



Evolución de la economía y perspectivas para 2019

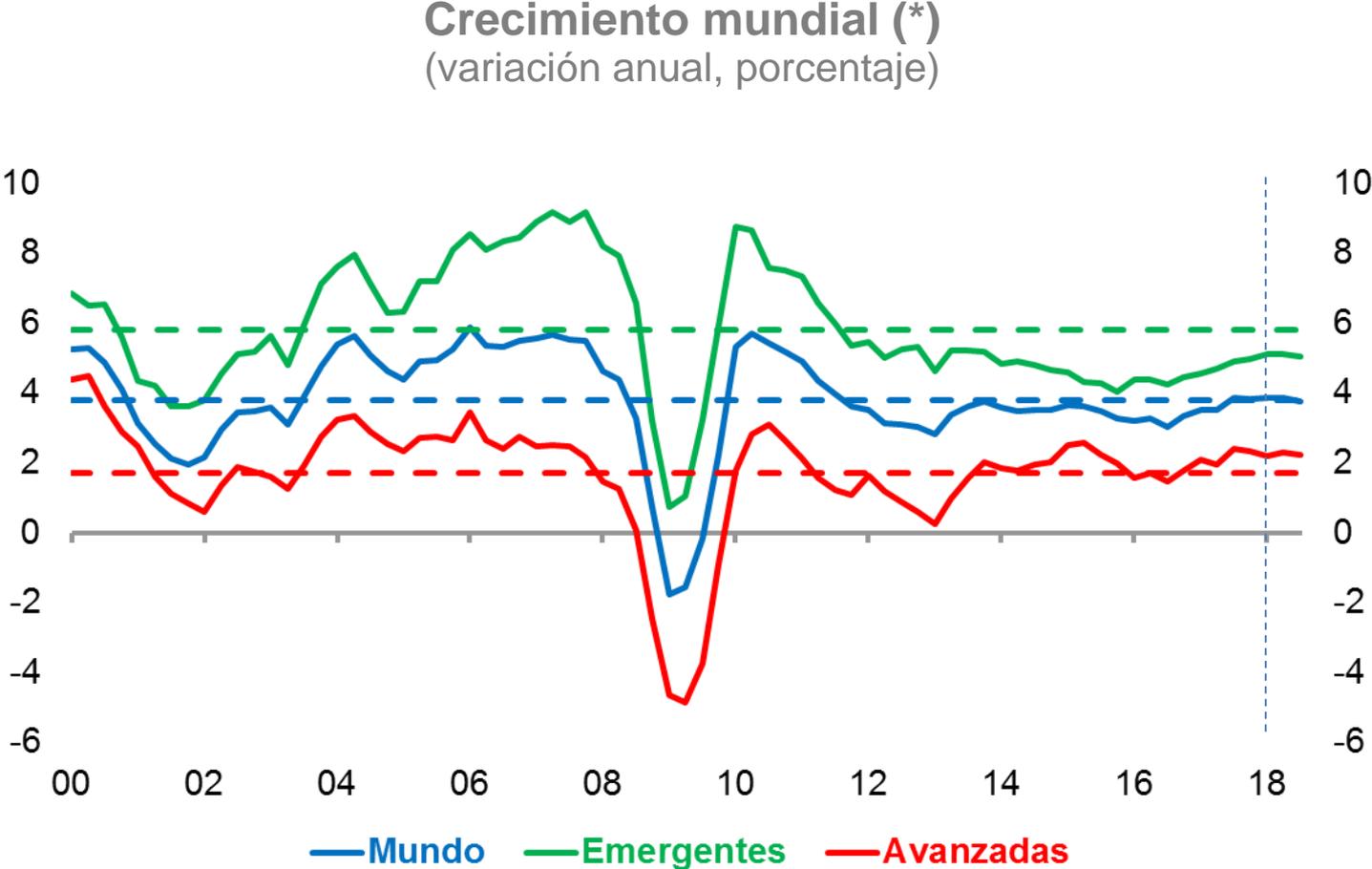
Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile

Seminario "Vientos de la Economía", organizado por SOFOFA, 6 de marzo de 2019

Agenda

1. Desarrollos del escenario externo
2. Perspectivas para la economía chilena
3. Desafíos para la política macroeconómica

Tras la crisis financiera global, las economías desarrolladas atravesaron por un proceso de recuperación que alcanzó su peak a fines del 2017. A partir de entonces, el crecimiento de la economía mundial se ha ido moderando.



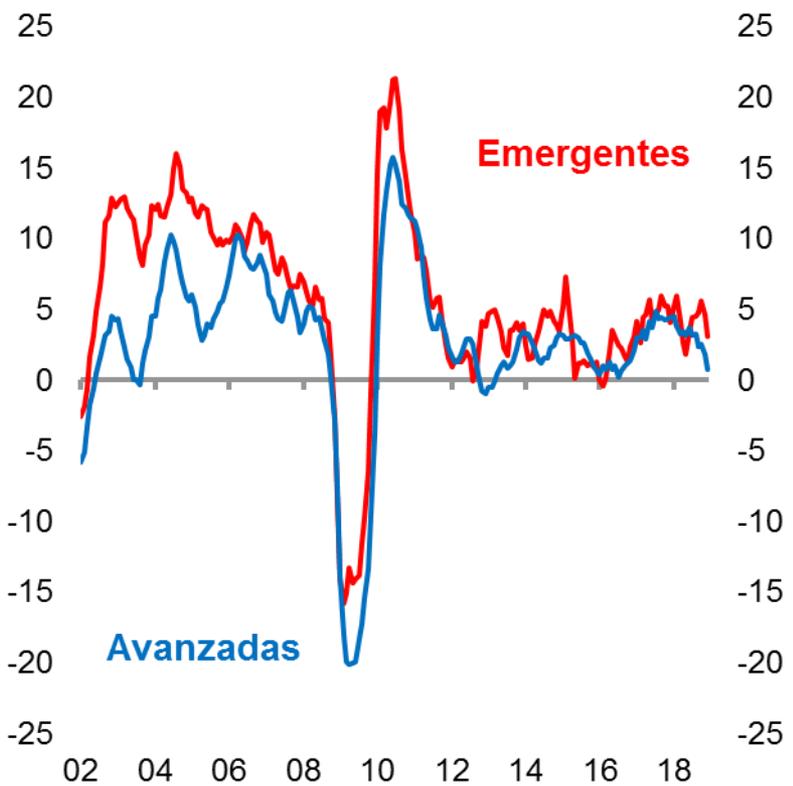
(*) Cifras hasta septiembre del 2018. Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio 2000-2018 de cada serie. Fuente: Banco Central de Chile en base a FMI.



El comercio exterior demoró en recuperarse y su tasa de expansión ha sido menor que en el pasado. La producción industrial tuvo una lenta reactivación en países avanzados y en EE.UU. solo mostró un repunte más significativo tras el paquete fiscal de 2017.

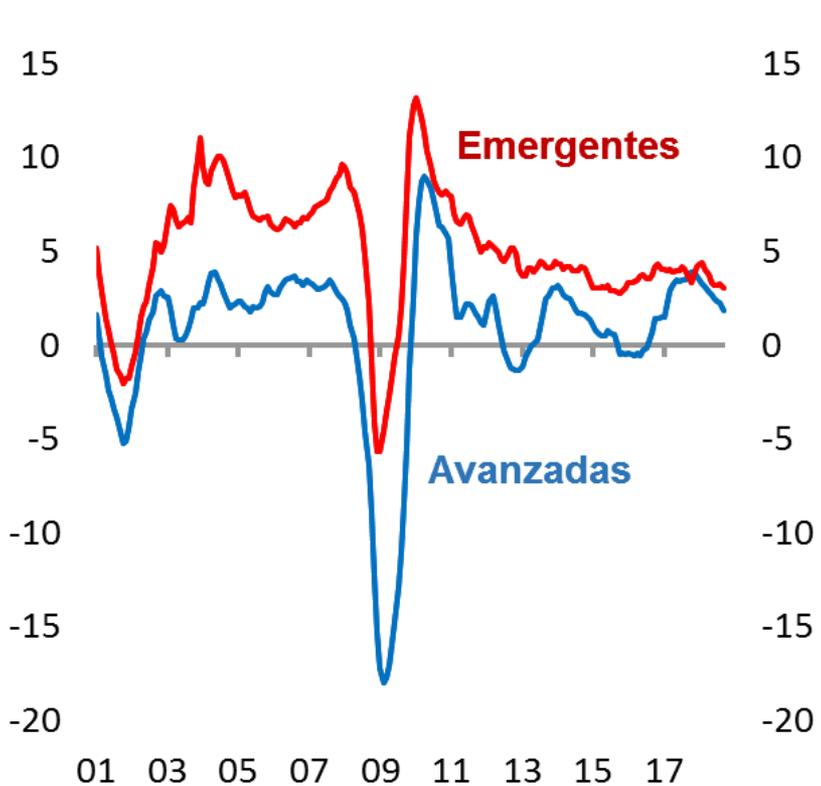
Exportaciones reales

(variación anual, porcentaje, promedio móvil tres meses)



Producción industrial

(variación anual, porcentaje, promedio móvil tres meses)



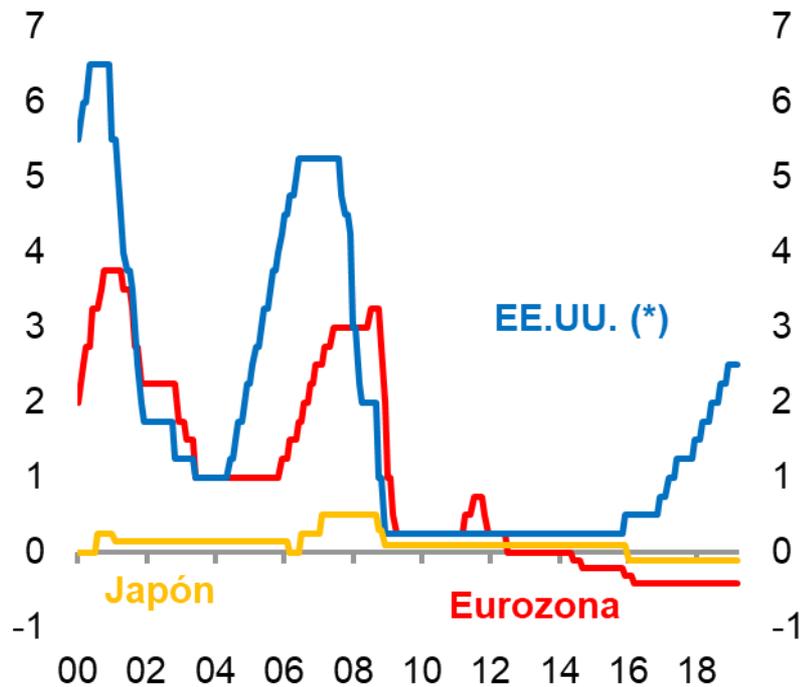
Fuentes: Bloomberg, CPB World Trade Monitor, JP Morgan y RWI/ISL.



La expansividad de la política monetaria en el mundo desarrollado fue clave en el proceso de recuperación económica. Su normalización, en EE.UU. fue más gradual que en episodios previos. En Europa, los estímulos han permanecido por un buen tiempo más y recién durante 2018 se comenzó hablar de una posible alza de tasas.

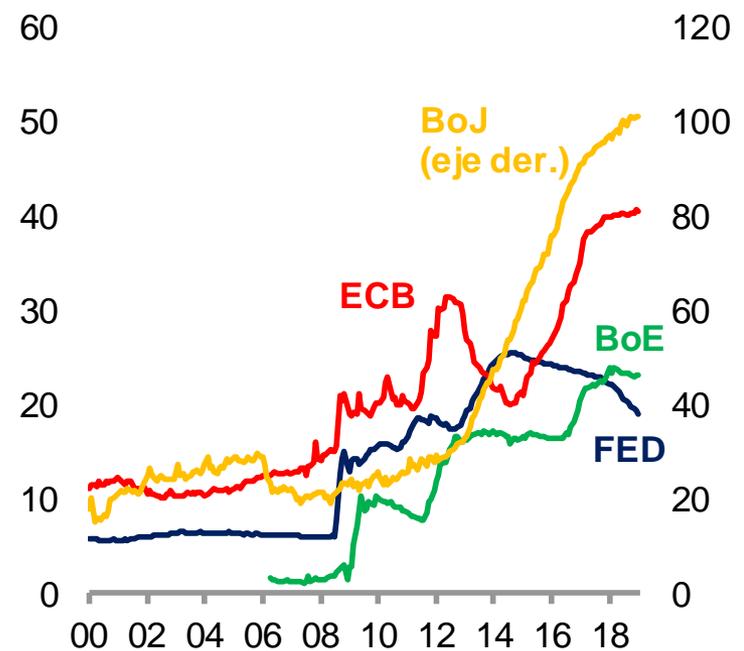
Tasa de política monetaria

(porcentaje)



Hoja de balance de bancos centrales

(porcentaje del PIB)



(*) Límite superior.

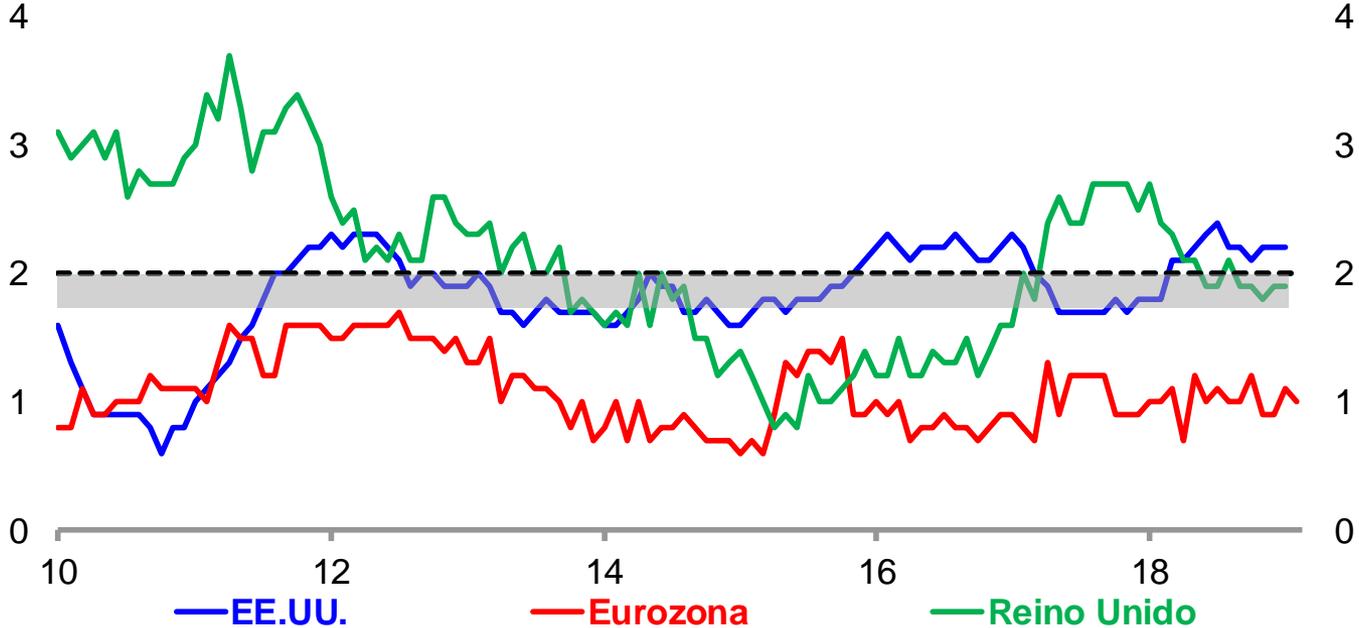
Fuente: Bloomberg.



