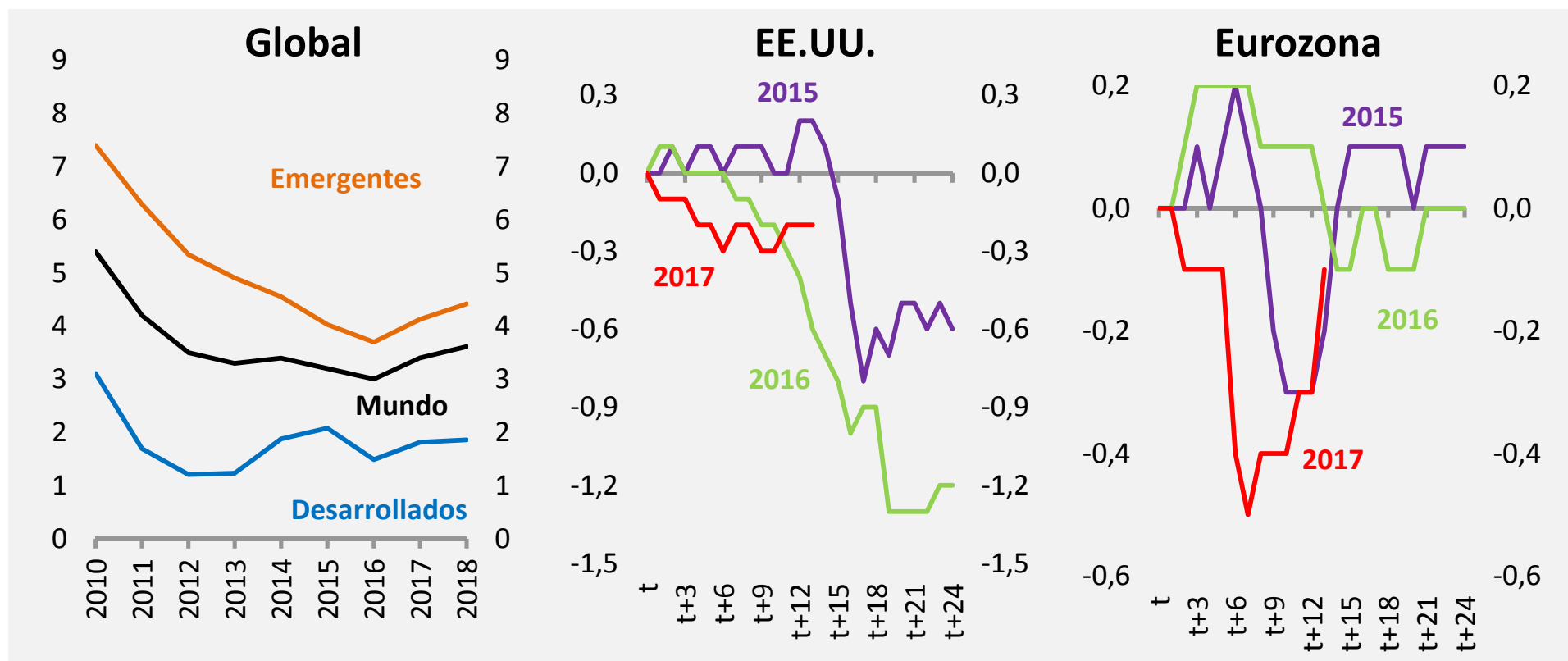


(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).
Fuente: Bloomberg.



Esto ha afianzado la visión de que el crecimiento global será mejor este año y el próximo, incluso con correcciones al alza en algunas regiones.

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



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

Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

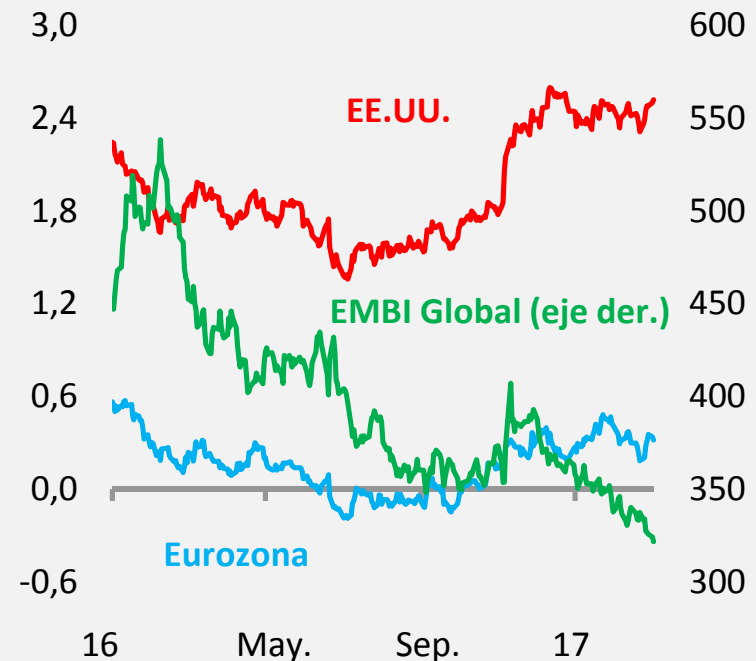


En coherencia, los mercados bursátiles han mejorado, en particular en el mundo desarrollado, las tasas de interés de largo plazo han aumentado, y las primas por riesgo han descendido.

Mercados bursátiles (*)
(índice 2016=100)



Tasas a 10 años y *spread* soberano
(porcentaje; puntos base)

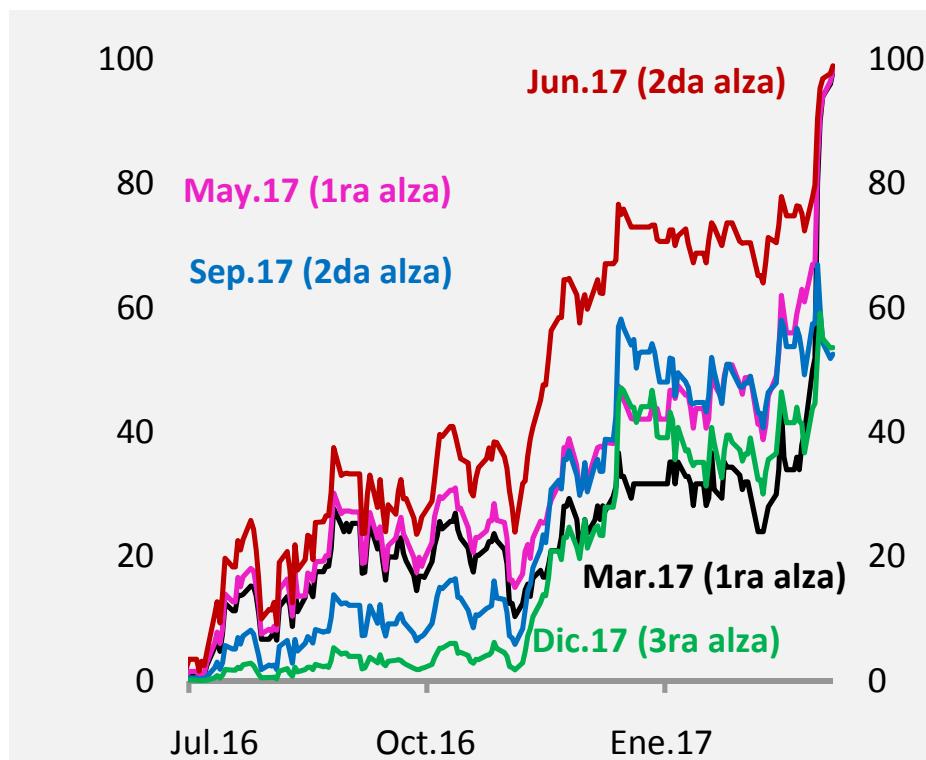


(*) Corresponde a los índices accionarios de Morgan Stanley Capital International.
Fuente: Bloomberg.

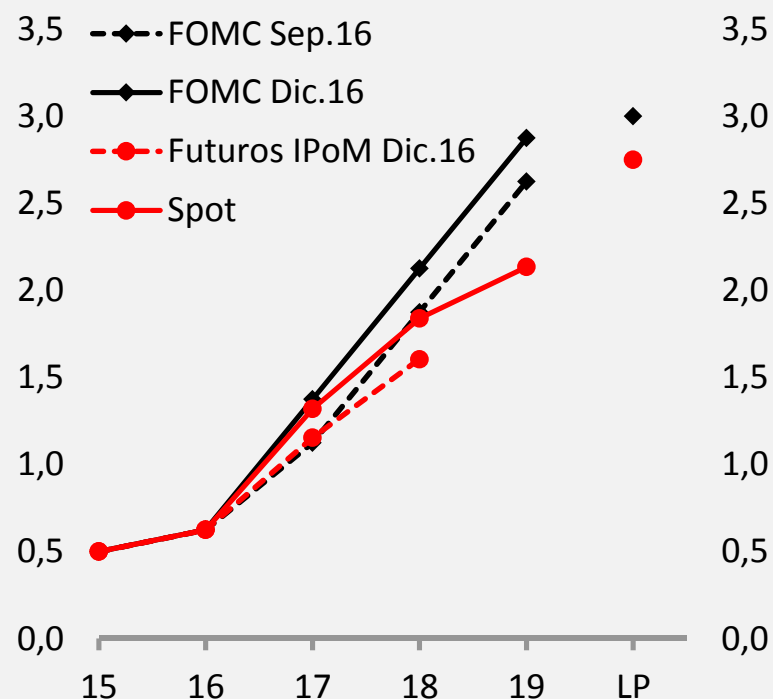


En este contexto, la Fed aumentó su tasa por segunda vez y ha dado señales de un retiro algo más rápido del estímulo monetario sin provocar grandes disrupciones en el mercado financiero.

Expectativas para la tasa de fondos federales (probabilidad acumulada, porcentaje)



Trayectoria fed fund (porcentaje)

