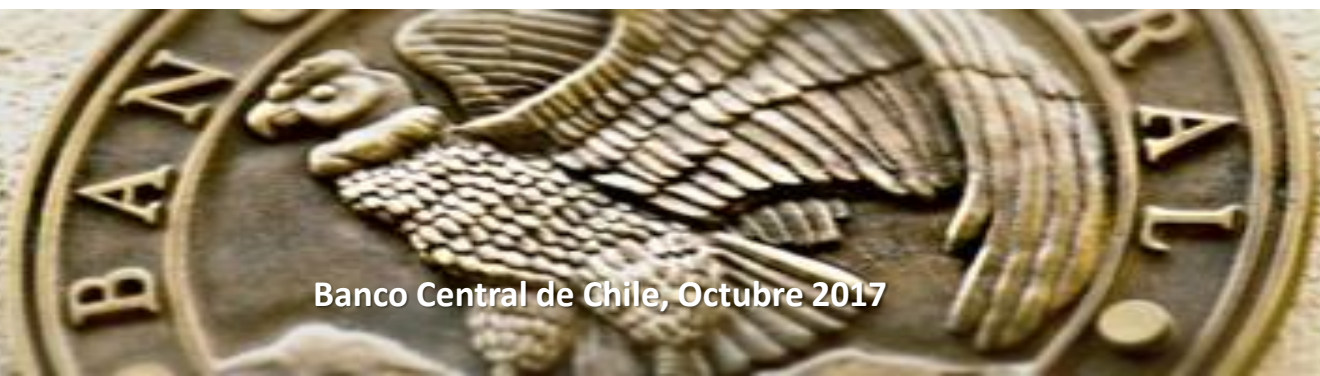




Panorama Macroeconómico

Mario Marcel C.

Presidente



Banco Central de Chile, Octubre 2017

Resumen

El escenario externo relevante para la economía chilena ha mejorado en los últimos meses: las perspectivas de actividad mundial siguen positivas, las condiciones financieras globales son favorables y el precio del cobre se ha elevado.

La inflación se ha ubicado algo por debajo 2% anual, afectada por factores mayoritariamente transitorios. Las expectativas de inflación para el corto plazo se han reducido, recogiendo la evolución de un peso más apreciado, pero a mediano plazo siguen en torno a 3%.

La actividad se ha acelerado gradualmente en su variación en 12 meses, superando las bajas cifras del segundo trimestre, afectadas por fenómenos puntuales, como menos días hábiles y algunos *shocks* de oferta en el rubro industrial. El consumo sigue proporcionando un piso firme a la actividad mientras que las exportaciones ganan impulso.

Resumen

Esta dinámica se acentuará hacia fines de año y comienzos del siguiente como producto de las bajas bases de comparación, ratificando los rangos de crecimiento estimados por el Banco Central. Sin embargo, la economía solo ganará velocidad y el crecimiento se hará más sostenible en la medida que la inversión repunte significativamente.

El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria en 2,5% y ha señalado que el impulso monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales hasta que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad. No obstante, el Consejo seguirá atento a riesgos a la baja de la inflación en el corto plazo.

La política monetaria no puede incidir mayormente en el potencial de crecimiento a más largo plazo, donde se observan importantes desafíos en materia de capital humano y de productividad. Hacerse cargo de estos desafíos, aproximarse al rango de crecimiento tendencial o superarlo requiere de un espectro más amplio y persistente de políticas.

I. Escenario IPoM Septiembre



Principales mensajes del IPoM

El escenario externo relevante para la economía chilena ha mejorado en los últimos meses, ante perspectivas de actividad mundial que siguen positivas, condiciones financieras globales favorables y un precio del cobre más elevado.

En lo interno, el escenario base supone que los factores que han reducido la actividad y la inflación en los últimos meses son transitorios.

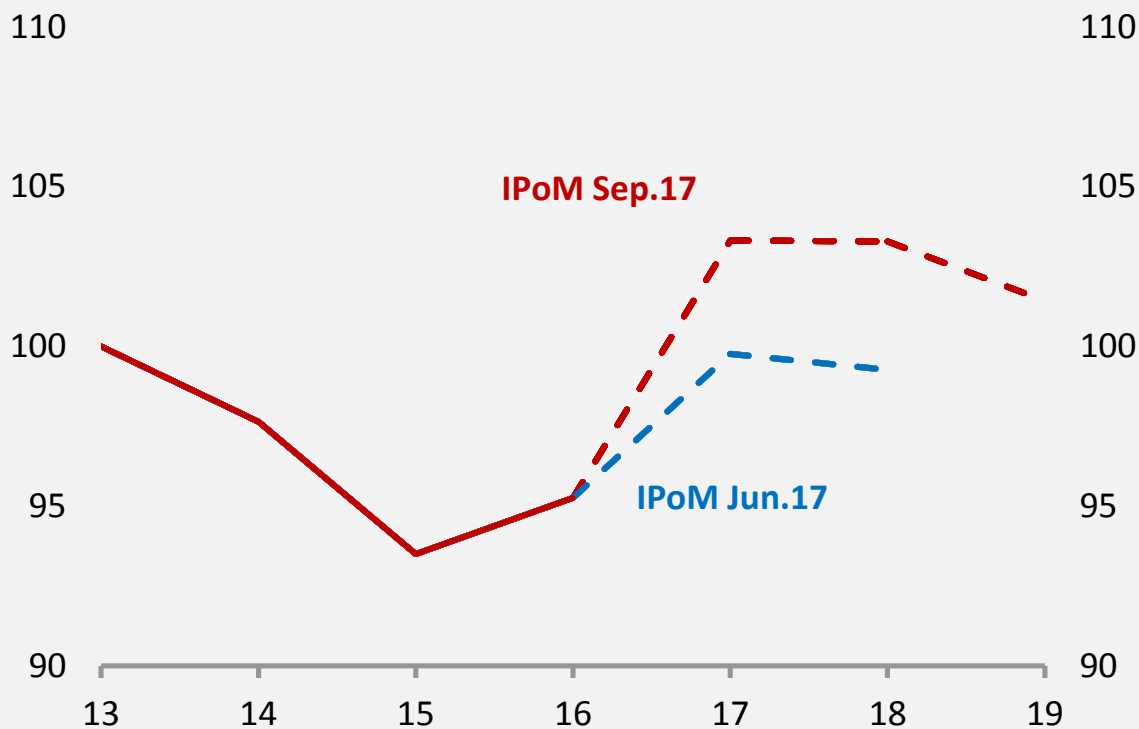
Sin embargo, es posible que su persistencia sea distinta que lo previsto. El balance de riesgos para la actividad está equilibrado, mientras que para la inflación está sesgado a la baja en el corto plazo, pero equilibrado en el mediano.

En el escenario base, el impulso monetario será similar al de junio. Esto es, una TPM que se mantendrá en torno a sus niveles actuales y que comenzará a aumentar hacia su nivel neutral solo una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad. De esta forma, la política monetaria seguirá siendo expansiva.

Como siempre, el Consejo permanecerá atento a desvíos del escenario base que justifiquen movimientos de la TPM. En el corto plazo los riesgos para la inflación están sesgados a la baja. Su materialización podría afectar la convergencia a la meta, en cuyo caso se requerirá una profundización de la expansividad de la política monetaria.

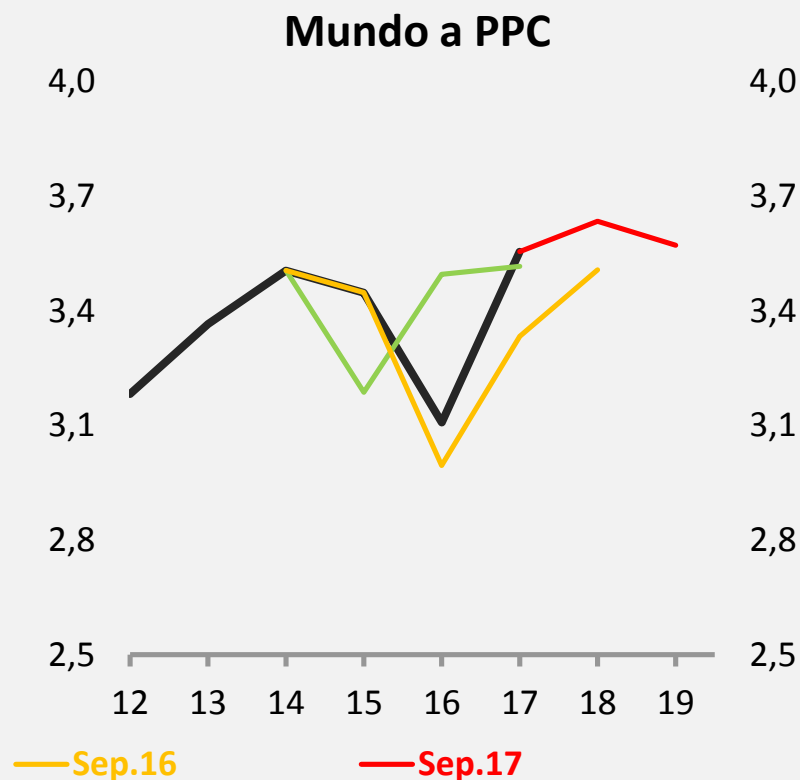
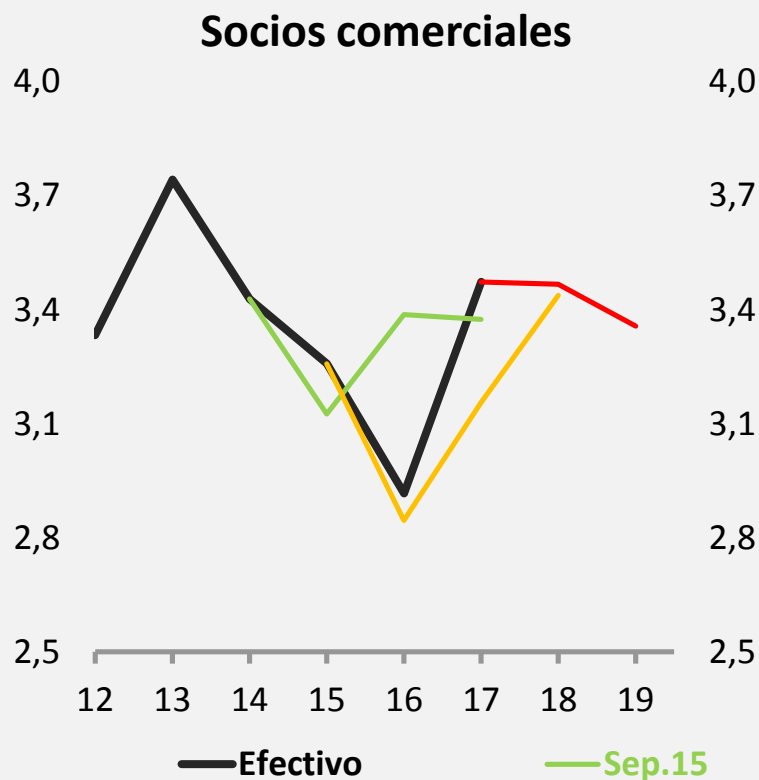
En lo externo, la mayor novedad presentada en el IPoM era la mejora en los términos de intercambio. El aumento en el precio del cobre respecto de lo esperado hasta junio implicaba una corrección al alza en los TDI.

Términos de intercambio (índice, 2013=100)



El crecimiento mundial también ofrecía mejores perspectivas, principalmente porque se afianzaba un mejor escenario.