Ello en medio de una inflación que se ha mantenido contenida y otorga margen de maniobra a la política monetaria.

Inflación subyacente y metas de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



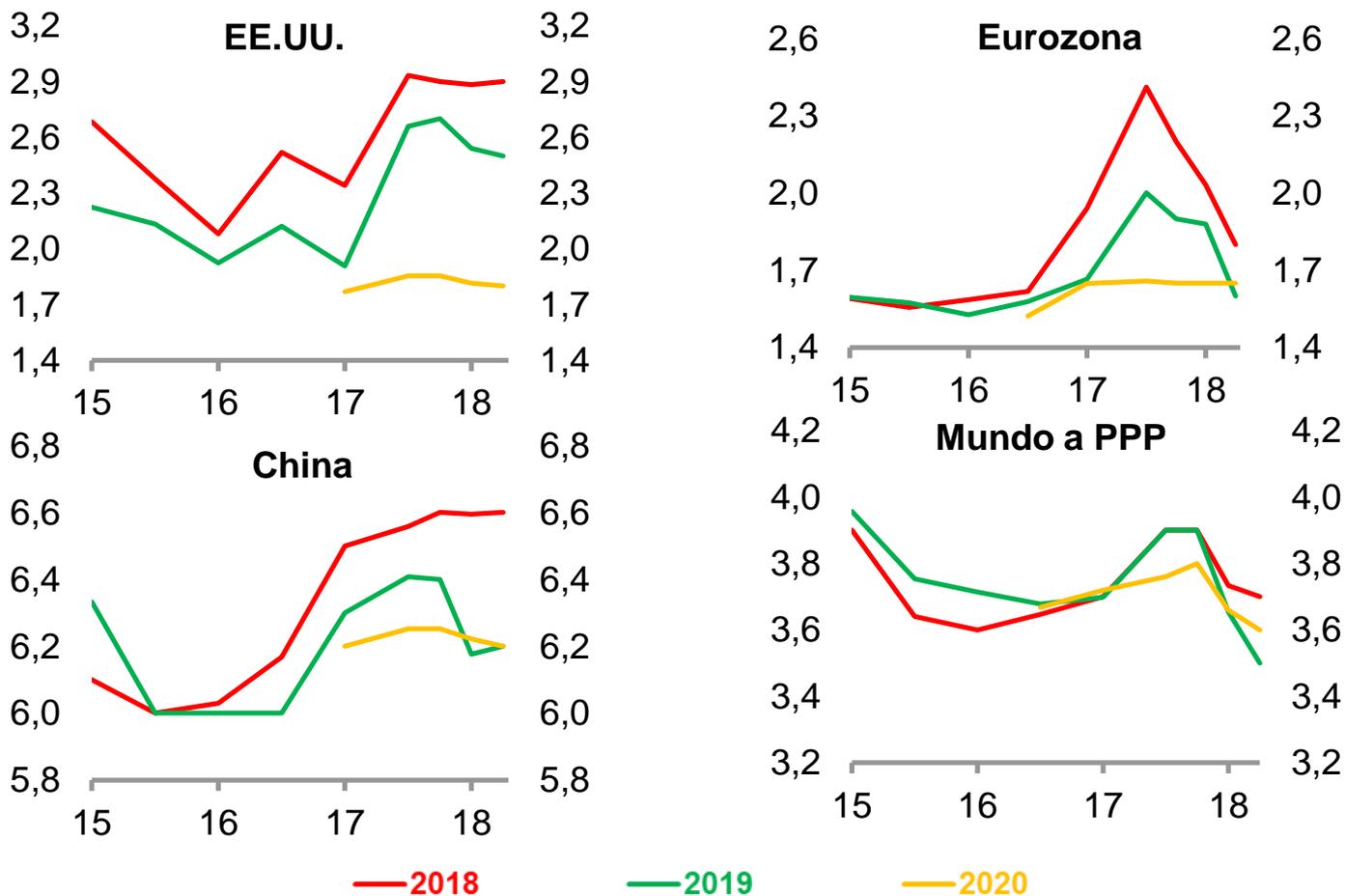
(*) Línea horizontal punteada corresponde a la meta de inflación para EE.UU. y Reino Unido. Área gris corresponde a la meta de inflación de la Eurozona.

Fuente: Bloomberg.



Las proyecciones de crecimiento para 2019 y 2020 muestran valores inferiores a los de 2018. Los débiles datos de la Eurozona han provocado una revisión importante de sus perspectivas

Proyecciones de crecimiento
(variación anual, porcentaje)



Fuente: FMI.

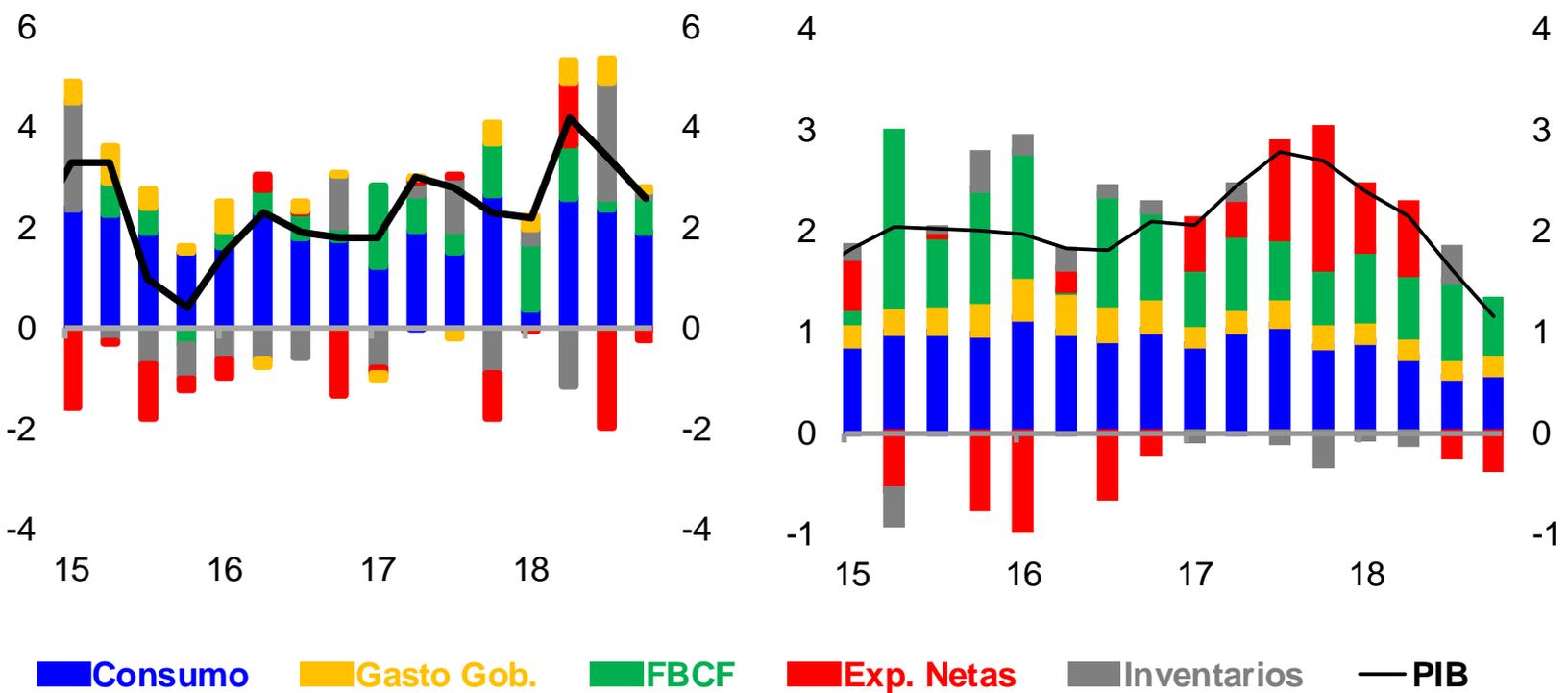


Esto refleja en parte la evolución de los datos de actividad efectiva, con un mayor dinamismo para los datos para EE.UU. y un deterioro más marcado en Europa, especialmente de los indicadores asociados al sector externo.

Contribución al crecimiento del PIB (variación anual, porcentaje)

EE.UU. (1)

Eurozona (2)

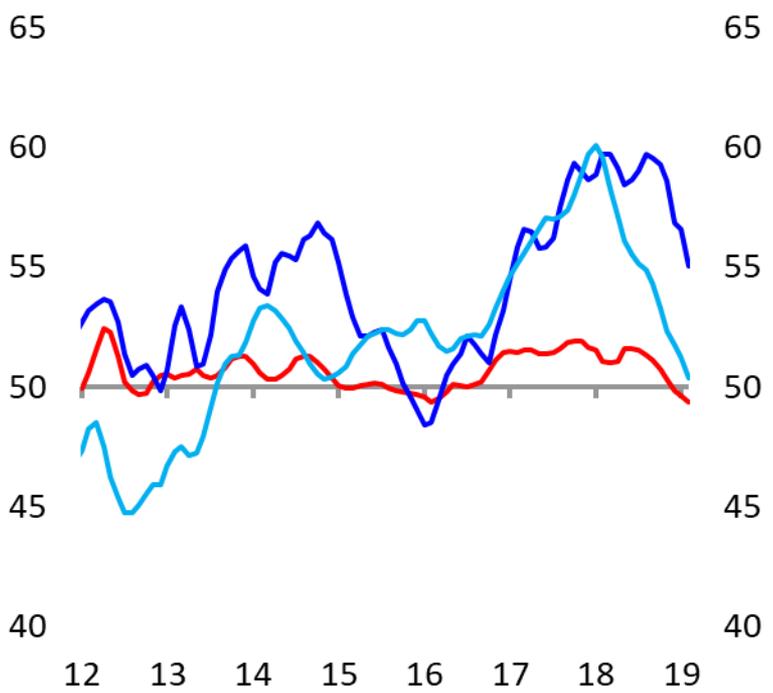


(1) Variación trimestral anualizada. (2) Para el cuatro trimestre del 2018 se utiliza el último valor disponible de las proyecciones de mercado de la encuesta de Bloomberg (18/02/2019).

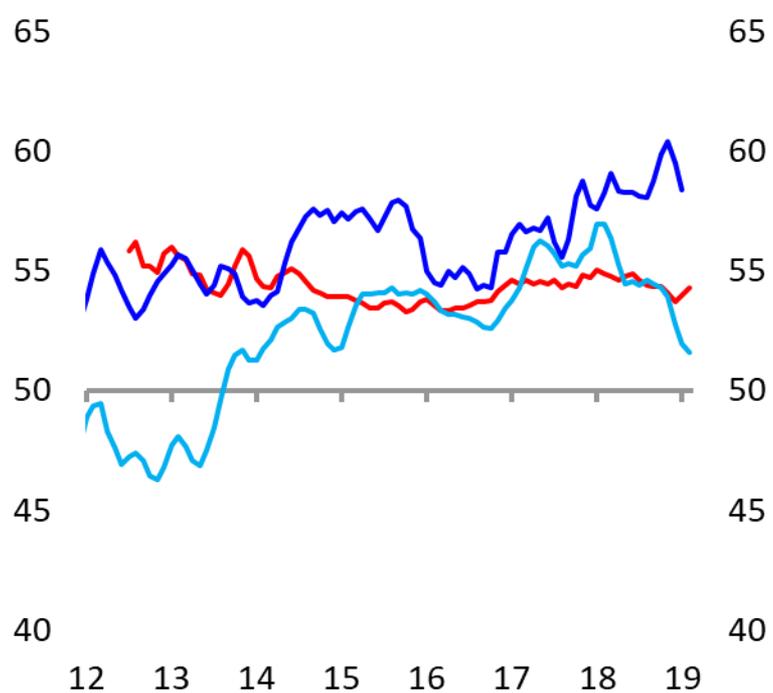


Los indicadores asociados a expectativas se han deteriorado de forma más pronunciada. En parte, ello reconoce que las economías desarrolladas, en particular EE.UU., no pueden seguir creciendo sobre su nivel de tendencia.

PMI de manufactura (*)
(índice de difusión, pivote=50)



PMI de servicios (*)
(índice de difusión, pivote=50)



— China — EE.UU. — Eurozona

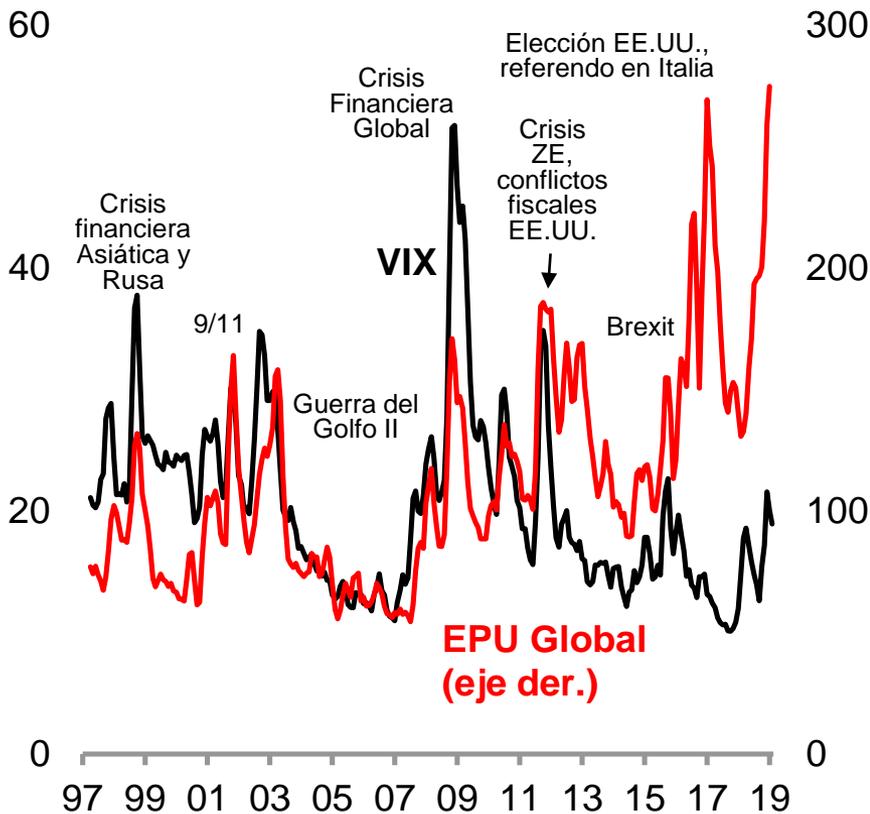
(*) Considera el promedio móvil de tres meses de cada serie. En el caso de EE.UU. se utiliza el ISM y para China el indicador oficial.
Fuente: Bloomberg.



