



Crecimiento, Tipo de Cambio y la Política Monetaria en Chile

Sebastián Claro E.
Vicepresidente(*)

Taller Macro LyD, 6 de octubre de 2017

(*) Las opiniones contenidas en esta presentación son de exclusiva responsabilidad de su autor y no representan necesariamente al Banco Central de Chile o a su Consejo.



- En la economía internacional destaca una normalización muy venial de la política monetaria en Estados Unidos. Los efectos negativos de alzas de tasas y un dólar más fuerte se han disipado. El escenario externo es más favorable.
- Internamente, hay señales de recuperación, pero no son generalizadas. Es temprano para dar por segura un mayor crecimiento de manera sostenida más allá de los efectos en la minería comienzos del próximo año.
- El escenario central del IPoM es de recuperación gradual, tanto por un bajo crecimiento potencial como por holguras de capacidad que son bastante menores comparadas con otros períodos de bajo crecimiento.



- Las fluctuaciones de la inflación en el último tiempo han estado dominadas por la trayectoria del tipo de cambio. La desaceleración de la economía también ha generado menores presiones inflacionarias, pero de manera gradual.
- Las brechas de capacidad se han ampliado, pero en bastante menor medida que en ciclos anteriores. Esto, junto con el comportamiento cíclico del TCR, explican porqué la relación entre tipo de cambio e inflación se ha intensificado.
- La estabilización de las holguras de actividad forma parte del objetivo intermedio de la política monetaria, cuyo foco inflacionario de mediano plazo permite una acción contracíclica importante. La política monetaria en los últimos años ha sido muy expansiva.

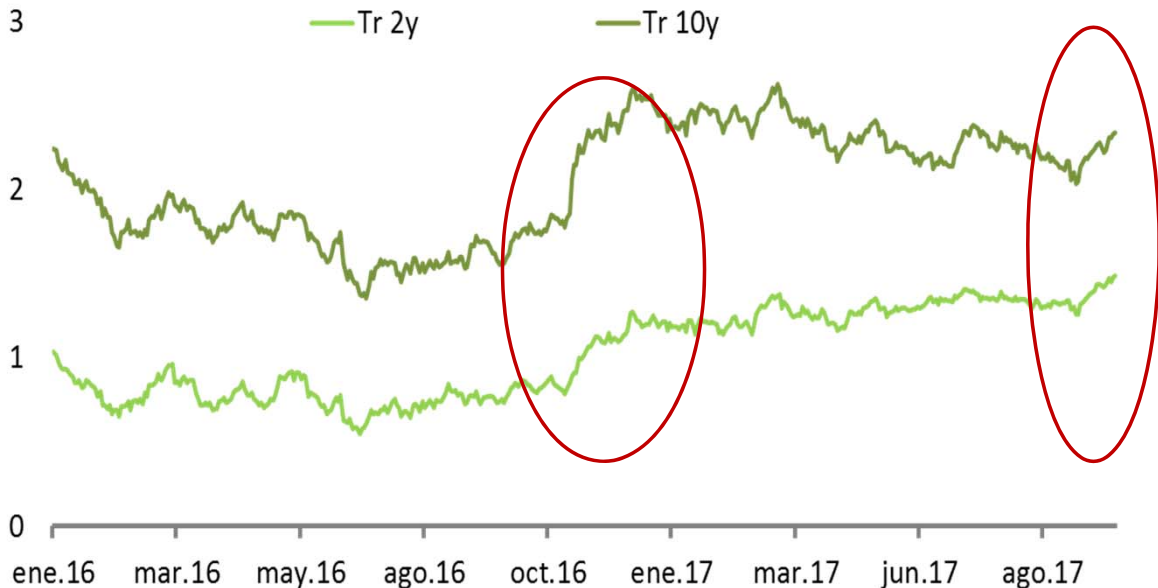


- Una consecuencia de este esquema de política monetaria es una alta volatilidad de la inflación como consecuencia del comportamiento del TCR. Una política monetaria que es exitosa en disminuir la volatilidad del PIB en torno a su potencial puede generar mayores desviaciones de la inflación respecto del 3%.
- Es posible que la inflación persista algunos trimestres en la parte baja del rango de 2–4%, aún en un de recuperación gradual. Ello no amerita una respuesta de política monetaria. Ésta solo podría justificarse con una apreciación persistente sin un correlato en crecimiento, que ponga en riesgo el objetivo de inflación de 3% en dos años.



La normalización de tasas en USA ha sido gradual, pero continúa su curso.

Tasas EE.UU. 2 y 10 años
(Índice, porcentaje)

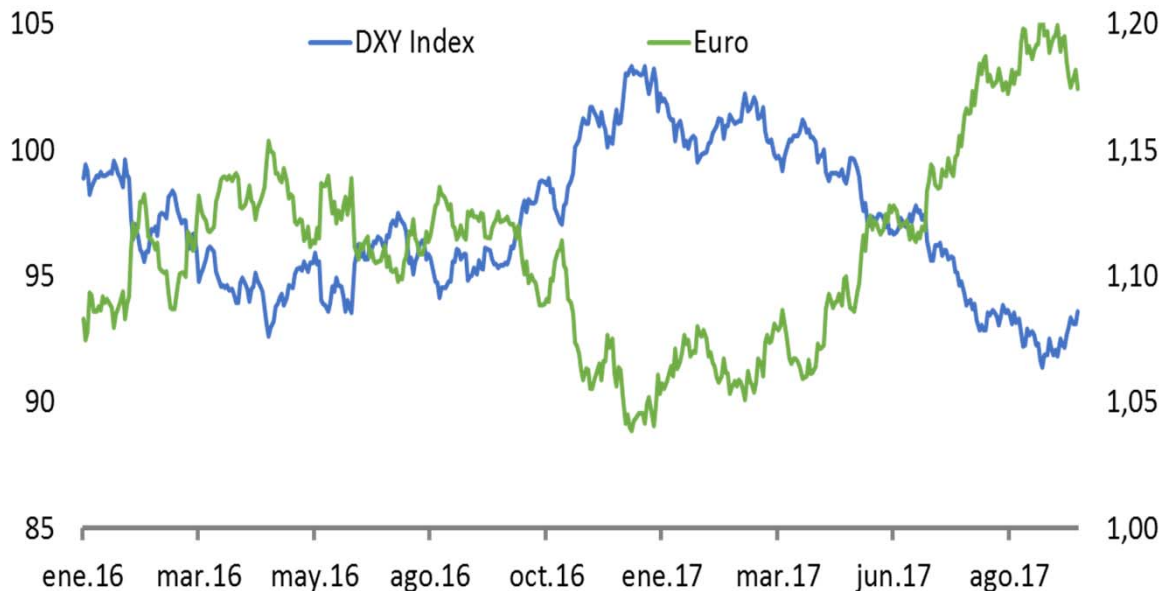


Fuente: Bloomberg



Esta dinámica ha mitigado el fortalecimiento del dólar observado a fines del 2016.

Dólar DXY y EURUSD
(Índice, USD/EUR)

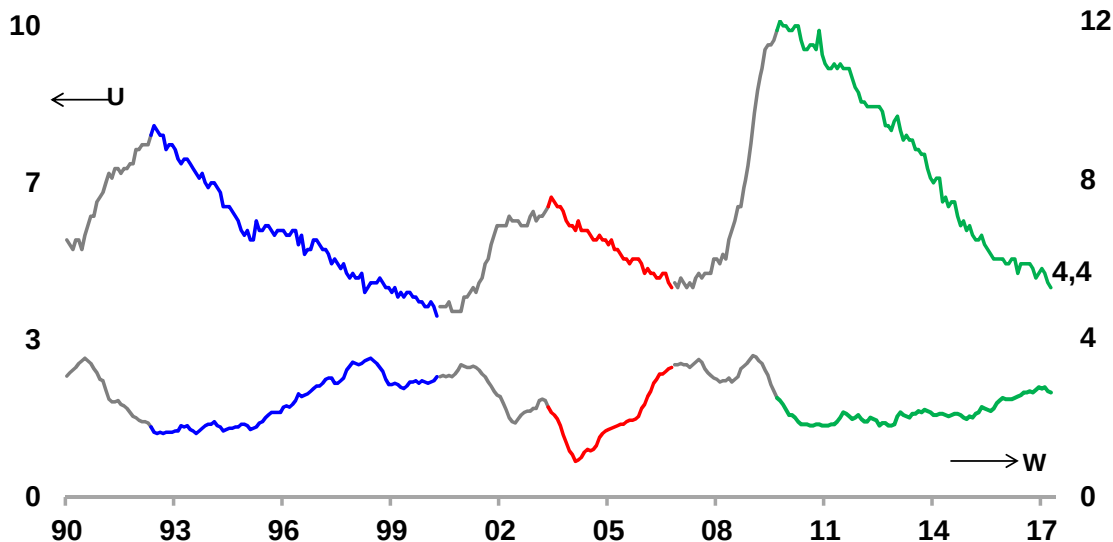


Fuente: Bloomberg.