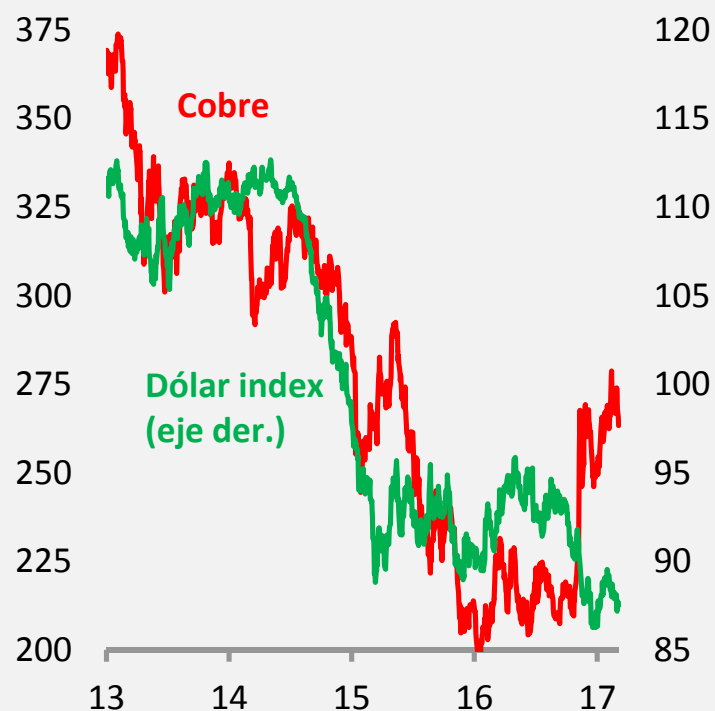


Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

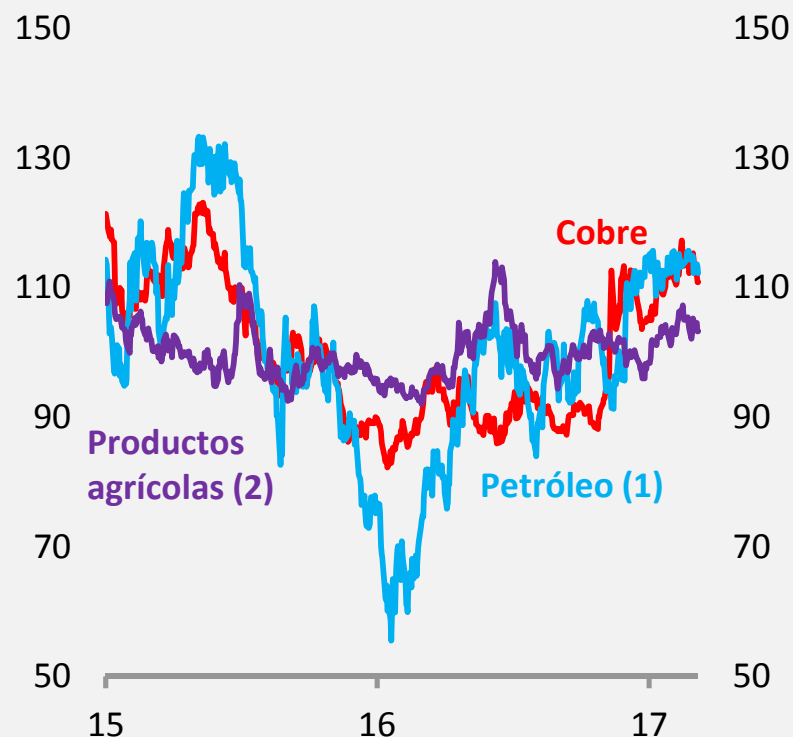


Los precios de las materias primas también han mejorado en los últimos meses, combinando el tono de la economía mundial y factores de oferta. En el caso del cobre las razones de su alza son menos evidentes.

Precio del cobre y dólar multilateral
(centavos de dólar por libra; índice 2013-2017=100)



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



(1) Promedio entre el precio del barril de WTI y Brent.

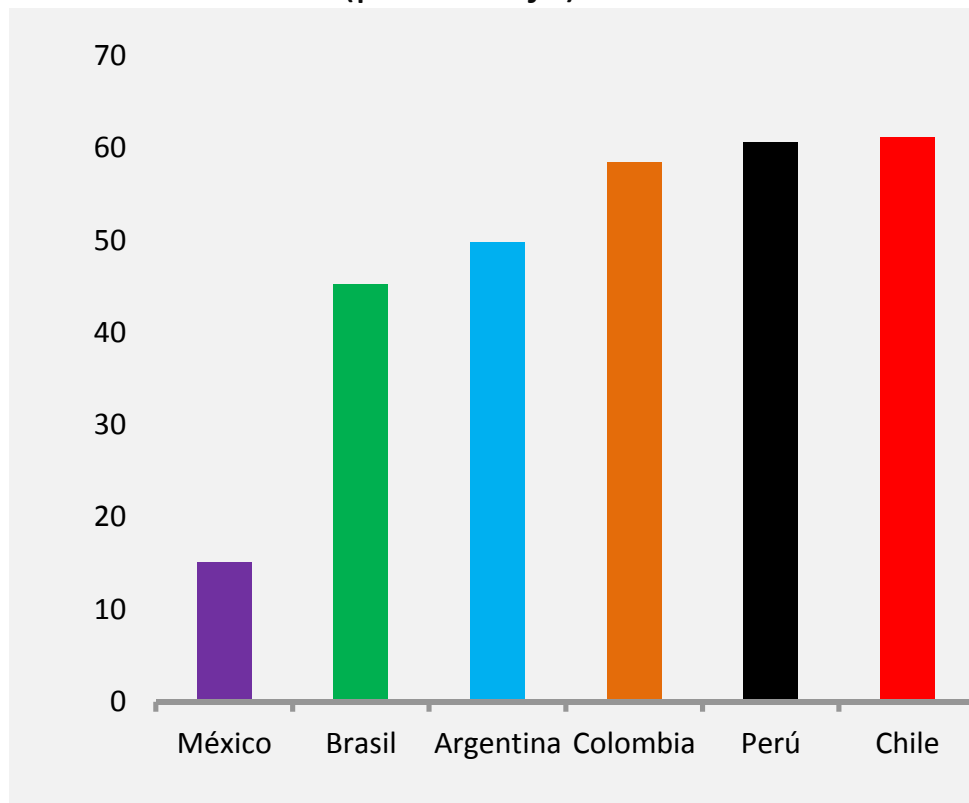
(2) Corresponde al índice agregado de productos agrícolas de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

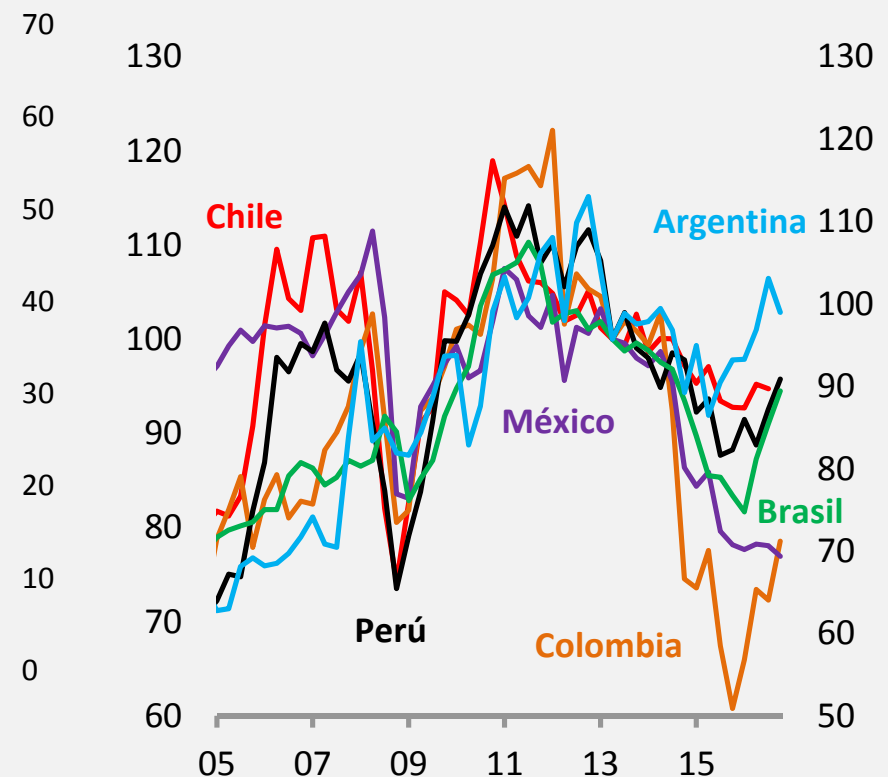


El aumento del precio de las materias primas es relevante para el mundo emergente, pues ha impulsado los términos de intercambio. En América Latina su efecto es mayor por la relevancia de las materias primas.

Estructura de exportación de materias primas
(porcentaje)



Términos de intercambio
(índice 2T.2013=100)

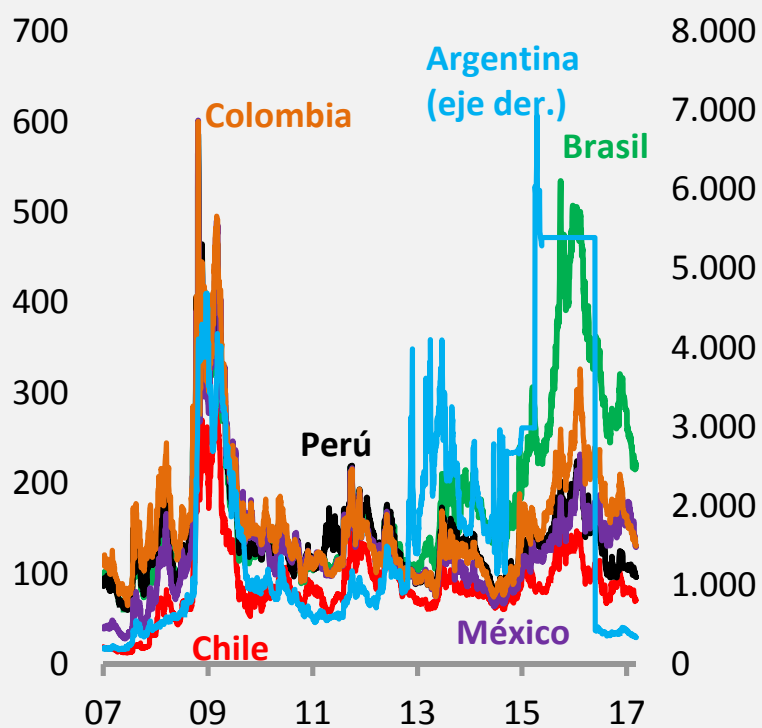


Fuentes: Bloomberg, bancos centrales de los respectivos países y Fondo Monetario Internacional.



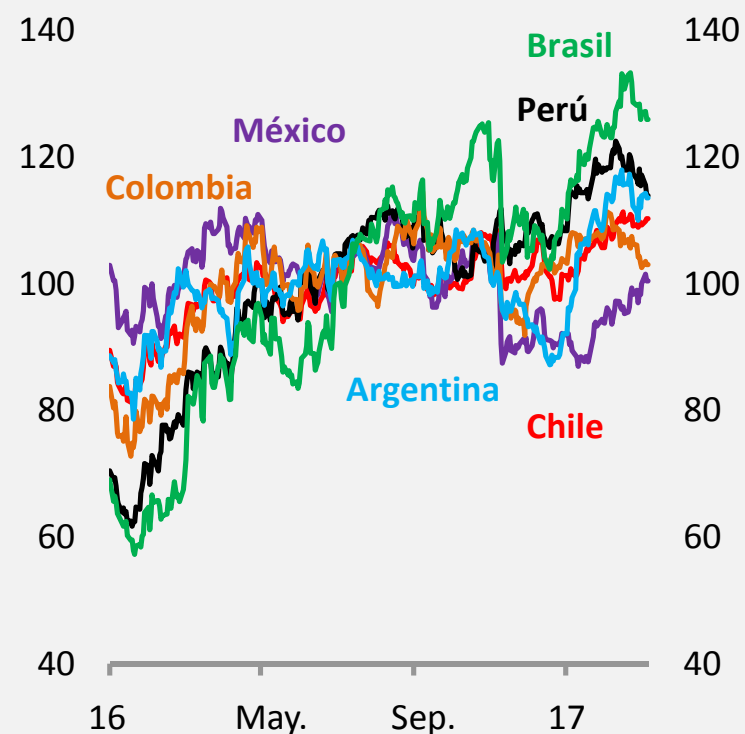
Se suman mejores condiciones financieras internacionales, en parte por un percepción de mayor apetito por riesgo.

CDS a 5 años
(puntos base)



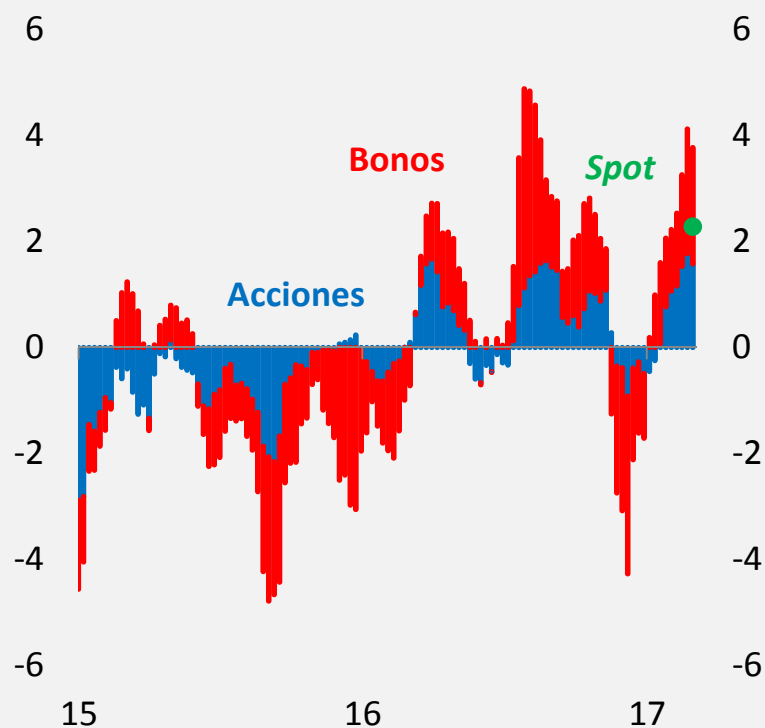
Fuente: Bloomberg.