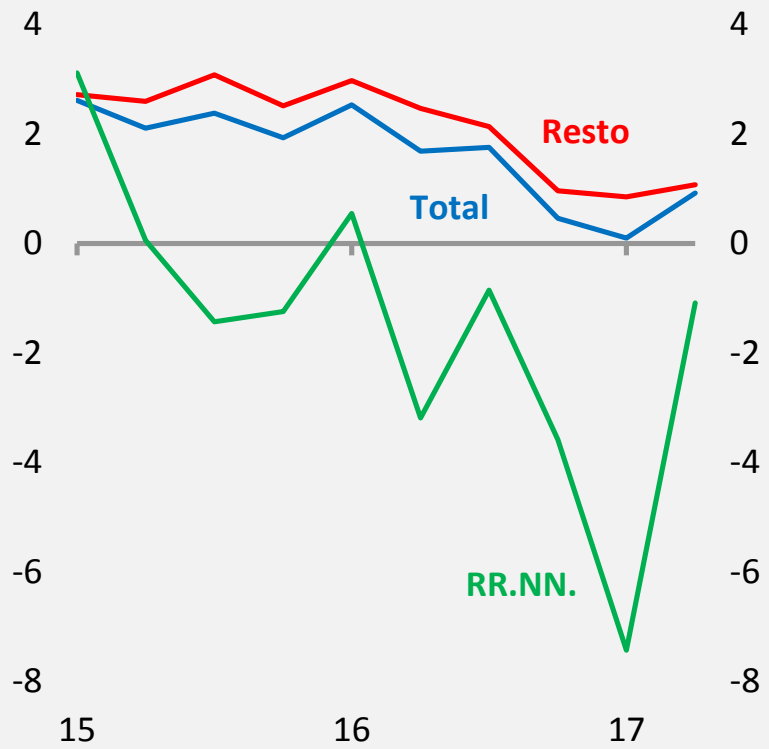
Crecimiento mundial y proyecciones en el IPoM (variación anual, porcentaje)



Internamente, el PIB del segundo trimestre fue menor que lo estimado: diferencias significativas en días trabajados y *shocks* puntuales. Persiste diferencia entre actividad ligada al consumo y la inversión. El 2017, la economía crecerá entre 1,25 y 1,75% y entre 2,5 y 3,5% el 2018. Recuperación basada en escenario externo, fin ciclo de ajuste de inversión minera, ausencia de desbalances macro y PM expansiva.

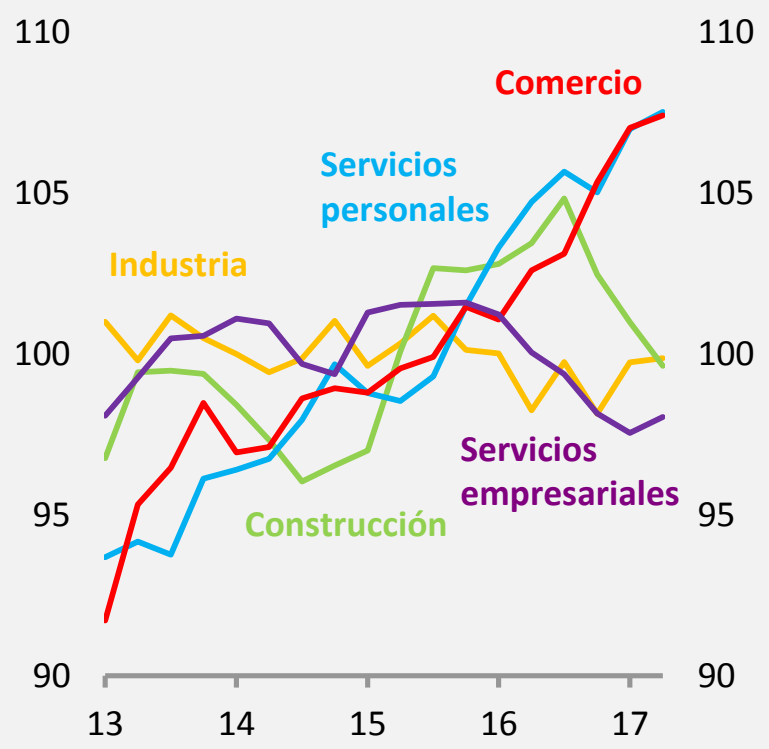
PIB

(variación real anual, porcentaje)



Actividad sectorial

(serie desest., índice 2013-2017=100)

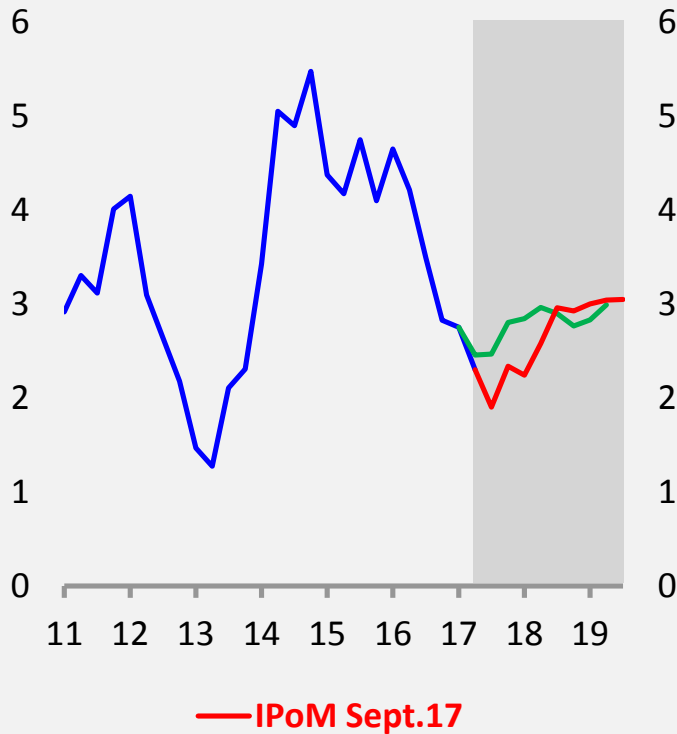


Fuente: Banco Central de Chile.

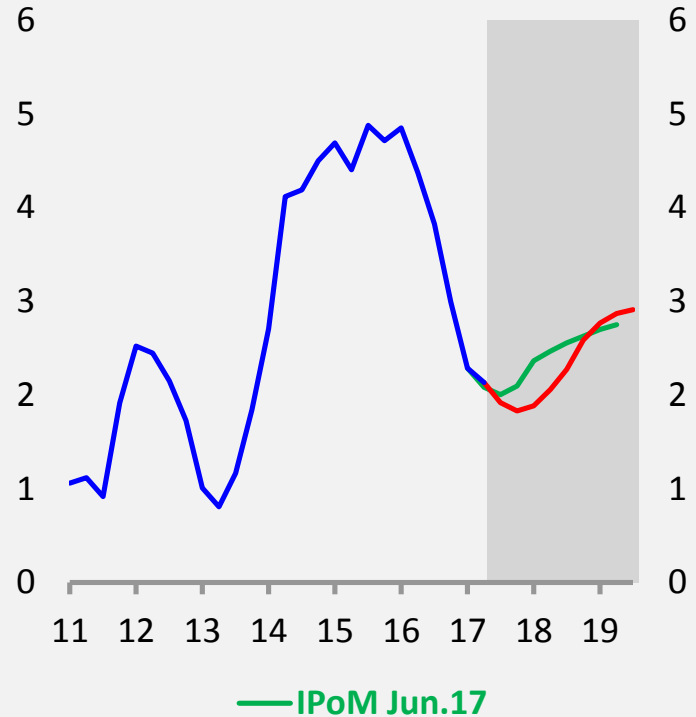


En el escenario base, el IPC total terminaría el año en 2,4% y se situaría en torno a 3% a partir de la segunda mitad del 2018. El IPCSAE seguiría en torno a 2% hasta mediados del 2018, para luego aumentar lentamente hacia 3%.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre del 2017.

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



El Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad estaba equilibrado, mientras que para la inflación estaba sesgado a la baja en el corto plazo, pero equilibrado en el mediano.

Mundo desarrollado:

- Impacto en los mercados financieros globales de sus PM
- Tensiones geopolíticas
- Baja inflación
- Recuperación más rápida

Mundo emergente:

- China: preocupación respecto al crecimiento /desequilibrio en algunos mercados
- América Latina: eventos políticos

En Chile:

- Menor crecimiento por mayor debilidad de sectores ligados a la inversión
- Mayor crecimiento por mayor dinamismo del consumo
- Menor inflación en el corto plazo



II. Coyuntura reciente, caracterización de la recuperación y perspectivas para la actividad económica de más largo plazo



Evolución reciente de la economía

En lo externo, el panorama permanece favorable y las mejores perspectivas de crecimiento han motivado una discusión sobre el fin de las políticas de estímulo monetario, pero hasta ahora solo la Fed de Estados Unidos ha ratificado su programa de normalización de tasas, al que se ha agregado el inicio del ajuste de su balance. Esto ha generado alguna volatilidad adicional del dólar en los mercados internacionales.

En lo interno, los datos de actividad y demanda del tercer trimestre dan cuenta de un desempeño mejor al del primer semestre, ratificando el curso de la actividad económica para 2017 y 2018 previsto en el IPoM.

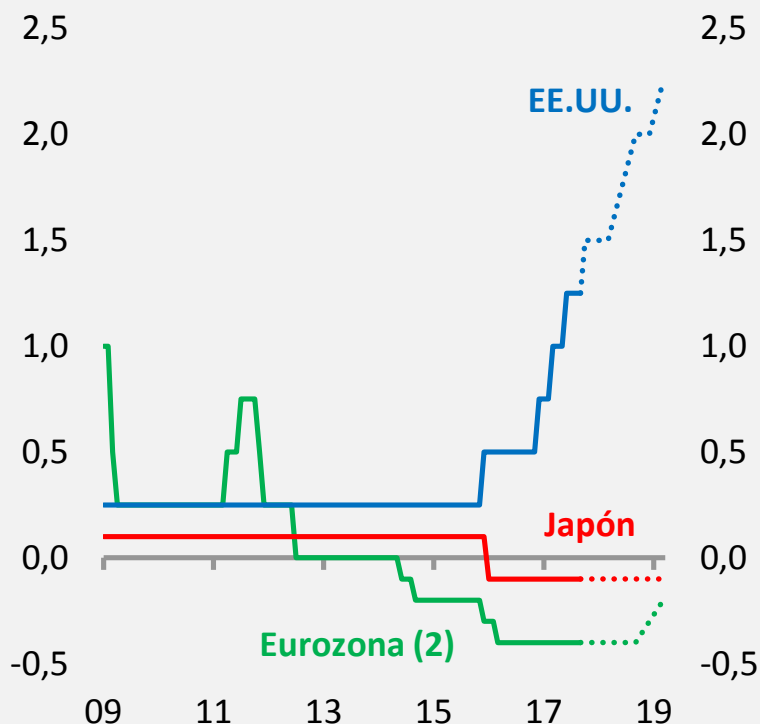
Sin embargo, se sigue observando una divergencia entre algunos componentes del gasto. Mientras el consumo, las exportaciones y la inversión en maquinaria y equipos se aprecian favorables, la construcción y la inversión relacionada siguen muy débiles. El presupuesto público para 2018 está en línea con una política fiscal en una senda de consolidación.

En lo que concierne a la inflación, los datos de agosto se ubicaron en línea con lo previsto. La evolución del tipo de cambio, explicada fundamentalmente por el comportamiento del dólar multilateral y el precio del cobre, ha generado una presión a la baja de la inflación en el corto plazo, sin alterar las proyecciones a 24 meses.

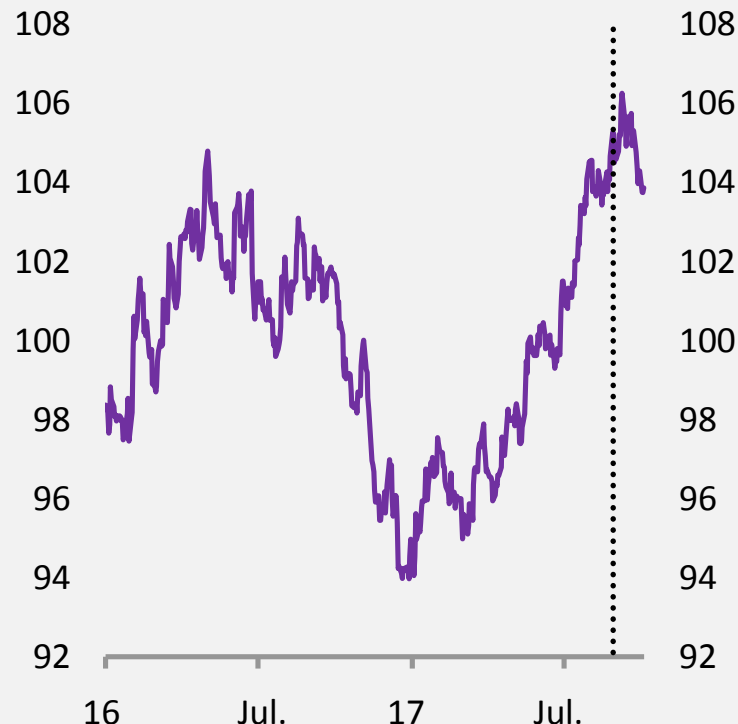
Las expectativas de mercado se han ido alineando con este escenario, elevándose las proyecciones de crecimiento para 2018 mientras que las expectativas de inflación a 24 meses se mantienen en torno al 3%. Por su parte, la confianza de consumidores y empresas, medidas por diversas encuestas, han comenzado a mostrar una mejora más definida.