En los últimos trimestres se ha sostenido la incertidumbre en torno a varios factores de riesgo para la economía mundial, como la guerra comercial y el Brexit, y han crecido los temores de una recesión en EE.UU.

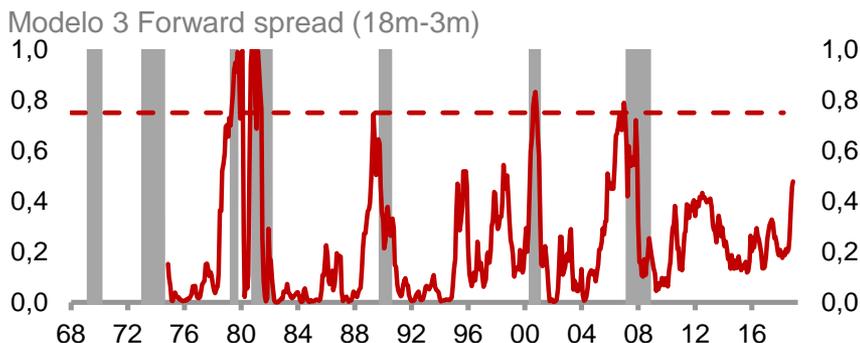
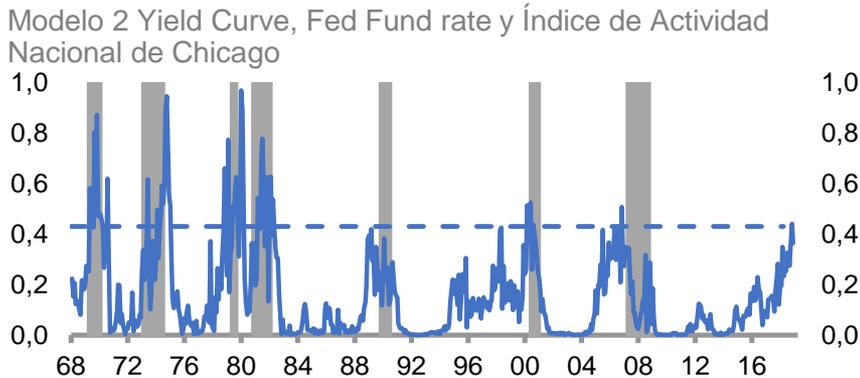
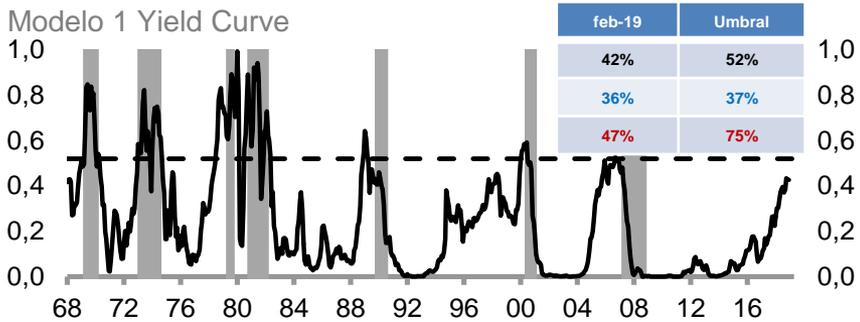
Índice global EPU y VIX

(índice, LP=100, promedio móvil 3 meses)



Fuente: Bloomberg.

Probabilidad de recesión a 6 meses (*)



(*)Modelo probit, línea horizontal indica probabilidad mínima de crisis anteriores.



En el pasado, las recesiones en EE.UU. se gatillaron por varios elementos, que hoy muestran una situación más favorable.

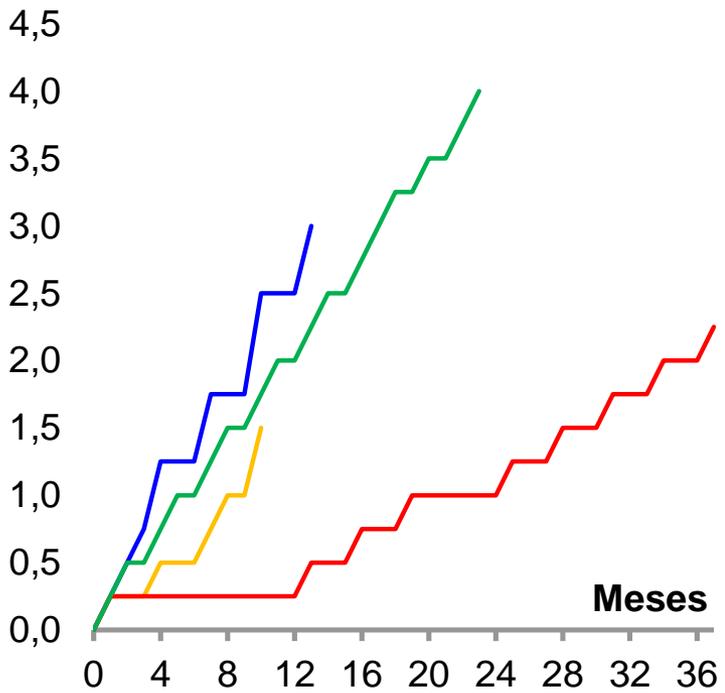
Recesiones en EE.UU.

Causa	Episodio	Situación Actual
Industrial	1923, 1926, 1948	Mejor manejo de inventarios (<i>Just in Time</i>) - menor volatilidad del sector Menor peso del sector industrial en el PIB
Petróleo	1973, 1980, 1990	Mayor elasticidad de oferta limita espacio para alzas abruptas Mayor capacidad productiva en EE.UU. equilibra efectos macro
Inflación	1920, 1937, 1957, 1960, 1969, 1973, 1980, 1981, 1990	Curva de Phillips plana evita traspaso a la inflación La inflación es más persistente y las expectativas mejor ancladas en 2%
Fiscal	1918, 1920, 1937, 1945, 1953, 1969	Las recesiones de origen fiscal han estado asociadas a esfuerzos bélicos
Financiero	1929, 1990, 2001, 2007	Condiciones financieras globales son favorables en perspectiva histórica y los principales bancos centrales han señalado mayor cautela Fortalecimiento regulatorio del sector financiero Sigue presente la posibilidad de desajustes a futuro

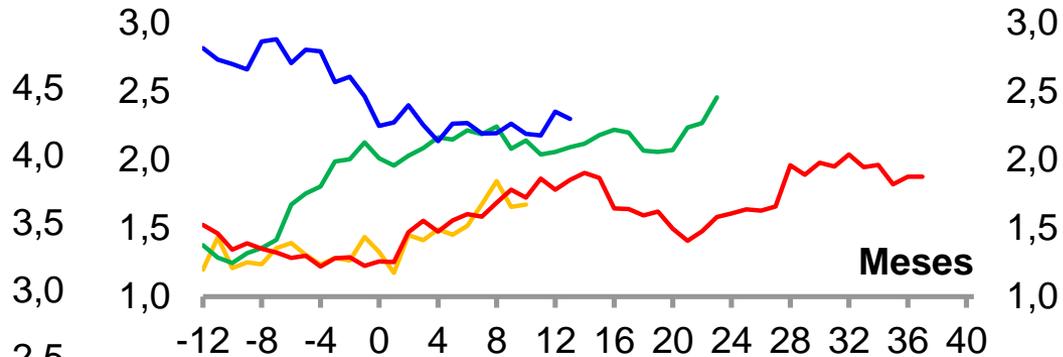


En lo que respecta a la política monetaria, los últimos ciclos de alzas respondieron a una inflación que se fue acelerando, lo que contrasta con la contenida dinámica actual.

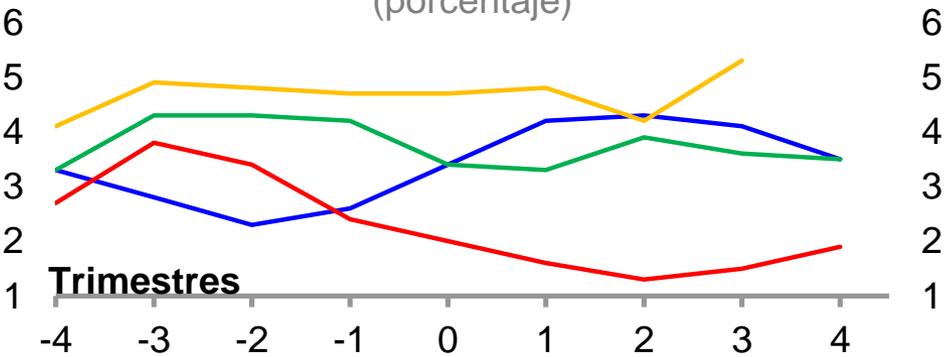
Ciclos de alzas de tasa
(puntos porcentuales desde el inicio)



PCE core
(porcentaje)



Crecimiento
(porcentaje)



—1994 —1999 —2004 —2015

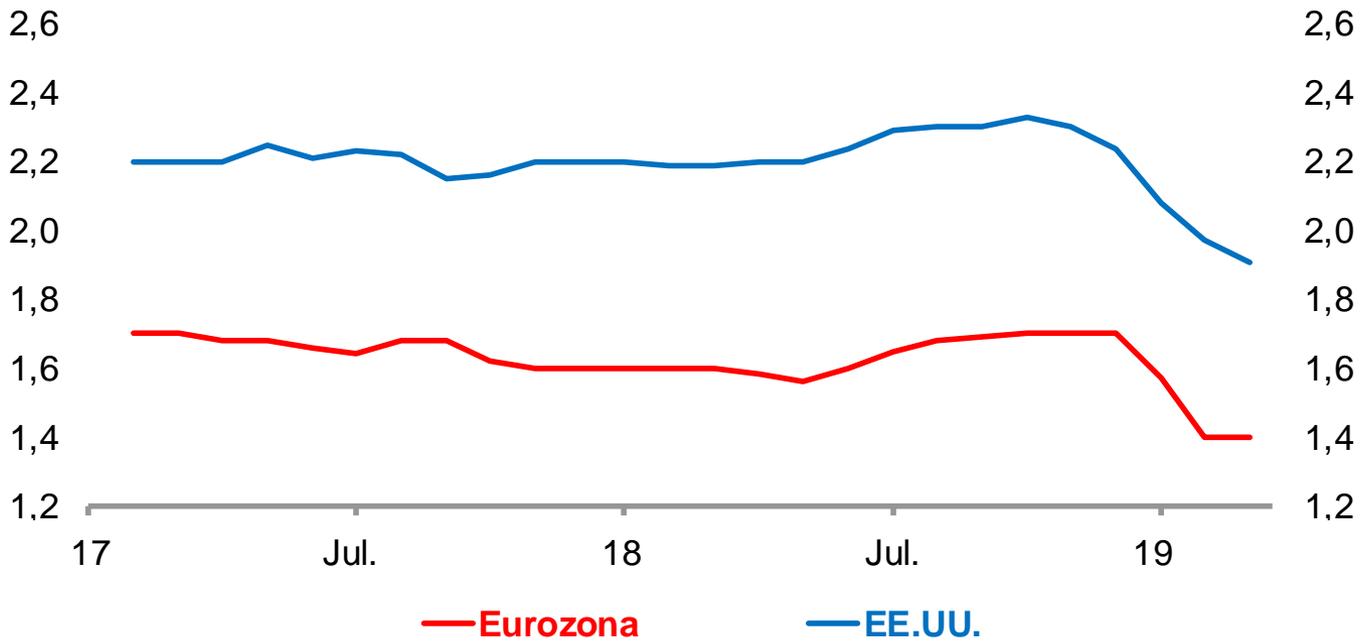
Fuente: Bloomberg.



Mientras que las expectativas para la inflación total se han moderado significativamente desde fines del año pasado por la caída en los precios del petróleo.

Expectativas de inflación para el 2019

(variación anual, porcentaje)

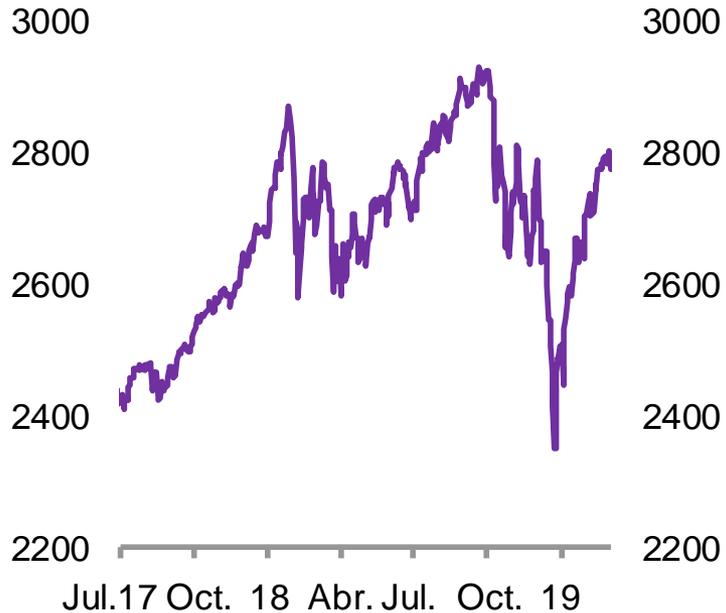


Fuente: Bloomberg.



El clima de mayor incertidumbre ha provocado diversos episodios de aumentos significativos en la percepción de riesgo global. El último, en diciembre pasado, se caracterizó por un fuerte ajuste de las bolsas –que luego se recuperó-- y una caída de las tasas de largo plazo –que no lo hicieron.

S&P 500
(índice)



Tasa de interés a 10 años
(porcentaje)



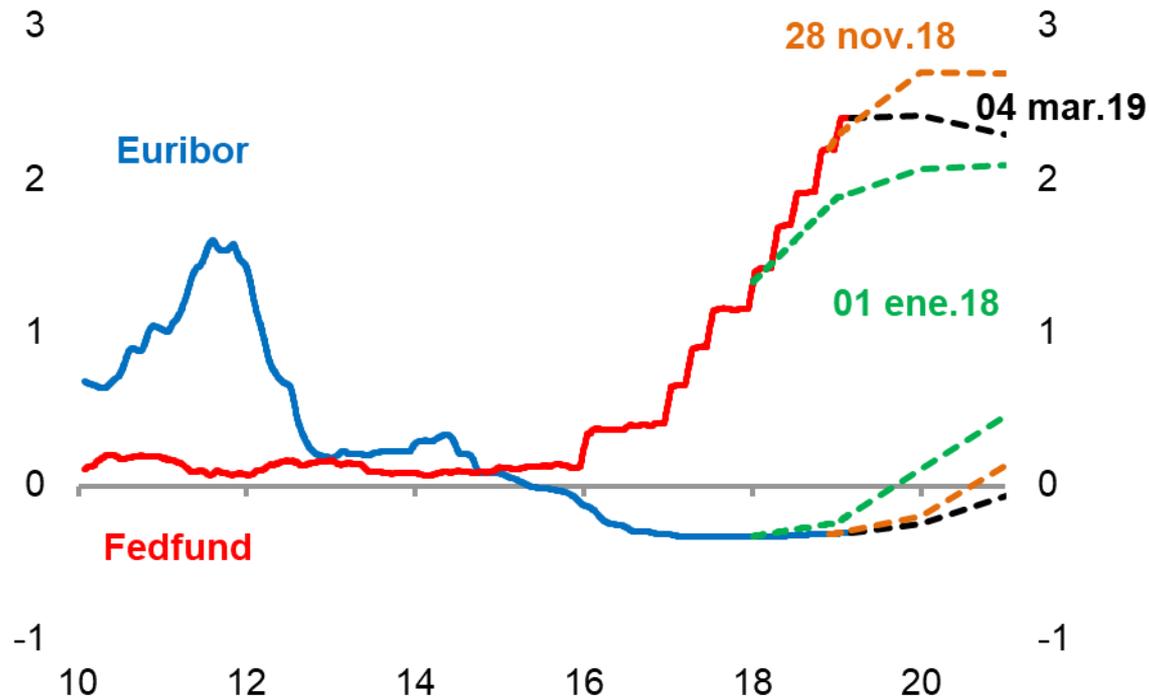
Fuente: Bloomberg.