Mercado bursátil
(índice 2016-2017=100)

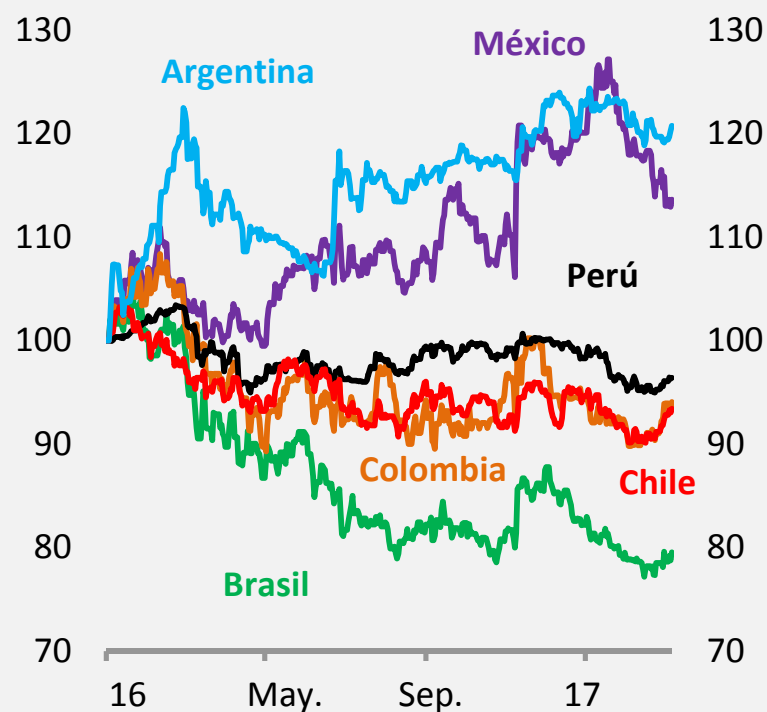


Lo que ha favorecido, entre otros, mayores entradas de capitales y la apreciación de las monedas.

Flujos a América Latina
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Tipo de cambio
(índice 02.ene.2016 = 100)

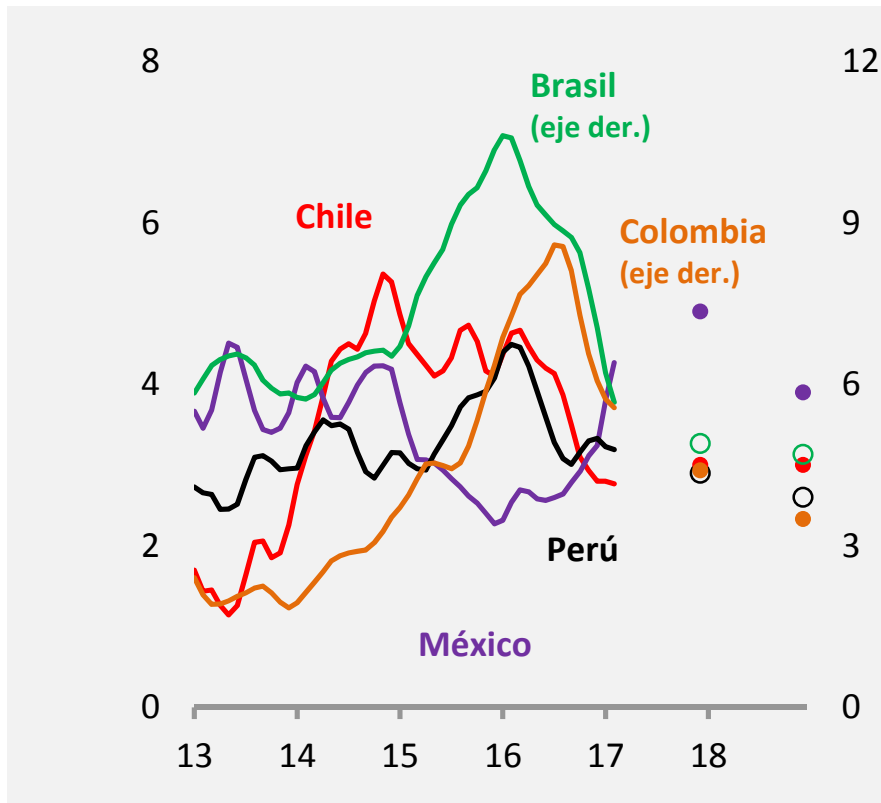


Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

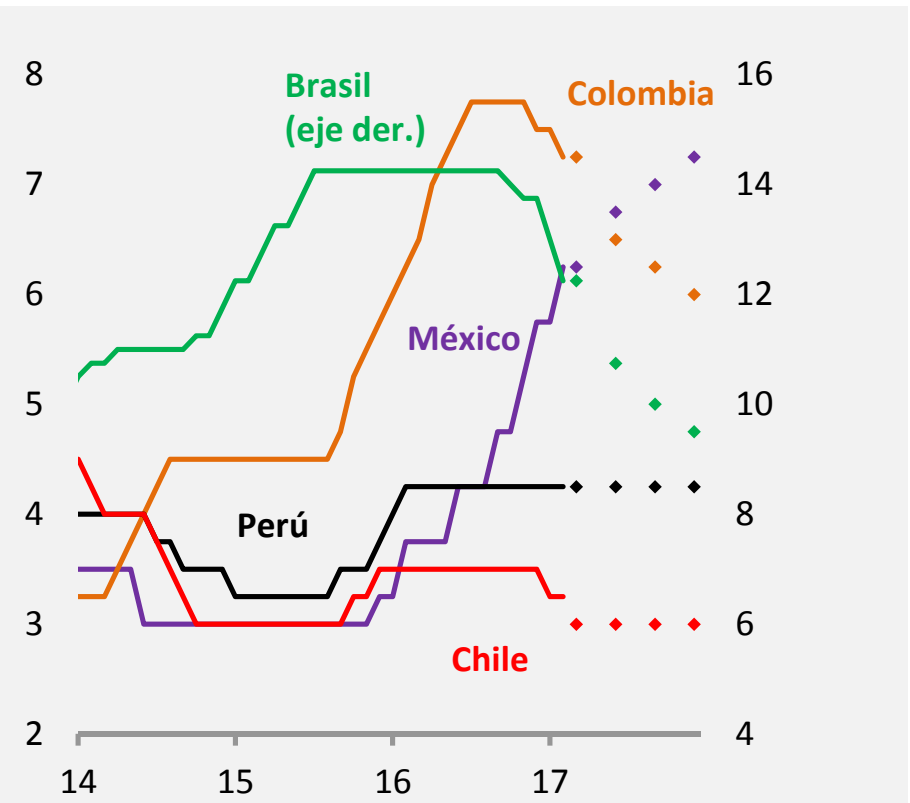


La dinámica cambiaria reciente ha contribuido con menores presiones inflacionarias y propiciado perspectivas de una política monetaria más laxa en la mayoría de las economías de América Latina.

Inflación América Latina (1)
(porcentaje)



TPM América Latina (2)
(porcentaje)

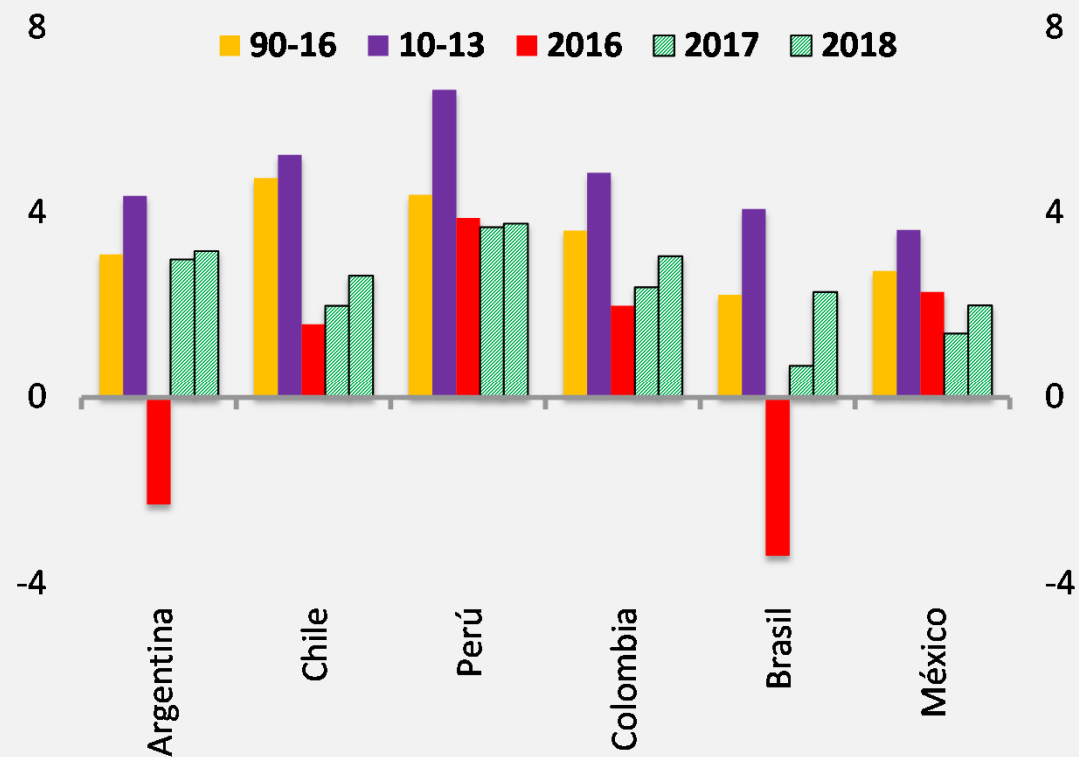


(1) Los puntos o círculos representan las proyecciones incluidas en Consensus Forecasts de febrero 2017. (2) Proyecciones corresponden a la mediana de encuestas de Bloomberg al 03 de marzo del 2017. Para Chile se utiliza la EEE de febrero de 2017. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.



Así, hacia adelante se prevé una recuperación del crecimiento económico.