En lo externo, durante septiembre la FED anunció que seguirá con su proceso de gradual normalización de su tasa de interés y comenzará a reducir su balance en octubre. En Europa se espera el inicio del retiro de los estímulos para los próximos trimestres. Ello se ha reflejado en los precios de los activos.

Tasas de política monetaria (1)
(porcentaje)



Dólar index (3)
(índice prom. 2016-2017=100)

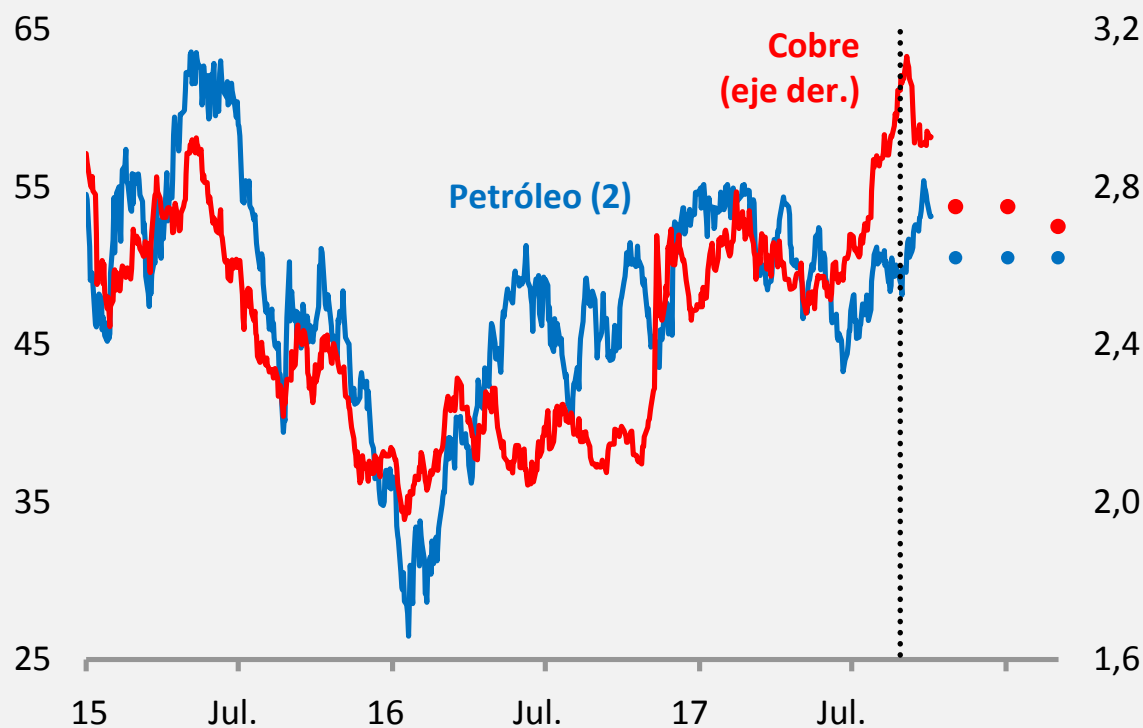


(1) Líneas punteadas corresponden a la proyección en base a la mediana de encuesta Bloomberg. (2) Corresponde a la tasa de depósitos. (3) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación). Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. Fuente: Bloomberg.



Más allá de la baja reciente, el precio del cobre se ha mantenido en niveles muy por sobre sus valores de los últimos dos años, en medio de un dólar global más débil, bajas tasas de interés y el mejor desempeño de China. El petróleo también ha subido.

Precio de materias primas (1) (dólares el barril; dólares la libra)



(1) Puntos corresponden a la proyección para el precio del petróleo y del cobre para el 2017, 2018 y 2019, respectivamente. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (2) Promedio simple entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



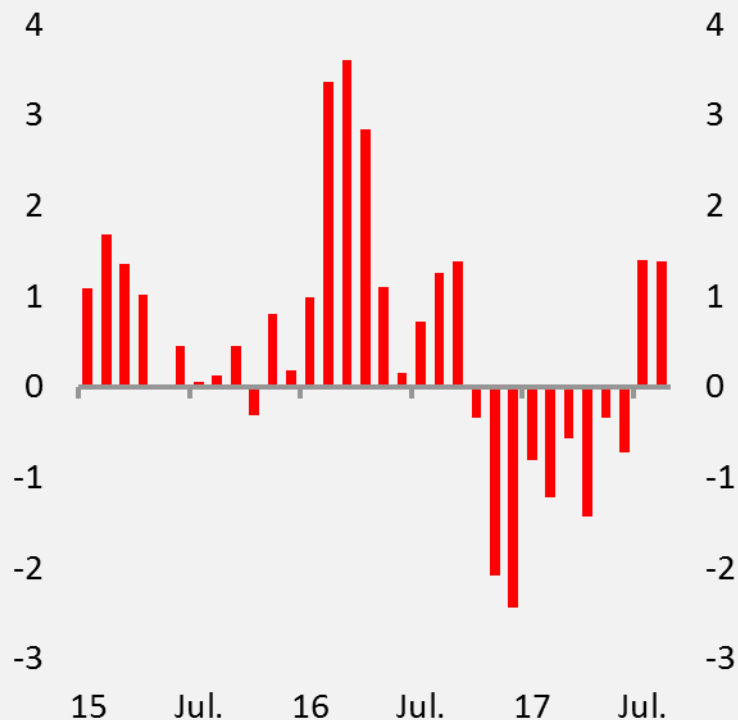
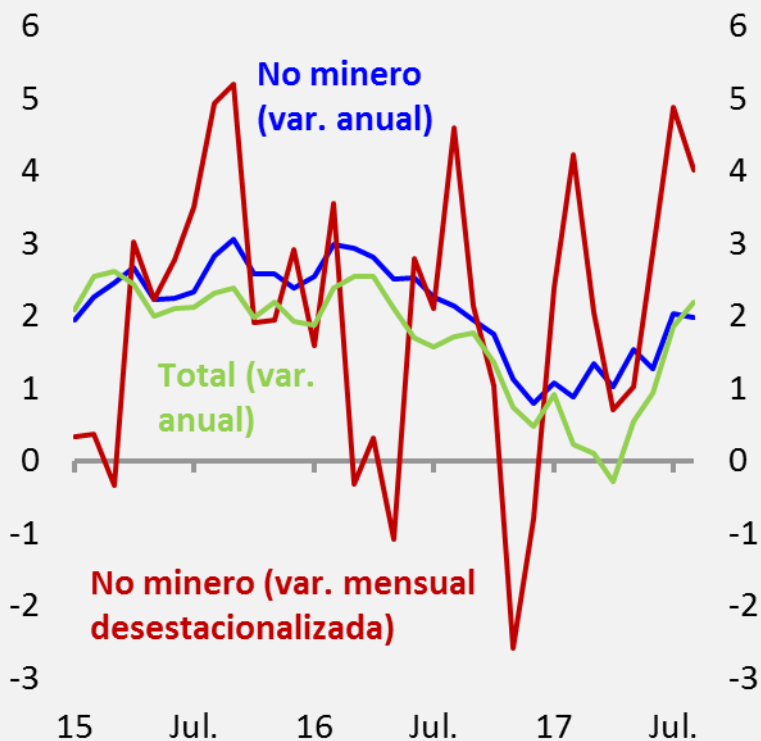
Coherente con el IPoM, los últimos Imacec mostraron expansiones anuales por sobre las del promedio del primer semestre, pero aún lejos del crecimiento potencial ($\pm 2,5\%$). Eliminada estacionalidad, la volatilidad de la serie sigue siendo elevada. Las sorpresas positivas del Imacec han coincidido con perspectivas los próximos dos años algo mejores.

Imacec total y no minero

(prom. móvil trimestral, porcentaje)

Imacec efectivo y esperado en la EEE

(dif. acumulada en tres meses, p.porcentuales)

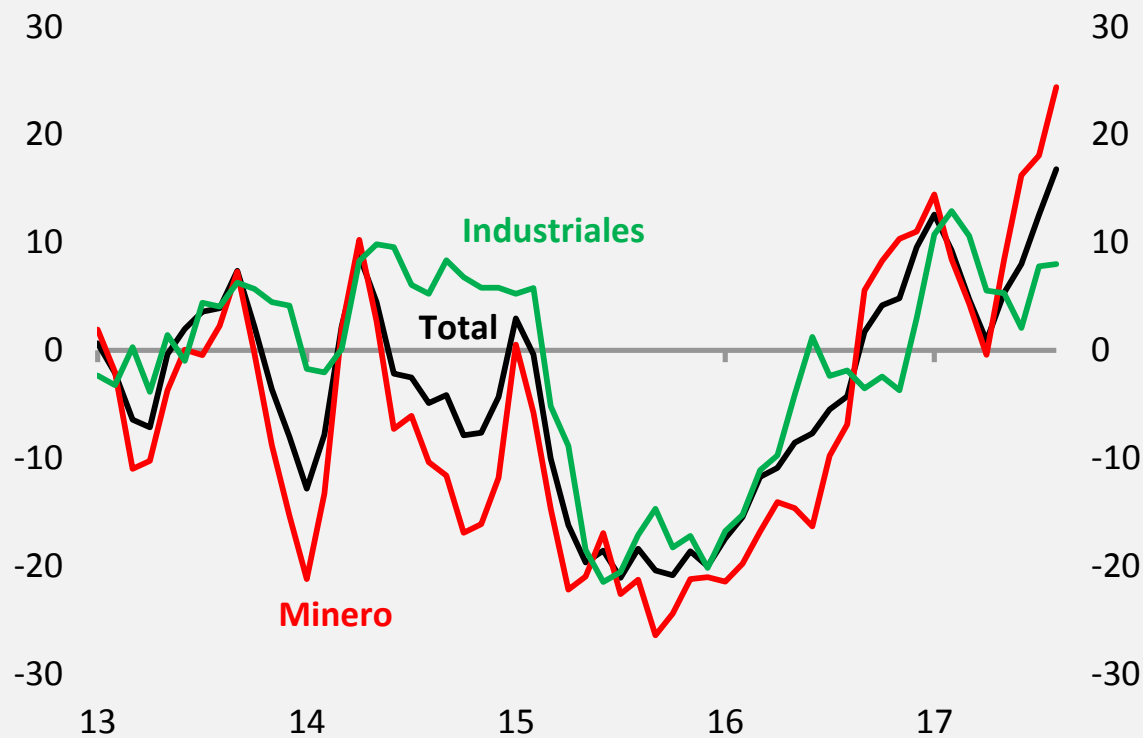


(*) Puntos morados corresponden al valor promedio que alcanzaría el Imacec en los meses que quedan del año para que el crecimiento promedio anual sea coherente con el techo y el piso del rango de crecimiento del IPoM de septiembre (1,25-1,75%). Fuente: Banco Central de Chile.



A su vez, la mejora en el panorama externo se aprecia en un mayor aumento de las exportaciones.