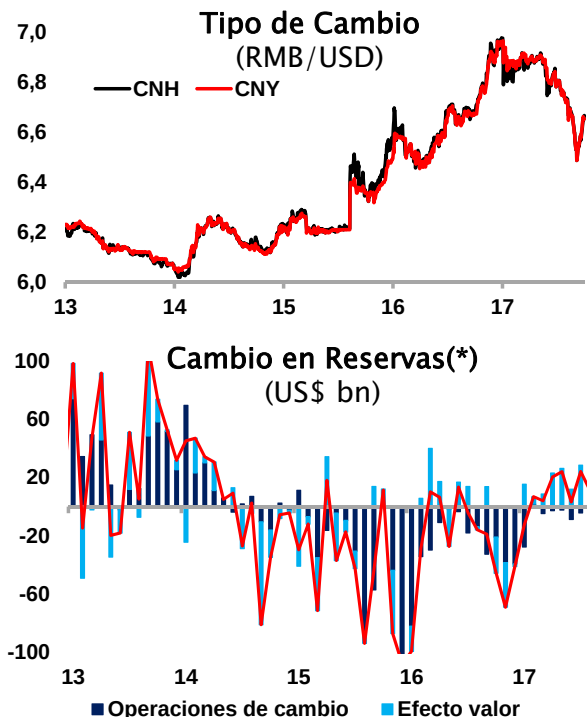
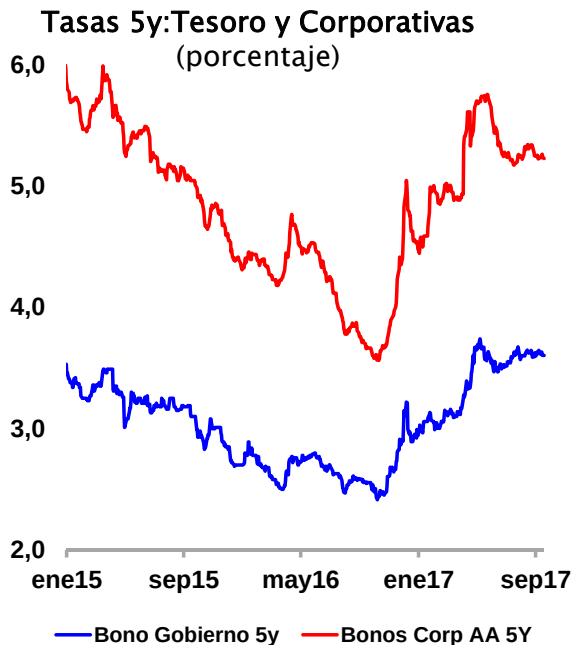
La FED ha dicho que se justifica una convergencia hacia niveles más neutrales aún en ausencia de presiones de inflación en el mercado laboral.

Desempleo y Salarios
(porcentaje; var. % anual)





La gradualidad ha favorecido a los emergentes, incluido China. El fortalecimiento del RMB es (i) global, (ii) respuesta a política monetaria más contractiva, y (iii) mejores cifras en China.

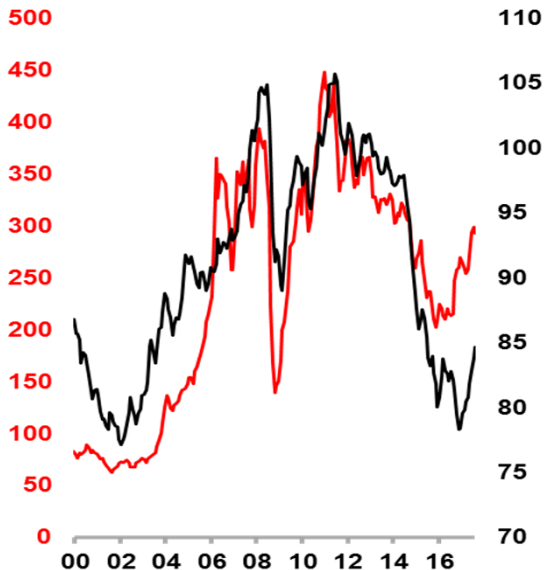


(*)Descomposición en base a IIF Capital Flow Tracker y último dato en base a descomposición aproximada GS. Fuente: Bloomberg IIF y GS

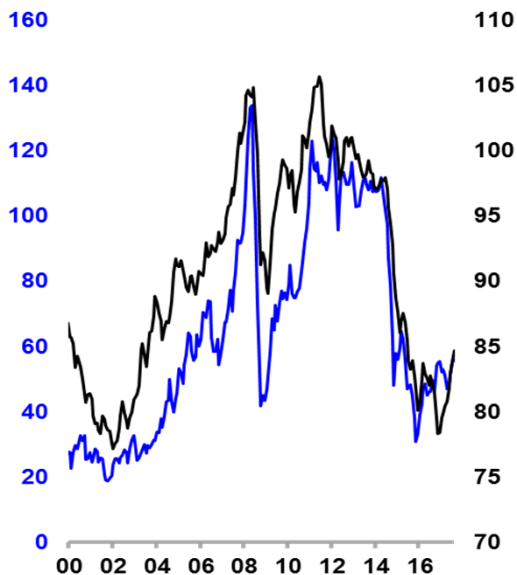


Las materias primas han seguido bastante la trayectoria del dólar, y el desacople del cobre podría deberse a un mayor dinamismo en China que debería ser transitorio.

Cobre y US Broad
(dólares por libra, índice ene.97=100)



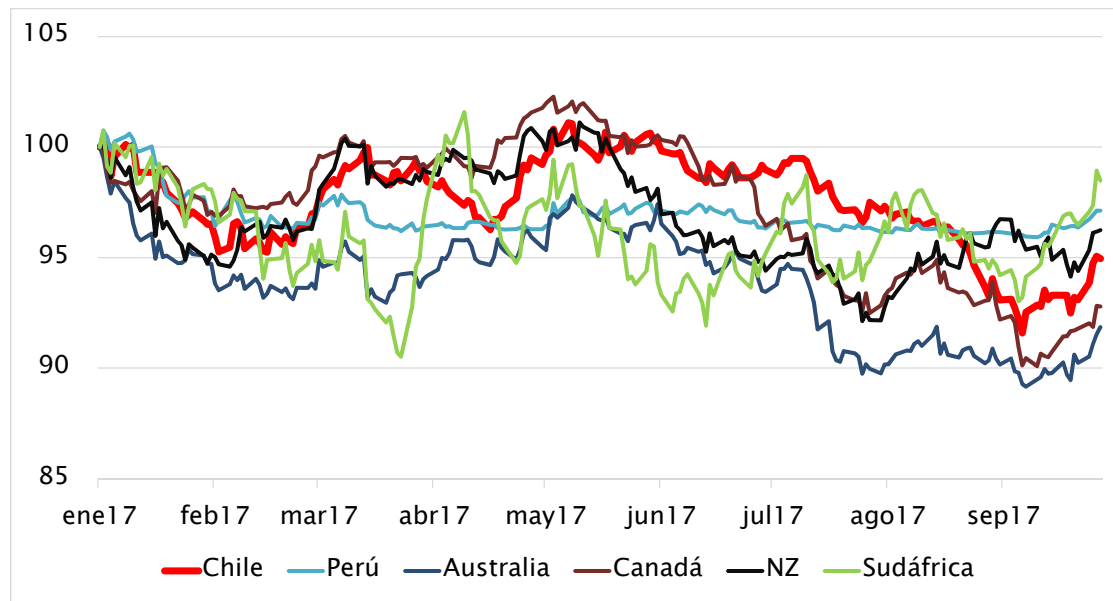
Petróleo Brent y US Broad
(dólares por barril, índice ene.97=100)





Las monedas de países comparables han tenido un comportamiento similar al CLP, fortaleciéndose en torno a 5% durante 2017.

