



Perspectivas para la economía chilena

Rosanna Costa

Consejera



Banco Central de Chile, Enero 2019

Principales mensajes del IPoM de diciembre

- La inflación aumentó durante 2018, situándose en 2,6% anual a diciembre (2,3% el IPCSAE). La inflación de los componentes más sensibles a la brecha de actividad subió sostenidamente en el año, en línea con la recuperación del crecimiento.
- Tal como se esperaba, la actividad redujo su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, lo que se intensificó por factores puntuales en la minería y la industria.
- Pasada esta pausa, el cierre de la brecha continuará, impulsado por la inversión, cuyo crecimiento anual proyectado pasa de 4,5 a 6% en el 2019.
- El impulso externo que recibirá la economía chilena se moderará en los próximos años, pero continuará siendo positivo. Persiste un balance de riesgos negativo.
- En este contexto, en la Reunión de diciembre el Consejo reafirmó que la evolución de las condiciones macroeconómicas y sus perspectivas, hace necesaria la gradual reducción del estímulo monetario.



Escenario Externo



Comentarios

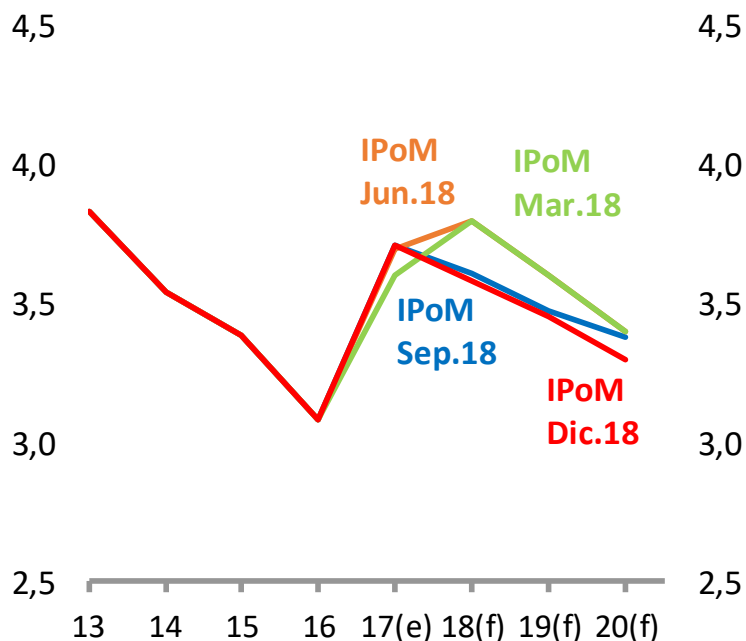
- El sector externo se desacelera gradualmente conforme se esperaba, manteniendo ritmos divergentes entre países desarrollados.
- Ello se acompaña de un proceso de normalización monetaria con un estrechamiento de las condiciones financieras. Señales recientes de la Fed apuntan a que se darían dos alzas de su tasa en 2019 y una en 2020.
- China se desacelera, mientras busca equilibrar el control del crédito y el rebalanceo de su economía, más las tensiones comerciales con Estados Unidos, con un adecuado manejo de políticas contracíclicas.
- En este entorno, los mercados financieros internacionales han incrementado su volatilidad y han realizado importantes ajustes.
- En lo externo, el impulso que recibirá la economía chilena en los próximos dos años, aunque se anticipa continuará declinando, seguirá siendo positivo.
- El entorno de riesgos externos tanto económicos como geopolíticos, cuyo sesgo es a la baja, sigue muy presente y exige permanente monitoreo y evaluación.



En el IPoM de diciembre planteamos que el impulso externo irá declinando los próximos dos años, pero seguiría siendo positivo desde una perspectiva histórica. Tras alcanzar un *peak* en 2017-2018, se proyecta un menor crecimiento de los socios comerciales. En tanto, los términos de intercambio permanecerán relativamente estables.

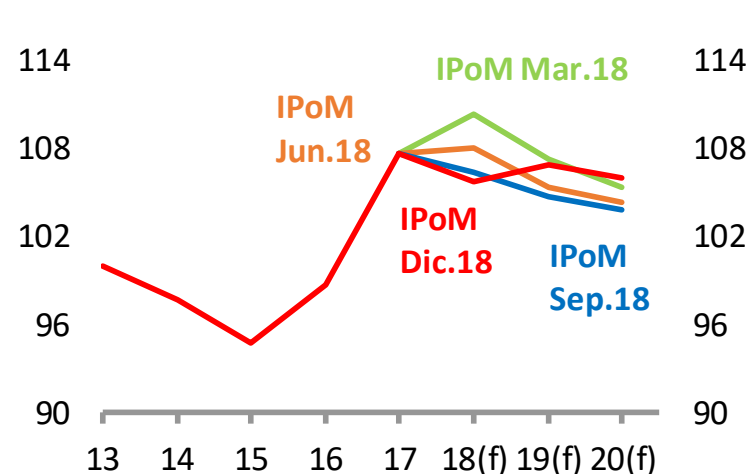
Crecimiento socios comerciales

(variación anual, porcentaje)



Términos de intercambio

(índice 2013=100)



	Prom. 10 últimos días (2)	2019 (f)	2020 (f)
Cobre (US\$/lb)	2,68	2,85	2,80
Petróleo (US\$/barril) (1)	49,8	59,5	59,0

(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

(1) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI.
(2) Al 07/01/2019.
(f) Proyección. Para cobre y petróleo, corresponde a la proyección del precio promedio para el año respectivo.

Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.



Las perspectivas apuntan a una moderación del crecimiento a nivel global.

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Dic.18
Mundo a PPC	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3
Mundo a TC de mercado	3,2	3,1	3,1	2,9	2,8	2,8	2,7
Socios comerciales	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3
Estados Unidos	2,2	2,9	2,9	2,3	2,3	1,9	1,7
Eurozona	2,4	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
Japón	1,7	1,0	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5
China	6,9	6,6	6,6	6,2	6,1	6,1	6,0
India	6,7	7,3	7,3	7,6	7,6	7,6	7,5
Resto de Asia	4,4	4,2	4,2	4,1	4,0	4,2	4,1
América Latina (excl. Chile)	1,1	1,3	0,9	2,1	1,8	2,6	2,5
Exp. de prod. básicos	2,7	2,3	2,5	2,2	2,3	2,2	2,2

(f) Proyección.

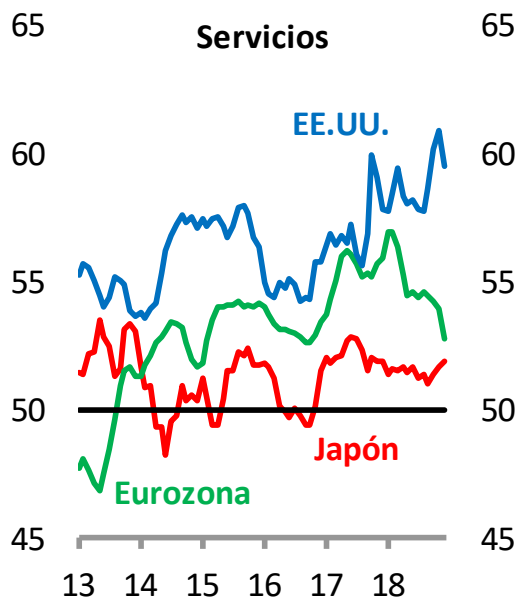
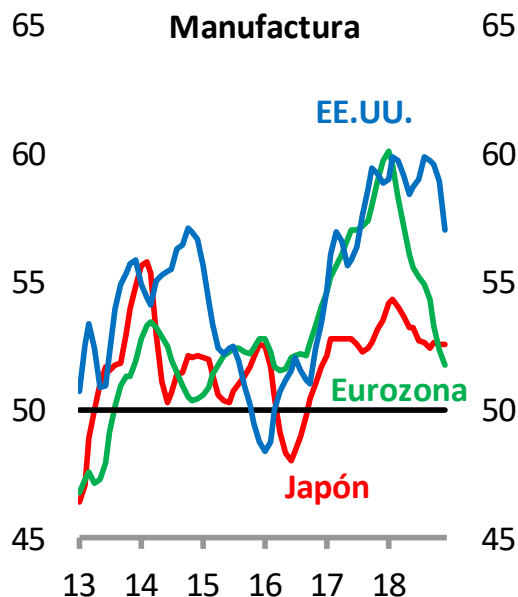
Fuente: Banco Central de Chile.



Tras un año 2018 marcado por una mayor diferencia entre la evolución cíclica de las economías desarrolladas, indicadores coyunturales, como las expectativas, muestran una tendencia declinante.