Valor de las exportaciones (*) (variación anual, porcentaje)



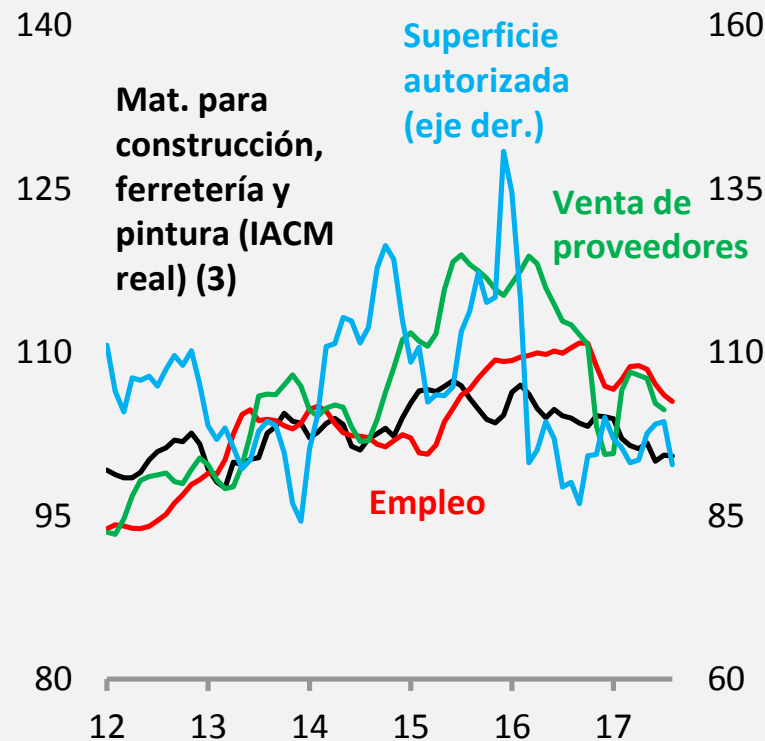
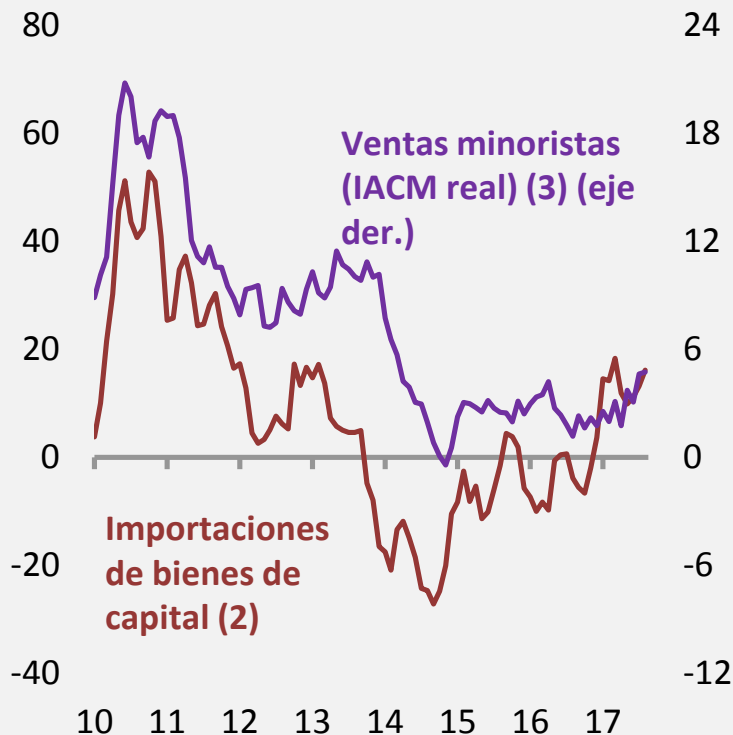
(*) Promedio móvil trimestral.
Fuente: Banco Central de Chile.



Con todo, aún es muy temprano para asegurar que la recuperación de la economía es un hecho cierto y que se sostendrá en el futuro. Por un lado, los distintos componentes del gasto muestran comportamiento muy disímiles, mientras el consumo y las importaciones de capital se aprecian mejores, la inversión en construcción sigue muy débil.

Vtas. minoristas e imports. bs. capital (1)
(variación anual, porcentaje)

Construcción y edificación (4)
(p. móvil 3 meses, índice 2010-17=100)



(1) Promedios móviles de 3 meses. (2) Excluye vehículos de transporte no regular (aviones, barcos, helicópteros y trenes).

(3) Serie empalmada con la línea equivalente del IVCM. (4) Series desestacionalizadas.

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



De todos modos, el mejor desempeño reciente del mercado laboral disminuye la latencia del riesgo de un menor consumo. De hecho, ya sea por el mayor crecimiento del empleo asalariado o de los salarios reales, la masa salarial ha sorprendido al alza en los últimos meses.

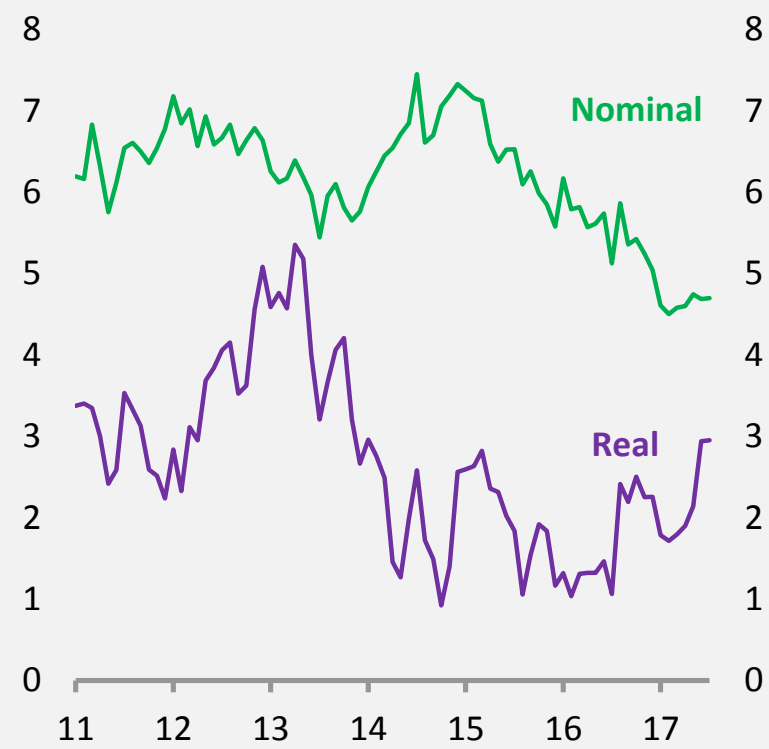
Empleo

(variación anual, porcentaje)



Salarios (*)

(variación anual, porcentaje)

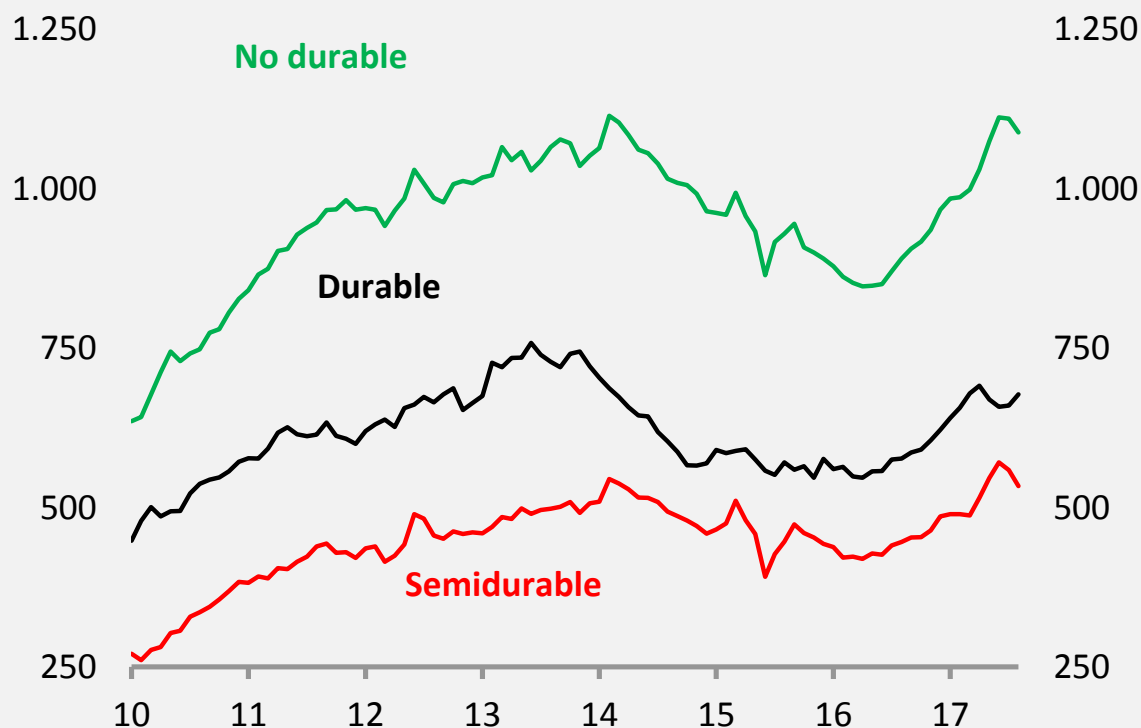


(*) Ambos corresponden al promedio de la variación anual del IREM y CMO.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Por su parte, las importaciones de bienes de consumo se sostienen en niveles elevados.

Importaciones bienes de consumo (*) (p. móvil tres meses, millones de dólares)

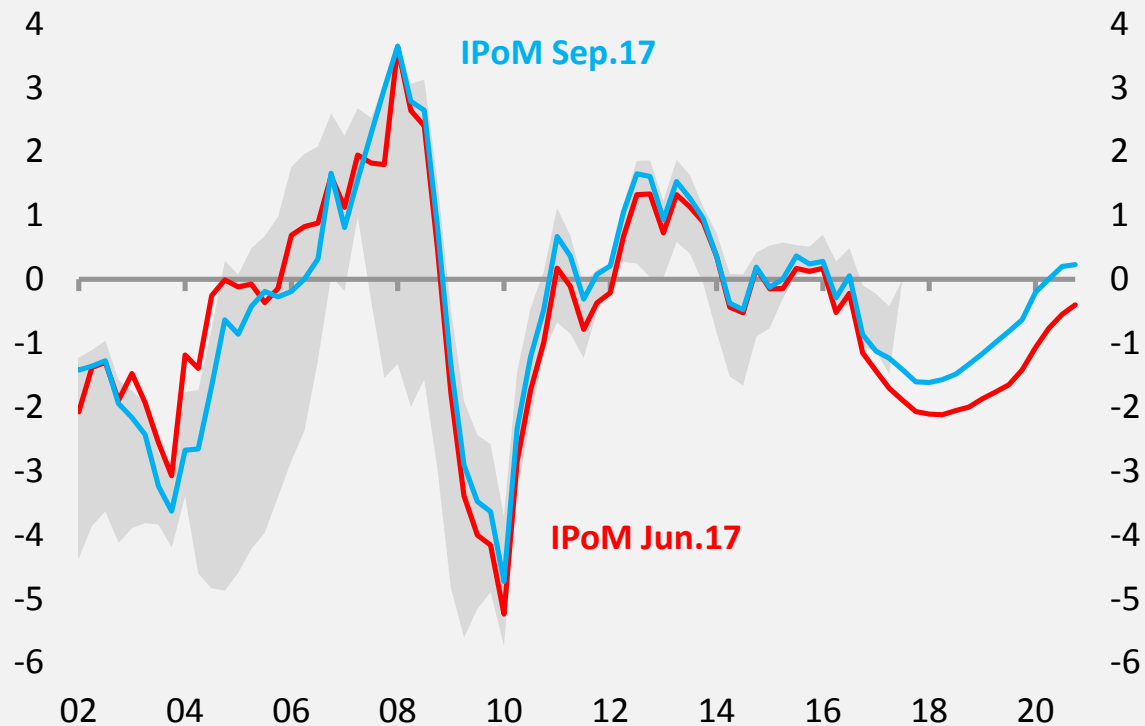


(*) Series desestacionalizadas.
Fuente: Banco Central de Chile.



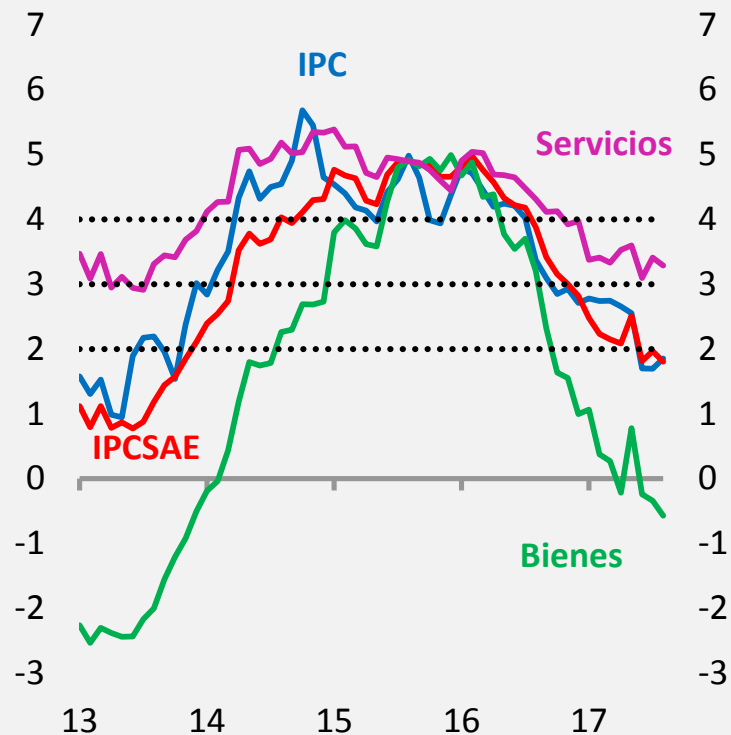
Se agrega que en nuestro escenario base esperamos que la brecha comience a cerrarse gradualmente solo a partir de la segunda mitad del 2018.