PIB: Crecimiento y perspectivas países de América Latina (variación anual, porcentaje)

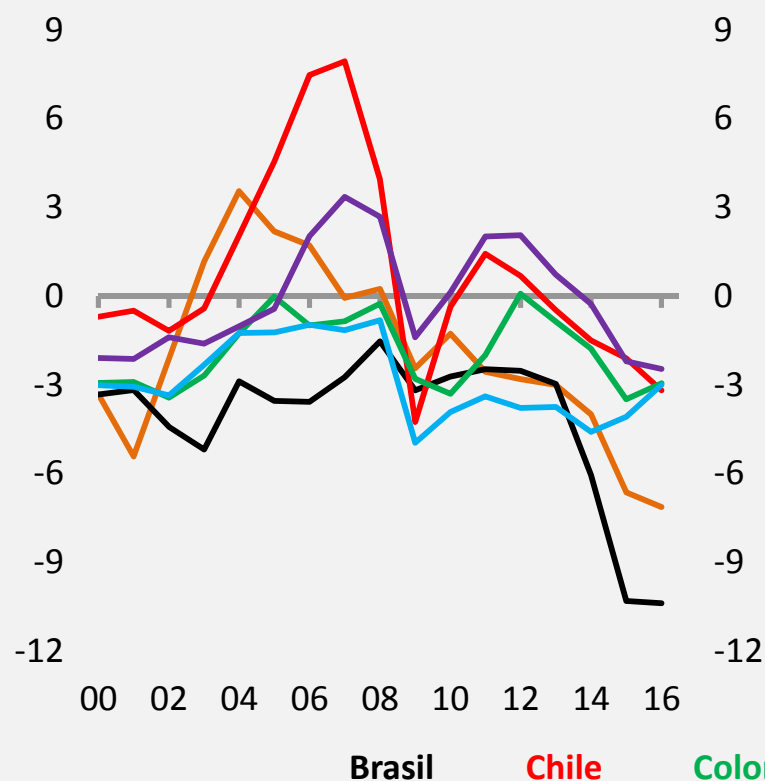


Fuentes: Bloomberg, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

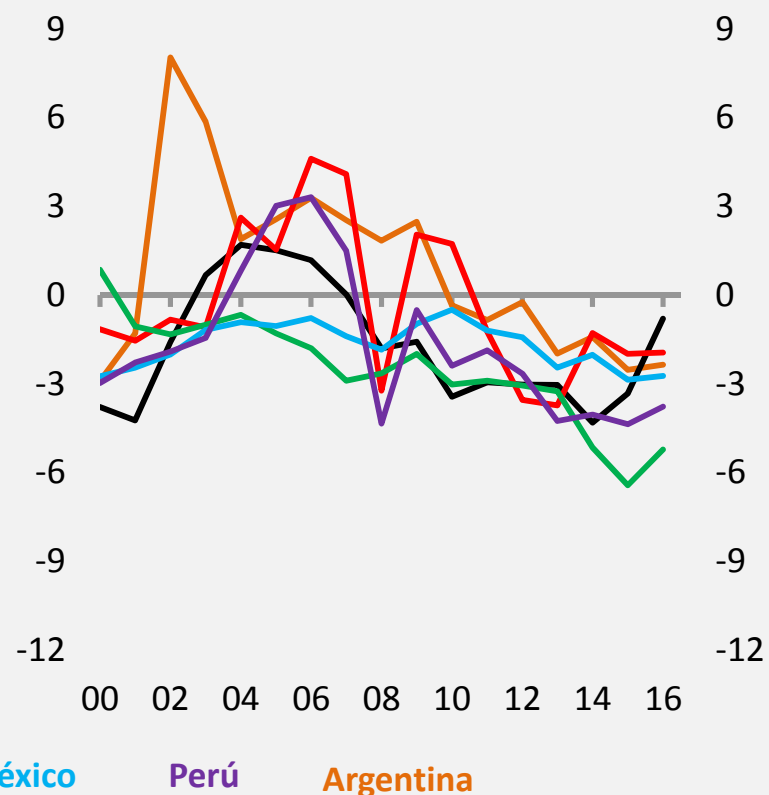


Y además, una recuperación de las perspectivas del balance externo y fiscal en gran parte de estas economías.

Saldo fiscal
(porcentaje del PIB)



Cuenta corriente
(porcentaje del PIB)

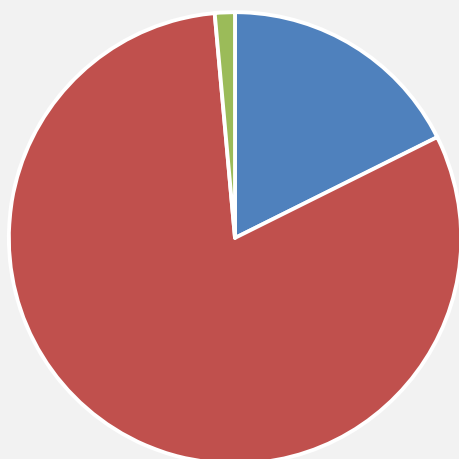


Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.



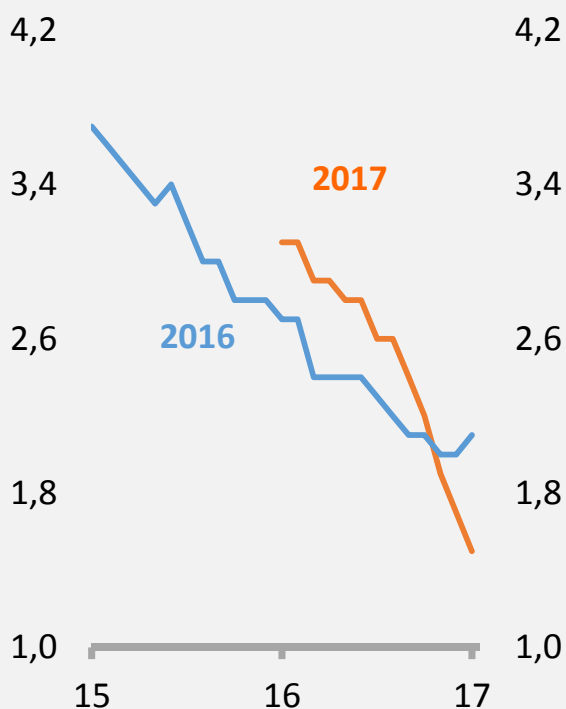
Una excepción a este escenario es México, especialmente por su estrecha relación comercial con EE.UU. y las dudas en torno a las medidas que ha anunciado la nueva administración.

Exportaciones por destino
(porcentaje)

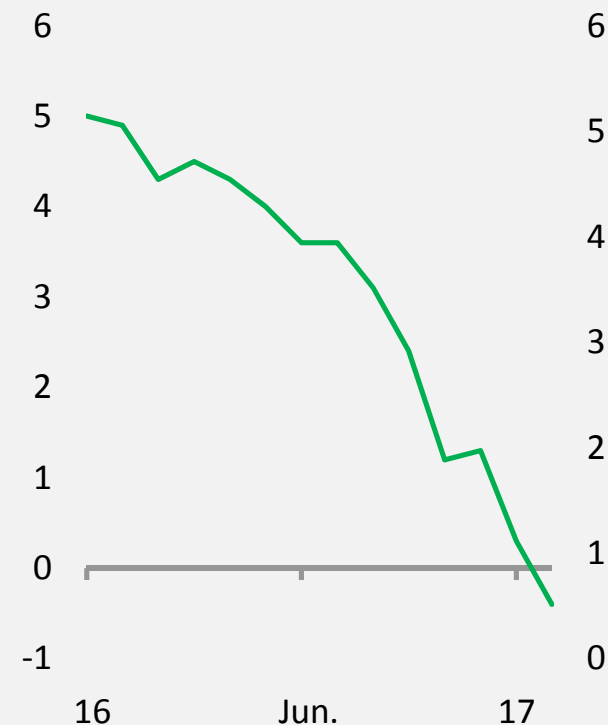


■ Resto del Mundo
■ USA
■ China

Perspectivas crecimiento
(variación anual, porcentaje)



Expectativas de inversión para 2017
(variación anual, porcentaje)

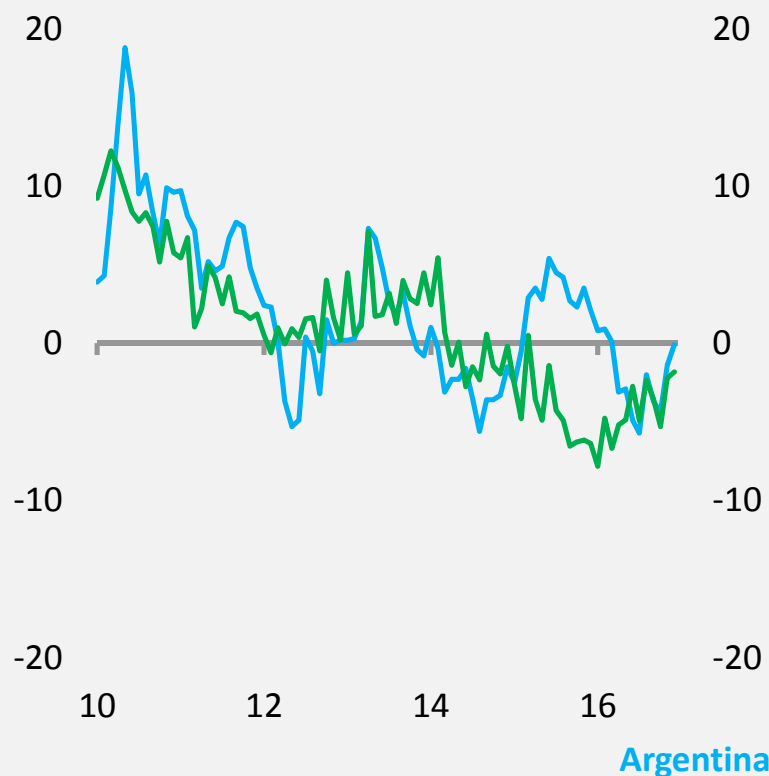


Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

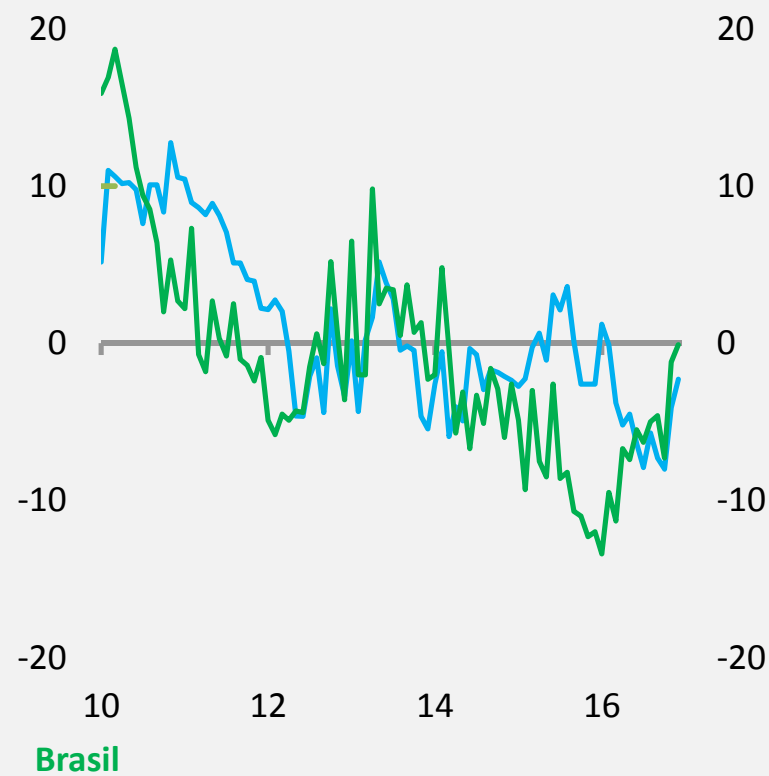


En contraposición, Brasil y Argentina han mostrado mejores datos en el margen tras varios años de bajos registros.