Tipo de Cambio Nominal en selección de países: ene17-Sep17 (Índice 1 / ene/17=100)



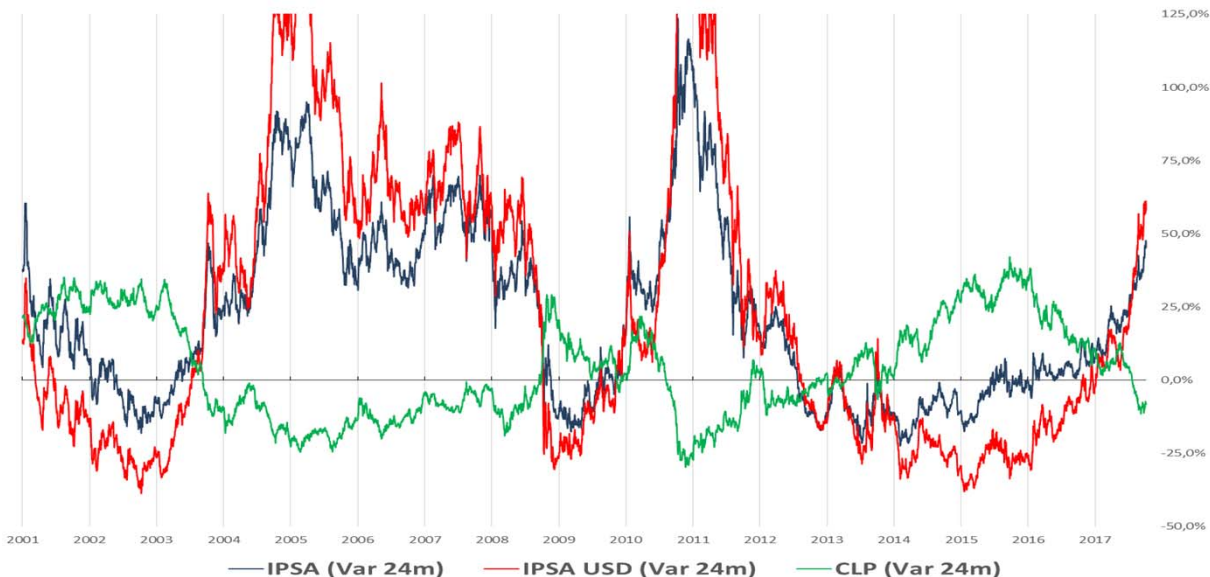
Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Moneda local por dólar de los EE.UU



Las condiciones externas para Chile se han tornado más favorables. El ciclo de la bolsa y en parte del peso dan cuenta de aquello.

IPSA y Tipo de Cambio Nominal* (variación en 24 meses, porcentaje)



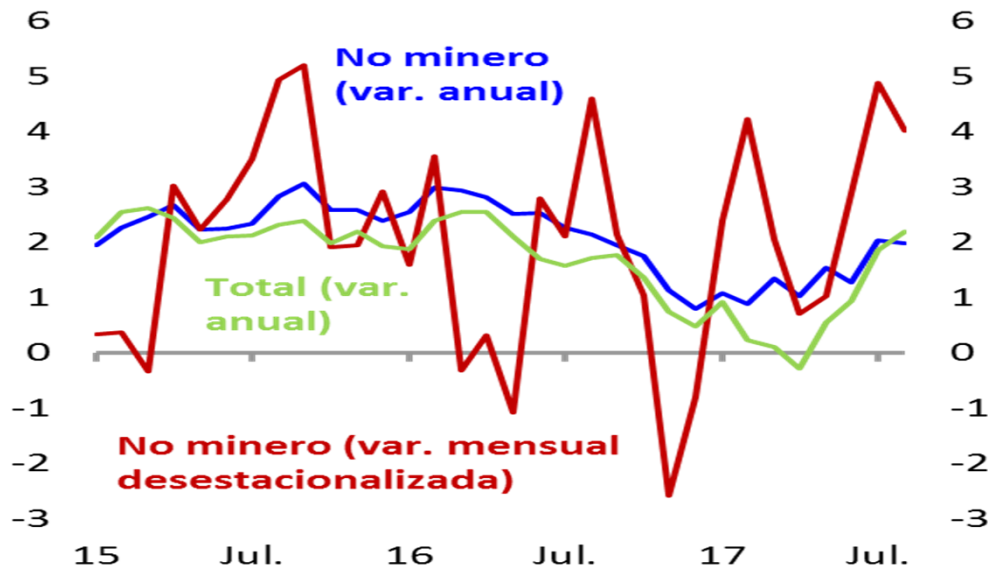
Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

11 * Tipo de cambio nominal del peso chileno con respecto al dólar de EE.UU.
Nota: Datos diarios entre el 01/01/2001 -05/10/2017.



Efectivamente, las cifras de crecimiento han mejorado, dejando atrás un muy débil comienzo de 2017. Pero es temprano para dar por seguro un mayor crecimiento de manera sistemática.

Imacec total y no minero
(prom. móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

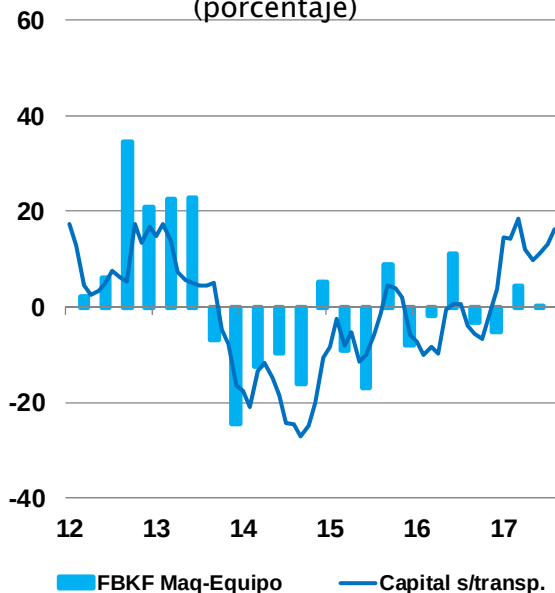
12 Nota: Líneas azul y verde corresponden al promedio móvil trimestral de la variación anual de la serie. Línea roja corresponde a la variación anualizada de la



Algunas señales de mayor dinamismo se observan , como las importaciones de bienes de capital ...

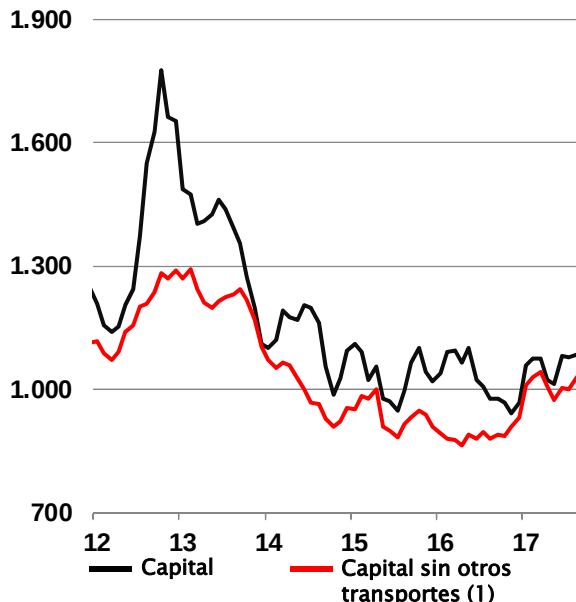
FBKF Maquinaria y Equipo e Importaciones de Capital (1)

(porcentaje)



Importaciones Nominales de Capital (2)

(billones de USD)

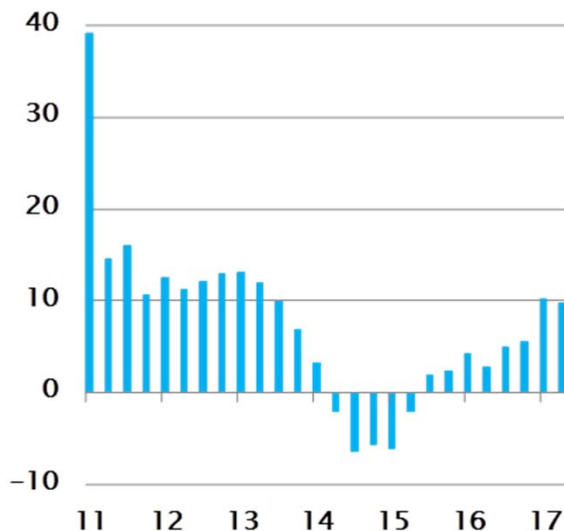


(1) Corresponde a la serie importaciones de bienes de capital excluido aviones y otros vehículos de transporte no comunes (trenes, helicópteros, barcos), variación porcentual anual, promedio móvil trimestral; (2) promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada.

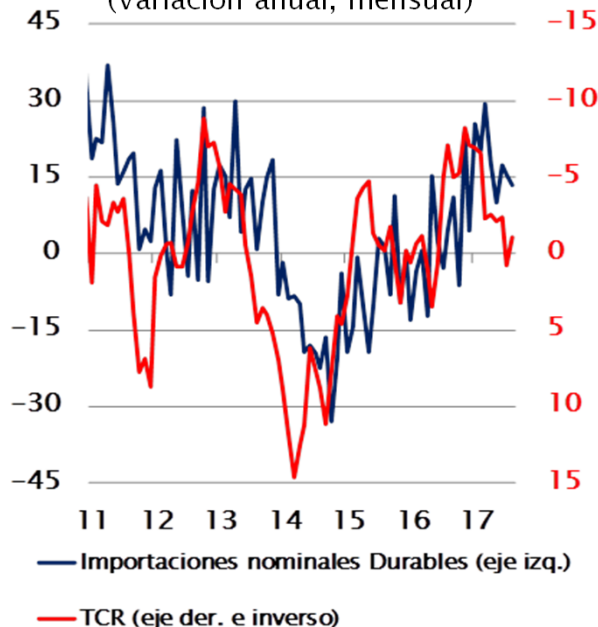


...así como una recuperación en el consumo de bienes durables.