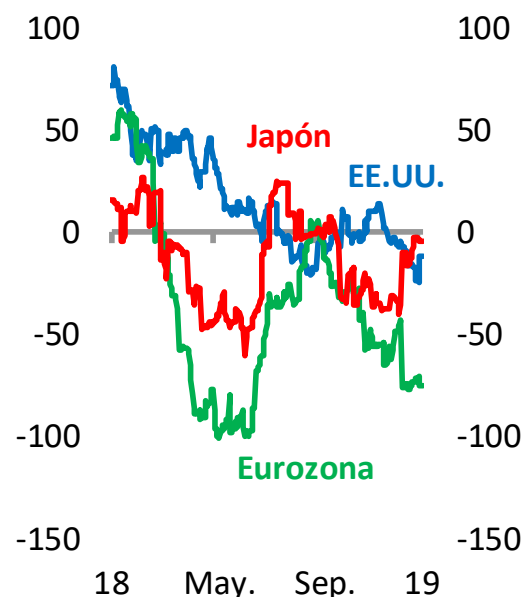
Perspectivas sectoriales (*)

(promedio móvil de 3 meses, índice de difusión, pivote=50)



Índice de sorpresas económicas Citi

(índice, neutral=0)



(*) Medidos por el índice de gerentes de compra (PMI) elaborado por Markit, excepto en EE.UU. donde se utiliza el del ISM. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

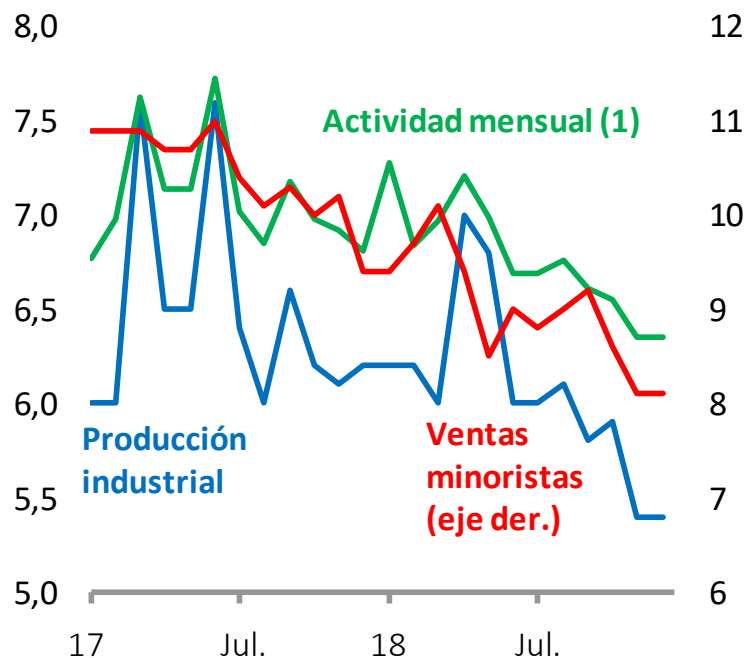
Fuente: Bloomberg.



En China la actividad se desaceleró gradualmente durante el 2018, favoreciendo el rebalanceo de su economía. En lo más reciente sus autoridades han puesto mayor atención en políticas contracíclicas.

China: Indicadores de corto plazo

(variación anual, porcentaje)

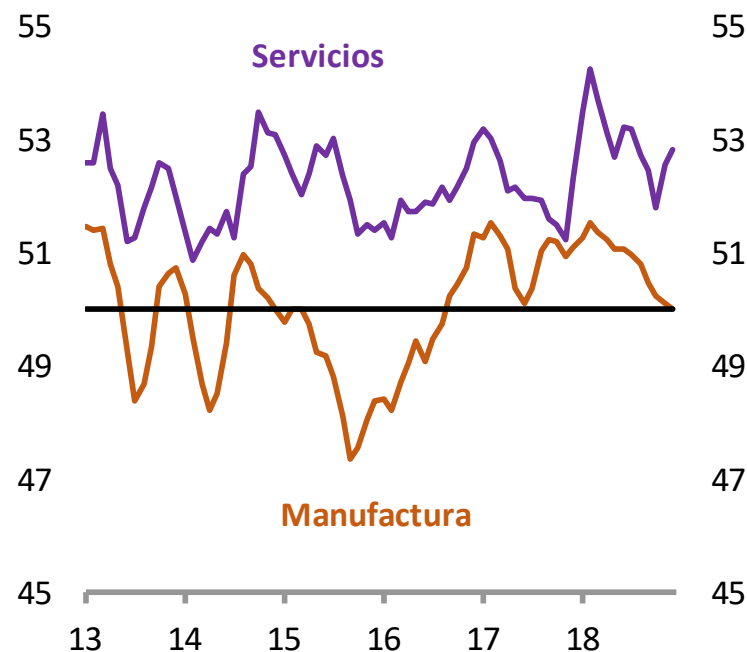


(1) Indicador elaborado por Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

Perspectivas sectoriales (2)

(promedio móvil de 3 meses, índice de difusión, pivote=50)



(2) Medidos por el índice Caixin. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

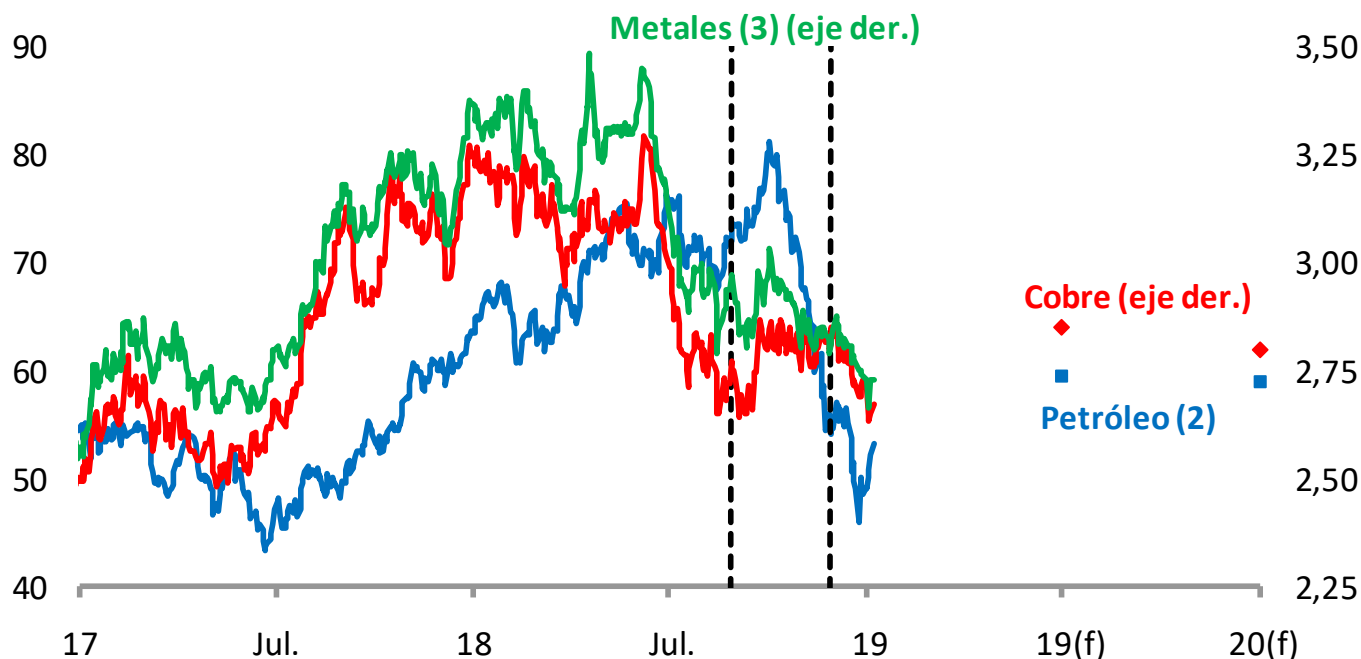
Fuente: Bloomberg.



Por el lado de los precios de las materias primas, se observan descensos en varios de ellos, destacando la caída que ha tenido el petróleo desde octubre.

Precios de materias primas (1)

(dólares el barril; dólares la libra; índice prom. 17-19=3)



(1) Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPOM de septiembre y diciembre 2018, respectivamente. (2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI. (3) Corresponde al índice de precios de metales de Goldman Sachs. (f) Proyección promedio para el año respectivo contenida en IPOM diciembre 2018.

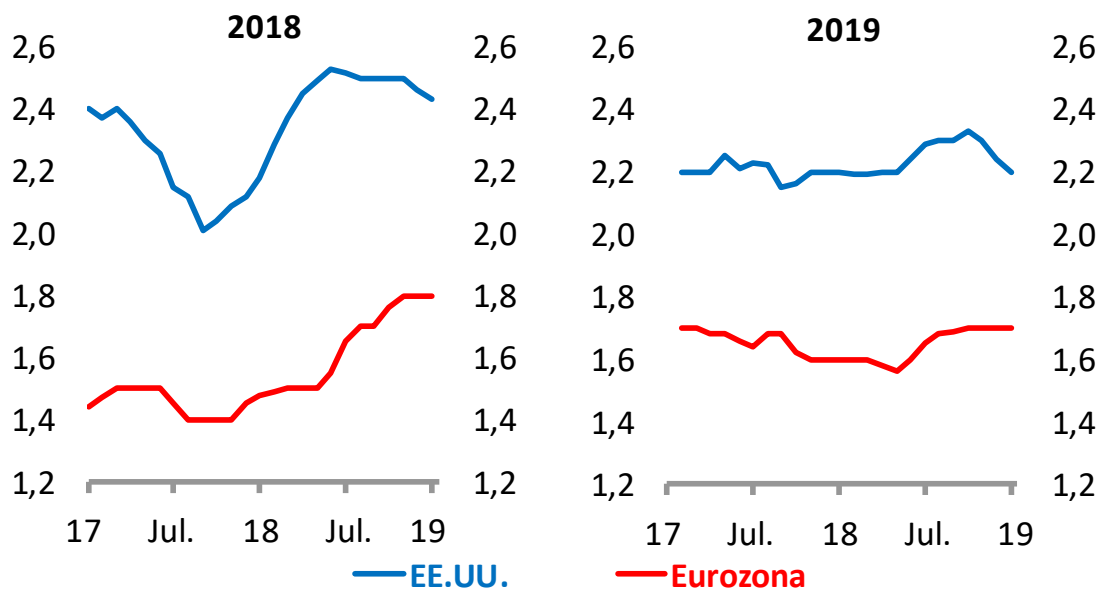
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.