Actividad económica
(variación anual, porcentaje)



Producción Industrial
(variación anual, porcentaje)

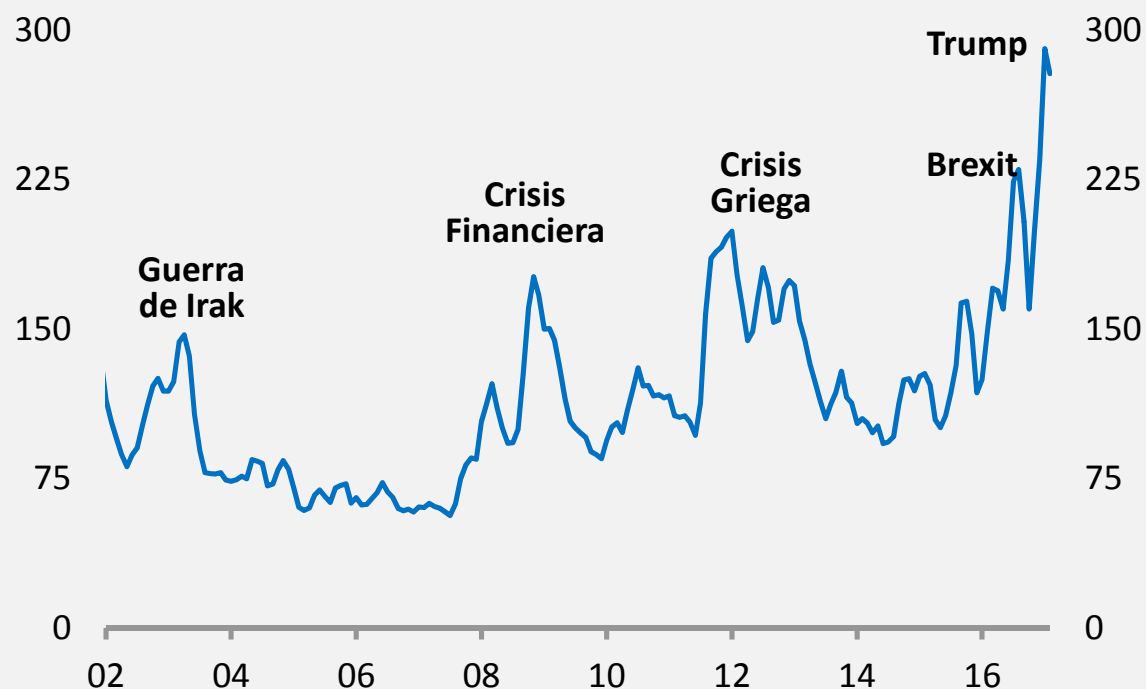


Fuente: Bloomberg.



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)



(*) Promedio móvil trimestral.
Fuente: Bloomberg.



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 decisonal, 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.

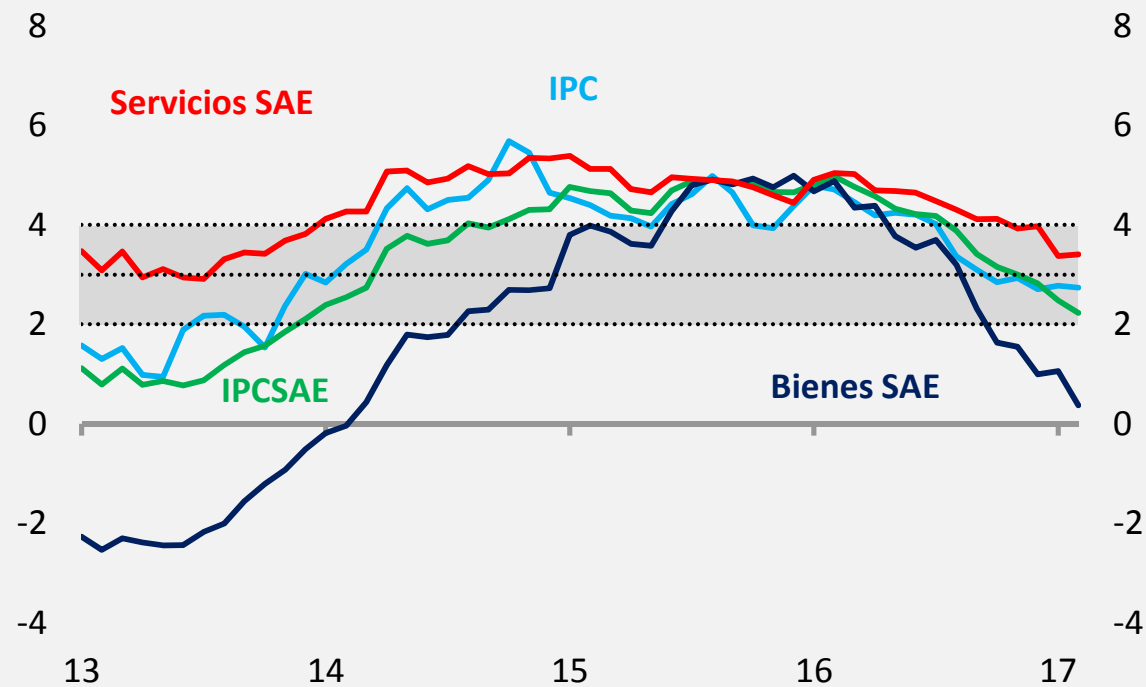
Las economías emergentes han visto un panorama global más positivo en los últimos meses, las condiciones financieras siguen favorables, han retornado los flujos de capital y los tipos de cambio han dejado de presionar la inflación. Pero la probabilidad de nuevas turbulencias siempre es elevada.

Escenario interno



En lo interno, la inflación total y subyacente ha seguido descendiendo.

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

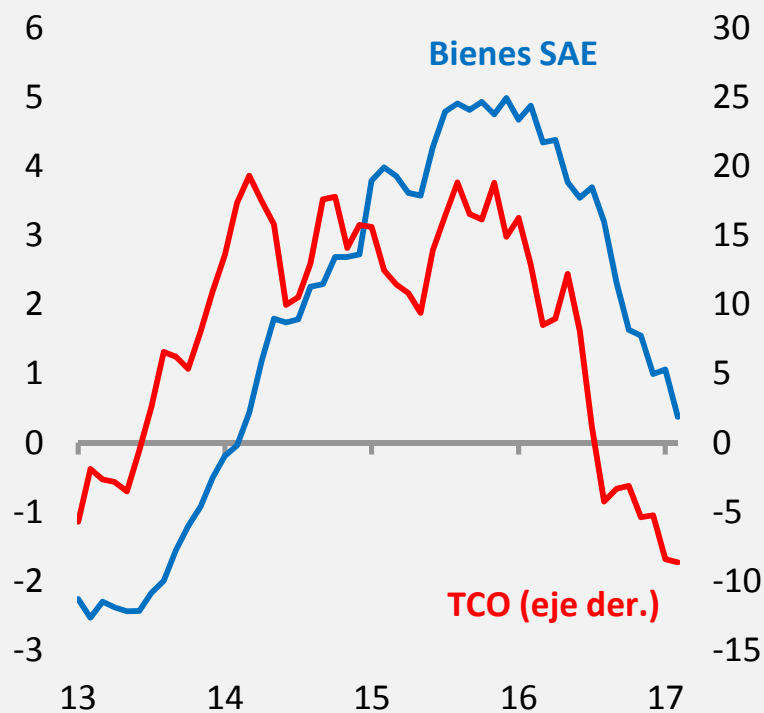


(*) A partir de enero 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

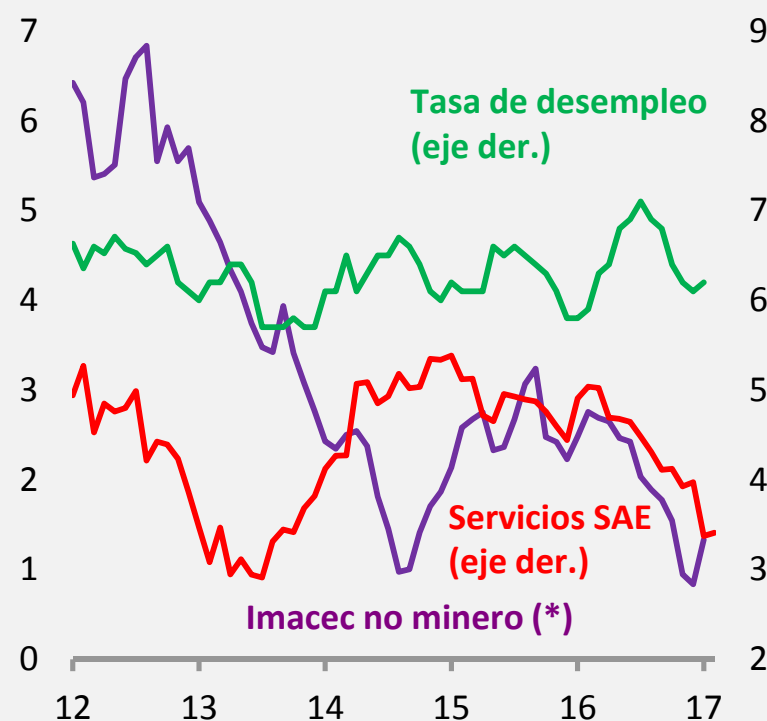


Resalta el significativo descenso de la variación anual del IPCSAE de bienes, fuertemente ligado a la evolución del tipo de cambio. Los servicios, más ligados al estado de las holguras de capacidad y con mucha inercia, han bajado también, pero a un ritmo más lento.

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



Bienes SAE, tasa de desempleo e imacec no minero
(variación anual, porcentaje)



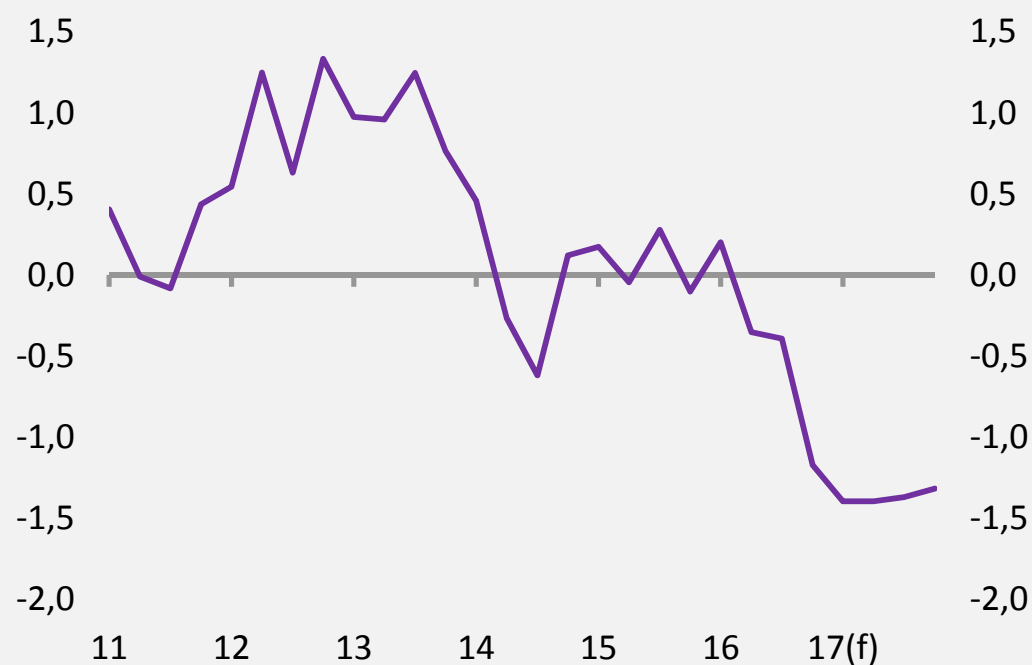
(*) Promedio móvil trimestral.