Consumo Durable
(Variación anual, trimestral)



Indicadores de Consumo Durable
(Variación anual, mensual)

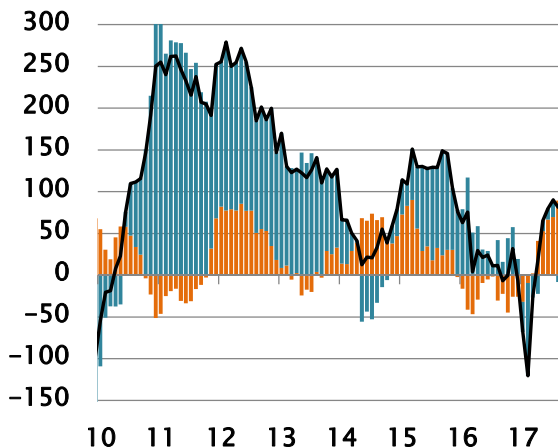




El mercado laboral ha tenido un comportamiento favorable en todo este ciclo, pero se debe interpretar con cautela la fuerte creación de empleo público.

Empleo asalariado

(diferencia anual, miles de personas)

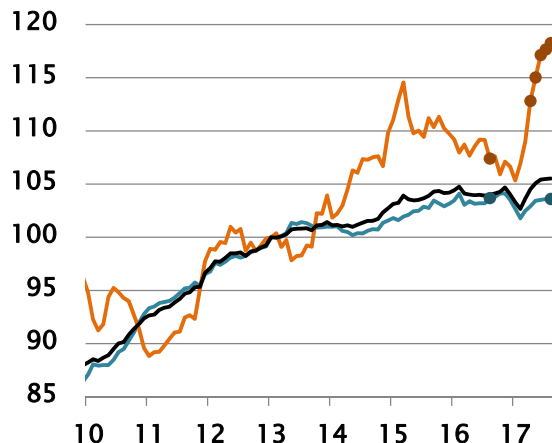


— Asalariados

■ Asalariado Privado
(4,7 mill. / 83%) (*)

Empleo asalariado

(desestacionalizadas, índice ene-13=100)



■ Asalariado Público
(1,0 mill. / 17%) (*)

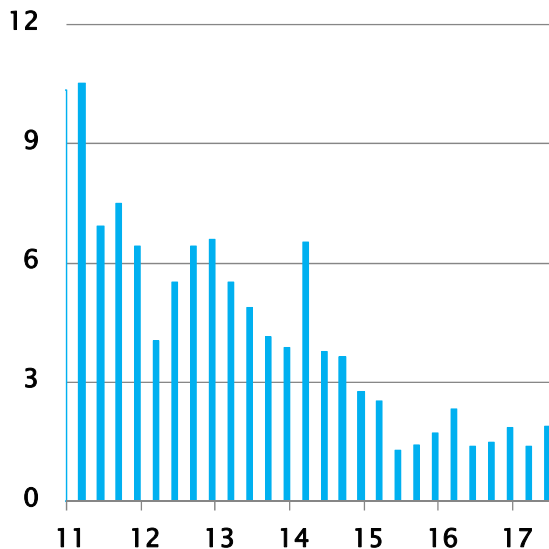
↑
Empleo público es
autoreportado

(*) Millones de personas y participación sobre el empleo asalariado a agosto de 2017.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

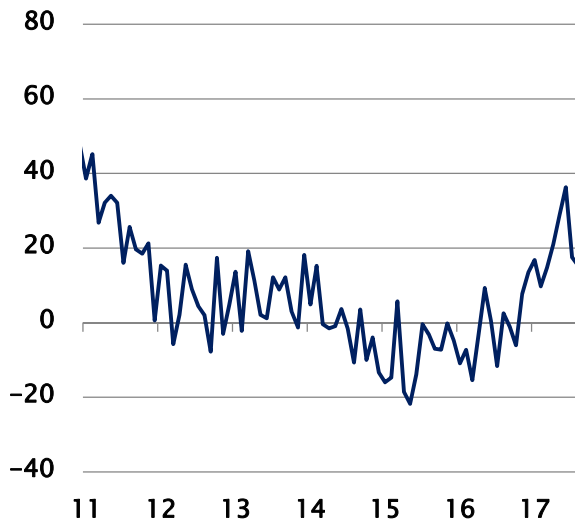


Por otra parte, el consumo no durable ha sido bastante estable, pero todavía no da muestras de un cambio de tendencia.

Consumo no Durable
(Variación anual; trimestral, porcentajes)



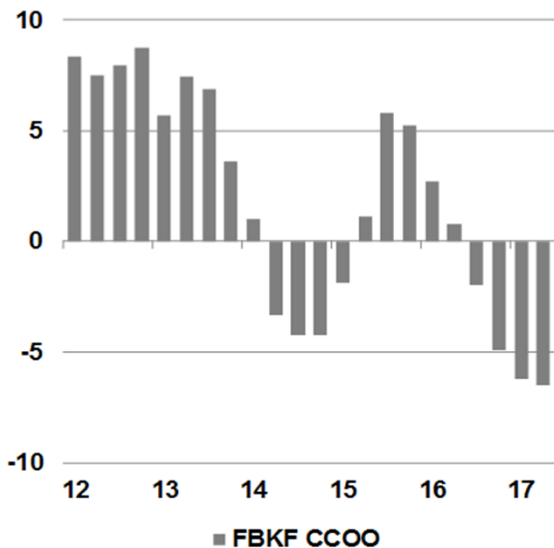
Importaciones Nominales de Consumo no Durable
(Variación anual, mensual)





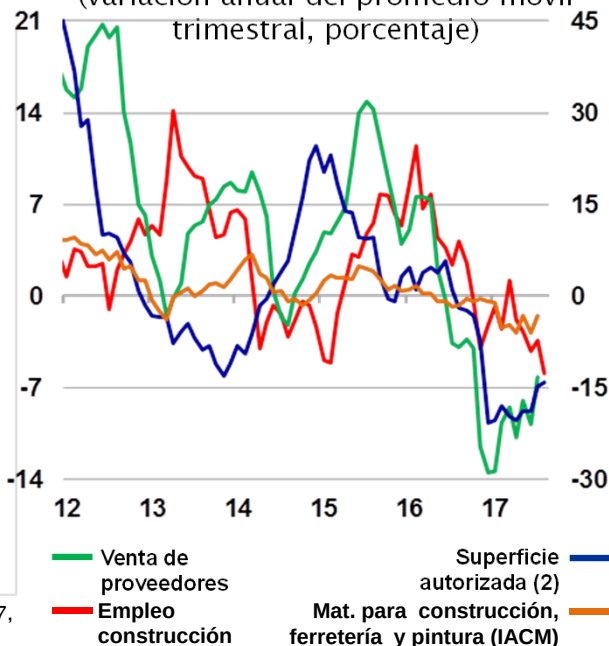
El componente no transable de la inversión ha tenido un fuerte ajuste, y se mantiene en terreno negativo.

FBKF Construcción y Obras
(variación porcentual anual)



Indicadores de edificación (1)

(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



(1) Venta de proveedores y Mat. Para constr. hasta julio 2017, Empleo y Sup. autorizada hasta agosto 2017.

(2) Promedio móvil anual.

Fuentes: BCCh, CChC e INE.

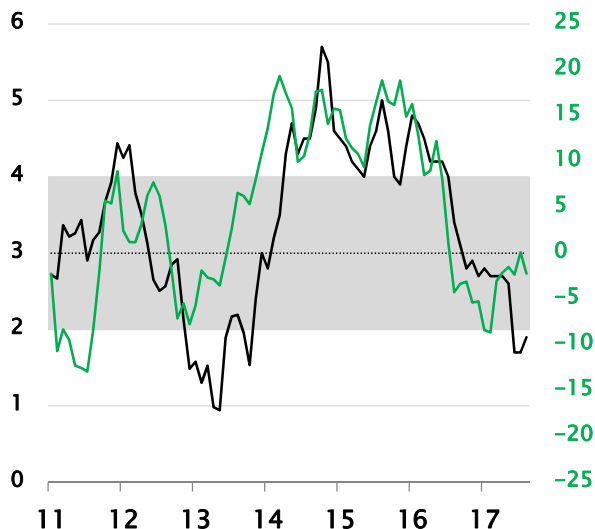


Con todo, la estabilización del peso hasta mediados de 2016 y su posterior apreciación explican buena parte de la caída de la inflación en el último tiempo.