La baja del precio del petróleo ha reducido las expectativas de inflación en Estados Unidos y la Eurozona.

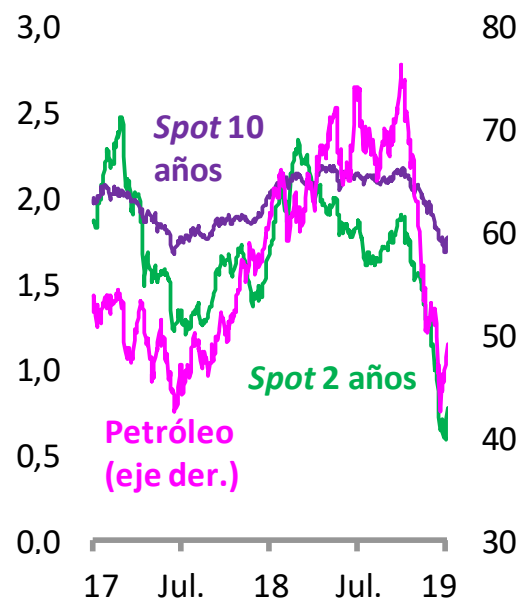
Expectativas de inflación para EE.UU. y la Eurozona

(variación anual, porcentaje)



Precio del petróleo y compensación inflacionaria en EE.UU.

(porcentaje; dólares el barril)



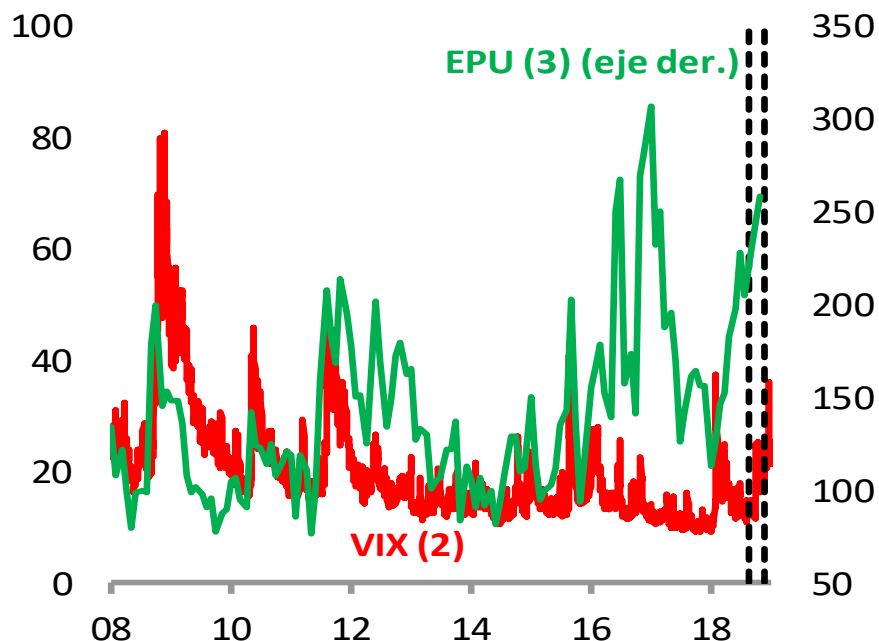
Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.



Las condiciones financieras externas relevantes para las economías emergentes se han ido normalizando, acompañadas de mayor volatilidad y correcciones en los precios de los activos financieros durante el último año, situación que se ha acentuado en lo más reciente.

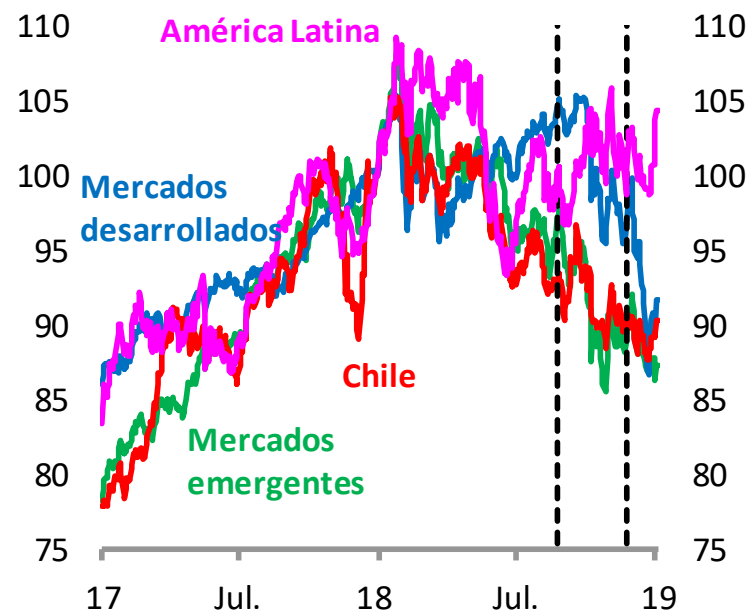
Volatilidad e incertidumbre político-económica (1) (índices)



(1) Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPOM de septiembre y diciembre del 2018, respectivamente. (2) Medida de volatilidad para el mercado bursátil de EE.UU. (3) Índice de incertidumbre político-económica global.

Fuentes: Bloomberg y Economic Policy Uncertainty.

Mercados bursátiles (4) (5) (índice 01/01/2018=100)

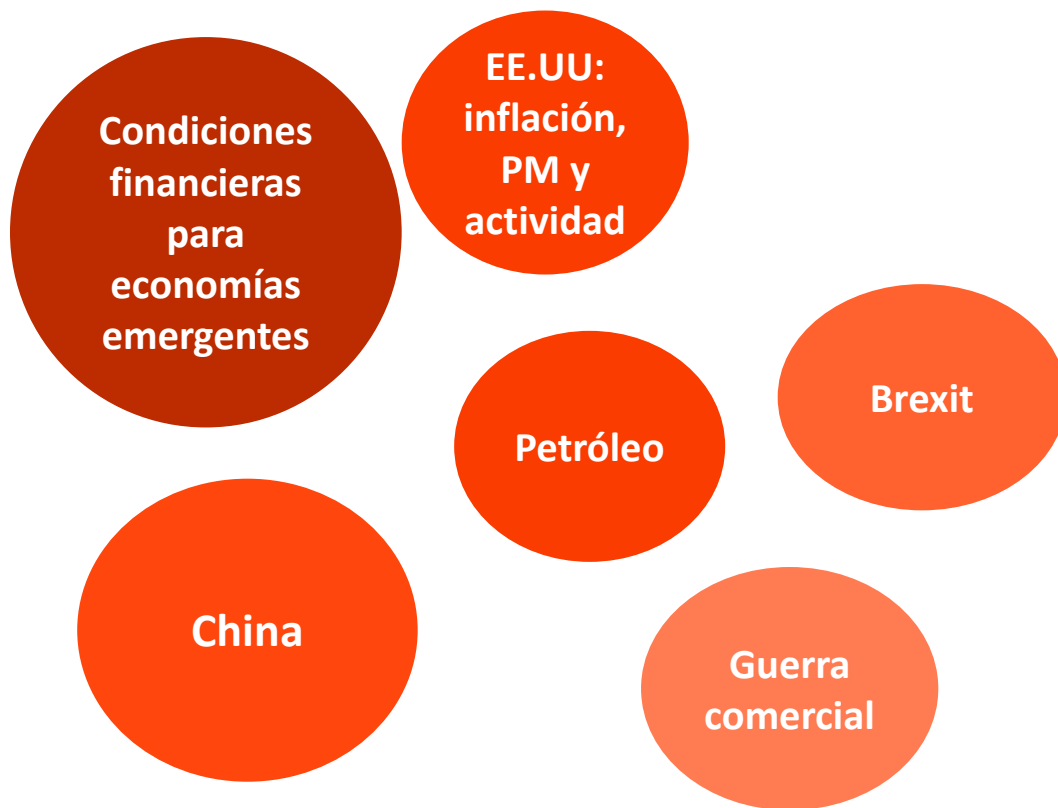
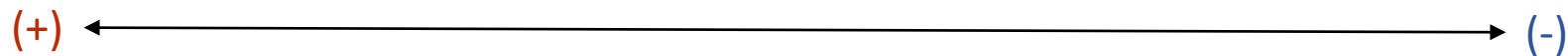


(4) Líneas verticales punteada corresponden al cierre estadístico del IPOM de septiembre y diciembre del 2018, respectivamente. (5) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.