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



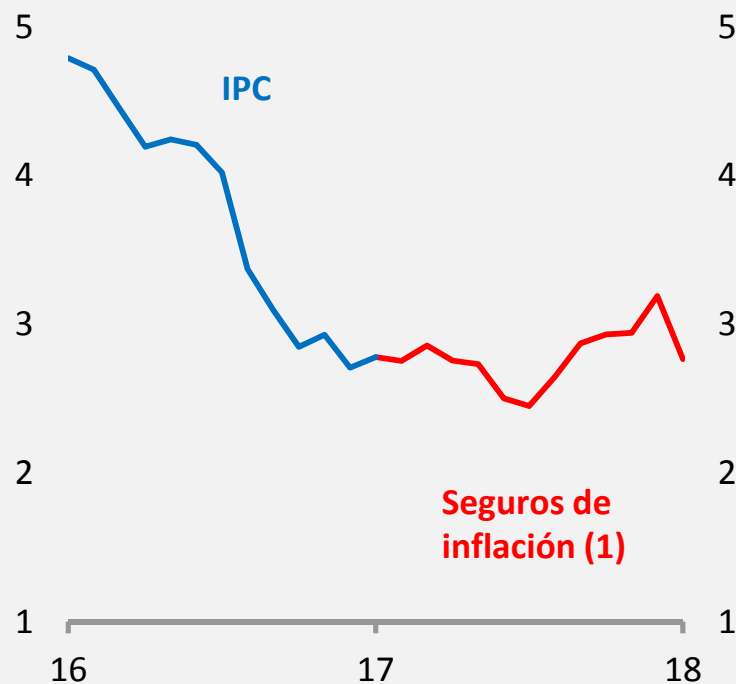
La brecha proyectada para el 2017 es la más alta de los últimos años y, por tanto, es posible que en lo venidero la trayectoria de la inflación subyacente esté más influenciada por esta variable que hace uno o dos años.

Brecha de actividad
(variación anual, porcentaje)

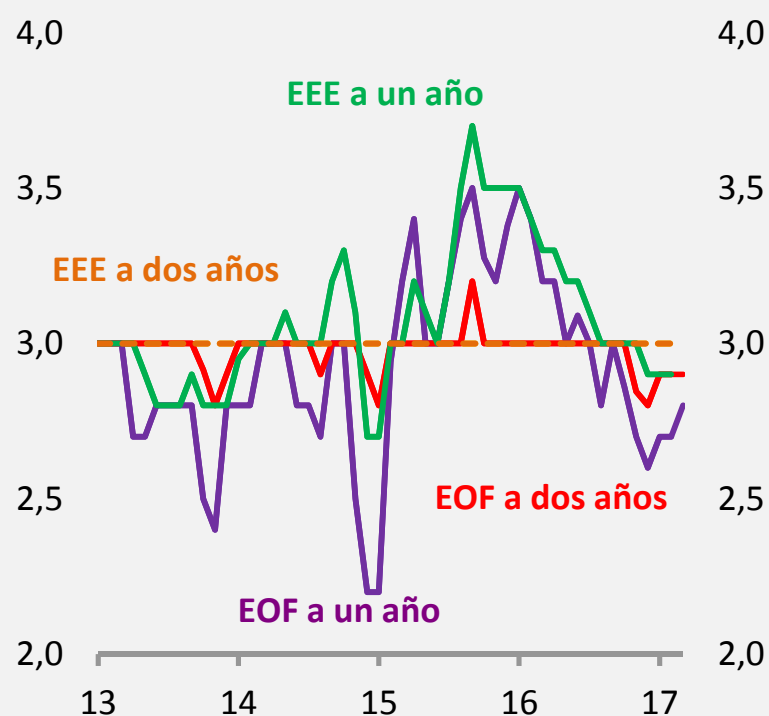


En lo próximo, la variación anual del IPC deberá seguir descendiendo, incluso hasta cifras del orden de 2% anual, para luego retornar al 3%. Las expectativas privadas son coherentes con esta visión.

Seguros de inflación
(porcentaje)



Expectativas de inflación (2)
(porcentaje)



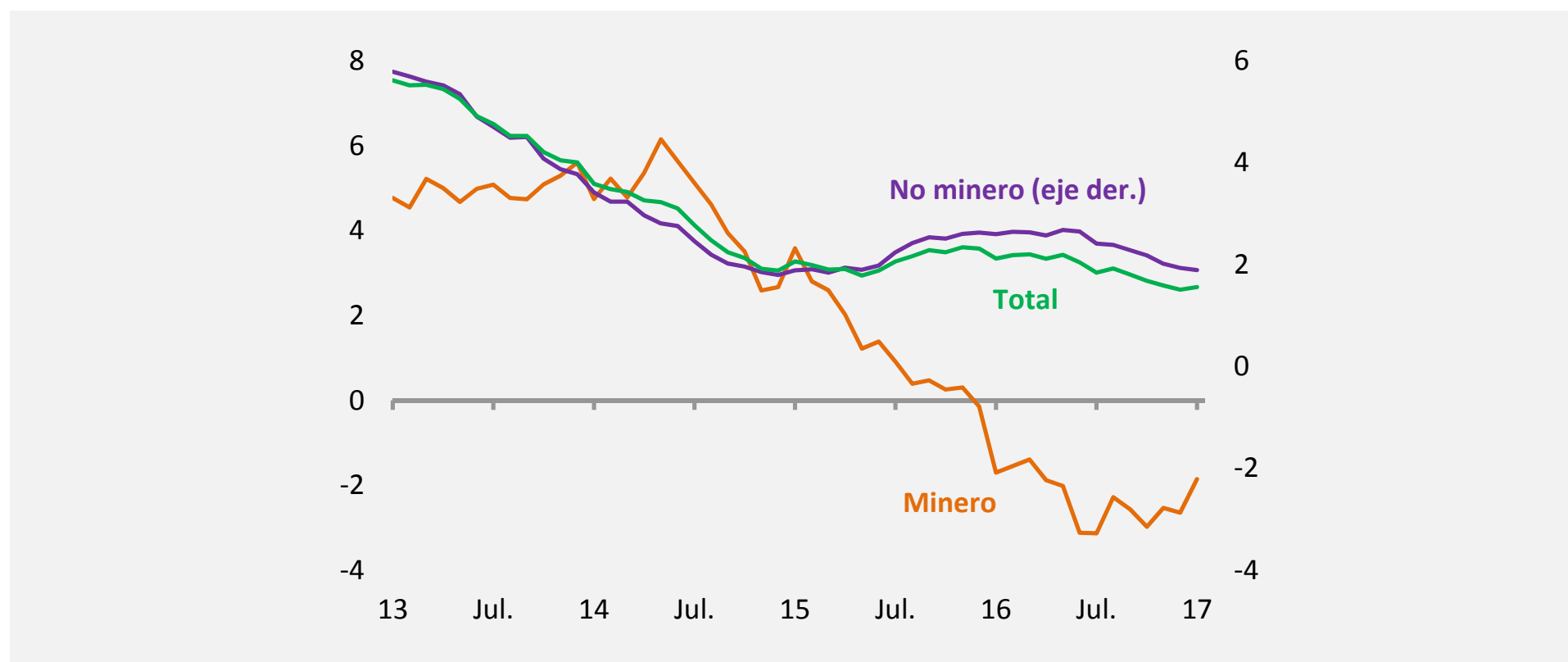
(1) Proyección en base a seguros de inflación en frecuencia mensual al 06 de marzo del 2017. (2) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



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)

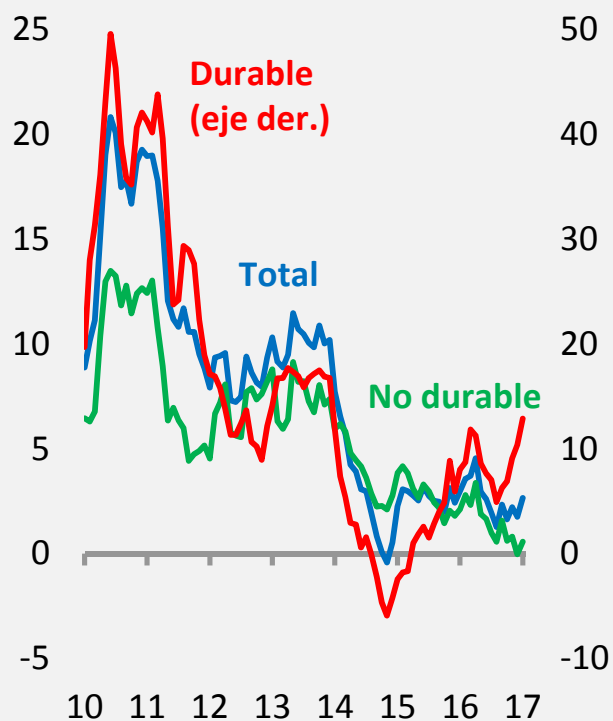


(*) Promedios móviles 12 meses.
Fuente: Banco Central de Chile.



Algunos indicadores parciales del gasto interno y sus fundamentos muestran un panorama más benigno.

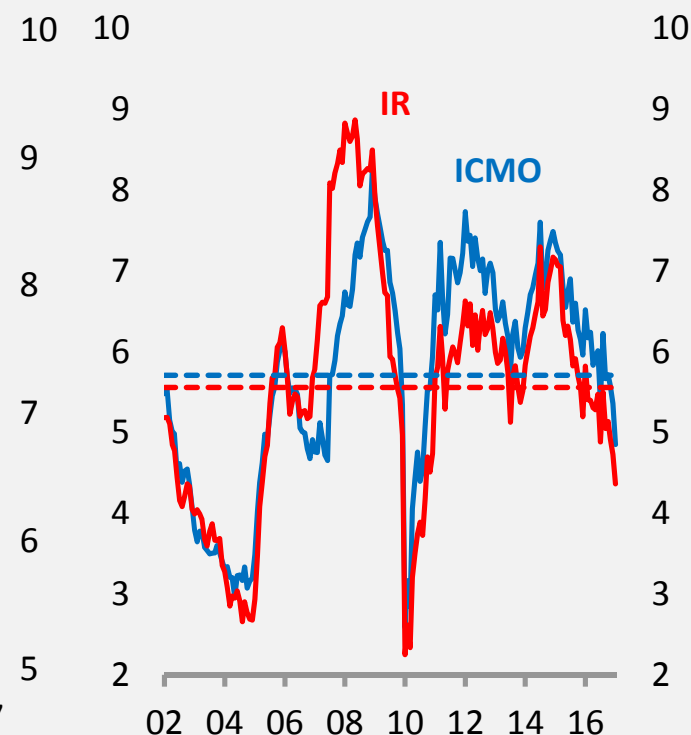
Ventas minoristas (*)
(variación anual, porcentaje)



Tasa de desempleo
(porcentaje)



Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



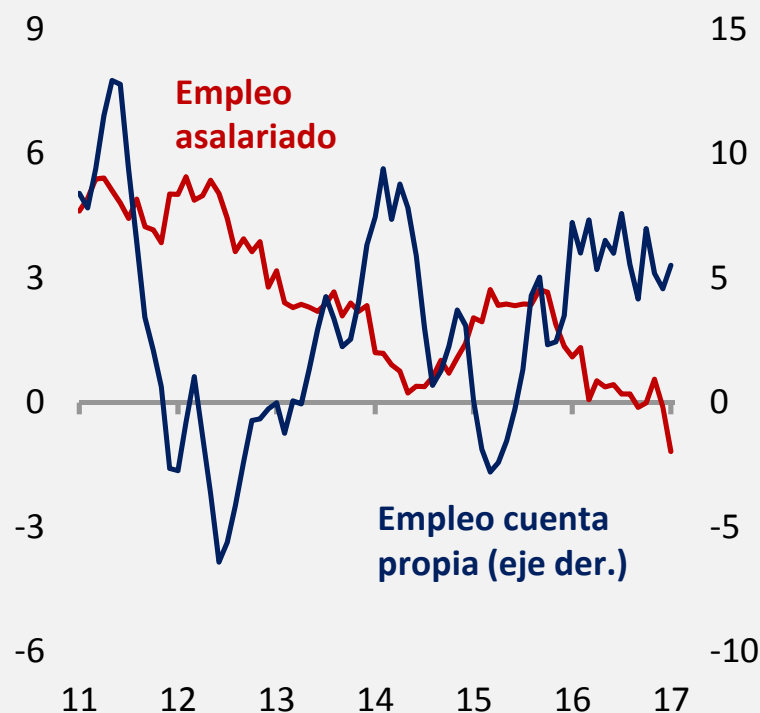
(*) Índice de actividad del comercio al por menor real. Promedios móviles trimestrales. Series empalmadas desde 2013 (hacia atrás) usando variaciones mensuales.