Inflación y Tipo de Cambio Nominal*

(variación anual, porcentaje)

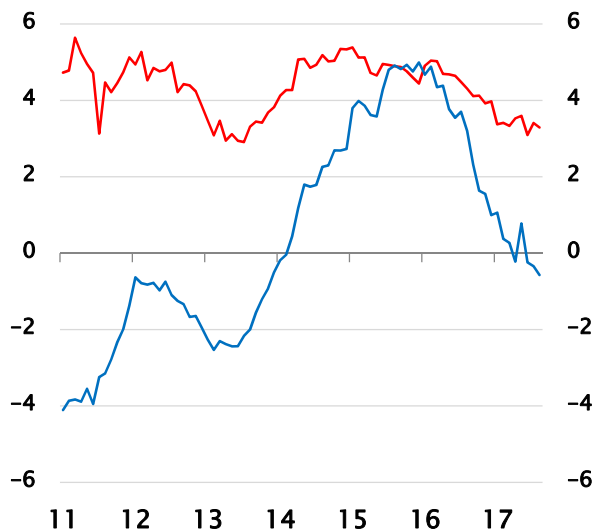
— IPC (eje izq.) — TCN (eje der.)



Inflación SAE de Bienes y Servicios

(variación anual, porcentaje)

— IPCSAE Servicios — IPCSAE Bienes



Fuente: Banco Central de Chile.

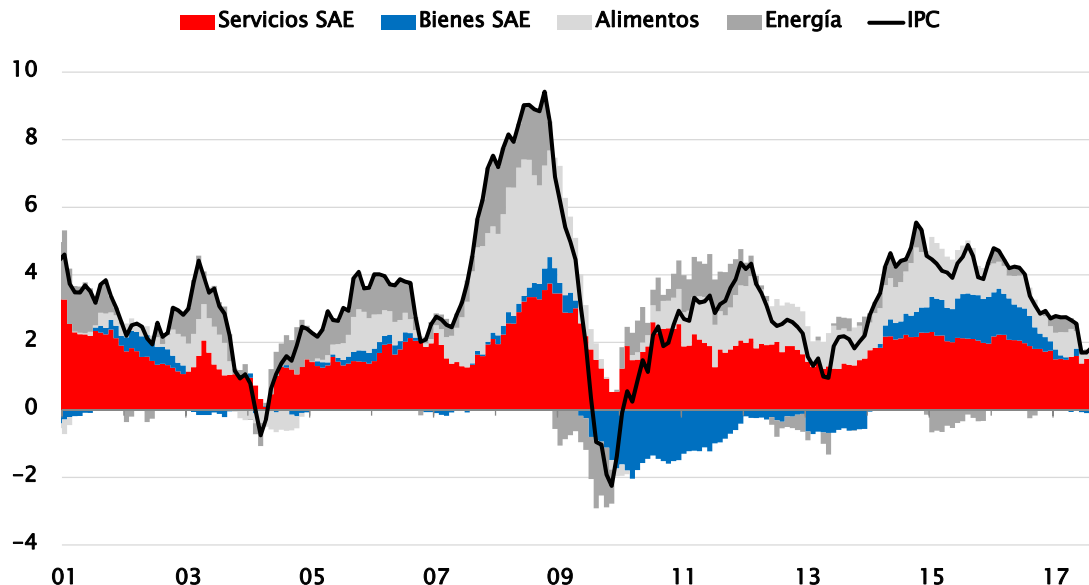
18 * Tipo de cambio nominal del peso chileno con respecto al dólar de EE.UU.

Nota: Datos mensuales entre enero-2011 a agosto-2017. La línea punteada es la meta de inflación (3%), mientras que el área gris corresponde a su banda de tolerancia.



El componente SAE servicios muestra una desaceleración coherente con el bajo crecimiento, pero a un ritmo más pausado que en episodios previos.

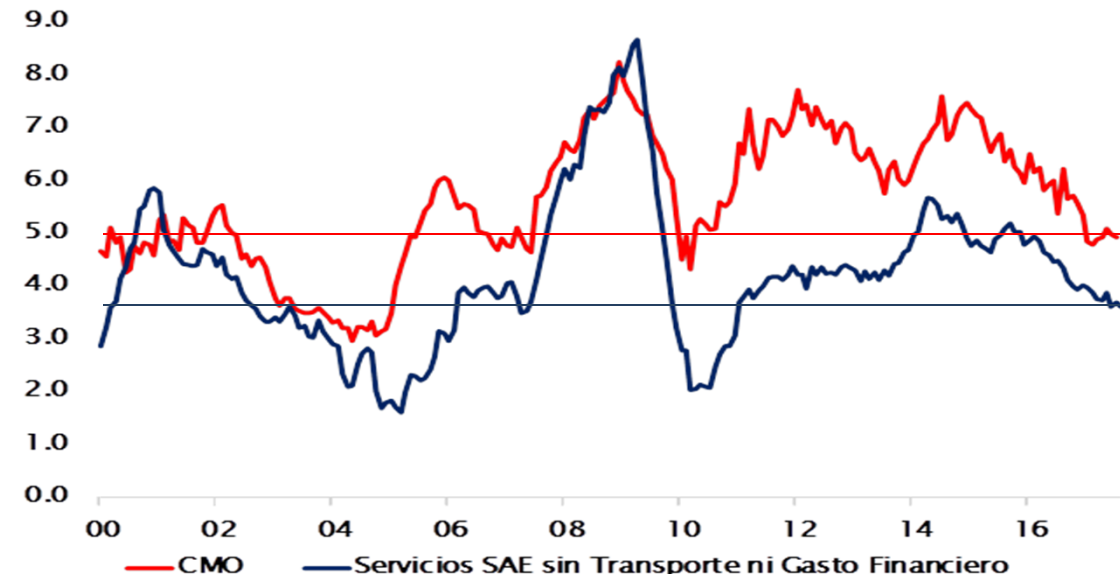
Incidencias Anuales en Inflación (variación anual, porcentaje)





La trayectoria de los salarios nominales muestra una dinámica similar.

Inflación Servicios SAE sin Gasto Financiero ni Transporte y CMO (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



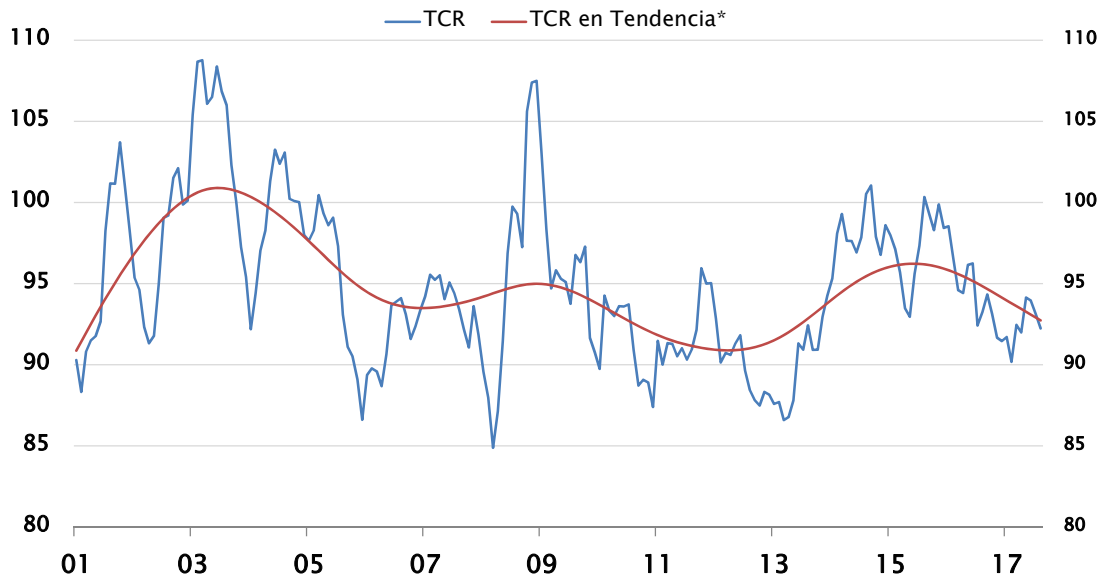
Nota: (1) Para el CMO se utiliza serie empalmada con variaciones mensuales oficiales. Las líneas horizontales muestran el nivel del último dato disponible a agosto 2017. (2) Se excluye Gasto Financiero y Servicios de Transporte de Servicios SAE. Los servicios remanentes corresponden a un 36.7% de la canasta de IPC total.

Fuente: INE y Banco Central de Chile



Resulta así fundamental entender la trayectoria del TCR en el ciclo económico para evaluar uno de los determinantes de la inflación.

Tipo de Cambio Real y su Tendencia (Índice promedio 1986=100)



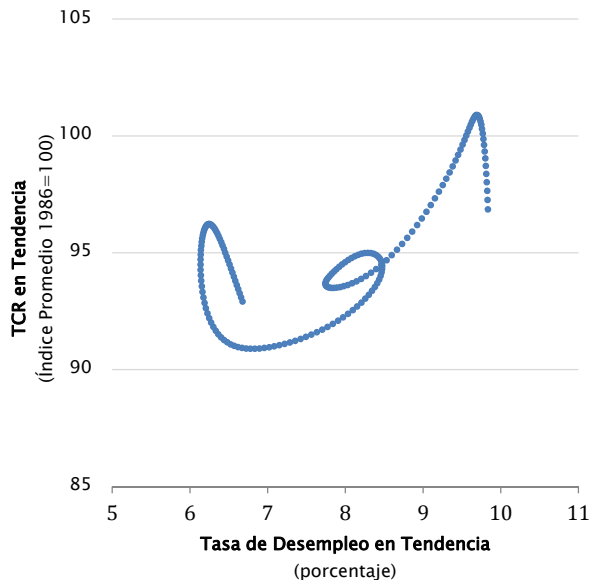
Fuente: Banco Central de Chile.