Esto se desarrolla en un contexto de riesgos externos relevantes para Chile que se mantienen sesgados a la baja. En las semanas transcurridas desde el Informe de Política Monetaria este escenario de riesgos ha estado nítidamente presente.



Escenario Interno



Comentarios

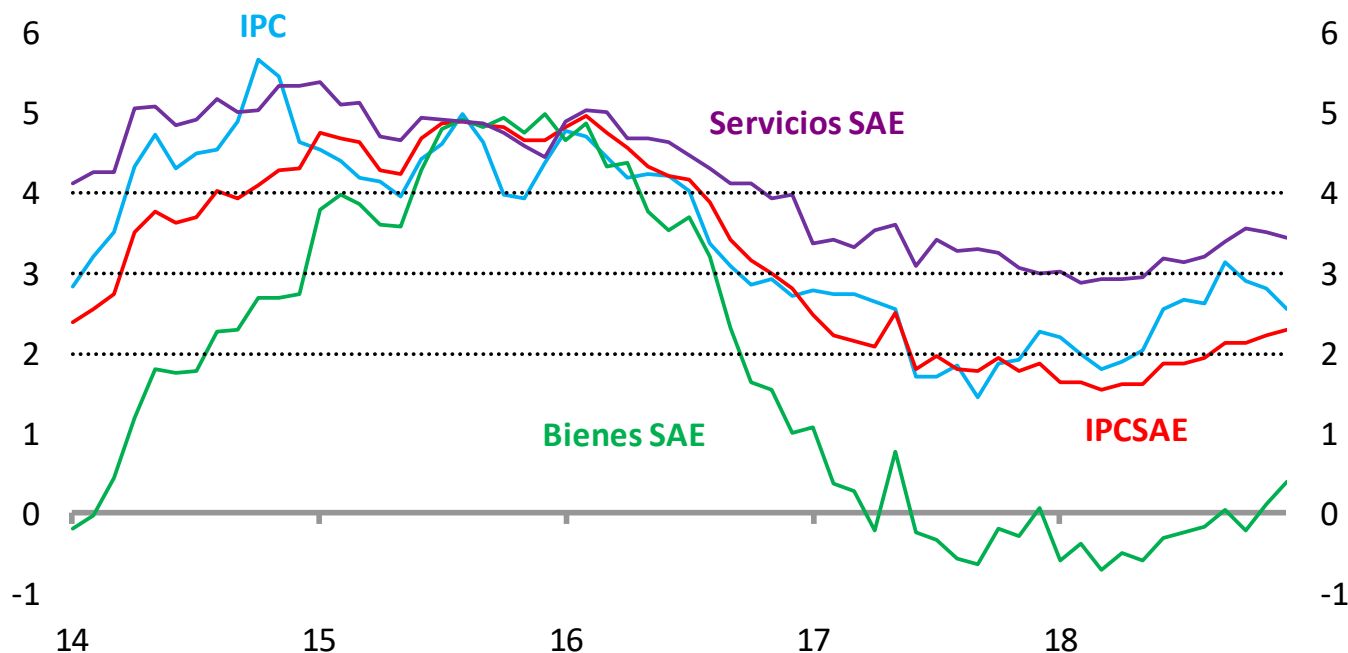
- La inflación transitará la mayor parte de 2019 por debajo de 3%, influenciada entre otros factores por el menor precio del petróleo. Este ha seguido bajando tras el cierre del IPoM y sus efectos se han ido traspasando a los precios internos de los combustibles.
- Hacia adelante, el crecimiento de la economía convergerá a su tendencia, y por tanto se continuarán cerrando las holguras de capacidad.
- Esto, en un contexto de un sector externo aún con condiciones favorables, una política monetaria que se irá ajustando gradualmente, pero todavía desde terreno expansivo, y una economía sin desbalances macroeconómicos.
- El escenario base se acompaña de un balance de riesgos externos relevante para Chile que se mantiene sesgado a la baja, mientras que en lo interno están equilibrados.
- Hacia adelante, se espera una normalización monetaria que convergerá a la tasa neutral hacia la primera mitad de 2020, proceso que se realizará con gradualidad y cautela. Ello, sujeto tanto a la evolución del escenario base como a la forma en que se desarrolle el escenario de riesgos.



La inflación anual aumentó desde valores en torno a 2%, para cerrar el 2018 en 2,6%. Aunque parte de estos incrementos se explican por los componentes más volátiles del IPC y la depreciación del peso, la inflación subyacente también ha ido aumentando, en línea con el cierre gradual de las holguras de capacidad de la economía.

Indicadores de inflación

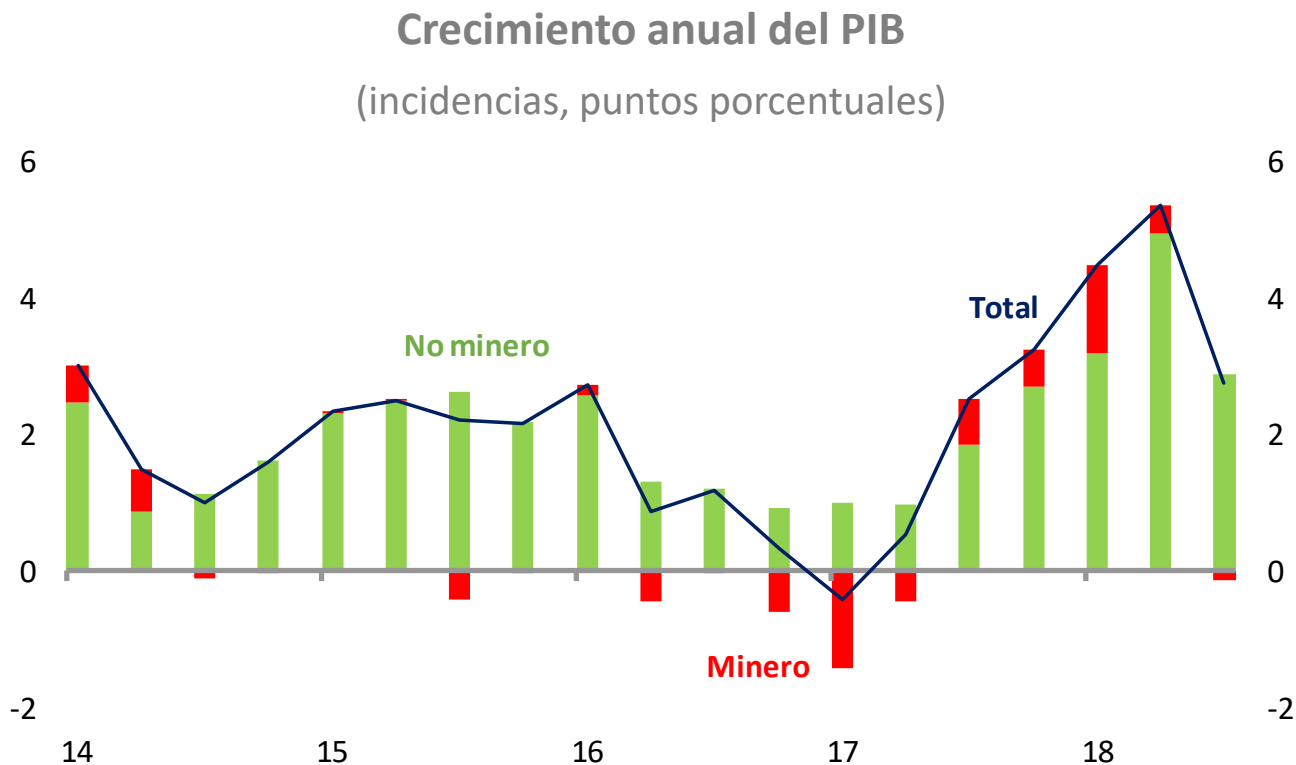
(variación anual, porcentaje)