Brecha de actividad (puntos porcentuales)

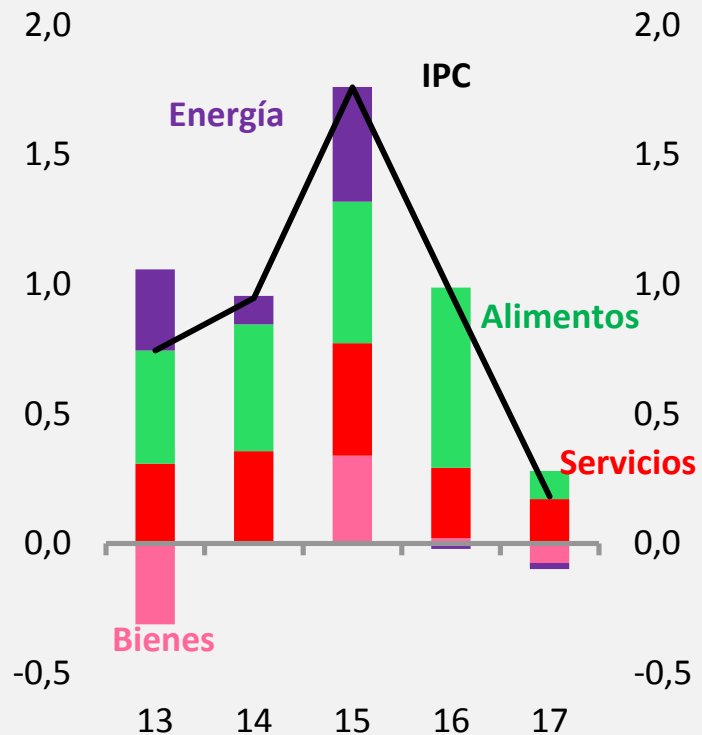


Por el lado de la inflación, el IPC de agosto dio cuenta de una reversión parcial de los *shocks* que afectaron los elementos más volátiles de la canasta en los últimos meses. De todos modos, sigue siendo cierto que su evolución se ha alejado de los patrones habituales.

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



Incidencia en el IPC
(acum. entre mayo y agosto; p. porcentuales)

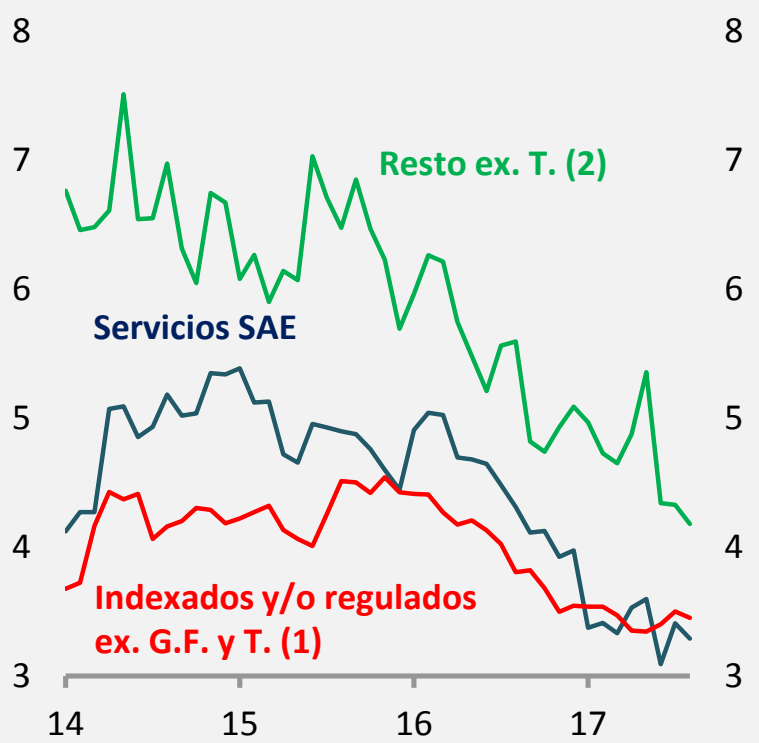


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

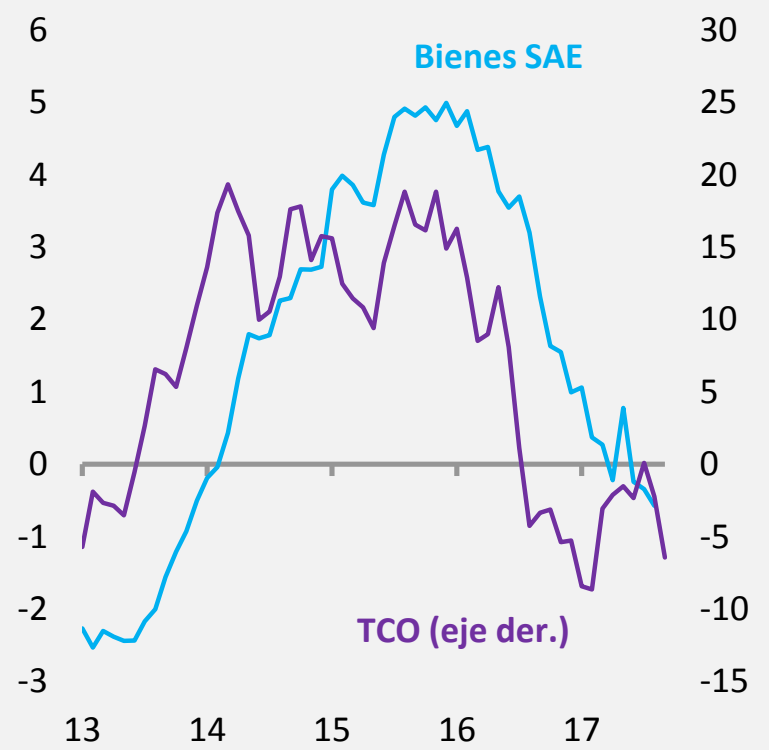
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En el IPCSAE, los servicios siguieron creciendo en torno a 3% anual, aunque los precios más ligados a la evolución de la brecha de actividad siguieron disminuyendo, en línea con la ampliación de esta los últimos trimestres. La inflación de bienes ha continuado muy determinada por la evolución del tipo de cambio.

Servicios SAE: Componentes principales
(variación anual, porcentaje)



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



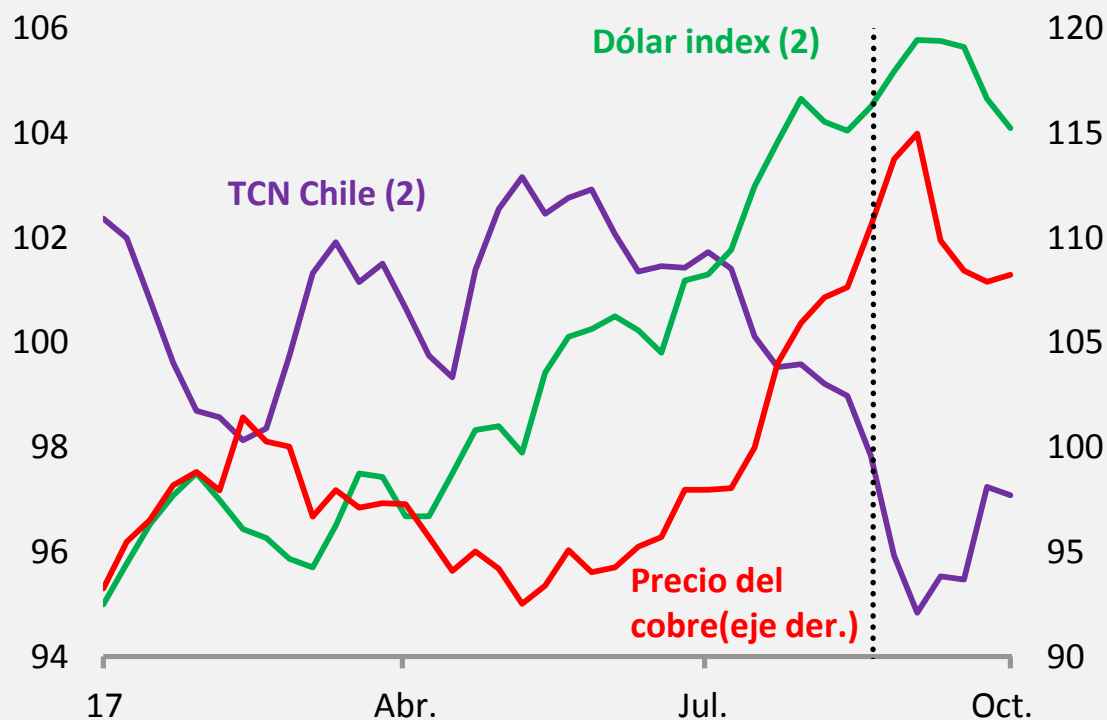
(1) No considera los ítems de gasto financiero ni de transporte asociado a este componente. (2) No considera los ítems de transporte asociado a este componente.

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

El peso chileno ha tenido vaivenes importantes en las últimas semanas, coherente con la evolución del dólar en los mercados globales y el precio del cobre. De todos modos, comparado con unos meses atrás su nivel es más apreciado.

Tipo de cambio y precio del cobre (1)

(índice 2017=100)



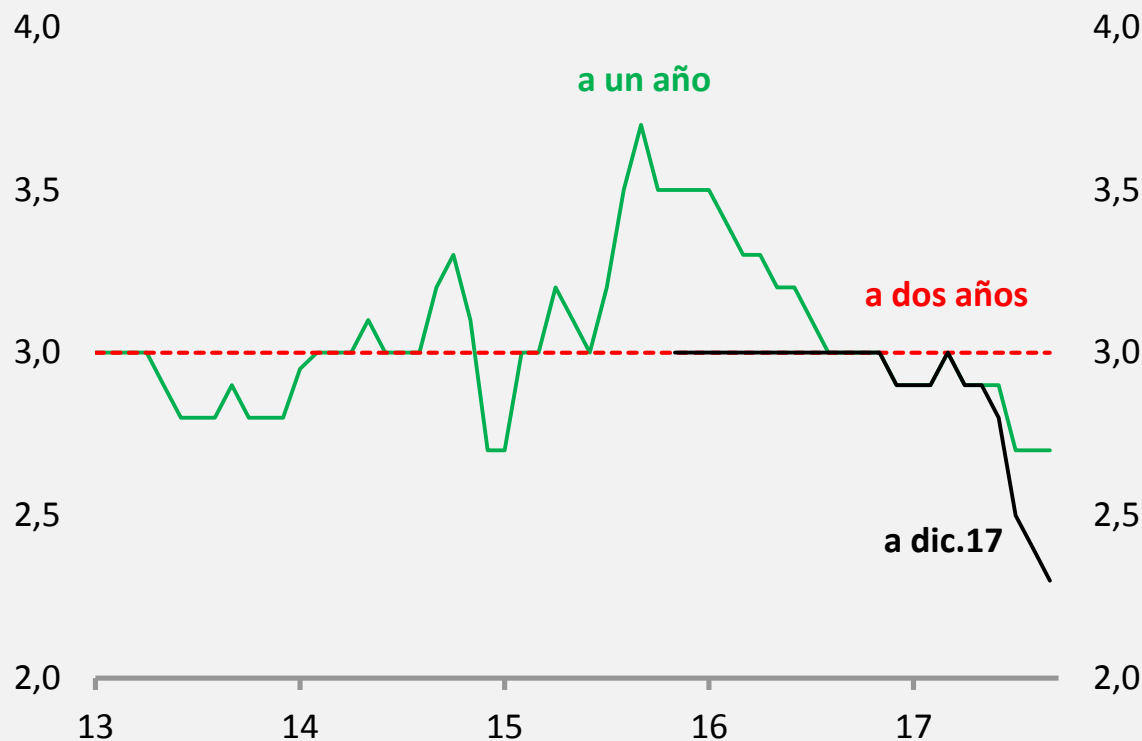
(1) Promedio semanal, último dato corresponde al promedio desde el 2 al 4 de octubre. (2) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación).

Fuente: Bloomberg.