Nota: Datos mensuales entre enero-2001 y agosto-2017. * Tendencia calculada aplicando un filtro Hodrick-Prescott con $\lambda=14.400$ a la serie del TCR.



Más allá de las fluctuaciones de corto plazo, el TCR ha tenido un claro comportamiento contracíclico, depreciándose en periodos de menor crecimiento y apreciándose en periodos de recuperación.

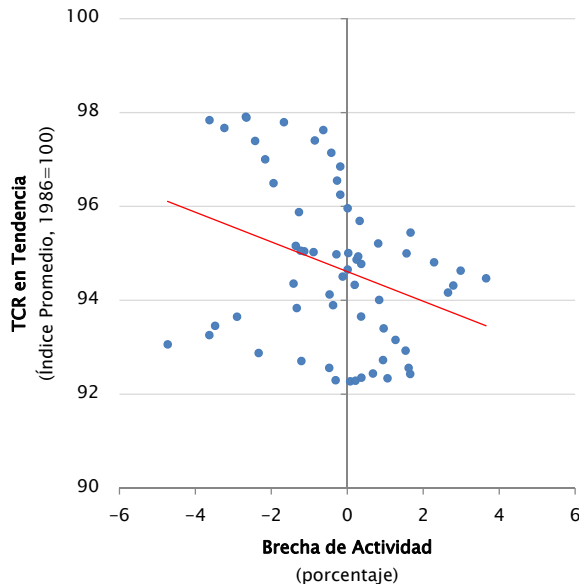
TCR* y la Tasa de Desempleo*,†
(Ambos en tendencia, entre 2002–2017)



Fuente: Banco Central de Chile.

Nota: Datos mensuales entre enero–2002 y julio–2017. * Tendencias calculadas con un filtro Hodrick–Prescott con $\lambda=14.400$ a cada serie. † Corresponde a la tasa de desempleo nacional del INE, desestacionalizada.

TCR* y la Brecha de Actividad†
(TCR en Tendencia y Brecha en porcentaje, I.2002–II.2017)



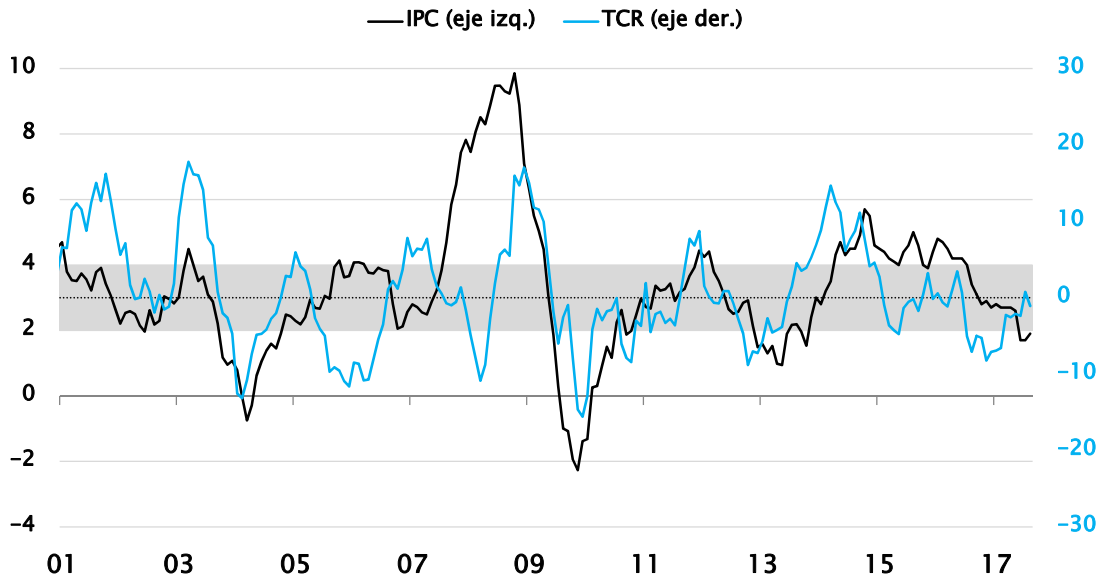
Fuente: Banco Central de Chile.

Nota: Datos trimestrales entre I.2002 y II.2017. * Tendencia del TCR calculada con un filtro Hodrick–Prescott con $\lambda=1.600$. † Corresponde a la brecha de actividad del PIB Resto.



Esta relación entre inflación y tipo de cambio en el ciclo económico siempre existió, pero se ha acentuado en los últimos años.

Inflación y Tipo de Cambio Real (variación anual, porcentaje)



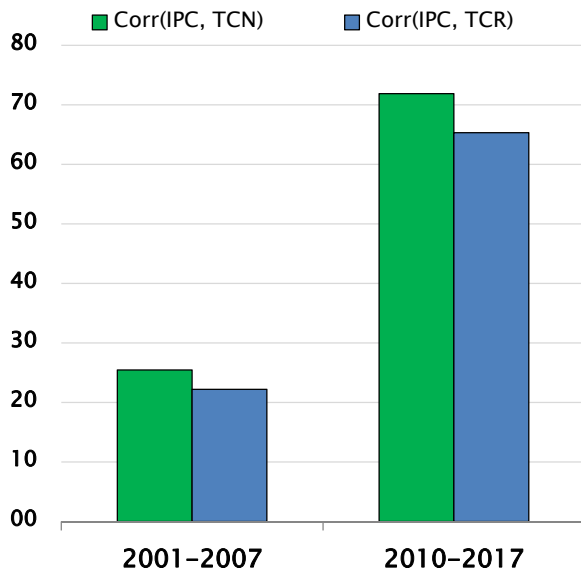
Fuente: Banco Central de Chile.

Nota: Datos mensuales entre enero-2011 a agosto-2017. La línea punteada es la meta de inflación (3%), mientras que el área gris corresponde a su banda de tolerancia.

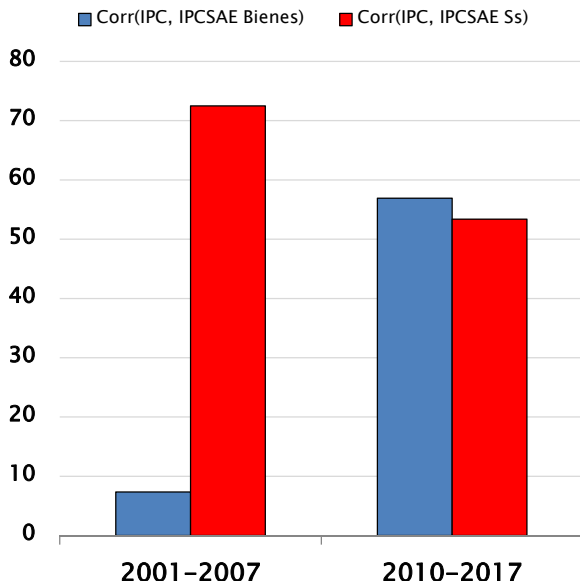


A partir de 2010, la correlación entre TCR e IPC ha aumentado. En el periodo previo a la crisis, la inflación estuvo mas relacionada con la inflación SAE servicios y otros shocks.

Coefficiente de Correlación entre Inflación y el Tipo de Cambio*
(porcentaje)



Coefficiente de Correlación entre Inflación y Componentes Core
(porcentaje)

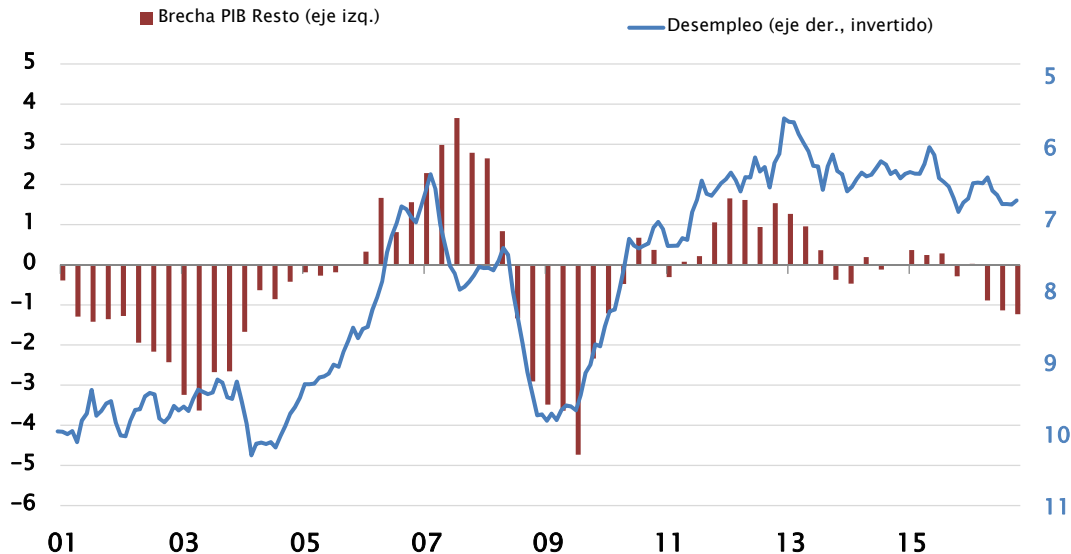


Fuente: Banco Central de Chile.