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



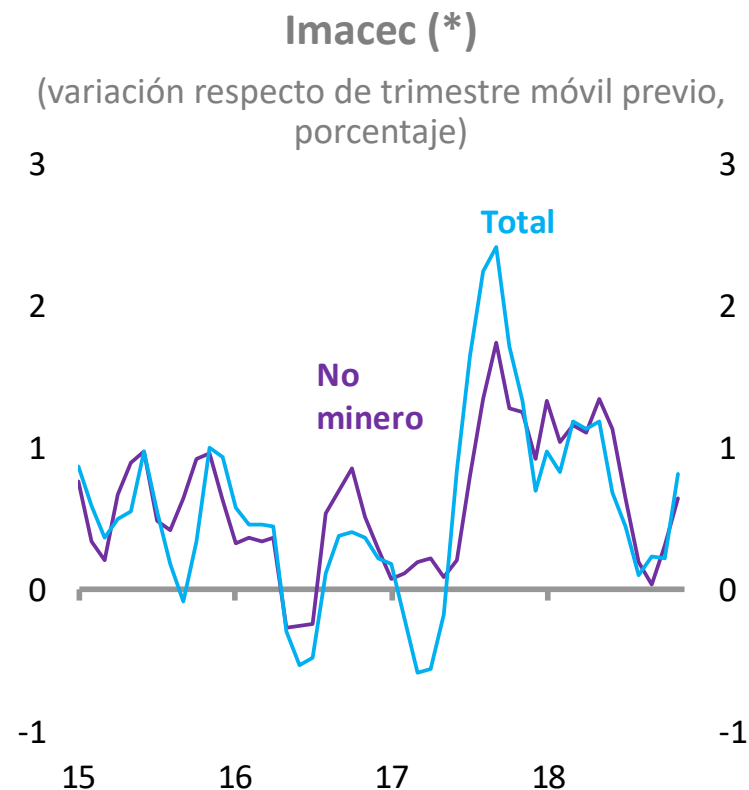
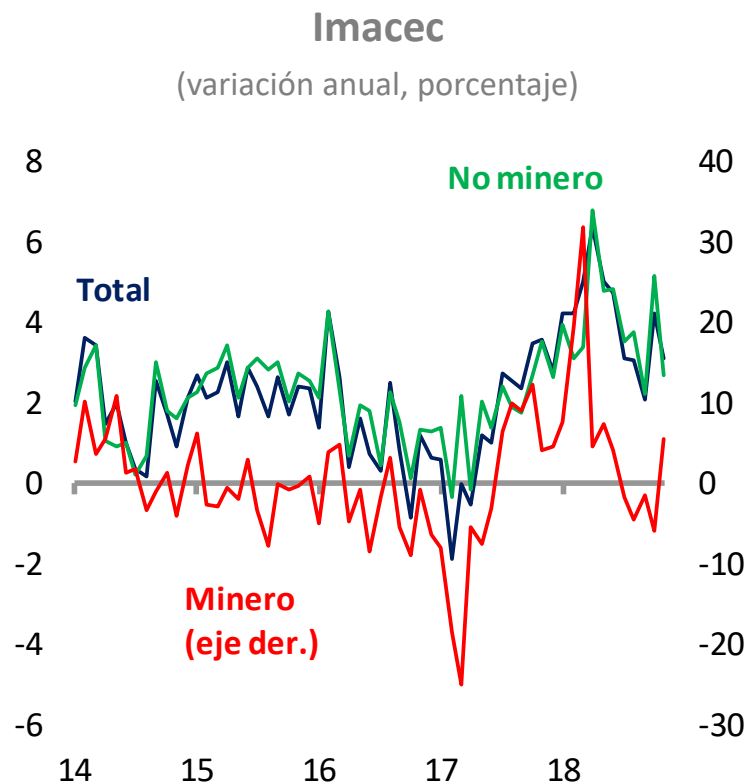
Tal como se esperaba, la economía disminuyó su ritmo de crecimiento en el segundo semestre del 2018, coherente con holguras de capacidad que se han ido reduciendo, la desaparición de factores puntuales que la favorecieron el primer semestre y una base de comparación más exigente. Con todo, la desaceleración del tercer trimestre fue mayor a la esperada, por factores puntuales en industria, minería y un efecto estacional más acentuado.



Fuente: Banco Central de Chile.



En el IPoM de diciembre estimamos que la economía reanudaría su proceso de cierre de holguras durante el cuarto trimestre. El Imacec de octubre y noviembre han evolucionado acorde con ello.



Fuente: Banco Central de Chile.

(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.



Hacia adelante se observa un dinamismo mayor en la inversión, mientras el consumo evoluciona a tasas acordes con el crecimiento de la economía.

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Dic.18
PIB	1,5	4,0-4,5	4,0	3,25-4,25	3,25-4,25	2,75-3,75	2,75-3,75
PIB minero	-2,0						
PIB no minero	1,8						
Demanda interna	3,1	4,6	4,7	3,7	3,8	3,3	3,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,8	4,1	4,0	3,7	3,9	3,7	3,6
Formación bruta de capital fijo	-1,1	5,0	5,5	4,5	6,0	3,9	3,9
Consumo total	2,7	3,8	3,6	3,4	3,3	3,6	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	4,9	4,8	4,2	4,1	2,8	2,8
Importaciones de bienes y servicios	4,7	6,2	7,3	4,4	5,0	2,8	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,2	-2,8	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	20,2	20,5	20,9	20,5	20,8
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,6	21,7	22,0	22,1	22,6	22,4	22,8

(f) Proyección.

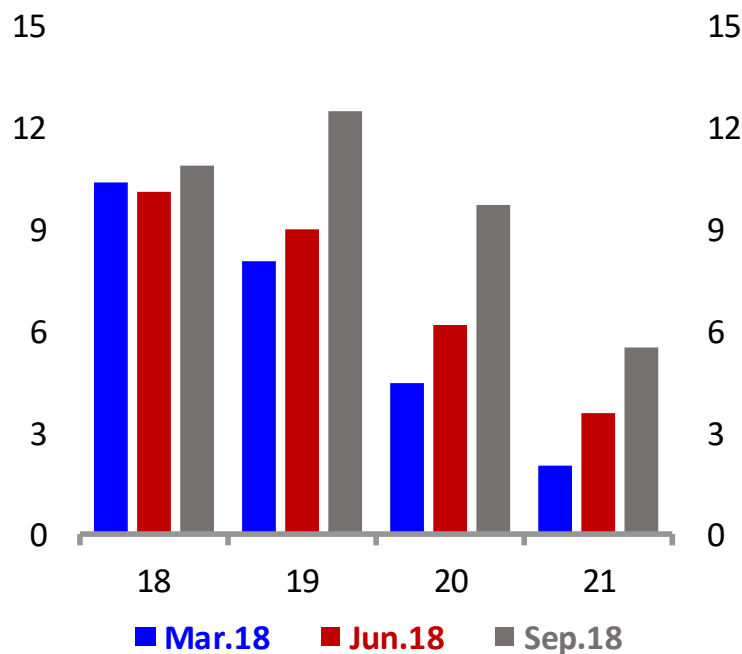
Fuente: Banco Central de Chile.



En la FBCF hay varios elementos que sustentan esta proyección, entre ellos el alza de la inversión minera en los próximos años.

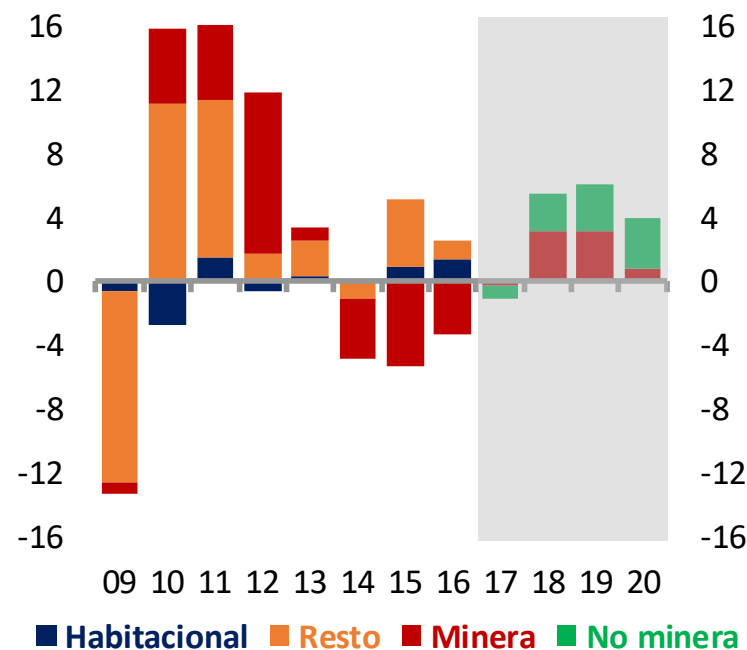
Catastro CBC: perspectivas inversión total

(miles de millones de dólares)



Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)

(puntos porcentuales)



Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

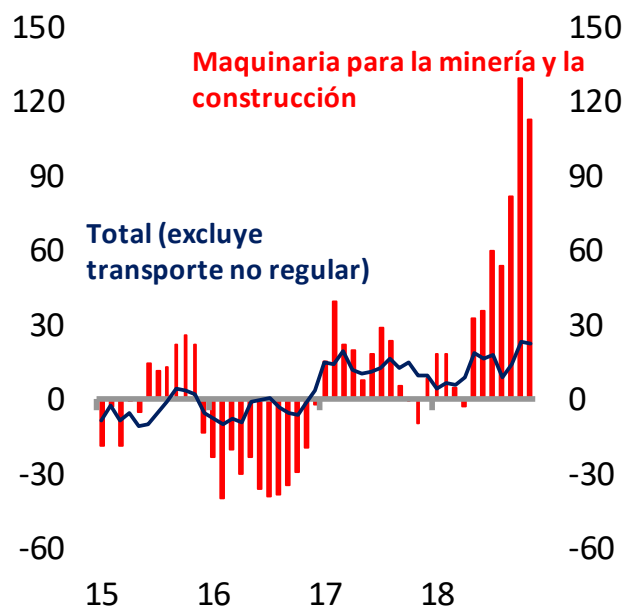
(*) Para el 2017 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar las proyecciones del 2018, 2019 y 2020 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.