La mayor incertidumbre que se observó en la última parte del 2018 ha incidido en una mayor flexibilidad de la Reserva Federal de EEUU, lo que ha sido incorporado con creces a las expectativas de mercado sobre evolución de la política monetaria en el mundo desarrollado

Expectativas de tasa

(a diciembre de cada año, porcentaje)



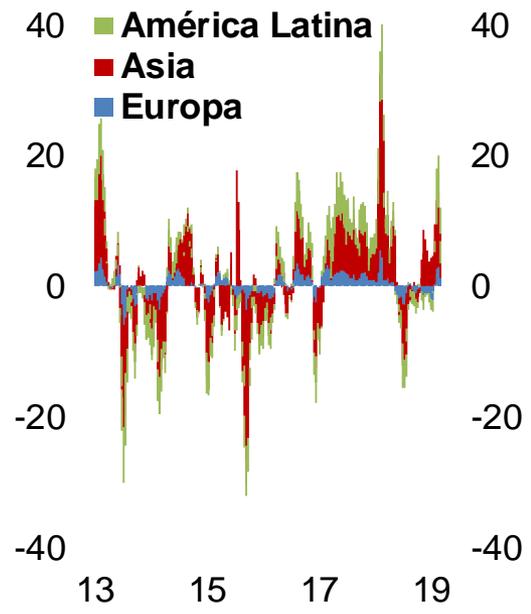
Fuente: Bloomberg.



El mundo emergente ha experimentado una mayor volatilidad de las monedas, cambios en los flujos de capital y los premios por riesgo. De todos modos, el evento más reciente no ha sido muy distinto de los observados en el pasado reciente y el cambio en el tono de los bancos centrales y algunos avances en los riesgos han mejorado los flujos de capital hacia el mundo emergente.

Flujos de capital a economías emergentes (1)

(miles de millones de dólares, mes móvil)

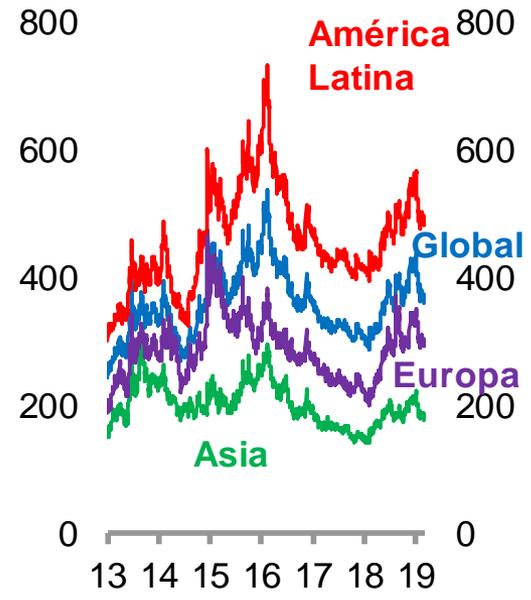


(1) Datos actualizados al 13/02/2019.

Fuente: EPFR.

Premios por riesgo (2)

(puntos base)

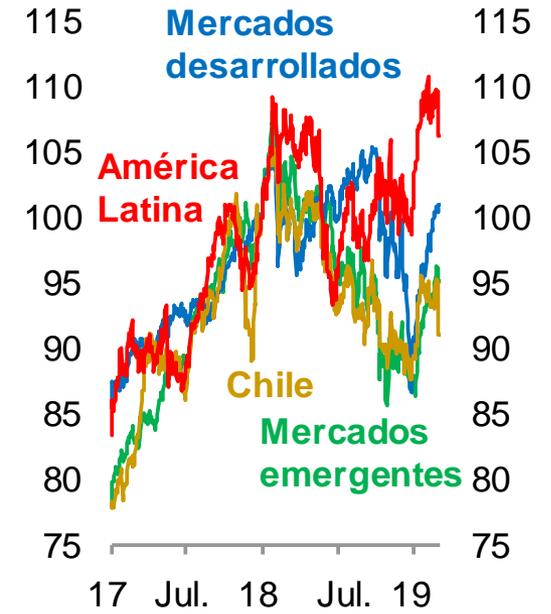


(2) Medidos por EMBIs.

Fuente: Bloomberg.

Mercados bursátiles (3)

(índice 01/01/2018=100)



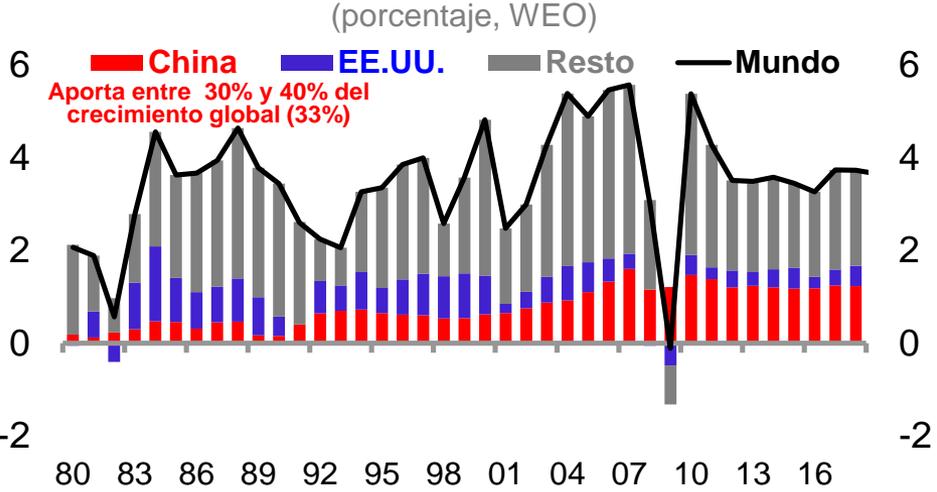
(3) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

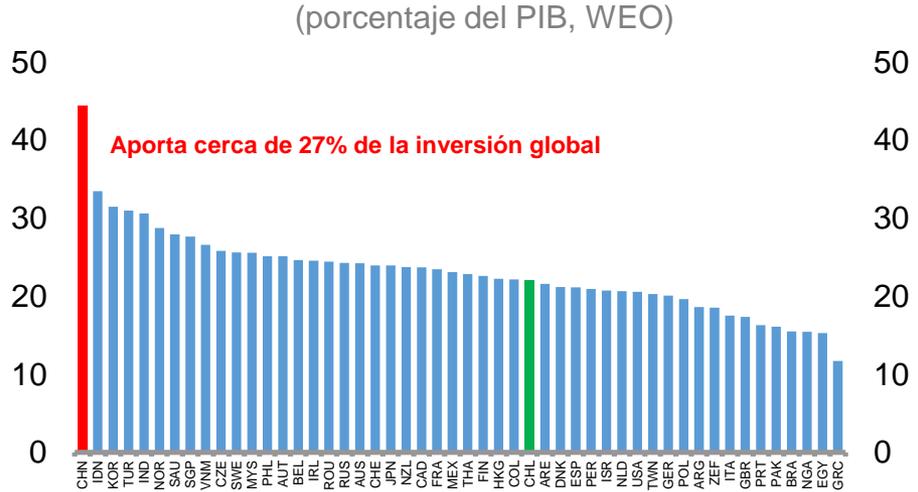


Lo que suceda con China es clave para la economía global y, en particular, el mundo emergente. La relevancia de este país ha crecido de forma significativa en las últimas décadas y a su interior lo ha hecho el mercado interno.

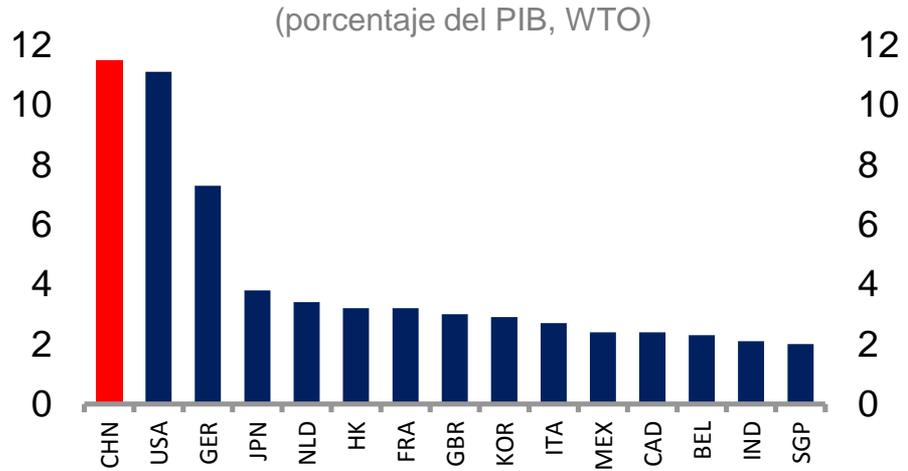
Contribución de China al crecimiento global (PPP)



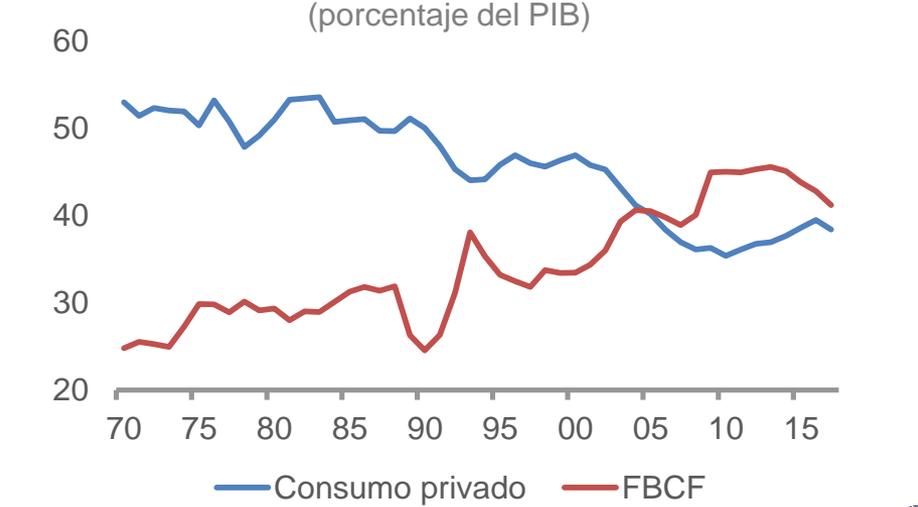
Inversión principales economías



Participación en el comercio global



Consumo e inversión

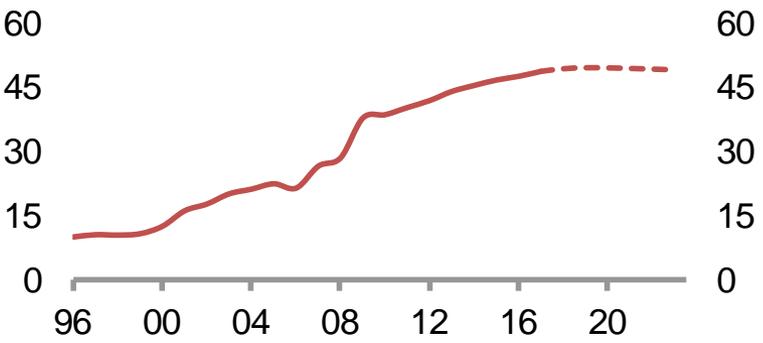


Fuentes: Fondo Monetario Internacional (WEO), OCDE, Organización Mundial de Comercio y Bloomberg.

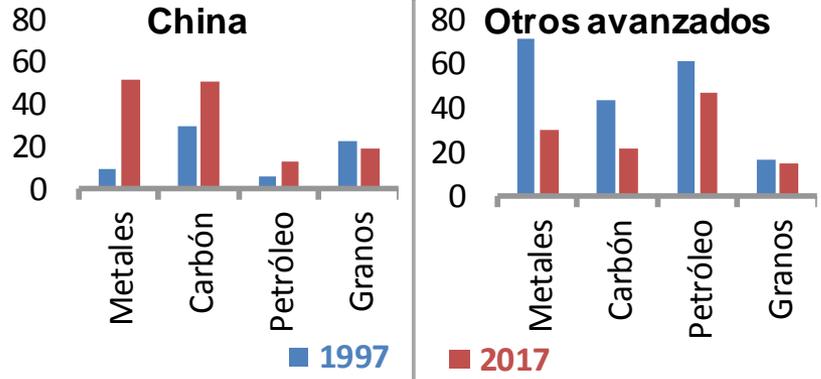


Se añade que China es el principal demandante de materias primas, lo que es especialmente relevante para Chile.