Esto, en parte, es reflejo de que las brechas de capacidad se han mantenido acotadas en una perspectiva histórica.

Brecha de Actividad* y la Tasa de Desempleo† (porcentaje)



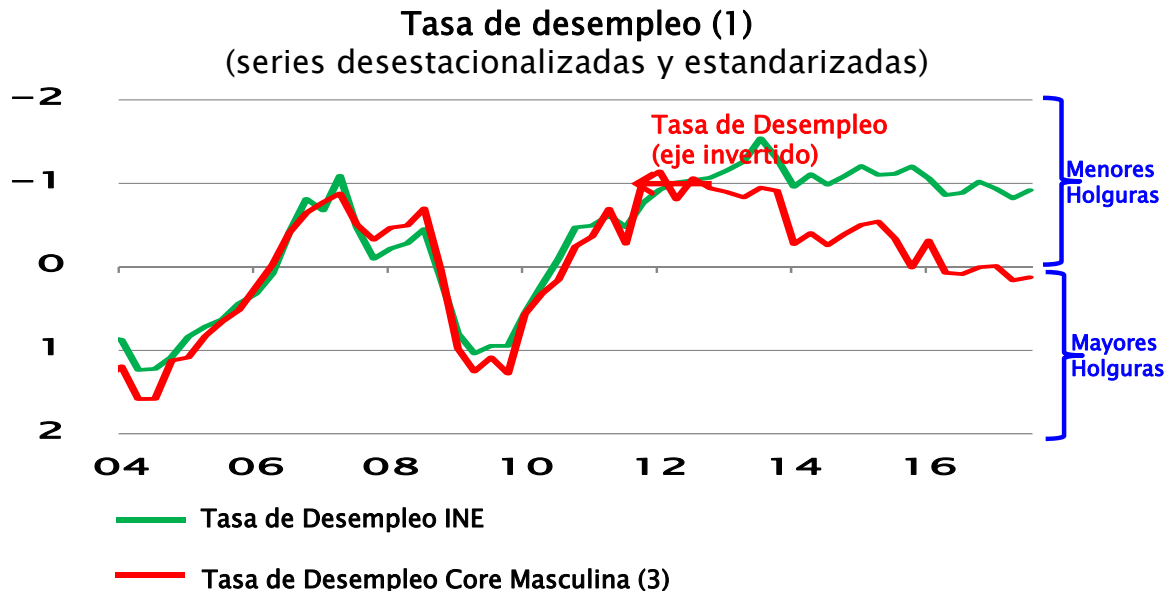
Fuente: Banco Central de Chile.

* Corresponde a la diferencia entre el PIB Resto efectivo y su potencial, medida en puntos porcentuales del PIB.

† Corresponde a la tasa de desempleo nacional del INE desestacionalizada.



Las holguras que existen han sido bastante menores que en otros ciclos de bajo crecimiento. Ello es reflejo que una parte importante de la menor actividad es por menor potencial.



(1) Datos a frecuencia trimestral. Dato del 3er trimestre de 2017 es preliminar y corresponde al trimestre móvil junio-julio-agosto 2017.

(2) Promedio ajustado por factores demográficos: se obtiene usando el desempleo promedio histórico de las distintas categorías etarias y ponderándolas con su peso en la fuerza de trabajo en el periodo respectivo. Recuadros IPoM Marzo 2015 y Septiembre 2015.

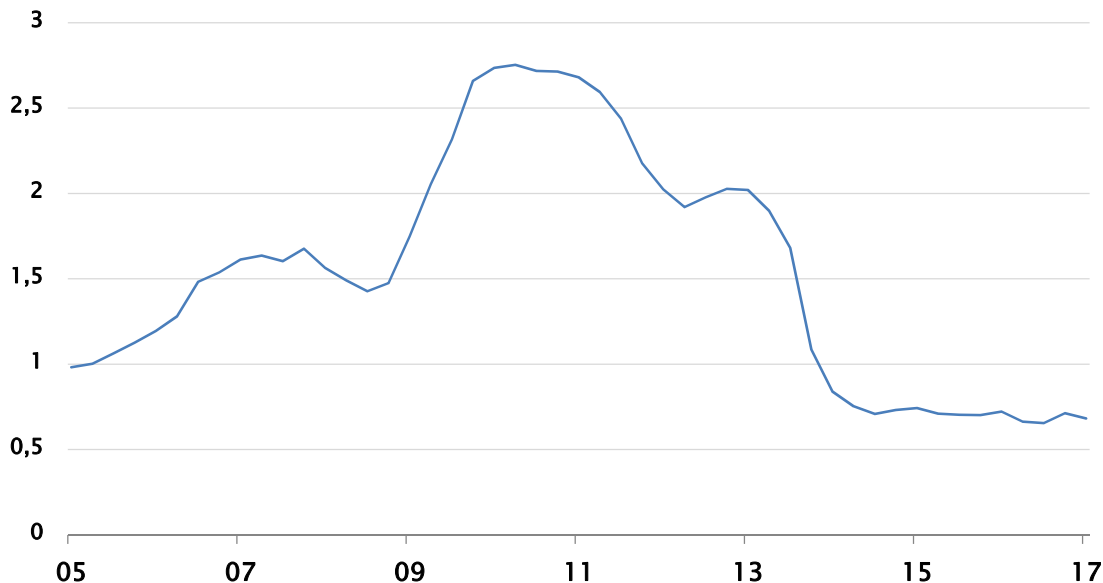
(3) Tasa Core corresponde a los hombres entre 25-54 años. Su tasa de participación laboral es superior al 90%. Su peso en la fuerza de trabajo es de 37%.

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



La volatilidad del PIB en torno a su tendencia en los últimos años ha sido baja en comparación histórica. Este es parte del objetivo de la política monetaria.

Volatilidad de la Brecha de Actividad* (desviación estándar móvil 4 años, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

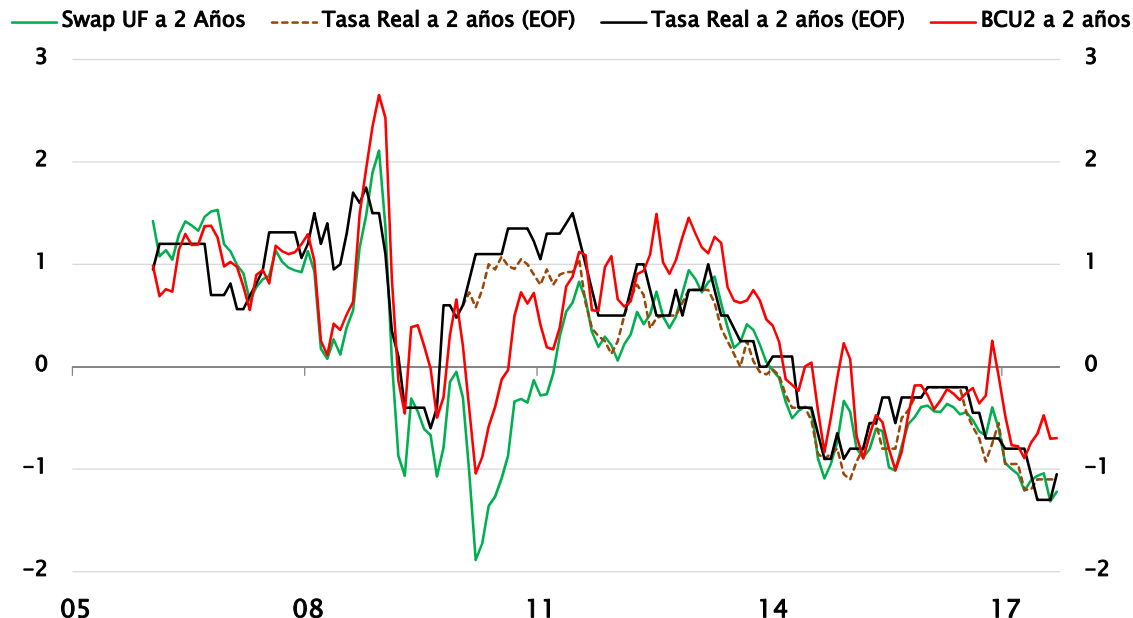
* Corresponde a la diferencia entre el PIB Resto efectivo y su potencial en frecuencia trimestral, medida en puntos porcentuales del PIB.