Ello se refleja en importaciones de bienes de capital que siguen elevadas. Además, los indicadores de edificación también han ido repuntando a lo largo del 2018.

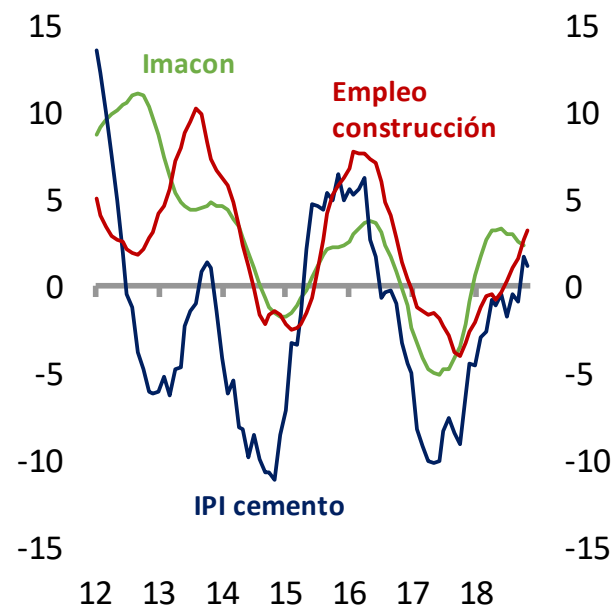
Importaciones nominales de bienes de capital

(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Indicadores de edificación

(promedio seis meses móviles de la variación anual, porcentaje)

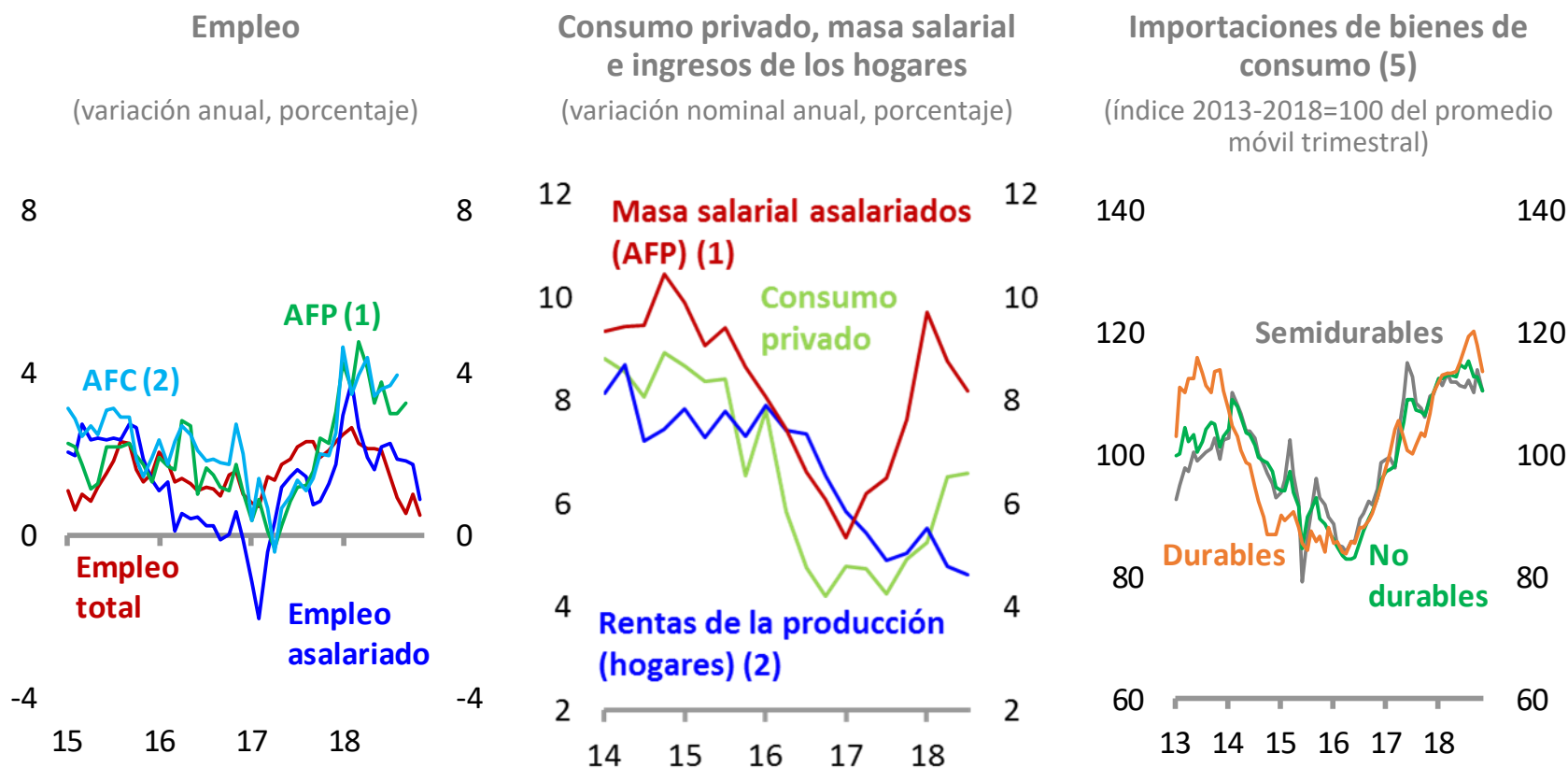


Fuente: Banco Central de Chile.

Fuentes: Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.



En cambio, el consumo ha perdido algo de dinamismo, aunque se proyecta que volverá a crecer a tasas acordes con el PIB.



(1) Corresponde al número de cotizantes dependientes. (2) Total de cotizantes del seguro cesantía. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

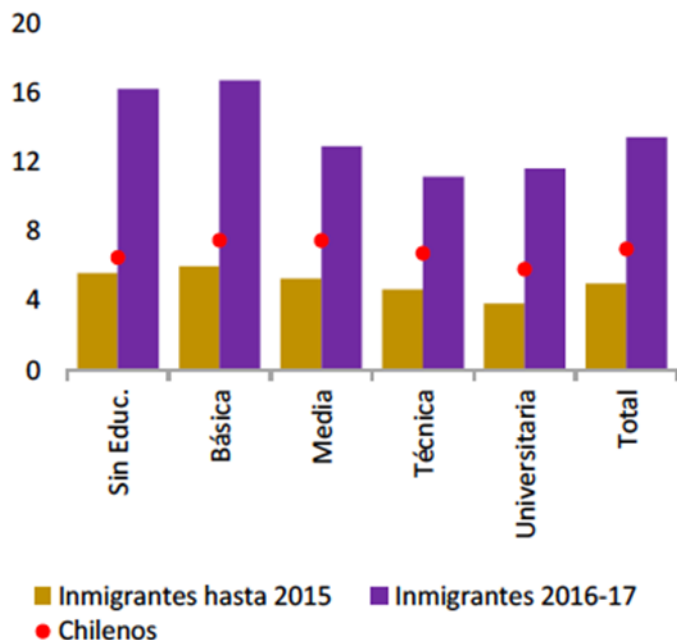
(3) Para salarios y empleo ocupa información de las AFP: ingreso imponible promedio y número de cotizantes dependientes, respectivamente. (4) Remuneración, ingreso mixto y excedente bruto. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

(5) Niveles desestacionalizados.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto del mercado laboral, el impacto del importante flujo migratorio promedio de los últimos años amerita un análisis complementario al que proporcionan las encuestas.

Tasa de desempleo total y de inmigrantes por nivel educativo (porcentaje)



Participación mercado laboral (porcentaje)

	Inmigrantes	Chilenos
Tasa de participación	80,2	61,2
Tasa de desempleo	7,5	7,0

Crecimiento del empleo : sensibilidad

(porcentaje, anualizado)

	NENE	Escenarios para 2018		
		0% flujo 2017	50% flujo 2017	100% flujo 2017
2016Q1-2018Q3	1,3	2,4	2,9	3,3