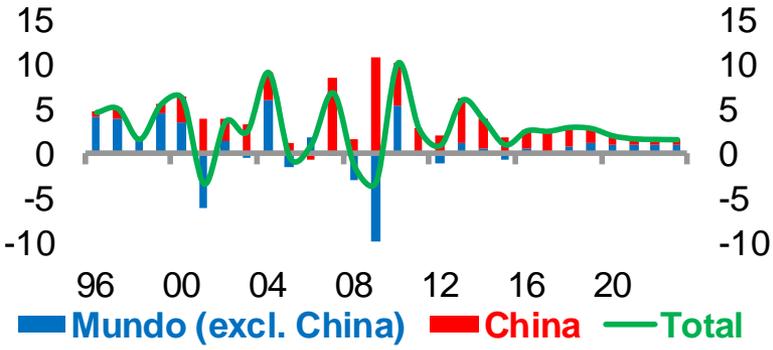
Descomposición de la demanda de cobre
(porcentaje)



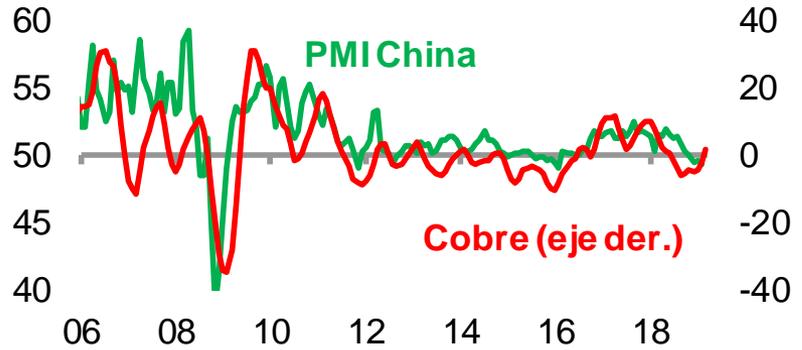
Peso demanda de commodities
(porcentaje)



Contribución de China al crec. dda. de Cobre
(porcentaje)



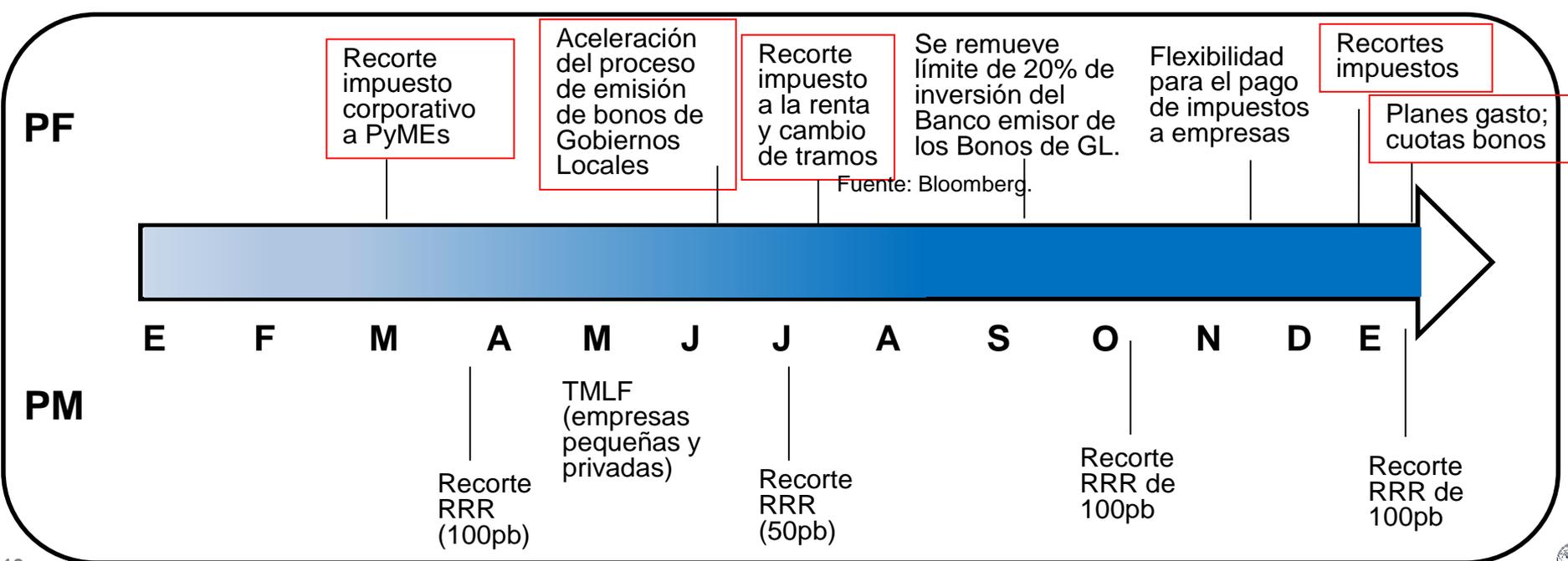
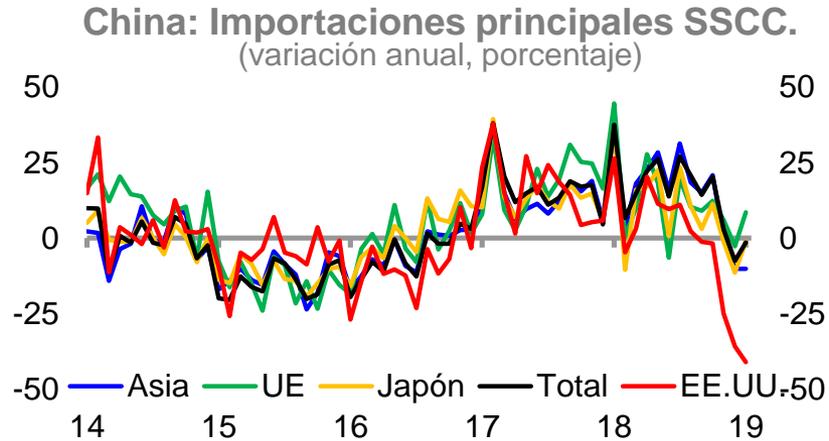
PMI y precio del Cobre
(índice; variación t/t mm6m.)



Fuentes: Bloomberg, CRU y Banco Mundial.

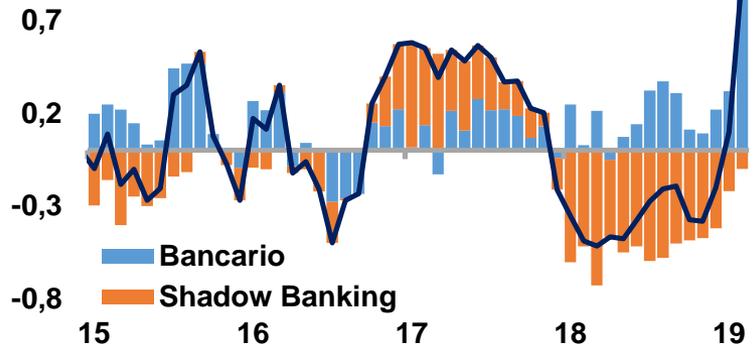


La economía china mantiene varios riesgos. El conflicto comercial ha agregado incertidumbre al proceso de rebalanceo de su crecimiento, motivando una serie de medidas de estímulo interno



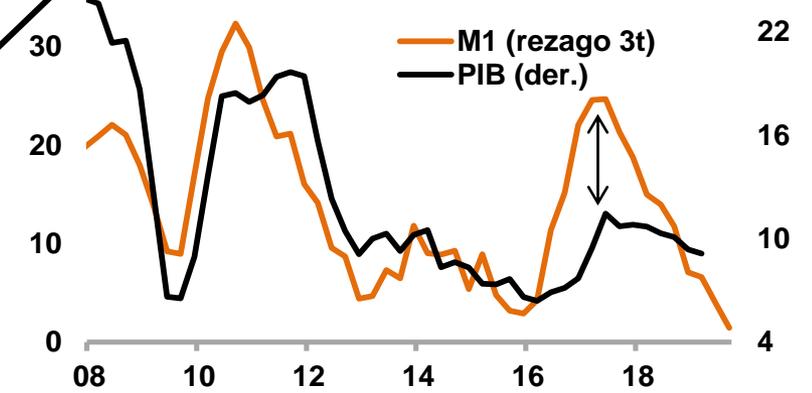
Pero en la medida que aumenta la dosis de los estímulos, estos podrían perder efectividad, ampliando los riesgos que conllevan. Anuncios de esta semana revelan el delicado balance que se está tratando de lograr.

Crecimiento del crédito
(RMB tn)



Efectividad

Crecimiento M1 y PIB nominal
(variación anual, porcentaje)



Riesgos

- Mayor incremento de la deuda corporativa
- Exceso de capacidad
- Sostenibilidad Fiscal
- Sostenibilidad Ambiental
- Depreciación de la moneda
- Perdida de reservas y salidas de capitales

Espacio

PF:

- Déficit fiscal 4%, ampliado (FMI) **12%** del PIB
- Deuda 38% y ampliada **72%** del PIB
- Sector inmobiliario estaría menos disponible como instrumento de política

PM:

- Tasas de referencia en niveles bajos



En resumen ...

- La recuperación de las economías desarrolladas alcanzó su *peak* a fines del 2017. Desde entonces se ha producido una desaceleración gradual y menos sincronizada.
- La política monetaria ha jugado un rol importante en el proceso de recuperación de las economías desarrolladas. Esto ha sido posible gracias a la baja inflación.
- La economía mundial enfrenta una desaceleración en 2019 y 2020, producto de la evolución normal del ciclo económico global.
- Sin embargo, existen riesgos que este comportamiento cíclico se vea afectado negativamente y se han producido varios episodios de volatilidad en los mercados financieros.
- Las economías emergentes han experimentado volatilidad de sus monedas y movimientos de capitales similares a episodios anteriores, manteniendo dudas sobre la capacidad individual de respuesta a escenarios más adversos.



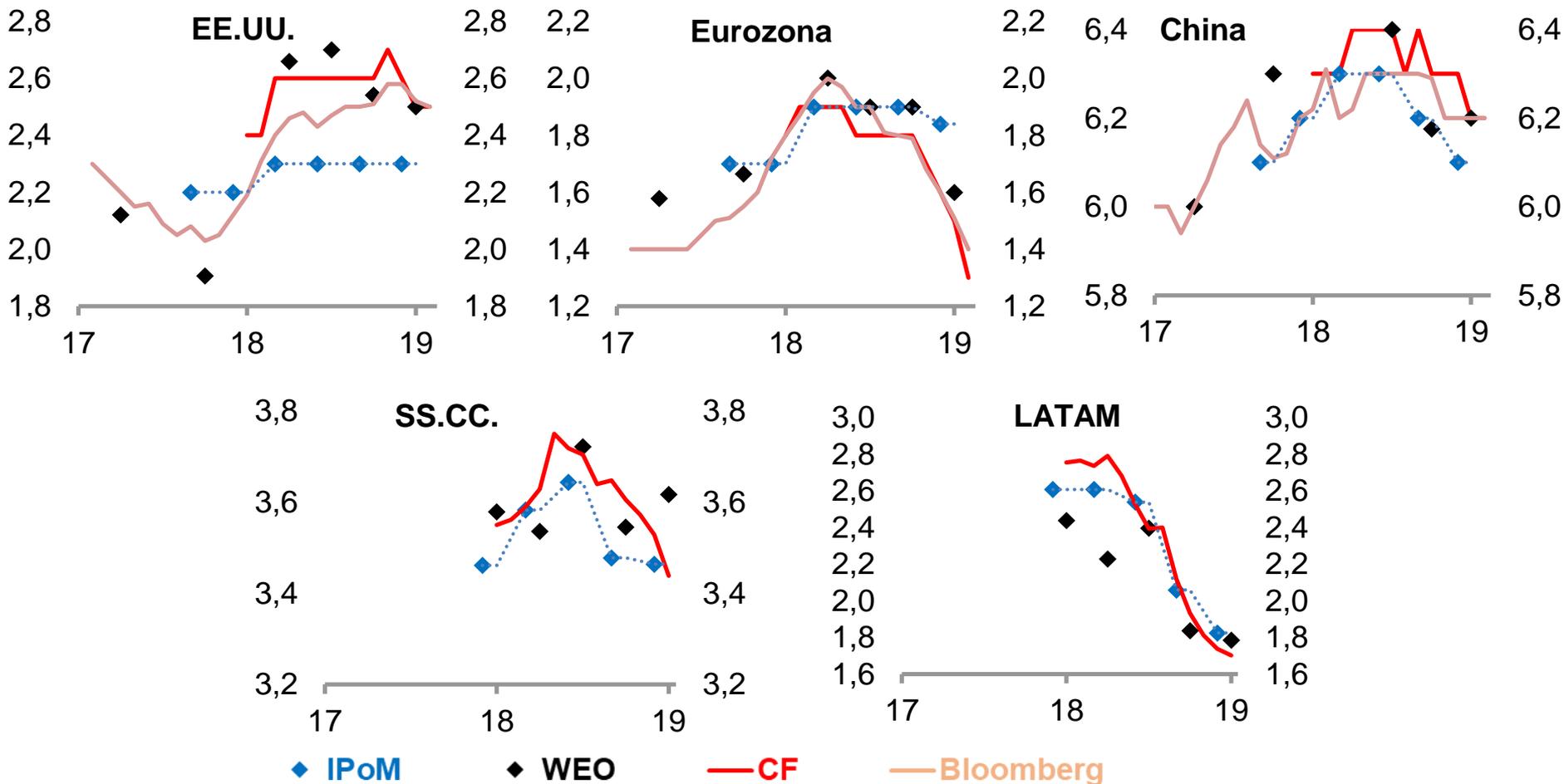
En resumen ...

- Tras el último episodio de volatilidad, en diciembre, las condiciones financieras globales se han vuelto algo más favorables.-
- Un factor fundamental en esto ha sido el cambio en el mensaje de la Reserva Federal, con señales de política más acomodaticia tanto a nivel de tasas como de ajuste de su balance.
- Del mismo modo, se han intensificado las medidas de reactivación en China.
- Todo ello, unido a un horizonte y alternativas de solución más definidas para los principales conflictos de política, así como a bajas presiones inflacionarias eleva la probabilidad de un “aterrizaje suave”.
- Sin embargo, no se puede descartar del todo un escenario de ajuste brusco de precios financieros, especialmente a la luz del cambio de expectativas de los mercados, al tiempo que se mantiene en debate sobre la probabilidad de una recesión en EE.UU.
- Esto representa una diversificación de escenarios de riesgo, que Chile debe estar bien preparado para enfrentar.



El impulso externo para la economía chilena irá declinando en el horizonte de proyección. Parte de los ajustes recientes de expectativas de crecimiento de la economía mundial ya estaba en las proyecciones del BCCh.

Proyecciones de crecimiento 2019 (variación anual, porcentaje)



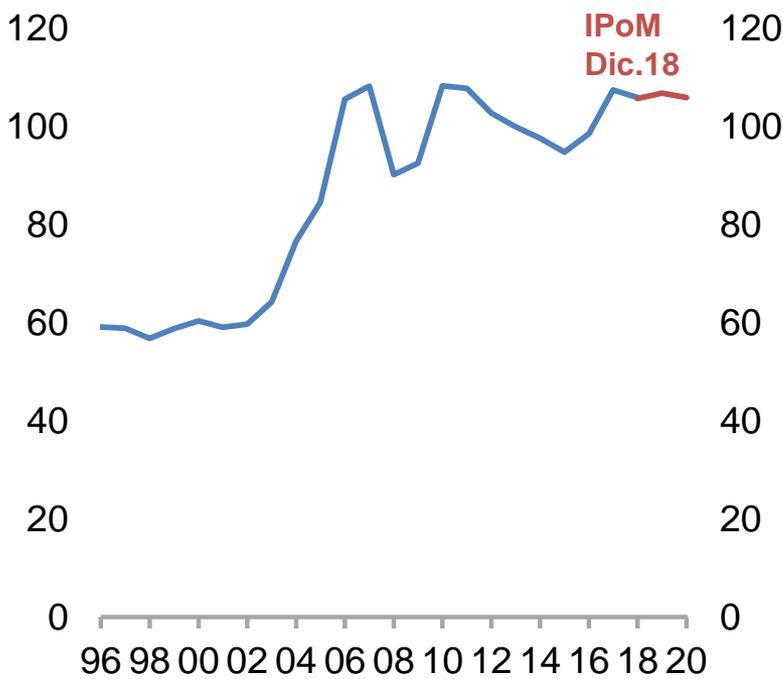
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Consensus Forecasts y FMI.