Muestra entre II.2001-II.2017.



La política monetaria ha sido muy expansiva por un tiempo prolongado, contribuyendo decididamente a la suavización del PIB en torno al potencial. Pero la política monetaria no puede afectar el potencial.

Diferencia entre Tasas de Interés Reales y la Neutral* (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

28 Nota: Datos mensuales entre enero-2005 y agosto-2017, excepto la correspondiente a la tasa real a dos años estimada por la EOF, la cual empieza en enero-2010.

*Corresponden a estimaciones de tasa de interés real neutral según la Minuta del IPoM septiembre-2016.



Otras mediciones– como el índice de condiciones financieras de GS – confirma la persistencia de holgadas condiciones financieras en Chile.

Índice de Condiciones Financieras para Chile

(Puntos)

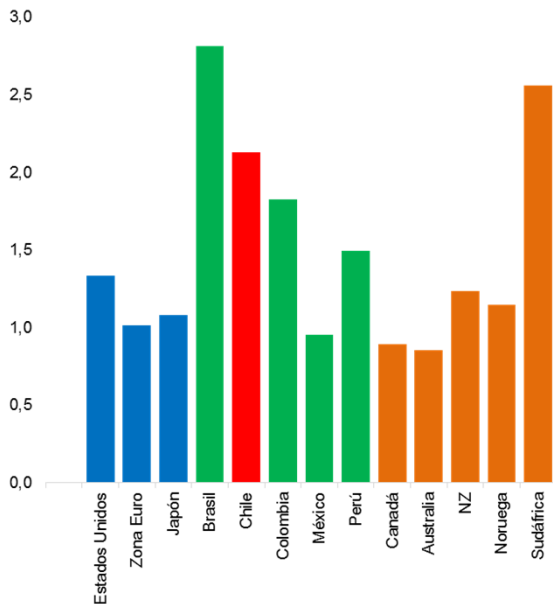


Fuente: Goldman Sachs.

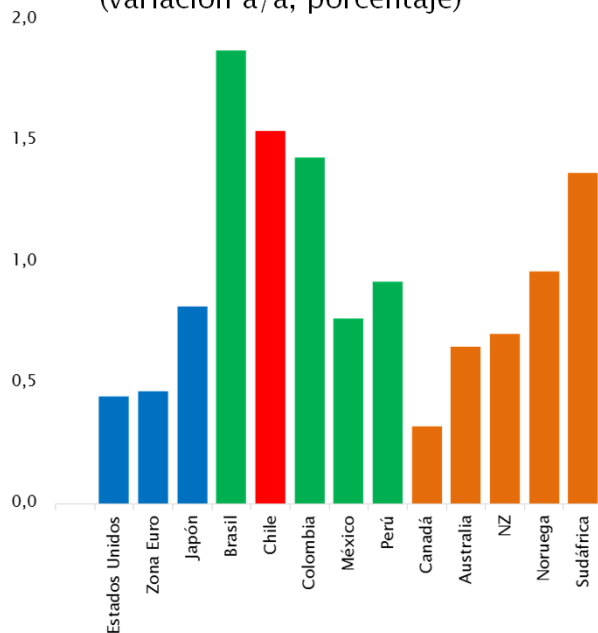


Un tipo de cambio flexible y una política monetaria contra-cíclica puede llevar a desvíos importante y persistentes de la inflación de 3%. La inflación en Chile es más volátil que en países comparables.

Desviación estándar IPC 2002-2017
(variación a/a, porcentaje)



Desviación estándar IPC Core 2002-2017
(variación a/a, porcentaje)





En la medida que esto obedece a fluctuaciones cambiarias que son la contracara de una política monetaria estabilizadora, desviaciones relativamente persistentes del 3% son deseables.

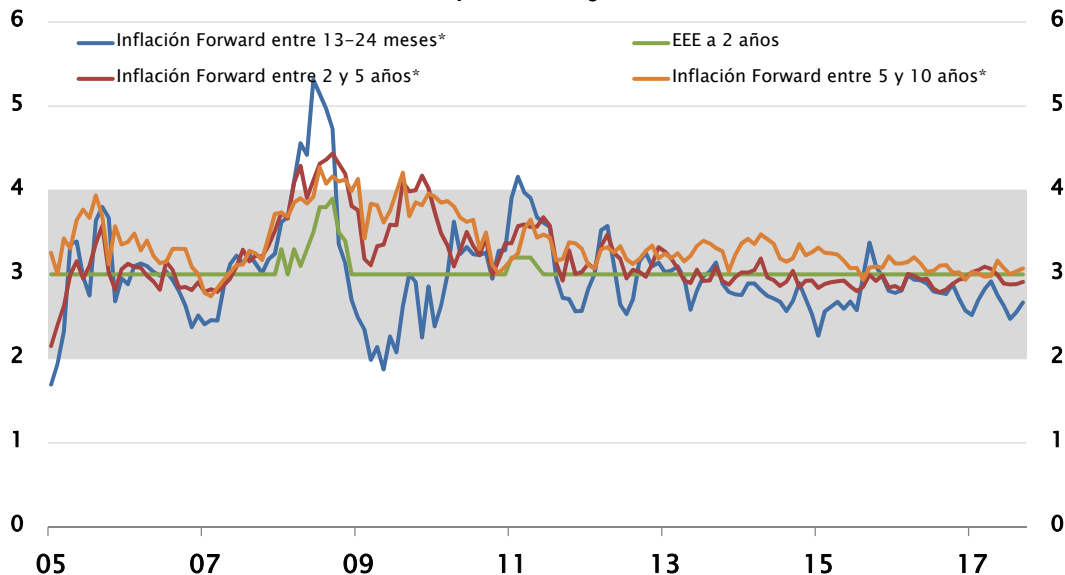
**Fracción de los meses con inflación anual dentro/fuera del rango 2%-4%
(percentages)**

	January 2001 – May 2017	Until GFC (January 2001 – August 2008)	Since GFC (September 2008 – May 2017)
Within Range	52%	63%	43%
Out of Range	48%	37%	57%



El control de las expectativas de inflación es clave en este proceso, estableciendo el límite al accionar de la política monetaria.

Expectativas de Inflación desde el Año 2005 (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

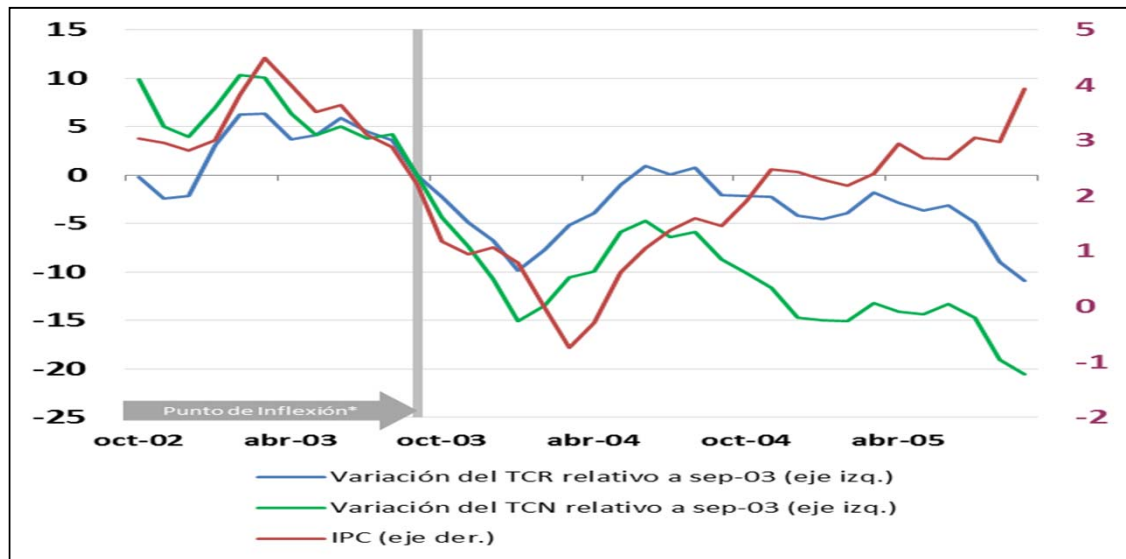
Nota: Datos mensuales entre enero-2005 y agosto-2017. El área gris corresponde a la banda de tolerancia de la meta de inflación de 3%.

* Corresponde a la compensación inflacionaria calculada en base a tasas swap promedio cámara a distintos plazos.



La experiencia de 2003, con todas sus particularidades, es ilustrativa sobre la trayectoria del tipo de cambio, inflación y expectativas en un período de recuperación.

Inflación y Tipo de Cambio* (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

33 * Tipo de cambio nominal del peso chileno con respecto al dólar de EE.UU.

Nota: El punto de inflexión está dado por el trimestre en el cual la brecha de actividad estimada hoy comienza a revertir su tendencia a la baja.