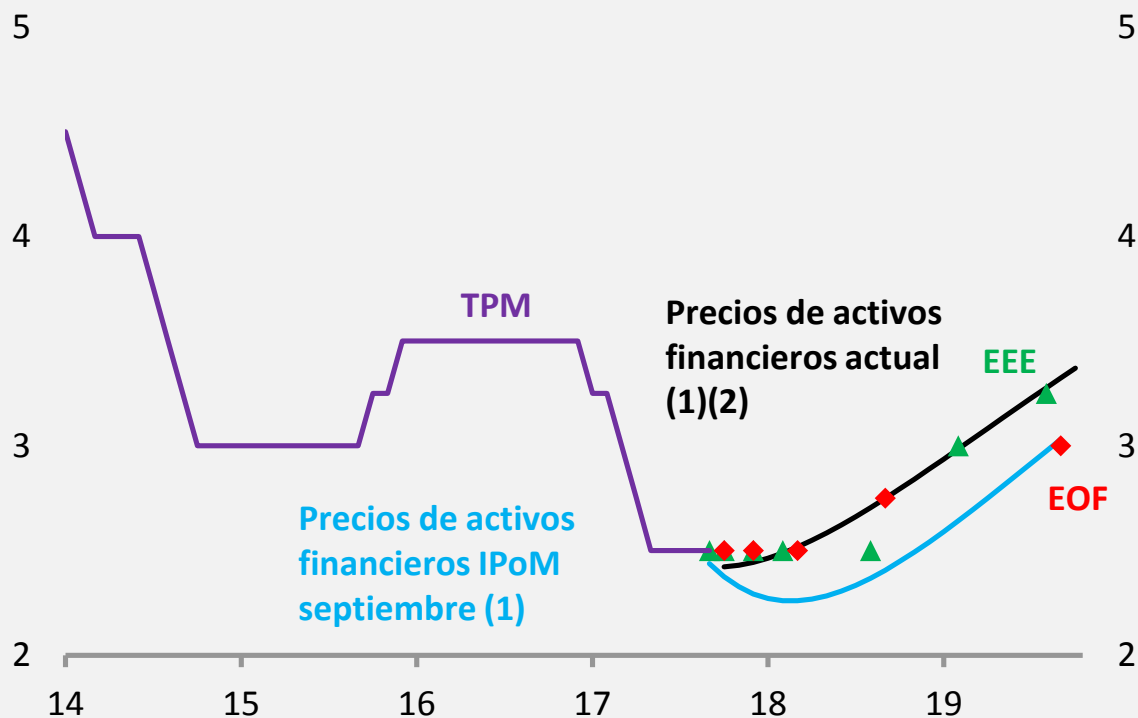
Esta apreciación del peso ha hecho que las expectativas de inflación a plazos más cortos hayan descendido en el último tiempo. La evaluación en cuanto a que su efecto sobre la inflación es transitorio, hace que a 2 años las expectativas permanezcan en torno a 3%.

EEE: Expectativas de inflación (porcentaje)



En este escenario, hemos mantenido la Tasa de Política Monetaria en 2,5% y hemos señalado que se mantendrá en torno a sus niveles actuales para comenzar a aumentar hacia sus niveles neutrales solo una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad.

TPM y expectativas (porcentaje)



(1) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. (2) Al 4 de octubre del 2017. (3) Considera la encuesta de la segunda quincena de septiembre.

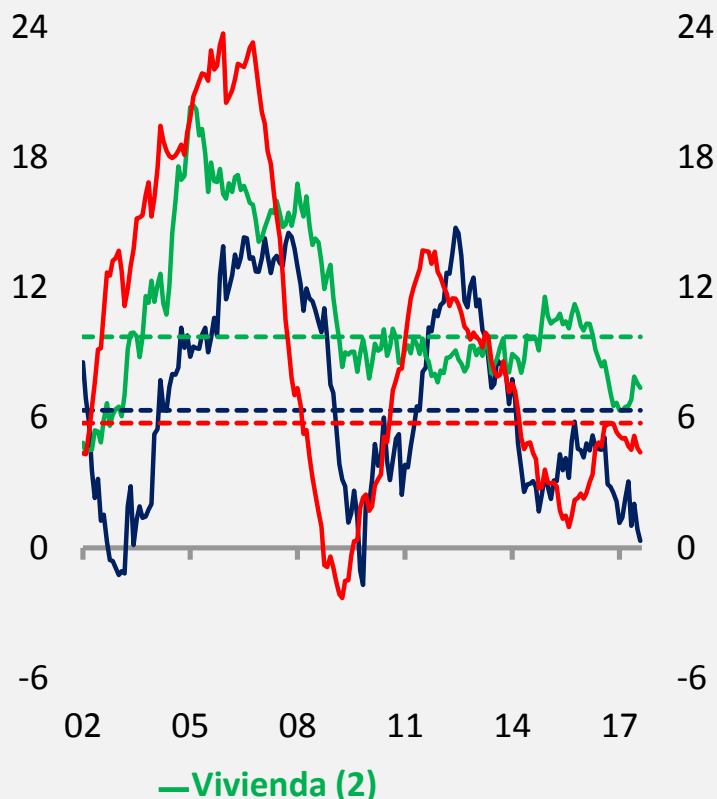
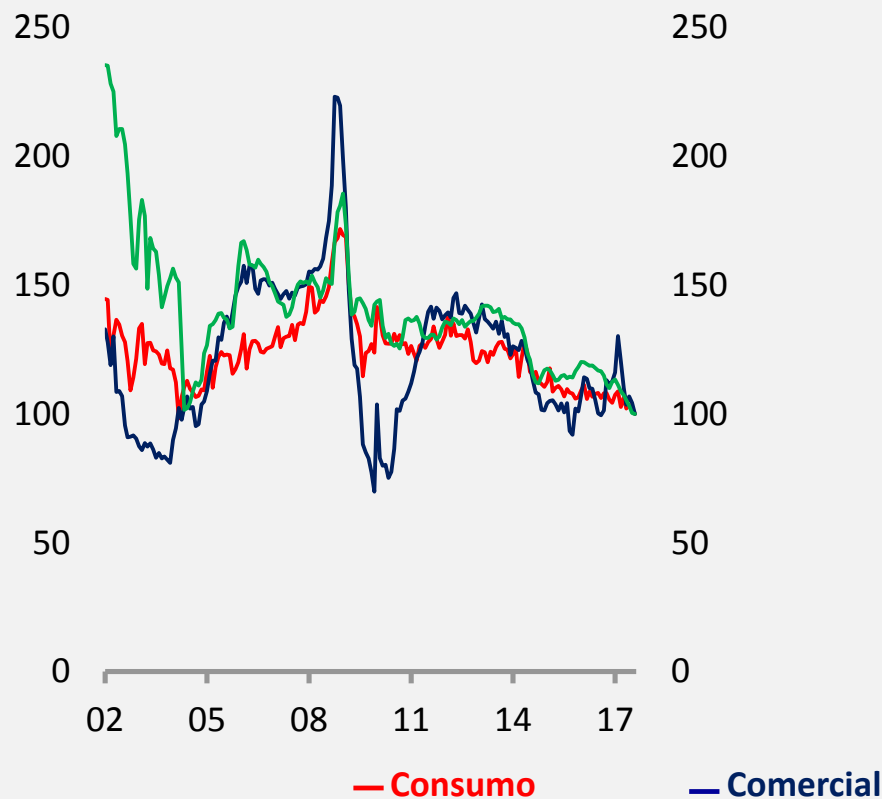
Fuente: Banco Central de Chile.



El bajo nivel de la TPM ha permitido que el costo del crédito se ubique en niveles mínimos reflejando la expansividad de la política monetaria. El crecimiento del crédito ha sido acorde con el estado actual del ciclo económico.

Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(índice agosto 2017=100)

Colocaciones por tipo de crédito (3)
(variación real anual, porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF.

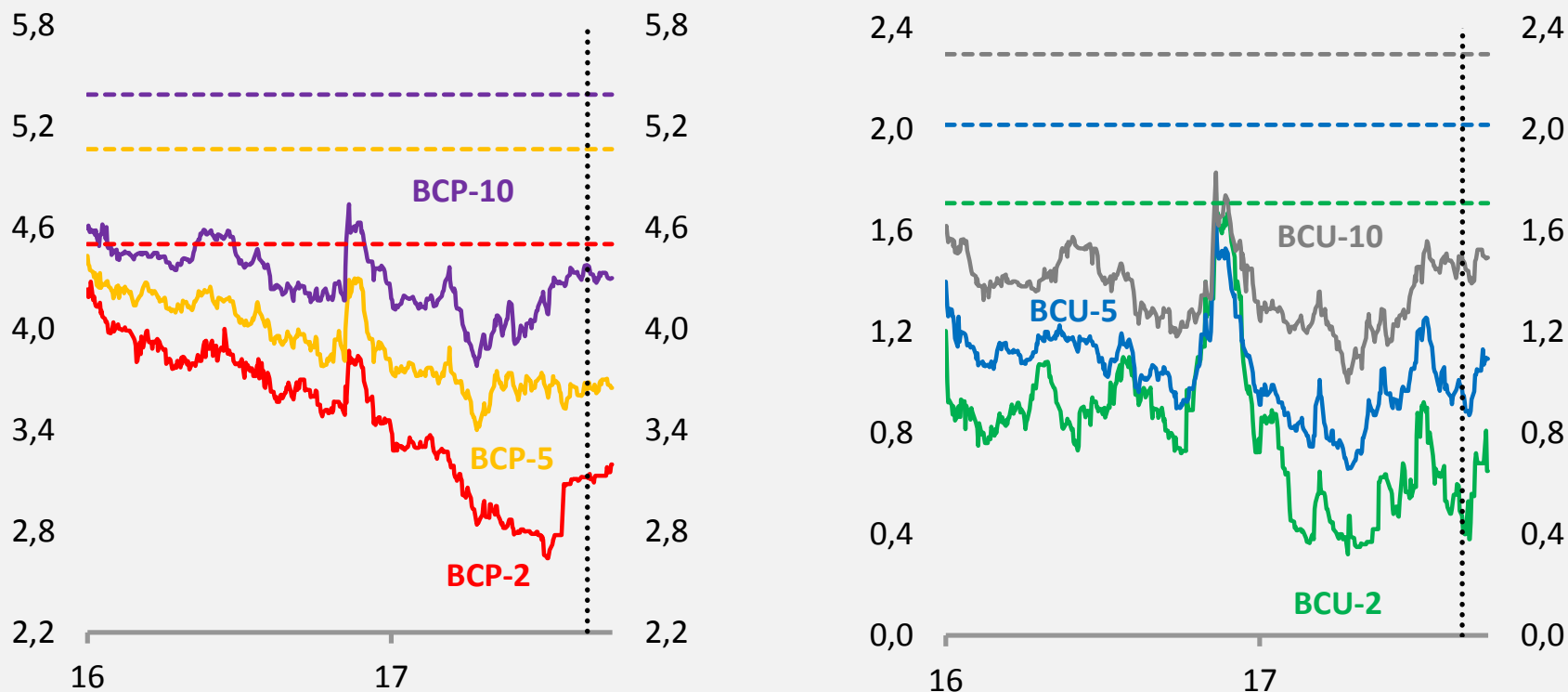
(3) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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



A su vez, las tasas de interés de largo plazo también se ubican en niveles bajos en comparación histórica.

Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2) (porcentaje)



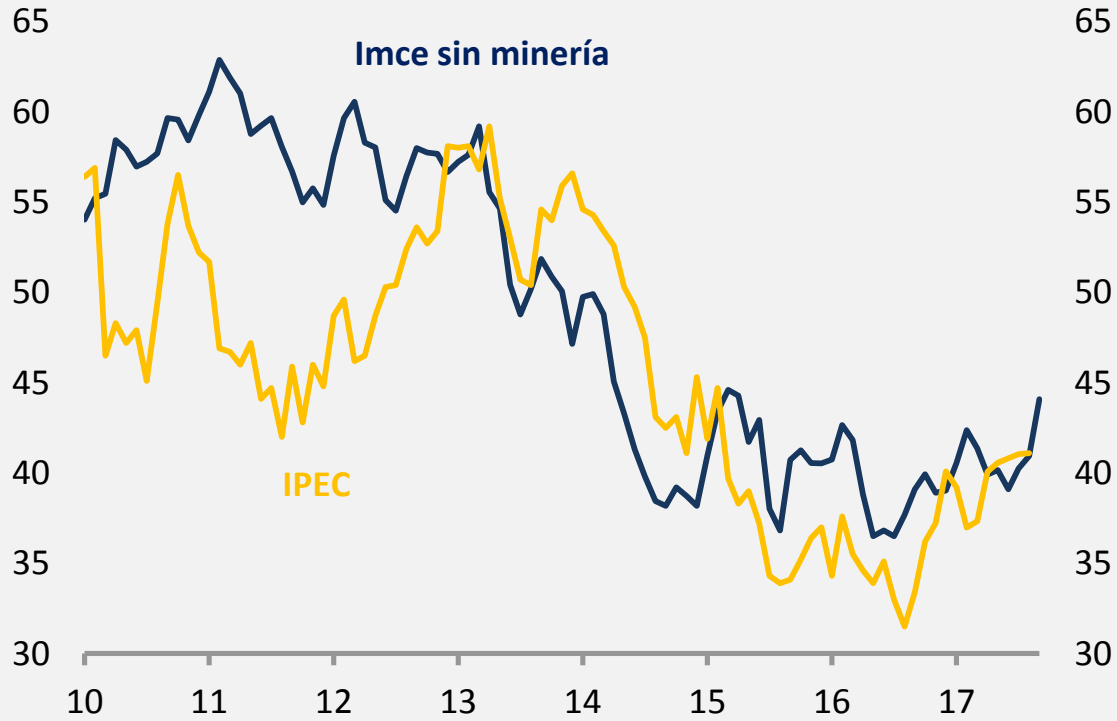
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2017. (2) Líneas punteadas horizontales corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

Fuente: Banco Central de Chile.



Las expectativas de los consumidores han mostrado una mejora, aunque se mantienen en terreno pesimista.

Expectativas de los consumidores y empresarios (*) (índice)



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

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



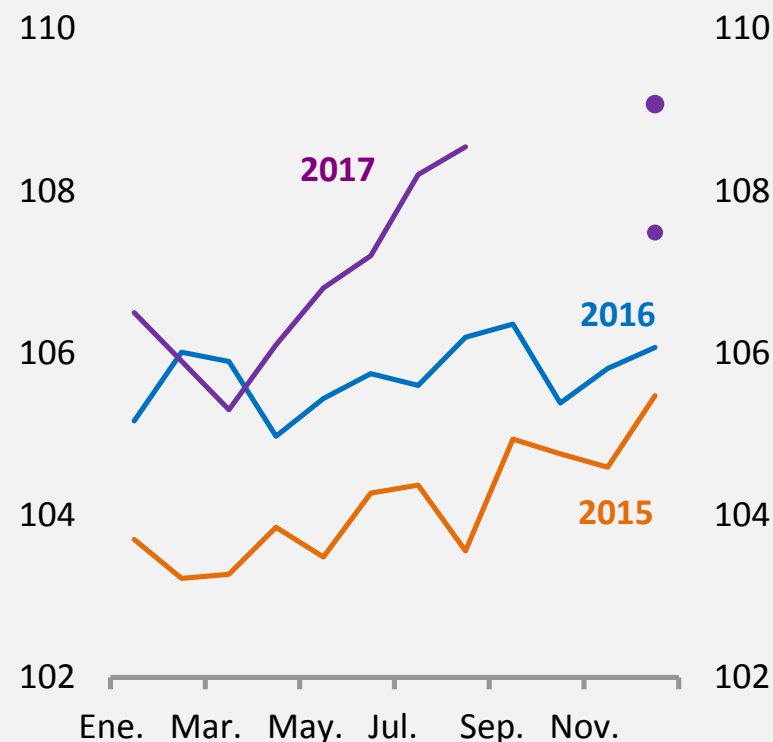
El sostenido e importante impulso monetario, sumado mejores condiciones externas y una economía sana en términos macro, permitirán que el crecimiento siga recuperando mayores niveles y la inflación retorne a 3, acorde con lo previsto en el IPoM de septiembre.

Escenario base del IPoM de septiembre
(variación anual, porcentaje)

	2017	2018	2019
PIB	1,25-1,75	2,5-3,5	-
IPC (1)	2,4	3,0	3,0
IPCSAE (2)	1,9	2,7	2,9

Imacec (2)

(índice desest., prom. 2013=100)

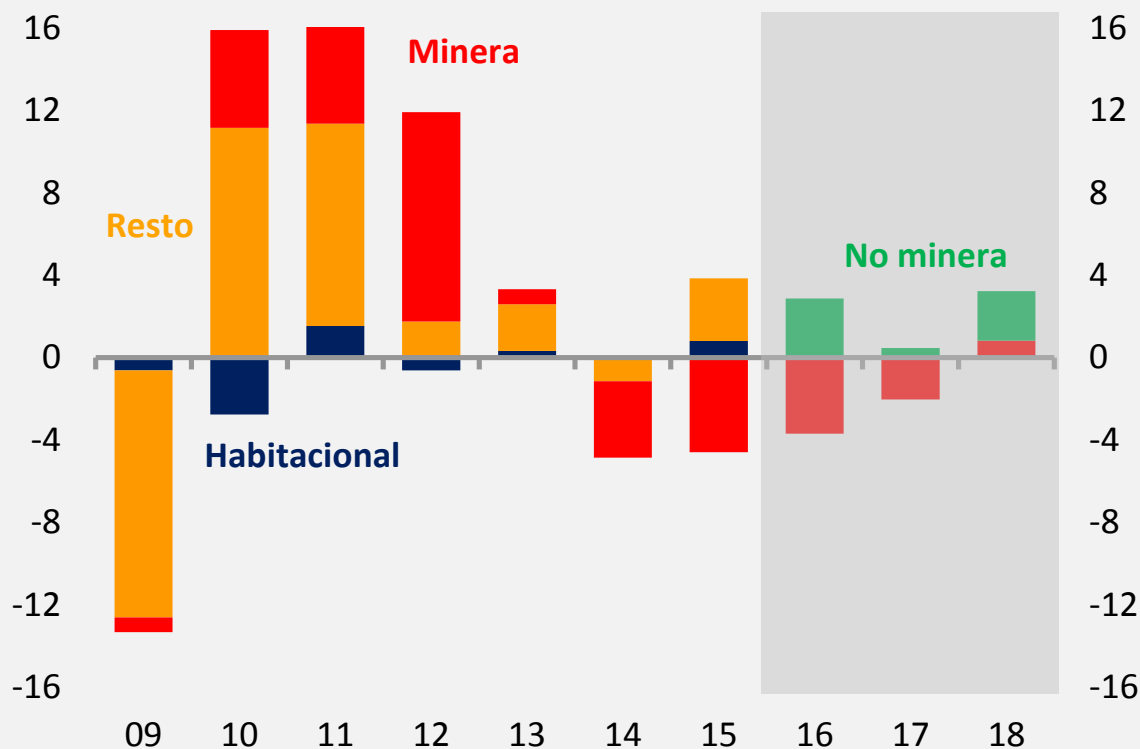


(1) Para el 2017 y 2018 corresponde a la proyección a diciembre de cada año, para el 2019 es la proyección al tercer trimestre. (2) Puntos morados corresponden al valor promedio que alcanzaría el Imacec en los meses que quedan del año para que el crecimiento promedio anual sea coherente con el techo y el piso del rango de crecimiento del IPoM de septiembre (1,25-1,75%). Fuente: IPoM septiembre 2017, Banco Central de Chile.



Sin embargo, para que ello suceda, es clave que la inversión se recupere.

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



(*) Para el 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión no minera se calcula residualmente, utilizando también la información de la inversión de hogares de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. Para las proyecciones del 2017 y 2018, 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.



Más hacia mediano plazo, estimamos un crecimiento tendencial entre 3 y 3,5%. Este depende de las perspectivas de la fuerza laboral, la inversión, y la productividad total de factores, y es independiente de *shocks* transitorios.

- **En todo caso, a fines del 2018 aún persistirá una brecha significativa de actividad respecto del PIB potencial, el que a su vez es menor al crecimiento tendencial que podría alcanzar la economía a plazos más largos.**

PIB tendencial	3,0-3,5%
PIB Potencial	<u>±</u> 2,5%
Efectivo 2018	2,5-3,5%



Diferencia se produce porque inversión y productividad han tenido tasas de crecimiento por debajo de su tendencia

Recuperación gradual del PIB efectivo, por escenario externo, fin ajuste inversión minera, ausencia de desbalances macro, PM expansiva y PF en senda de consolidación



Junto con el IPoM de septiembre se publicó un análisis de los determinantes del crecimiento tendencial para la economía chilena

Recursos naturales:

- **Ley del mineral**
- **Planes y proyectos de expansión**

Factor trabajo:

- **Proyecciones demográficas (incluyendo inmigración)**
- **Participación laboral**
- **Horas trabajadas**
- **Capital humano/educación**

Capital:

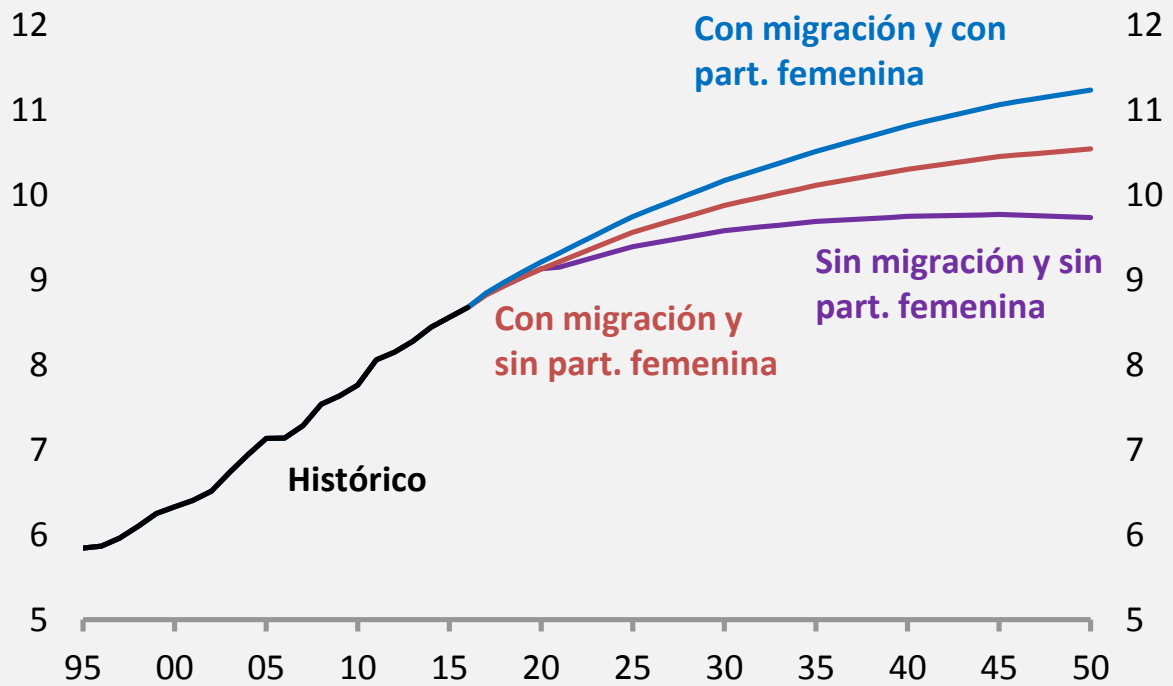
- **Retornos esperados (productividad; capital inicial)**
- **Factores institucionales**

Productividad total de factores:

- **Crecimiento productivo en firmas individuales (innovación; optimización procesos)**
- **Reasignación de factores entre firmas con distinta productividad**

Respecto del trabajo, en el escenario base, el efecto de la inmigración sobre la fuerza laboral es relevante y puede ser un motor importante para el crecimiento tendencial.