Del lado de los términos de intercambio, el precio del cobre y del petróleo han tenido alzas en lo más reciente.

Términos de intercambio

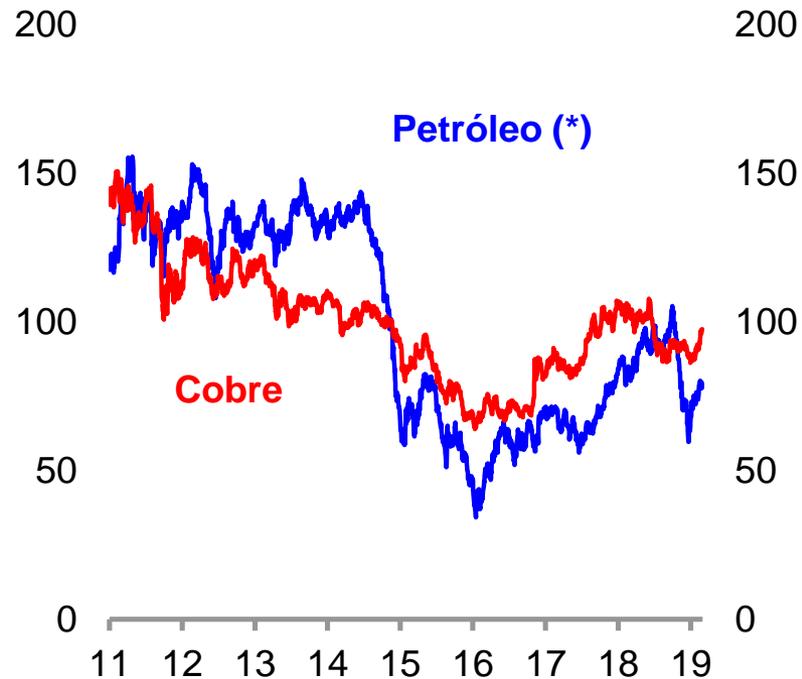
(índice; 2013=100)



Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Precio de materias primas

(índice promedio 2011-2019=100)



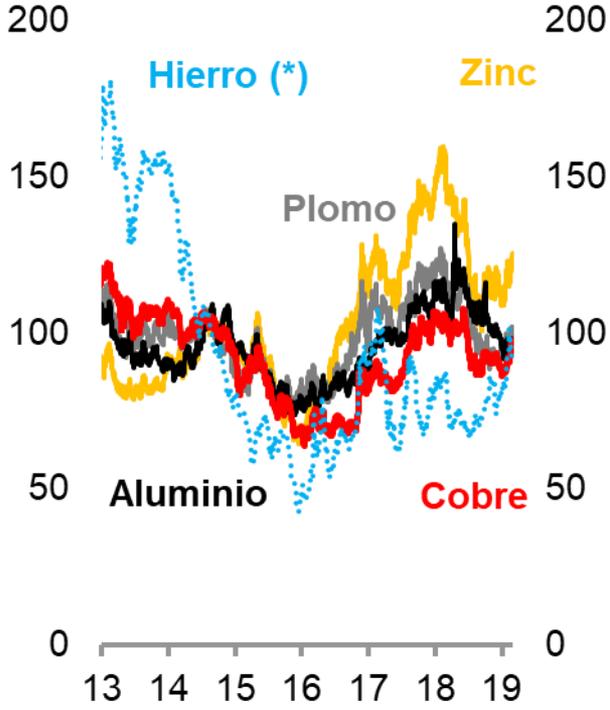
(*) Promedio Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.

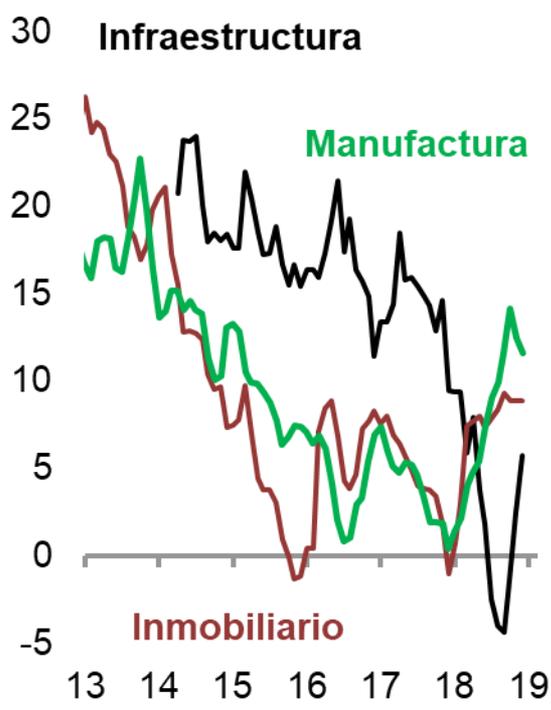


En relación al cobre, el precio de los metales se ha visto favorecido por las señales de mejora del sector construcción en China, a lo que se ha sumado que esa economía ha liberado algunas restricciones ambientales.

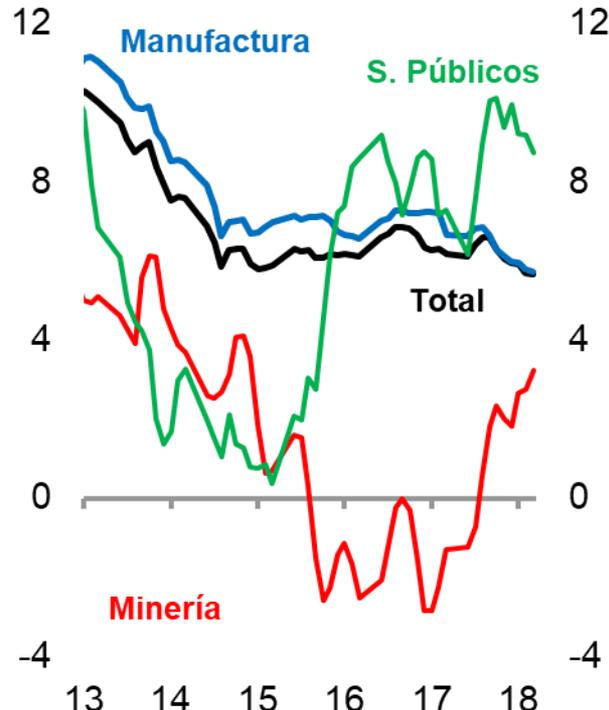
Precio de metales
(índice promedio 2011-2019=100)



China: Inversión en activo fijo por sector
(variación anual acumulada, porcentaje)



China: Producción industrial por sector (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Índice promedio 22/12/2011 – 04/03/2019 = 100.

Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

(2) Promedio móvil de tres meses.

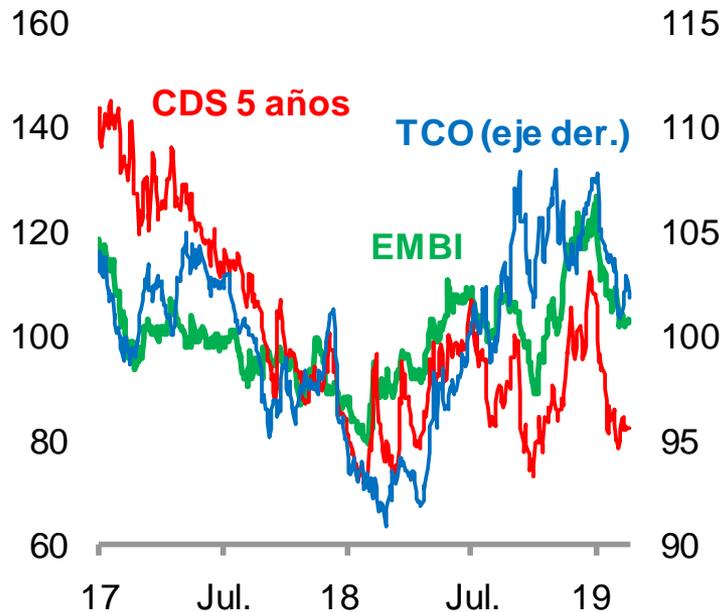
Fuente: Bloomberg.



Los desarrollos externos del último tiempo han generado volatilidad en el tipo de cambio, pero las exportaciones chilenas tuvieron un año bastante favorable, en especial las industriales.

Chile: tipo de cambio y premios por riesgo

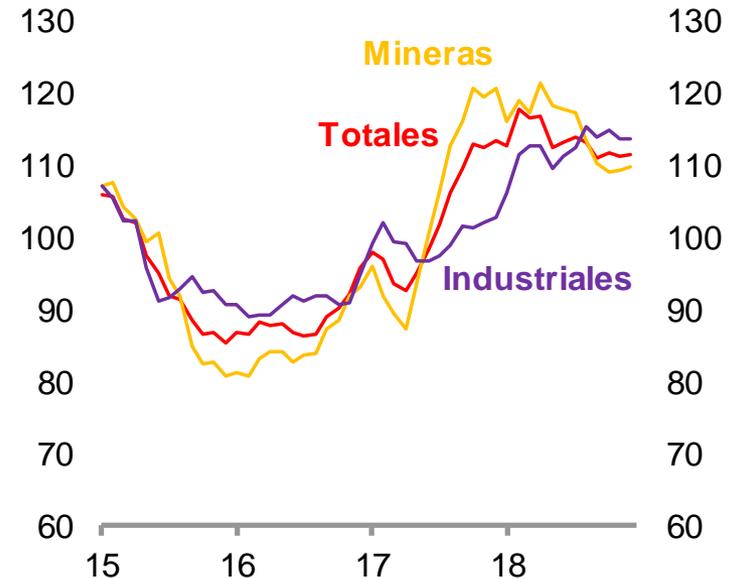
(índice 2017-2019=100)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Exportaciones (*)

(índice promedio 2015-2018=100, series desestacionalizadas)



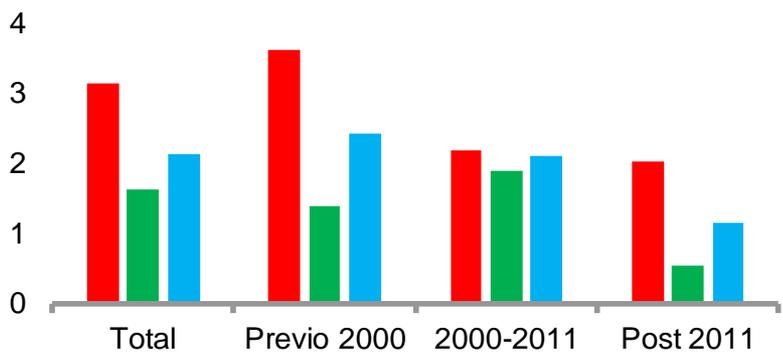
(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

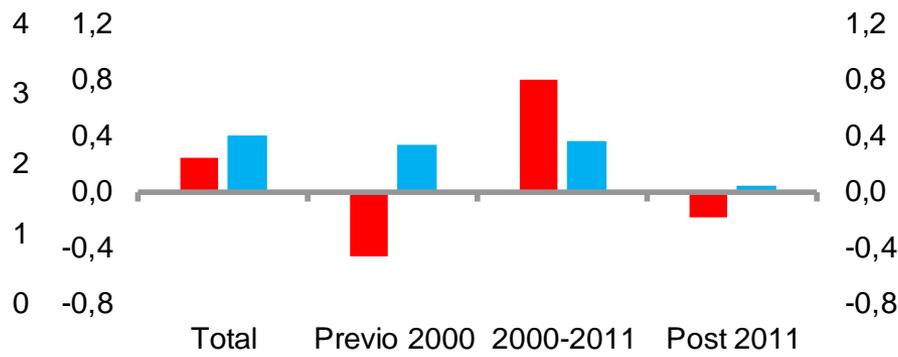


El impacto sobre Chile de una desaceleración del ciclo económico global depende de cuál sea su origen. El impacto de un deterioro de términos de intercambio es mayor que el de un deterioro de las condiciones financieras. La correlación con economías avanzadas se ha reducido con el aumento en la gravitación de las emergentes

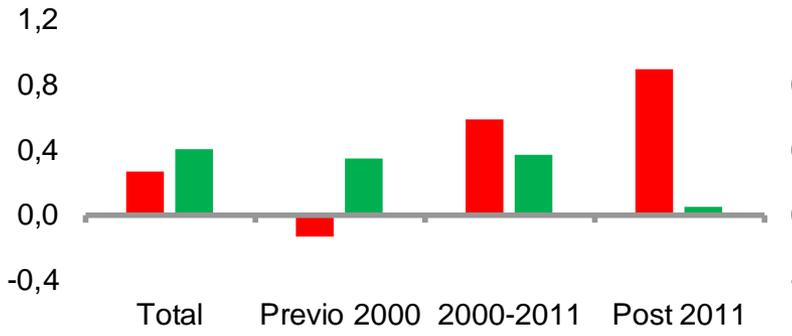
Volatilidad del crecimiento
(desv. estándar, porcentaje)



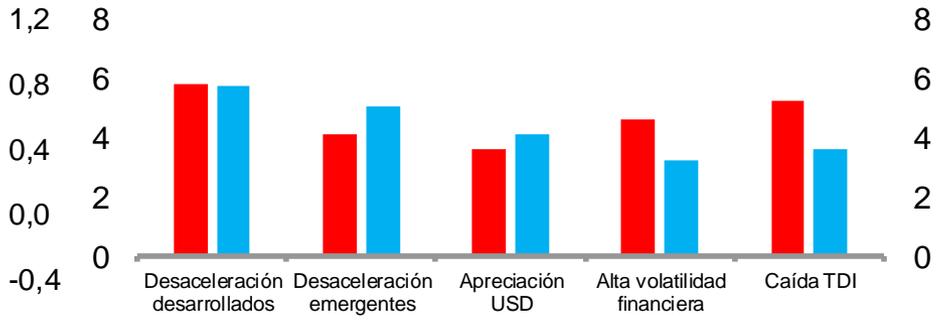
Correlación del crecimiento con desempeño economías desarrolladas
(porcentaje)



Correlación del crecimiento con desempeño economías emergentes
(porcentaje)



Caída en el crecimiento por factores externos
(promedio, porcentaje)

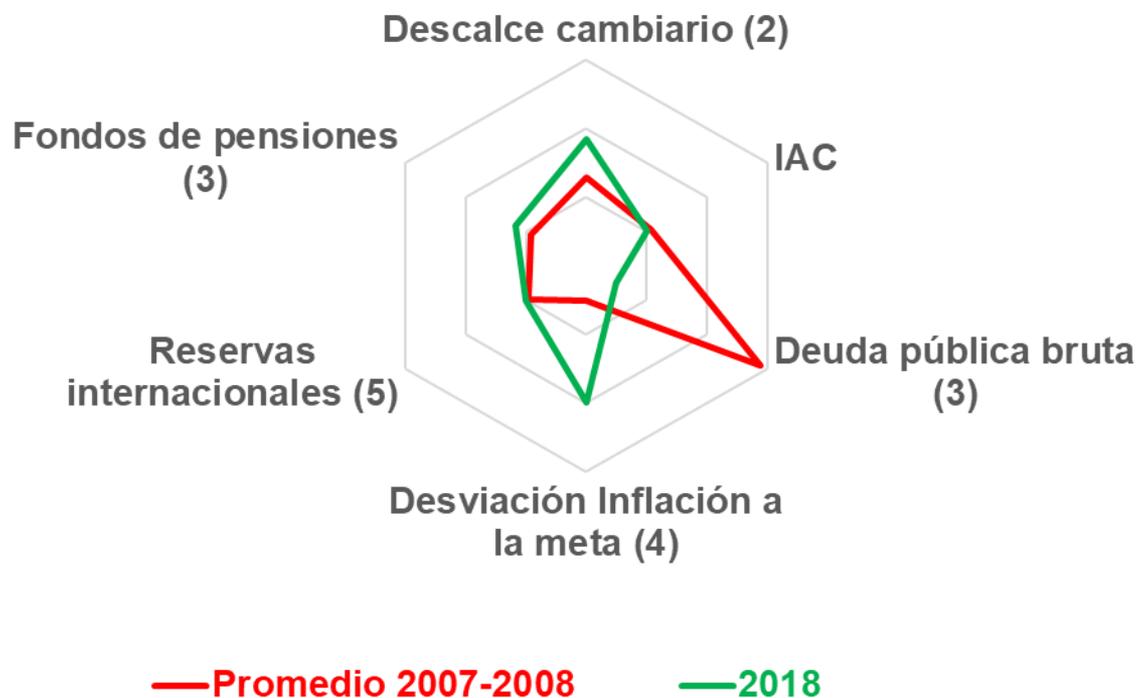


■ Chile ■ Mediana desarrollados ■ Mediana emergentes



El marco de política macroeconómica es eficaz para enfrentar nuevas turbulencias externas, como ha quedado crecientemente demostrado en los últimos veinte años. En comparación con el período previo a la Crisis Financiera Global, la política monetaria tiene mayor espacio para responder.