Efectos macroeconómicos de un *shock* migratorio

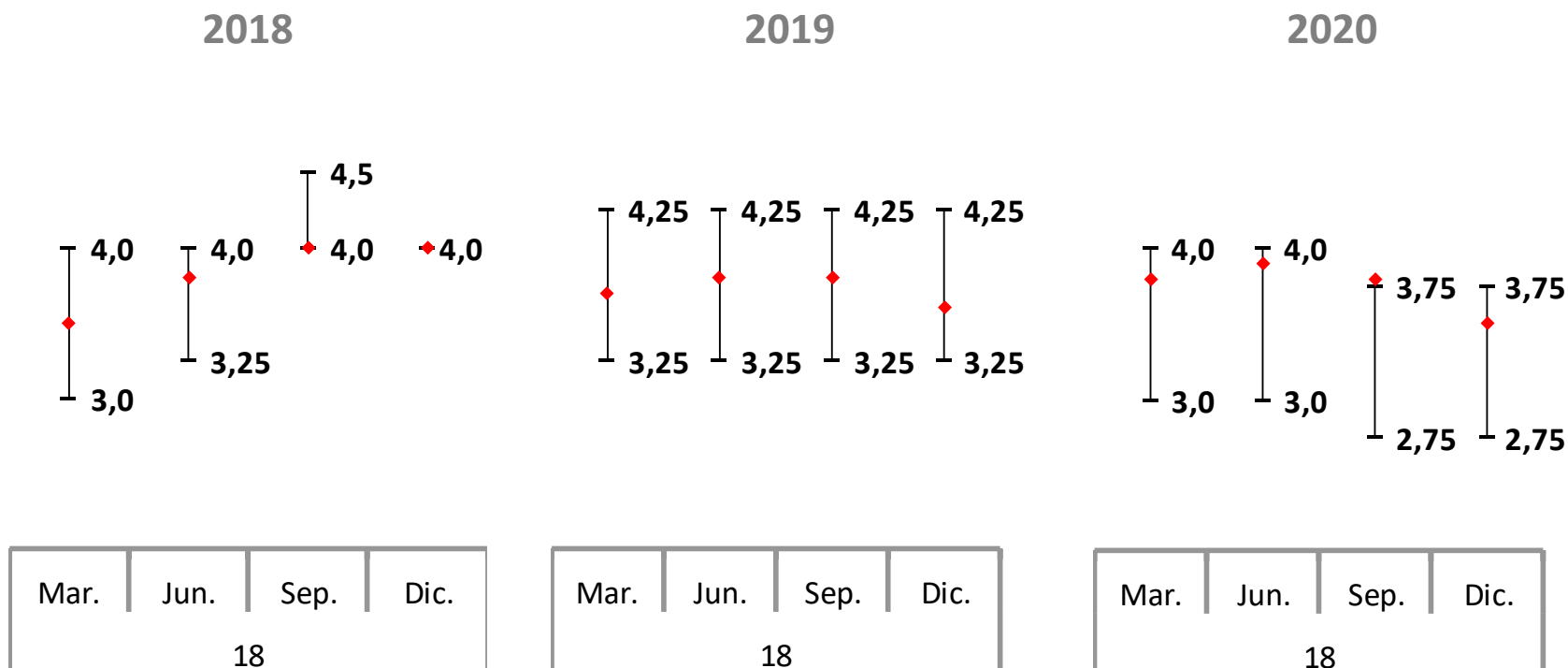
PIB	Consumo	Salario real	Inflación
Expansivo	Expansivo	Contractivo	Positivo, acotado

Fuentes: Aldunate et al. (2018) en base al Censo 2017, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En el escenario base del IPoM de diciembre, y luego de expandirse 2,8% en el tercer trimestre, se proyecta que el PIB creció 4% anual en el 2018. Esta revisión responde en gran parte al peor desempeño de la minería.

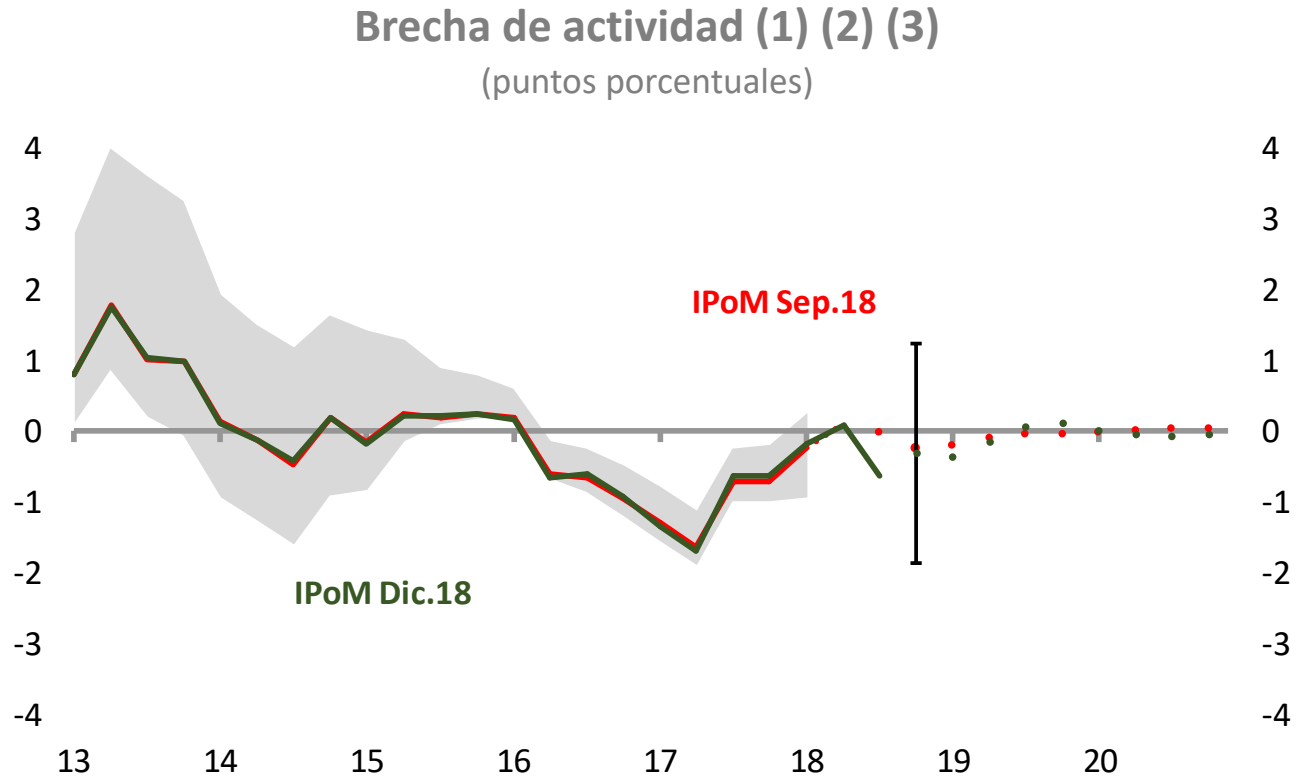
Proyecciones de crecimiento (*) (variación real anual, porcentaje)



(*) Rangos corresponden a la proyección de crecimiento de cada IPoM. Rombos rojos corresponden a la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) al cierre estadístico respectivo, a excepción del IPoM de diciembre que considera la última EEE, conocida con posterioridad a esa instancia.



El escenario base considera que, tras la pausa en el tercer trimestre de este año, el proceso de cierre de la brecha de actividad se reanudará en el cuarto trimestre.

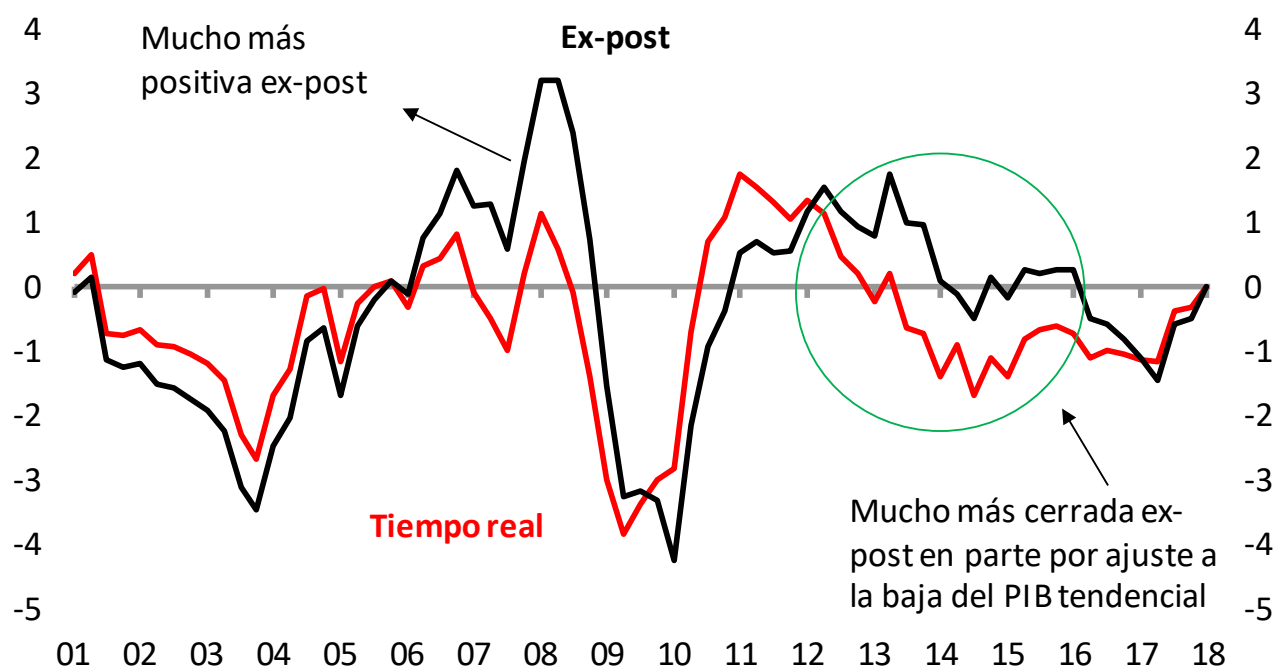


(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017). (2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones. (3) La barra en el cuarto trimestre del 2018 incluye un rango $\pm 1,3\%$ que corresponde a un desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha. Por lo tanto, la instancia final de la brecha se hallará dentro del intervalo con una confianza de 68.3%. Fuente: Banco Central de Chile.