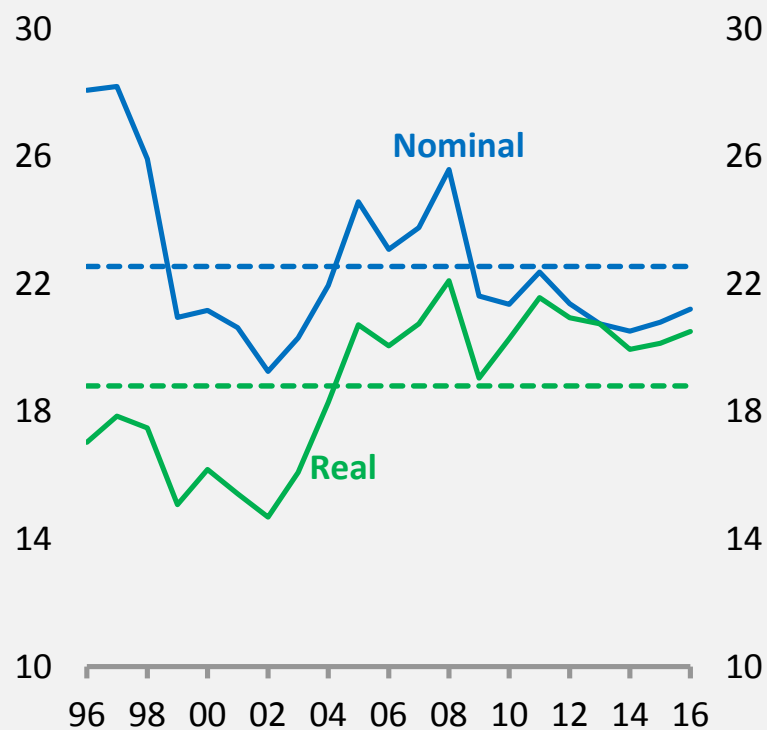
Efectos de la inmigración y la participación femenina en la fuerza laboral (*)
(millones de personas)



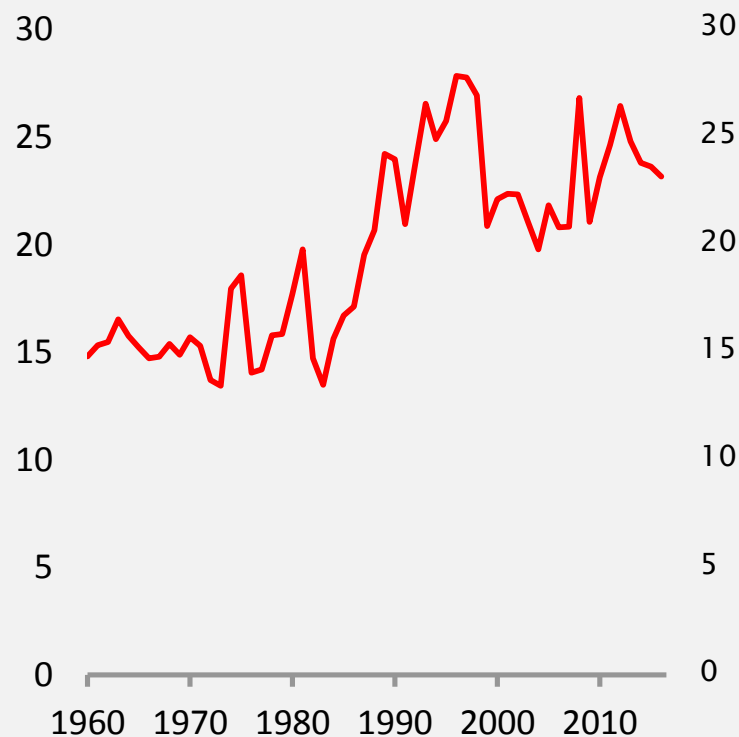
(*) La participación de trabajadores locales e inmigrantes se mantiene en sus niveles de 2015.
Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto al capital, la proyección del escenario base asume que, en casi todo el horizonte de proyección, la razón capital a producto permanecerá constante en los sectores resto, en línea con la estabilidad observada en los datos chilenos.

Razón inversión a PIB sector resto (*)
(porcentaje)



Razón inversión a PIB total
(porcentaje)

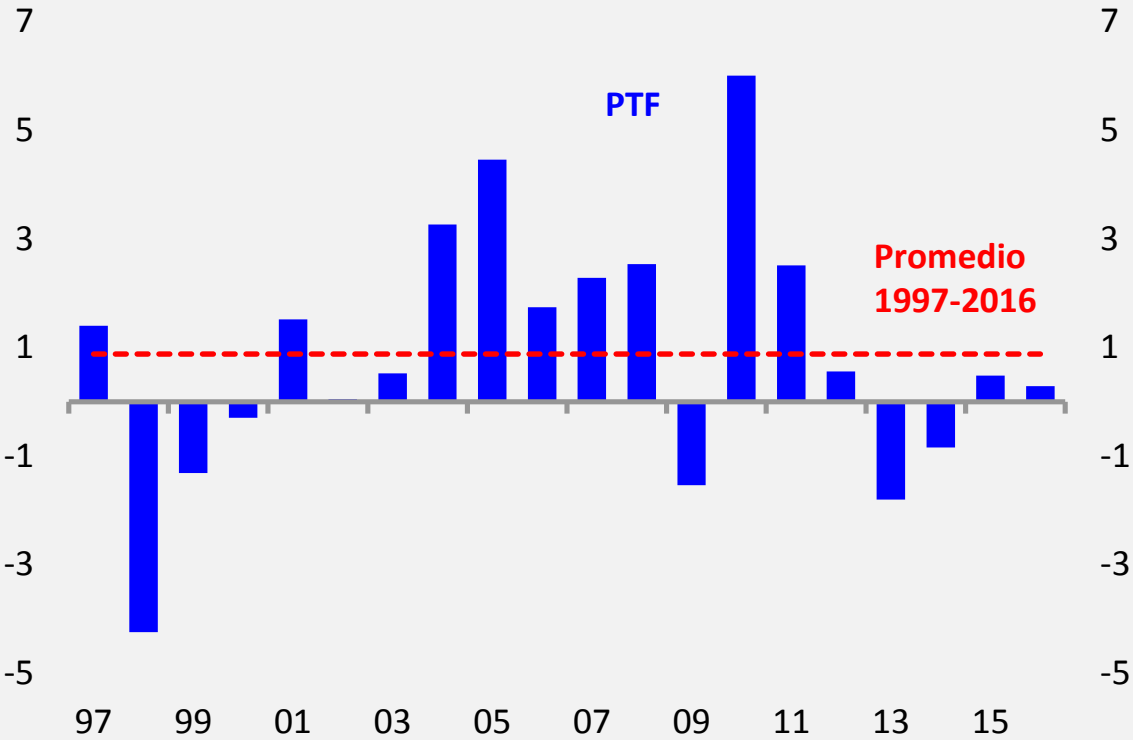


(*) Líneas segmentadas corresponden al promedio desde 1996 de cada serie.
Fuente: Banco Central de Chile.



Sobre la PTF, dadas las dificultades para estimar y proyectar el crecimiento de la PTF del sector resto, se proyecta simplemente usando el crecimiento promedio desde 1997, que corresponde a un número algo menor a 1%.

Crecimiento de la PTF resto
(variación nominal anual, porcentaje)

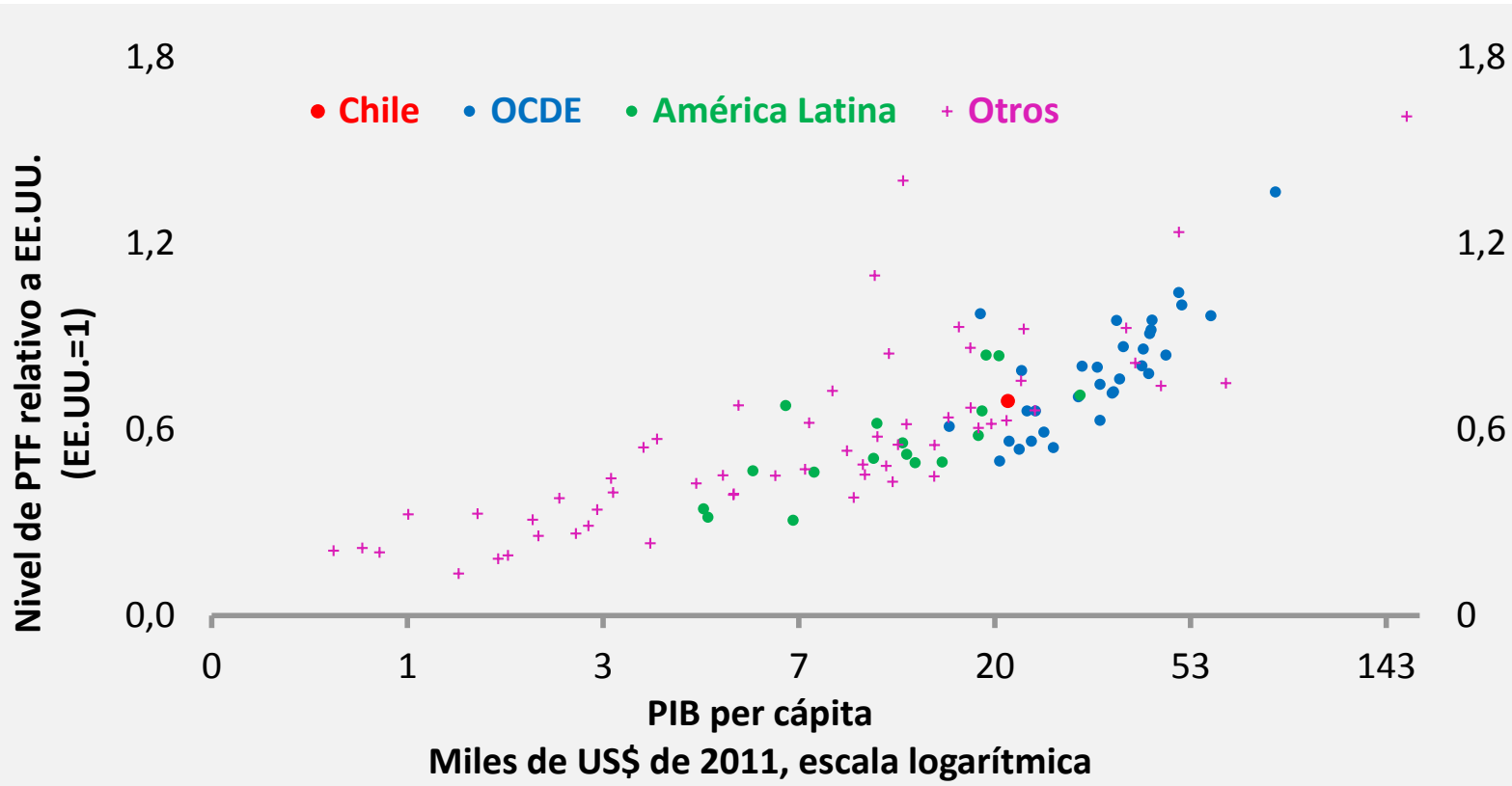


Fuente: Banco Central de Chile en base a CASEN, INE y OCDE.



En todo caso, aunque la productividad de Chile parece alineada con su nivel de PIB per cápita, es cerca del 60% de la de EE.UU. y menor que la de los países más ricos de la OCDE, lo que implica que existen grandes espacios para mejorar.

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 2 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 PWT 9.0.

Con esto, estimamos un crecimiento tendencial (PIB resto) para los próximos diez años en un rango entre 3,0 y 3,5%.

Proyecciones de crecimiento tendencial (promedio del período, porcentaje)

	Período	Factor Trabajo	Fuerza Trabajo	Horas	Índice Calidad	Capital	PTF	PIB resto
Crecimiento componentes	2007-2016	2,4	2,0	-0,9	1,3	3,9	1,1	3,7
	2017-2026	1,6	1,3	-0,4	0,8	3,4	0,9	3,4
Contribución PIB Resto	2017-2026	0,8	0,65	-0,2	0,4	1,7	0,9	

PIB RRNN	PIB total
1,3	3,3
2,0	3,2

- **Este crecimiento no está garantizado**, y descansa en el cumplimiento de tres supuestos centrales:
 - Un crecimiento de la fuerza de trabajo respaldado por mayor participación de mujeres; inmigración; y mejoras en la cobertura educacional hacia estándares internacionales.
 - Un crecimiento del capital acorde con el crecimiento del producto, en línea con patrones históricos.
 - Una recuperación de la productividad hacia a tasas de crecimiento en torno a promedios históricos.



Conclusiones

Es posible alcanzar cifras de crecimiento superiores. Pero para ellos debemos avanzar en dos áreas prioritarias:

Cierre de brechas de productividad entre firmas: Existen ganancias de primer orden de medidas que permitan mejorar la asignación de recursos productivos (capital y trabajo) entre distintas empresas. A diferencia de lo que sucede con el capital humano, esto podrían generar ganancias en plazos más cortos. Aquí existe un alto potencial crecimiento de la productividad agregada para una misma dotación de recursos.

Mejoras en la calidad de la educación: Avanzar hacia estándares internacionales. Sin embargo, aumentar el capital humano es un proceso lento y costoso, por lo que, pese a su importancia, es difícil que se puedan observar efectos importantes en las próximas décadas.



Panorama económico

Mario Marcel C.

Presidente



Banco Central de Chile, Octubre 2017