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

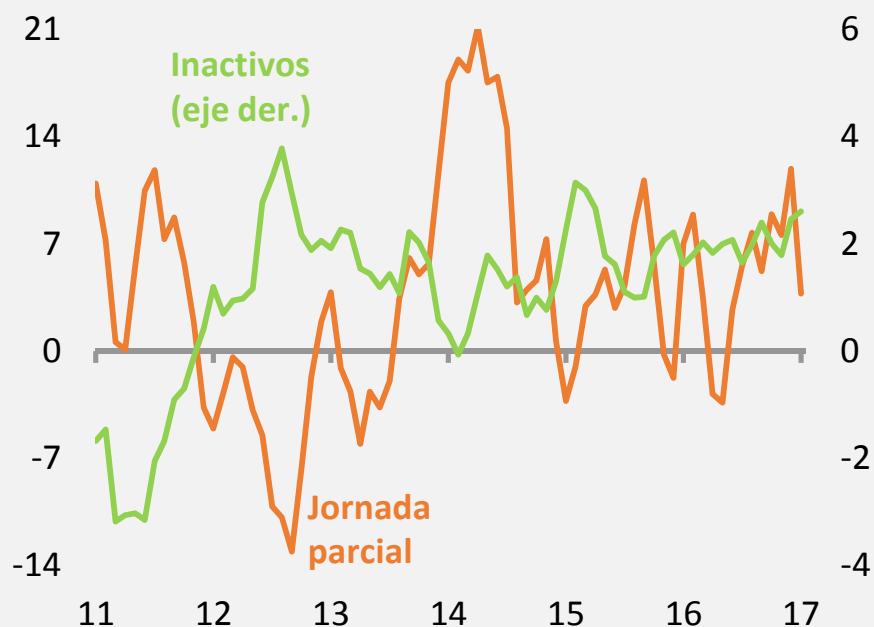


Sin embargo, hay otros elementos que deben ser revisados con cuidado. Por un lado, la creación de empleo asalariado se ha estancado e incluso caído en el margen. Esto se ha acompañado de un aumento de los inactivos y de quienes trabajan jornadas parciales.

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

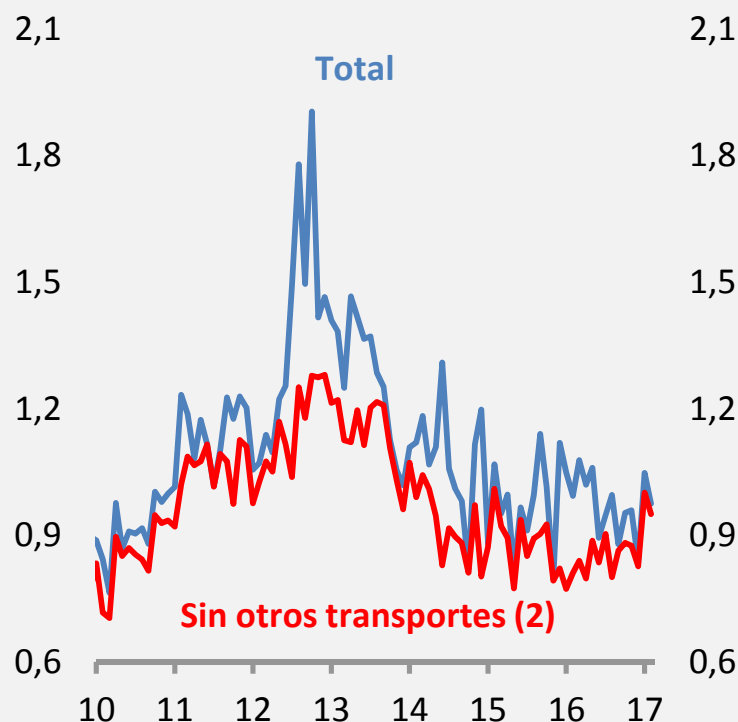


Mercado laboral
(variación anual, porcentaje)

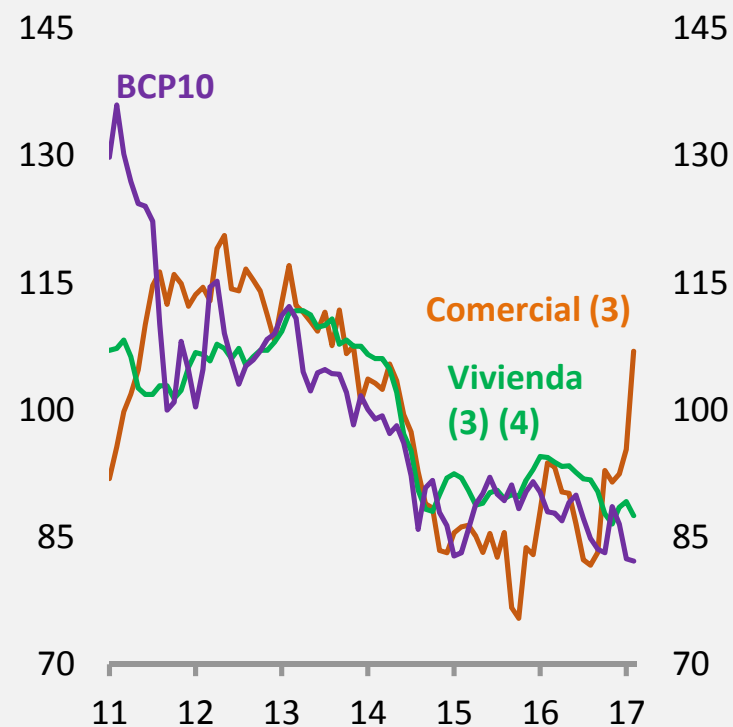


Por otro lado, la inversión no logra despegar pese a que las condiciones financieras son favorables en perspectiva histórica.

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



**Tasas de interés
(índice 2011-2016=100)**

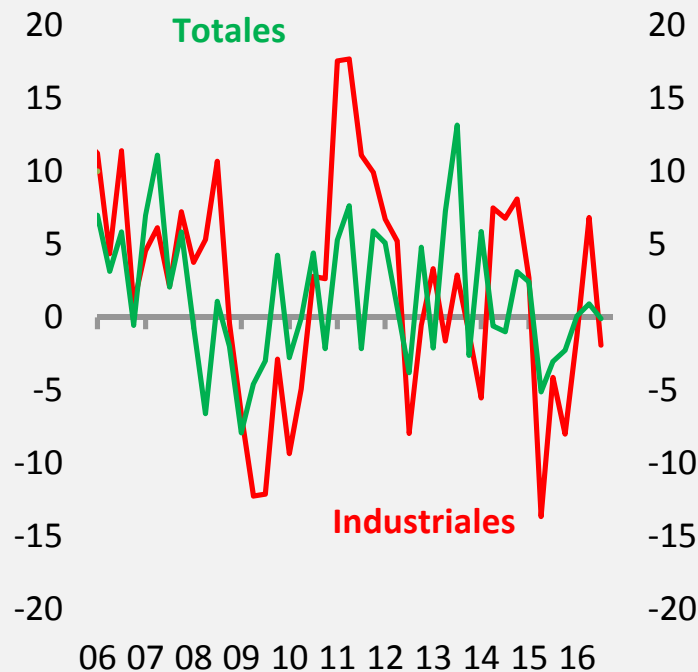


(1) Series desestacionalizadas. (2) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).
(3) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (4) Corresponden a colocaciones en UF.
Fuente: Banco Central de Chile.



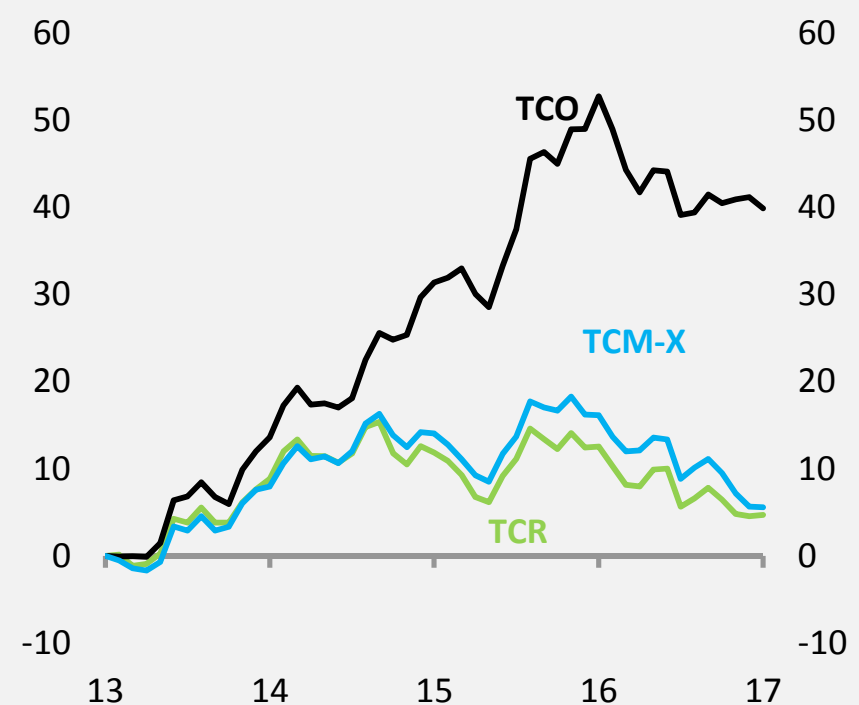
Pese a la depreciación nominal del peso el volumen exportado no ha aumentado de forma relevante, pues el mayor tipo de cambio ha sido un fenómeno ligado a una apreciación global del dólar, y no ha significado una ganancia de competitividad por si solo.

Evolución exportaciones
(variación anual, porcentaje)



Tipo de cambio

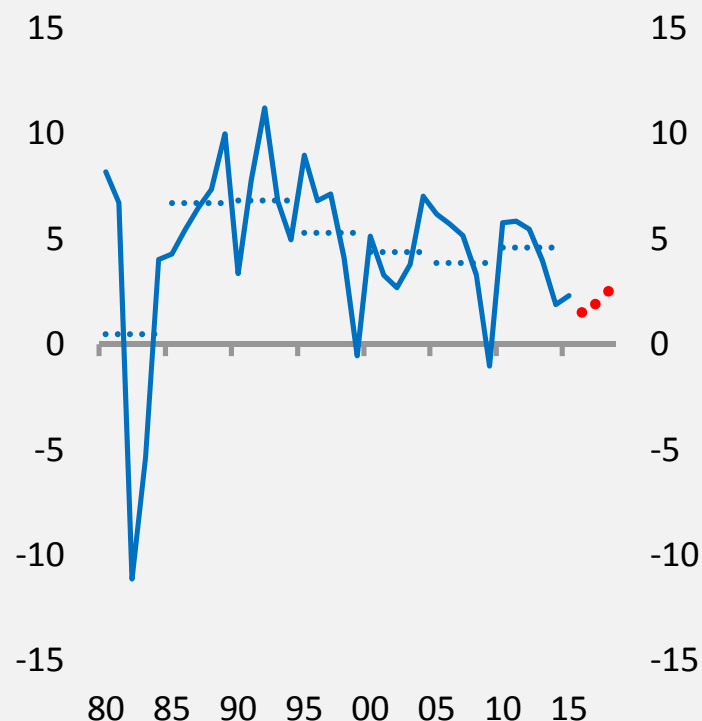
(variación acumulada desde enero del 2013, porcentaje)



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, sí 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

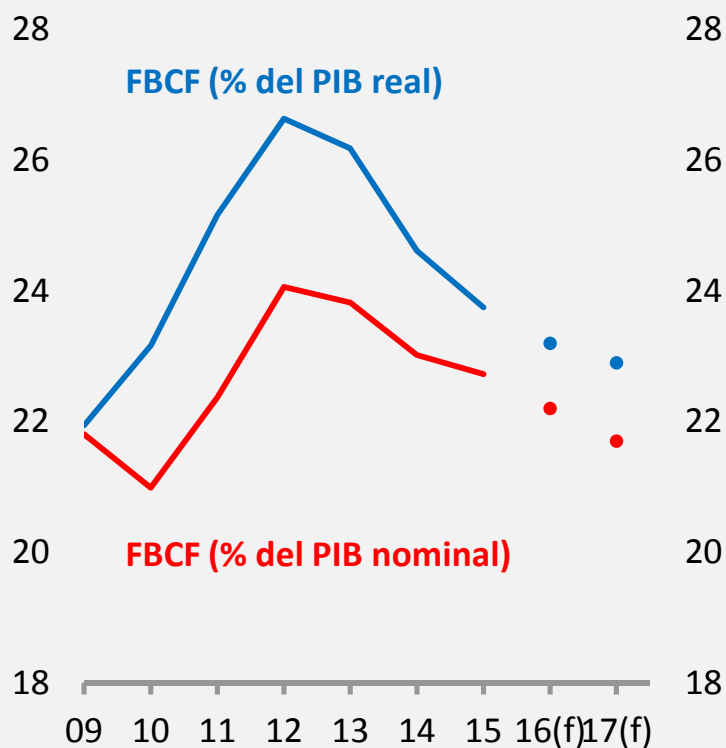
(1) Líneas punteadas corresponden a promedios cada 5 años. (2) Para 2016 se utiliza variación anual del Imacec. Para 2017 y 2018 se considera la mediana de la EEE de febrero del 2017.