Indicadores de fortaleza de la economía chilena (1)



(1) Un número mayor indica una mejor posición relativa. Todas las variables medidas en el nivel del período respectivo en relación con el promedio 2001-2018. (2) Medido con el porcentaje de empresas del sector corporativo cuyos descalce cambiario supera el 10% del valor de sus activos; (3) Como porcentaje del PIB; (4) Diferencia entre la inflación promedio del período y la meta del Banco Central; (5) Corresponde al ratio entre la suma de las reservas internacionales y los fondos soberanos, y la deuda externa residual de corto plazo descontada la inversión extranjera directa.

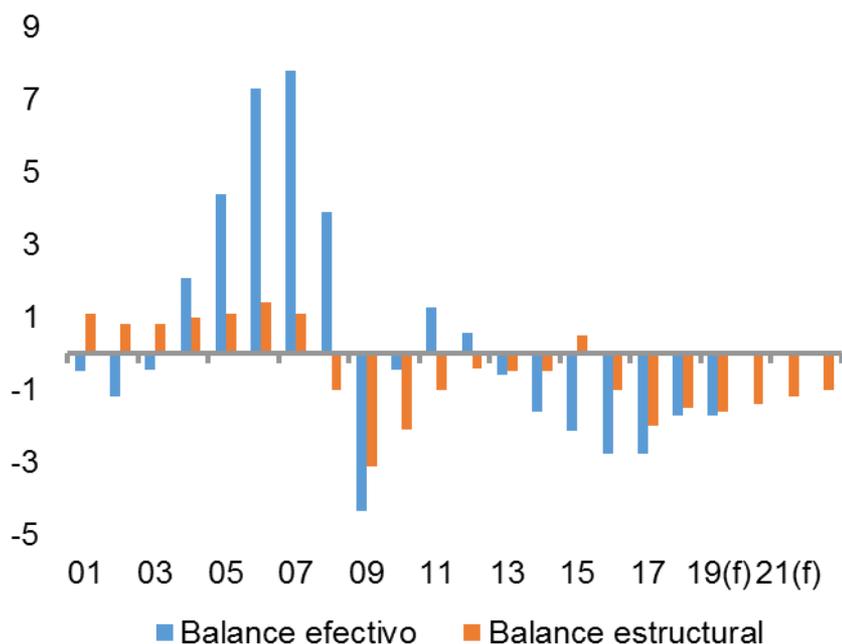
(2) Fuente: Banco Central de Chile.



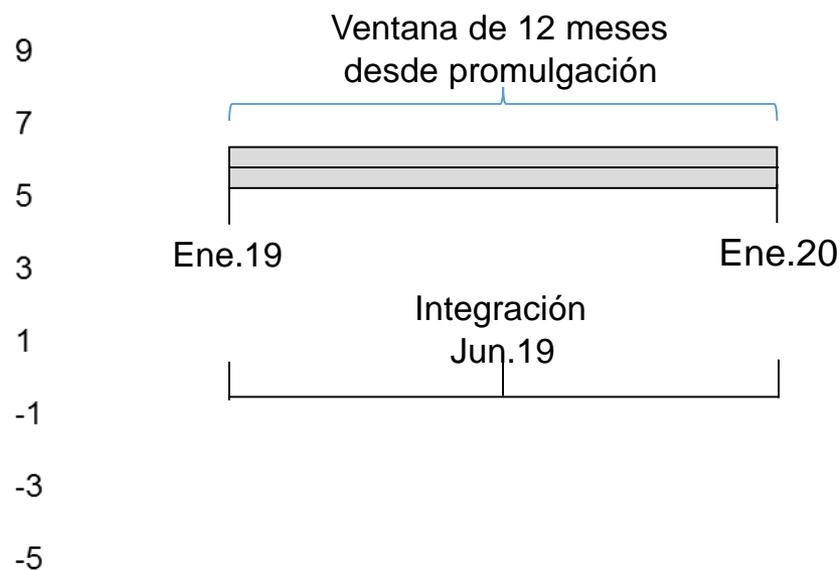
También se ha ido avanzando en la recuperación de holguras que se utilizaron en la etapa más baja del ciclo anterior

Balance fiscal (*)

(porcentaje del PIB)



Propuesta de Integración CMF-SBIF



(*) Para el año 2019 corresponde a la Ley de Presupuestos 2019. Para los años 2020 al 2022 corresponde al compromiso anunciado en octubre 2018.
(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Ministerio de Hacienda y SBIF.



Las cifras de actividad indican que tras la desaceleración del tercer trimestre, se habría recuperado un mayor dinamismo. El Imacec de enero estuvo fuertemente influido por la caída de la actividad minera, mientras los sectores no mineros mantienen una velocidad de expansión positiva. Factores climáticos deprimirán las cifras mineras de febrero.

Crecimiento anual del PIB

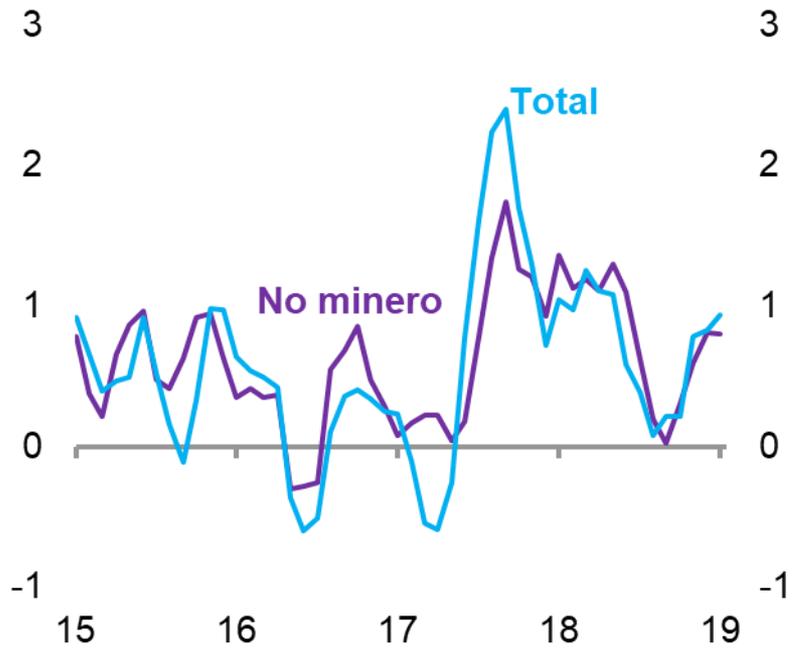
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Imacec (*)

(variación respecto de trimestre móvil previo, porcentaje)



(*) Series desestacionalizadas.

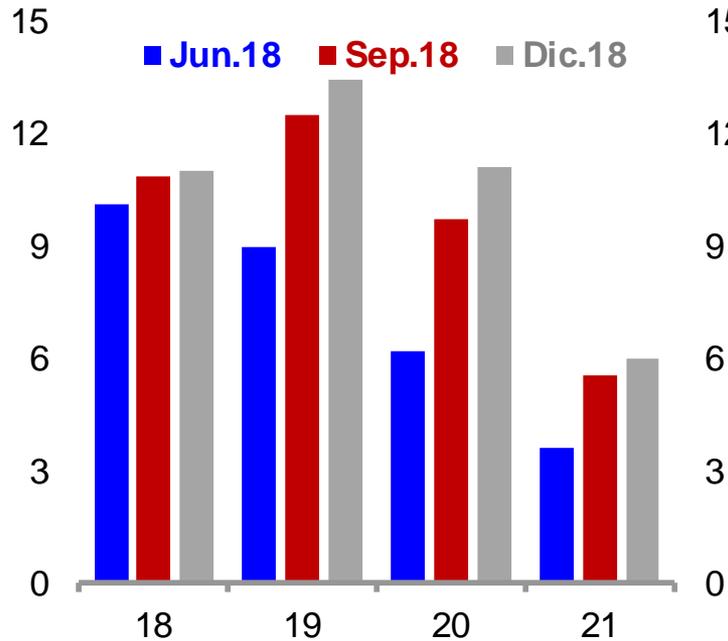
Fuente: Banco Central de Chile.



Las perspectivas para la inversión han mejorado a lo largo de los últimos trimestres, expandiéndose más allá del sector minero.

Catastro CBC: perspectivas inversión

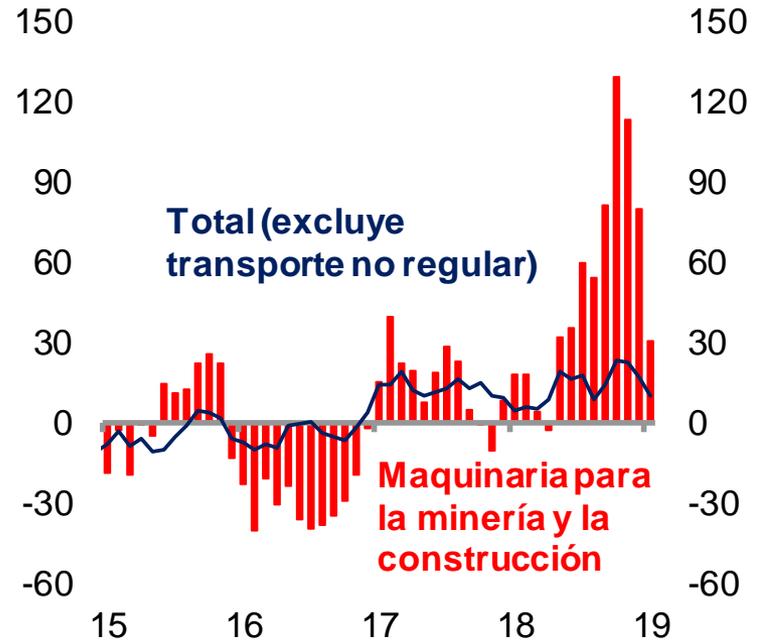
(miles de millones de dólares)



Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

Importaciones nominales de bienes de capital

(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



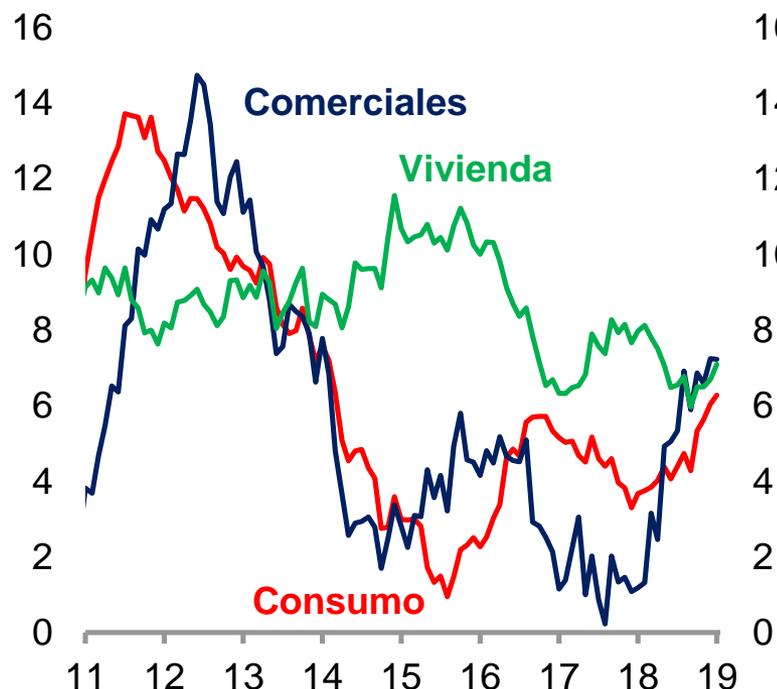
Fuente: Banco Central de Chile.



Las condiciones financieras internas siguen favorables, y el canal del crédito se ha fortalecido, con incrementos en las colocaciones comerciales y en la demanda por créditos de consumo y comerciales.

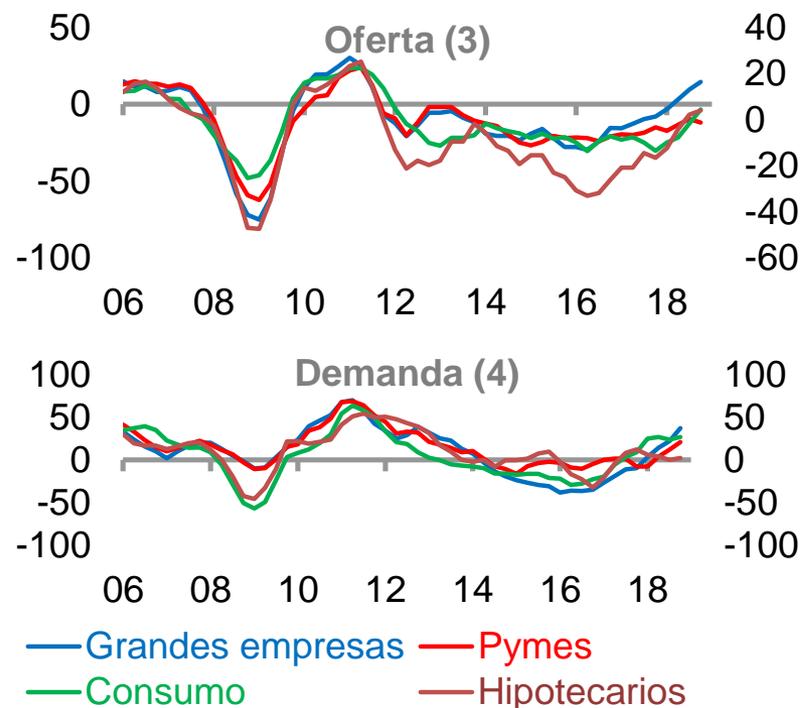
Colocaciones reales (1)

(variación anual, porcentaje)



Encuesta de Crédito Bancario (2)

(balance de respuestas, porcentaje)



(1) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2013.