De todos modos, es importante señalar que la brecha del PIB es una variable no observable y presenta desafíos y dificultades en su estimación. Al ser una estimación a tiempo real, está sujeta a revisiones a medida que aumenta la disponibilidad de datos.

Estimación de la brecha del PIB para un mismo año en distintos momentos (*) (porcentaje)



(*) Una estimación del tipo “Tiempo real” tiene como supuesto que no hay revisiones en los datos y que se mantiene la metodología de estimación constante. En la práctica, esto no sucede ya que las metodologías cambian y los datos se revisan.

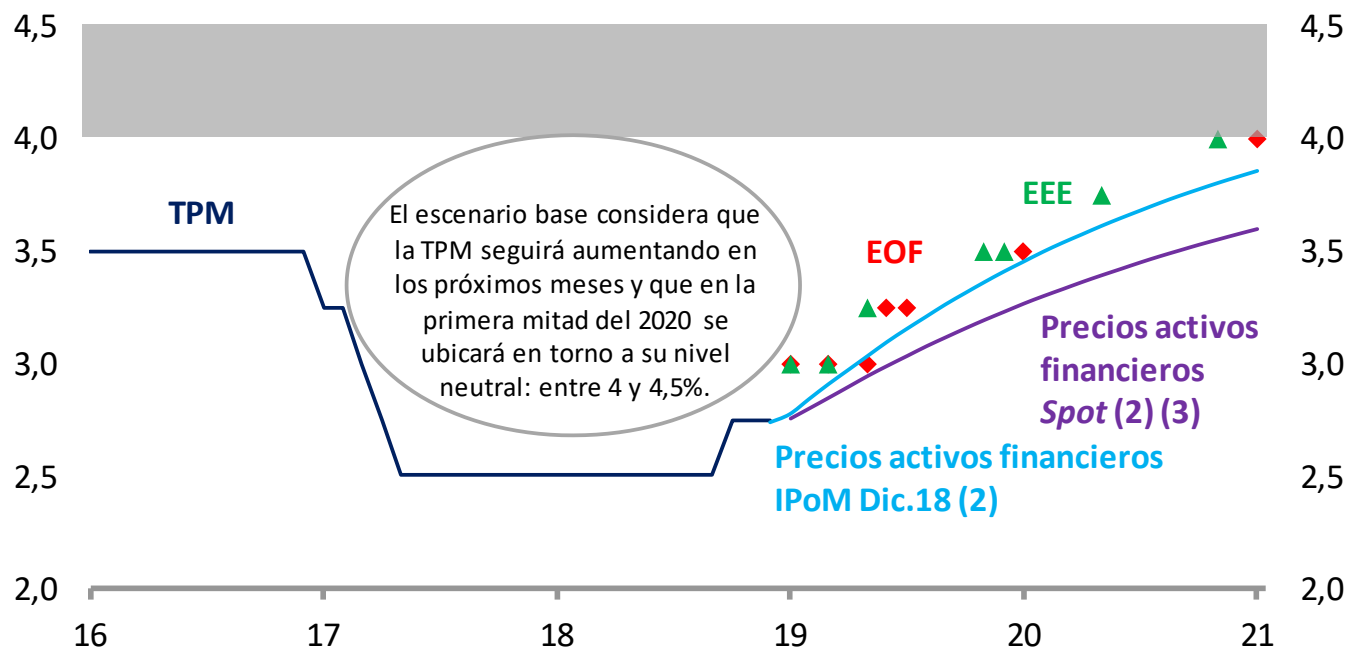
Fuente: Minuta Estimación de Crecimiento Potencial y la Brecha, IPoM de septiembre del 2018.



En este escenario, el supuesto de trabajo para la TPM considera que esta continuará aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se situará en torno a su nivel neutral. La PM se conducirá con gradualidad y cautela atendiendo a la evolución del escenario base y el entorno de riesgos.

Tasa de política monetaria y expectativas de mercado (1)

(porcentaje)



(1) Área gris corresponde al nivel neutral para la TPM. (2) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. Trayectoria suavizada. (3) Al 07 de enero del 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.



Riesgos

Riesgos externos relevantes para Chile: sesgados a la baja

- Mayor desaceleración mundial, empeoramiento más abrupto de las condiciones financieras, China, tensiones comerciales, riesgos económicos y políticos en Eurozona, riesgos geopolíticos....

Riesgo internos para la actividad: balanceados

- Consumo tarda más tiempo en retomar dinamismo de la mano de un mercado laboral más lento, pese a su reciente capacidad de absorción del *shock* migratorio.
- Repunte mayor de la inversión aún mayor al internalizado.

Riesgo inflación: balanceados

Escenarios de sensibilidad

Escenario	PIB	Inflación	TPM
Deterioro condiciones financieras	(-)	(-)	Permanece en nivel actual por más tiempo
Menor consumo	(-)	(-)	Retiro más gradual del estímulo monetario
Mayor inversión	(+)	(+)	Retiro más rápido del estímulo monetario



Comentarios al cierre relativos al crecimiento de tendencia

Basados en separata sobre producto tendencial del Banco Central (septiembre 2017)



Comentarios al cierre

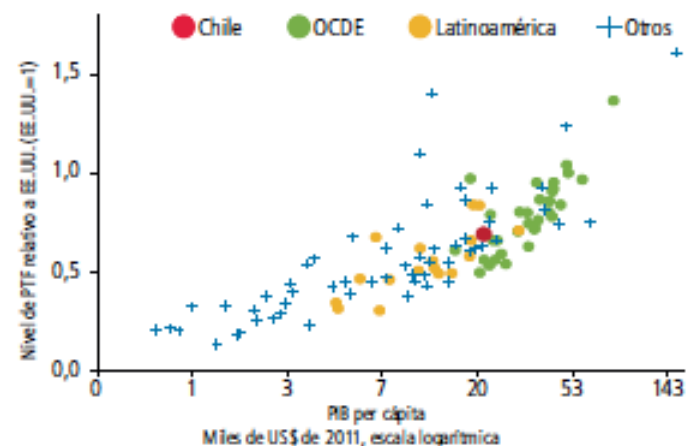
- La evaluación del crecimiento potencial y tendencial que realiza el Banco separa la actividad en minera y no minera. Las estimaciones se realizan sobre esta última variable.
- La más reciente actualización de ellas se efectuó en septiembre del 2017, cuando se consideró un crecimiento de tendencia para el PIB no minero entre 3 y 3,5% para el período 2018-2027. En septiembre 2018 solo se revisó el pib potencial.
- En este resultado, el capital humano aporta 0,8 puntos en la incidencia anual, 1,7 puntos se atribuyen al capital y en torno a 0,9 a la PTF.
- Elevar el crecimiento de tendencia requiere de acciones adicionales.
- En lo grueso, se identifican dos focos principales de mejora que podrían aumentar el crecimiento tendencial y apurar la convergencia hacia niveles de producto per cápita similares a los de países desarrollados:
 - El capital humano
 - La productividad total de factores



- Las brechas en calidad del capital humano, relativa a países desarrollados ofrece ventanas de oportunidad, aunque se trata de un proceso con impacto a más largo plazo.
- En cambio, se lograrían impactos en menor plazo a través de medidas que permitan mejorar la asignación de recursos productivos entre distintas empresas.
- Existe una correlación entre el nivel de PTF y el producto per cápita. Diferencias en el grado de eficiencia en la utilización de los recursos explican cerca de 50% de la diferencia de ingresos per cápita entre países.

GRÁFICO III.8

Productividad total de los factores (PTF) y PIB per cápita, promedio 2012-2014 (*)



(*) Países con población mayor a un millón y PTF promedio no mayor a dos veces la de EE.UU. En azul países que en el 2017 están en la OCDE (incluido México).

Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de Penn World Tables 9.0.

- La PTF en Chile estaría en torno al 60% de la de EE.UU. y sería a su vez más baja que en países desarrollados, lo que impediría cerrar brechas respecto a ellos

- Algunas medidas que apuntan en esta dirección (frecuentemente mencionadas en la literatura): la flexibilidad del mercado laboral, el desarrollo financiero, medidas que faciliten la creación y disolución de empresas en entornos competitivos, entre otras.
- Se observa una alta y persistente dispersión en el valor de las productividades marginales de los factores entre empresas, tanto a nivel agregado como sectorial. Ello sugiere que existen ganancias potenciales asociadas a la reasignación de factores entre empresas.
- Con todo, lo que medimos como PTF es un residuo y no una medida directa de productividad. No resulta extraño por tanto que esta variable sea bastante volatilidad tanto en Chile como en otros países.





Perspectivas para la economía chilena

Rosanna Costa

Consejera



Banco Central de Chile, Enero 2019