Fuente: Banco Central de Chile.

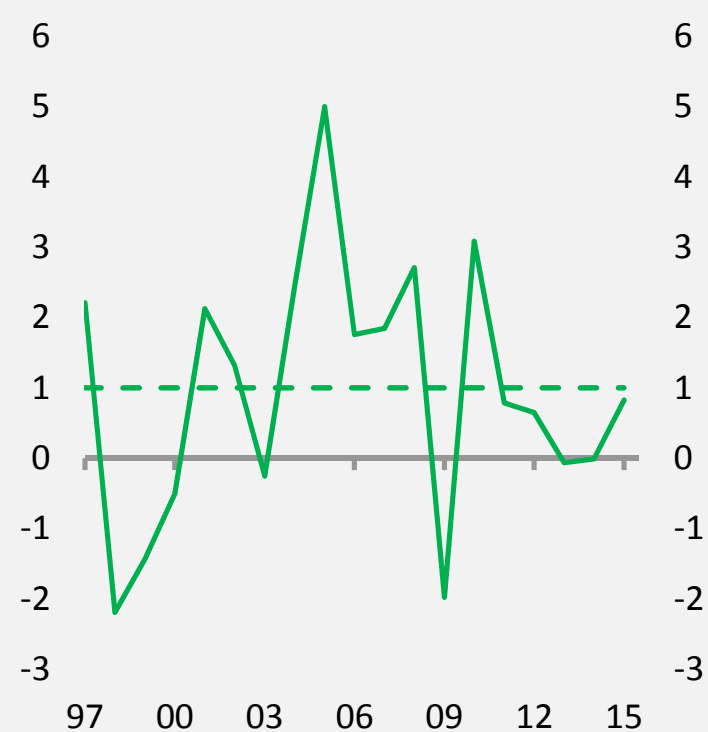


Un factor muy significativo ha sido la caída en la inversión, que se ha sumado a un bajo crecimiento de la productividad.

FBCF
(porcentaje del PIB)



Crecimiento de la PTF (sectores resto) (*)
(variación anual, porcentaje)

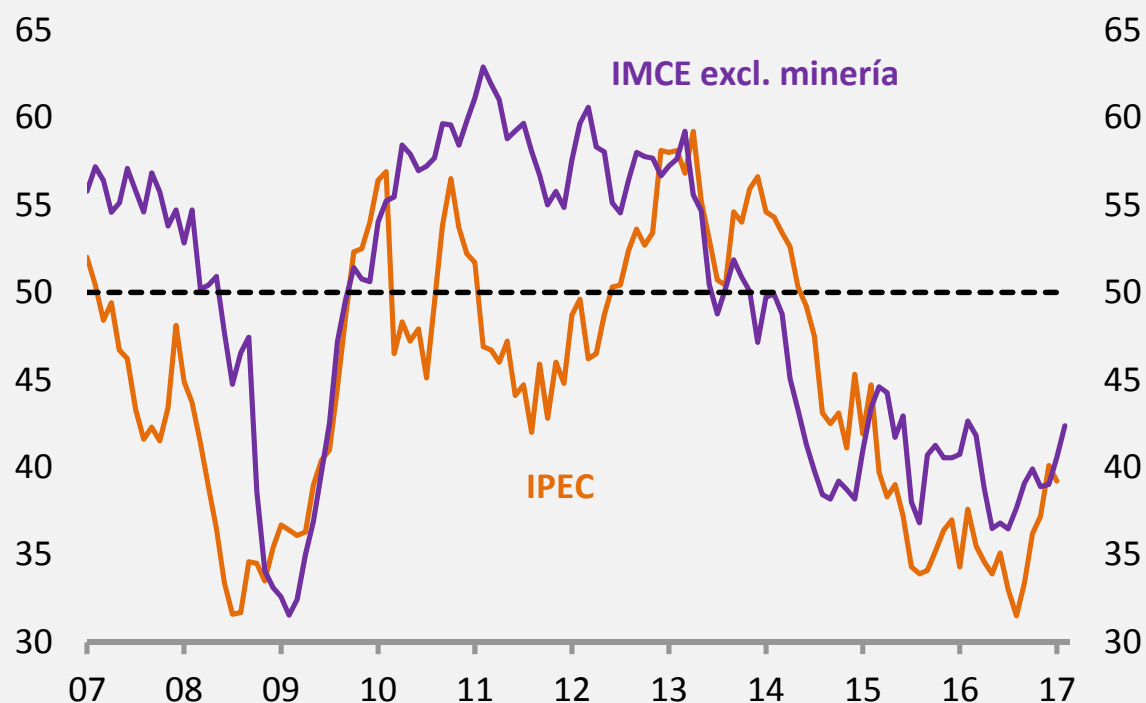


(f) Proyección. (*) Línea segmentada corresponde a promedio 1997-2015.
Fuente: Banco Central de Chile.



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 empresarios y consumidores (*)
(índice)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



En todo caso, Chile tiene posibilidades de mejorar su crecimiento económico en el mediano plazo. La Política Monetaria no puede alterar el crecimiento potencial de la economía, pero si puede reducir la volatilidad de la actividad en el corto plazo facilitando un mayor crecimiento de largo plazo.

Alternativas de crecimiento

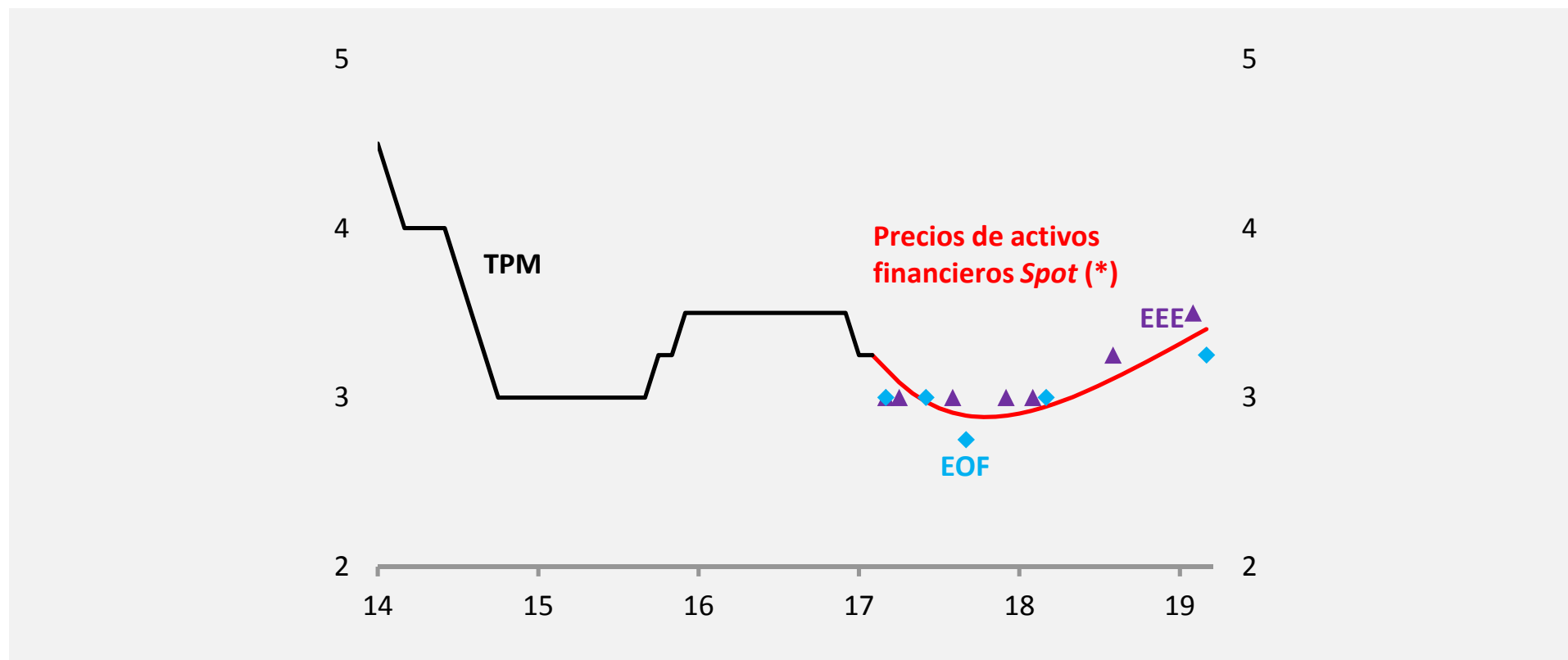
Puntos de referencia	Crecimiento promedio anual
PIB efectivo 2014-2016	2,0%
PIB potencial	2,5-3,0%
PIB tendencial	3,2%
PIB tendencial con recuperación de la inversión	3,5%
PIB tendencial con mejoras alcanzables de productividad y capital humano	3,5-4,0%

- } Reactivación de la demanda interna, inversión privada.
- } Movilidad de factores, cuellos de botella de corto plazo.
- } Mejores expectativas, incentivos, oportunidades de negocios, condiciones financieras.
- } Mejoras sector energía, mayor participación laboral, avance agenda de productividad.



Por lo pronto, considerando la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la inflación proyectada a dos años plazo, hemos comenzado a agregar algo más de estímulo monetario. Proceso que debería continuar en el corto plazo.

TPM y expectativas (porcentaje)



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



Conclusión

En lo externo, si bien el panorama es más benigno en materia de actividad y condiciones financieras, aun están presentes amplios riesgos similares a los del último IPoM.

La inflación sigue en torno a 3% y se prevé que siga descendiendo.

La actividad ha sorprendido a la baja en los últimos meses, pero se continúa anticipando que repunte hacia fines de este año.

Más allá de lo prolongado que ha sido el período de bajo crecimiento, la generalidad de los indicadores económicos no se ha deteriorado significativamente.

Si bien las holguras de capacidad se han ampliado moderadamente, la política monetaria ha actuado y se prevé lo seguirá haciendo, aminorando la volatilidad del ciclo económico y sentando las bases para un mayor crecimiento en el futuro.





Economía chilena e internacional y sus perspectivas para el año 2017

Mario Marcel C.
Presidente



Banco Central de Chile, Marzo 2017