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

(2) Promedio móvil anual del promedio de respuestas por trimestre.
 (3) Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior. (4) Valores negativos (positivos) indican una demanda más débil (más fuerte) que en el trimestre inmediatamente anterior.

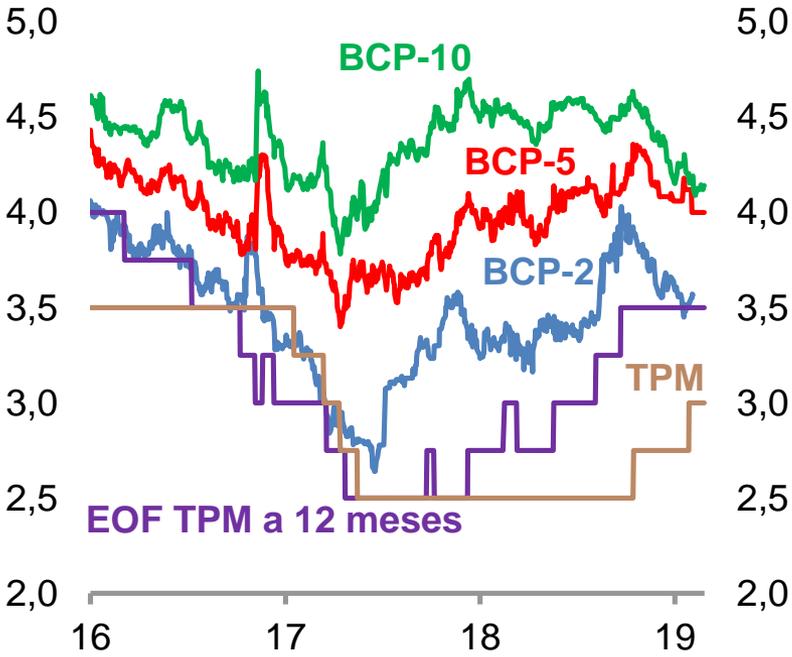
Fuente: Banco Central de Chile.



Las tasas de interés de mercado han continuado en niveles favorables. Lo anterior ha reflejado la gradualidad del ajuste de la política monetaria y las señales de cautela en su conducción futura.

TPM y Tasas de interés de documentos del Banco Central de Chile

(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tasa de interés por tipo de colocación (1)

(índice 2002-2019=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.



A partir de enero del 2019, el INE cambió la canasta de medición del IPC, entregando un punto de partida más bajo para la inflación del 2018. La diferencia es algo mayor respecto de la inflación proyectada en el último IPoM.

Productos eliminados, nuevos y fusiones

✖ Productos eliminados

- Trajes o ambos de hombres
- Tierra y fertilizante
- Servicios de asesoramiento jurídico

✔ Producto Agregado

- Servicio de suscripción en línea

→← Fusiones de Productos

- 29 productos se fusionan en 13

Cambios Metodológicos

Uso de modelos Hedónicos

- Vestuario y Calzado
- Ss. de Telefonía Móvil
- Ss. Pack de telecomunicaciones

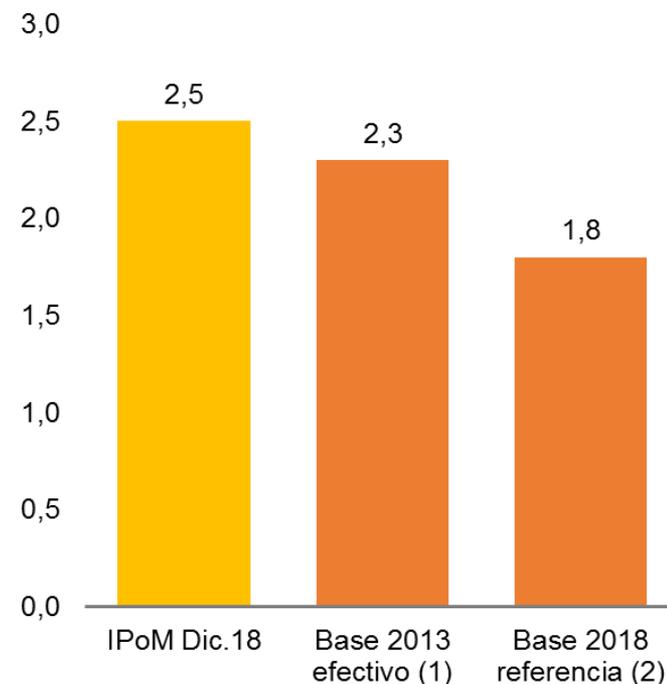
Se define calendario de temporadas por destino

- Paquete Turístico

Aumento Frecuencia Recolección

- División Salud

Inflación del IPSAE a Diciembre 2018 (variación anual, porcentaje)



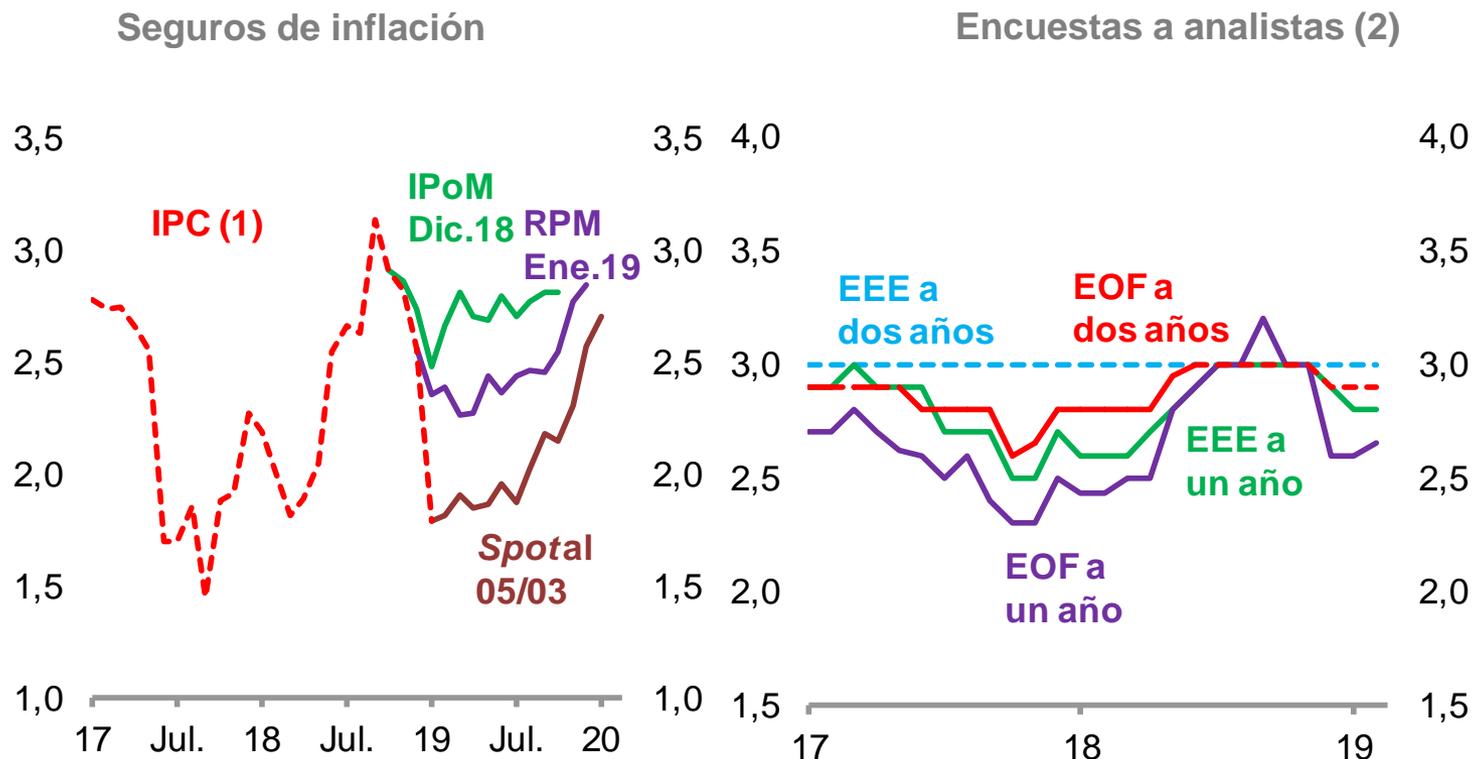
(1) Corresponde a la suma de las variaciones mensuales de la Serie Oficial. (2) Corresponde a la base 2013 empalmada en febrero 2018 con Base 2018.

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



Con ello, las expectativas de inflación han bajado para plazos más cortos, mientras que en el horizonte de política monetaria siguen en torno a 3%.

Expectativas de inflación (variación anual, porcentaje)



(1) A partir de enero 2018 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

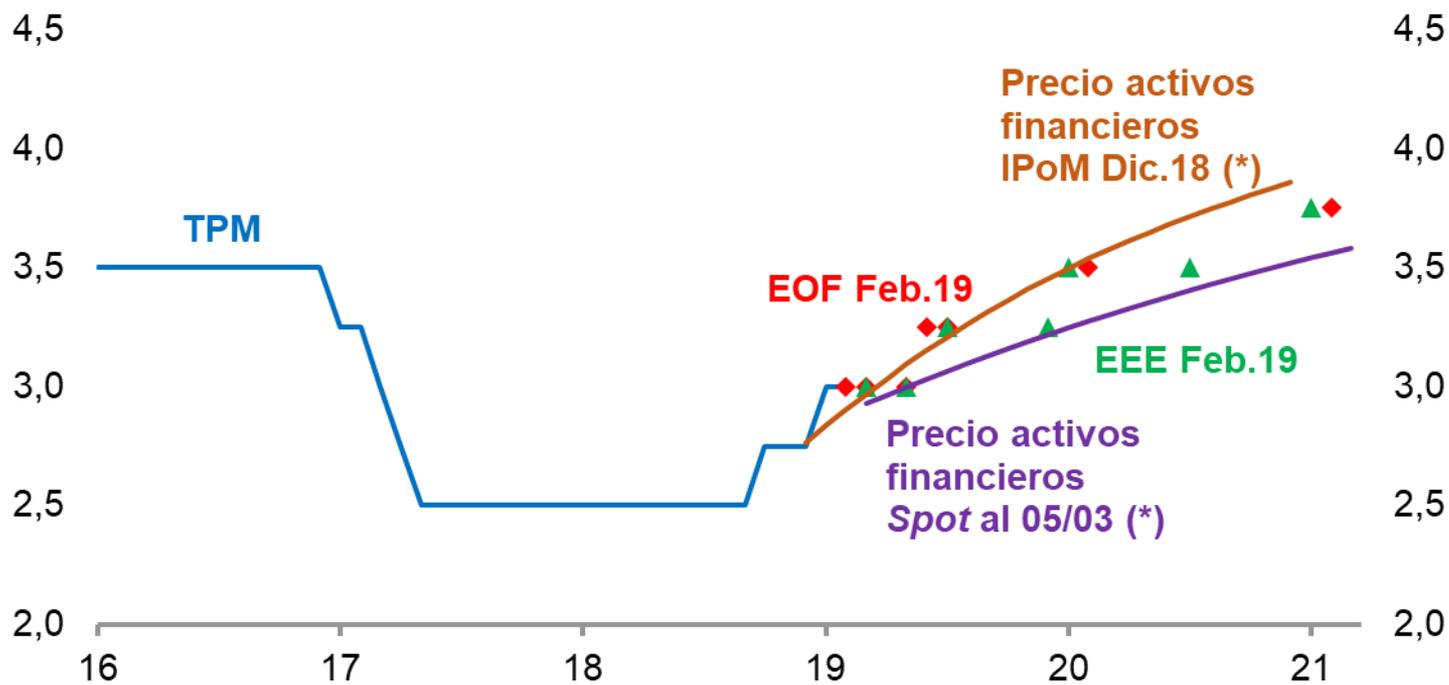
(2) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero, considera la encuesta publicada después de cada RPM. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

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



Las expectativas para la TPM se han moderado, especialmente tras la RPM de enero 2019 y las señales de mayor prudencia que han tenido otros bancos centrales.

Tasa de política monetaria y expectativas de mercado (porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años. Trayectoria suavizada.

Fuente: Banco Central de Chile.



El Consejo ha señalado que la reducción de las holguras de capacidad hace menos necesario un impulso monetario de la magnitud del aplicado desde mediados del 2017. Asimismo, ha indicado que conducirá este proceso de retiro con “gradualidad y cautela”

Principales focos de cautela:

1. Evolución de las condiciones externas

- Perspectivas declinantes para el crecimiento mundial: ajustes más importantes en la Eurozona; condiciones financieras más favorables
- Incertidumbre de política en países desarrollados: evolución de conflictos comerciales
- Evolución de la economía china, impacto de políticas de estímulo

2. Magnitud de las holguras de capacidad

- Holguras en mercado del trabajo frente a shock de oferta por migraciones
- Medición de PIB tendencial, potencial y tasa de interés neutral

3. Dinámica de la inflación

- Diferencias iniciales en tasa de inflación por cambio de IPC
- Dinámica de precios a mediano plazo

Estos serán temas importantes de atención en el IPoM de marzo. Actualización de estimación de parámetros estructurales se adelantará para el IPoM de junio.



En resumen ...

- Tras la “pausa” del tercer trimestre de 2018, la economía ha retomado un mayor dinamismo. Pese a las sorpresas en el sector minero, el resto de la economía ha mantenido un ritmo de crecimiento positivo, coherente con un cierre gradual de holguras.
- La inversión ha sido un motor importante de crecimiento, con favorables perspectivas para su continuación en 2019.
- Las expectativas de inflación en el corto plazo se han moderado tras la publicación del nuevo IPC, pero en el horizonte de política monetaria siguen en torno a 3%.
- El sector externo puede seguir entregando impulso a la economía, especialmente en la medida de que los precios de materias primas y las condiciones financieras sigan siendo favorables desde una perspectiva histórica.
- No obstante, los riesgos externos siguen siendo elevados y la dilatada permanencia de algunos elementos de ellos ha fomentado una alta incertidumbre mundial.



Desafíos de política

- **Mantener el dinamismo de la inversión como motor de crecimiento**
- **Cautela en la conducción de la política monetaria**
 - Cambios en escenario externo
 - Dimensionamiento de holguras
 - Dinámica de la inflación bajo nuevo IPC
- **Fortalecer resiliencia de la economía chilena**
- **Disposición a responder a eventual empeoramiento de condiciones externas**





Evolución de la economía y perspectivas para 2019

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile

Seminario "Vientos de la Economía", organizado por SOFOFA, 6 de marzo de 2019