

Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

20 de Julio de 2017

1. Entorno Externo



La economía mundial muestra más crecimiento y menos inflación

- La recuperación cíclica global se fortalece: Europa, Japón, China y toman más fuerza, como también el resto de Asia emergente y Europa Central y del Este.
- En Europa la alta confianza de consumidores y empresarios se acompañan ahora de buenas cifras de actividad.
- En contraste, EE.UU. que está más avanzado en la recuperación, tuvo un primer trimestre débil y el rebote del segundo trimestre se estima ahora que fue más modesto.
- La recuperación ha estado acompañada de un repunte cíclico en las manufacturas y en el comercio global.
- La inflación en los países avanzados ha estado por debajo de las proyecciones de los bancos centrales pero estos igual preparan el terreno para la normalización monetaria.

La economía mundial sigue tomando dinamismo mayor del esperado

- En los países emergentes el dinamismo de China sigue robusto -se aceleró a 6,9% en Q2-, pero se apoya en políticas expansivas que aumentan su vulnerabilidad.
- Con un crecimiento sobre la meta, autoridades deciden reducir el crecimiento de la deuda con una regulación más rigurosa del sistema financiero y el control del crédito inmobiliario;
- Las mayores tasas de interés y el control del crédito van a terminar desacelerando la inversión y reduciendo el crecimiento.
- El resto de los países emergentes también toma más dinamismo, destacando Brasil y Rusia que salen de la recesión, y los países de Europa Central y del Este.

World
(Latest Estimate: 4.3)

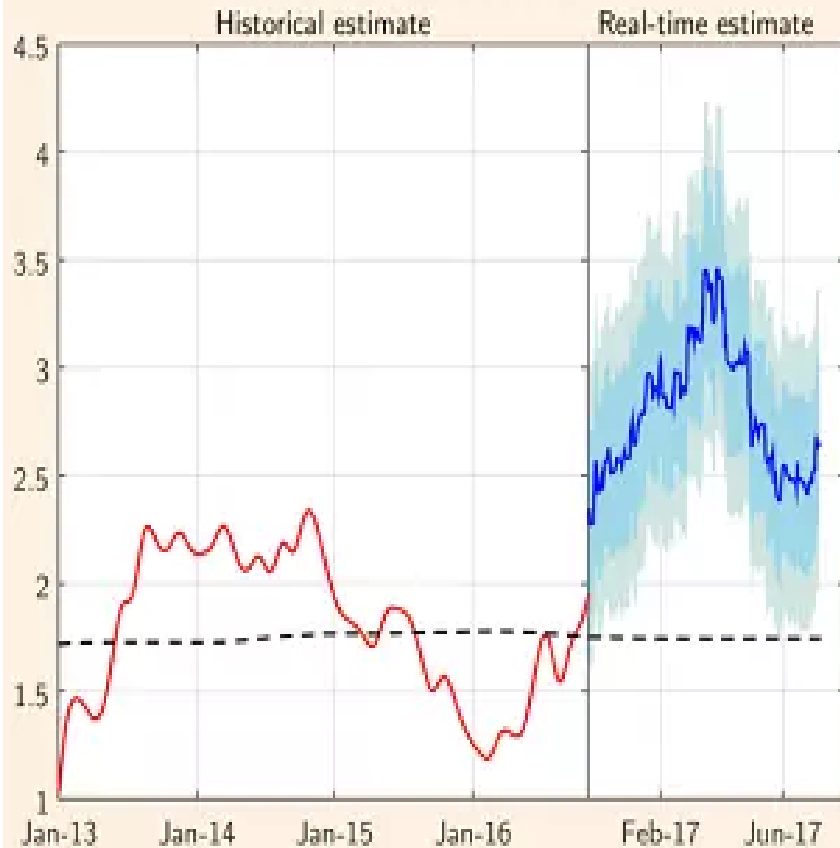


Note: The black dashed line represents the model's estimate of long-run growth. The real-time estimate of underlying activity (blue line) considers only the data available at each point in time. The historical estimate (red line) uses all available data as of today, including revisions.

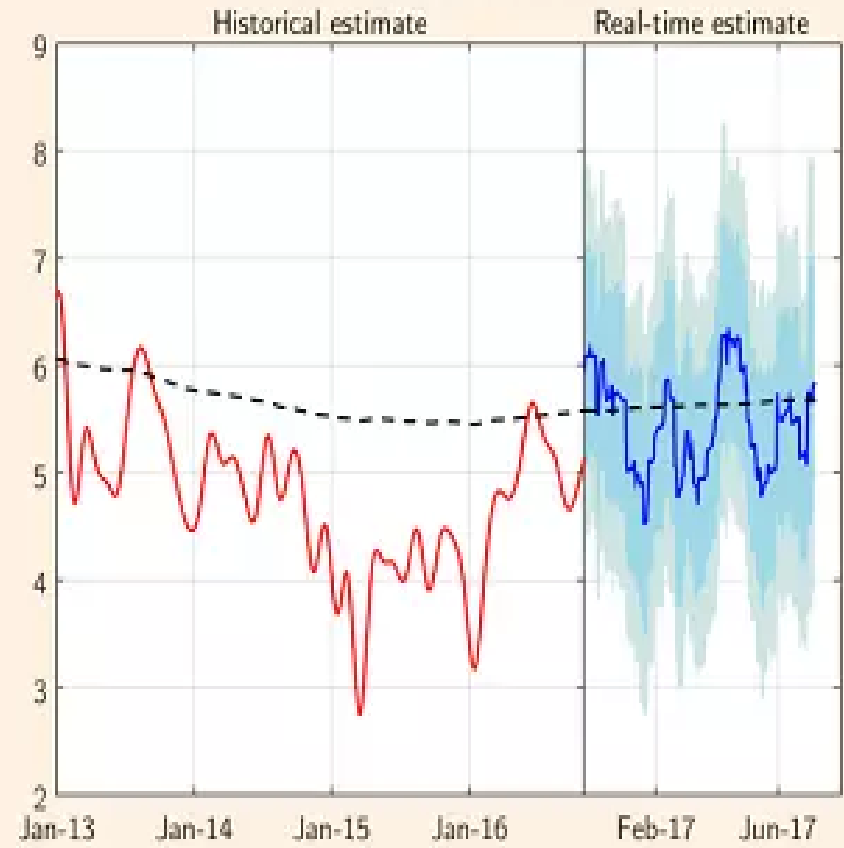
Source: Fulcrum Asset Management.

Estimate of Underlying Activity Growth (% MoM Ann.)

Advanced Economies
(Latest Estimate: 2.6)



Emerging Markets
(Latest Estimate: 5.8)



Source: Fulcrum Asset Management.

Las proyecciones de crecimiento para 2Q en EE.UU se ajustan a la baja

Estimaciones crecimiento económico segundo trimestre para EE.UU
(Velocidad*)

Fuente	Dia	Proyección	Dia	Proyección
Blue Chip Consensus	may-10	3.1	jul-06	2.8
St Louis Fed Economic News Index	may-12	2.8	jul-14	2.5
FRBNY Staff Nowcast	may-12	1.9**	jul-14	1.9**
Atlanta Fed GDPNow	may-16	4.1	jul-14	2.4
CNBC Moody's Consensus	may-16	3.4	jul-14	2.5
Macroeconomic Advisers	may-18	3.9	jun-28	3.3

* Variación porcentual respecto del trimestre anterior; anualizado.

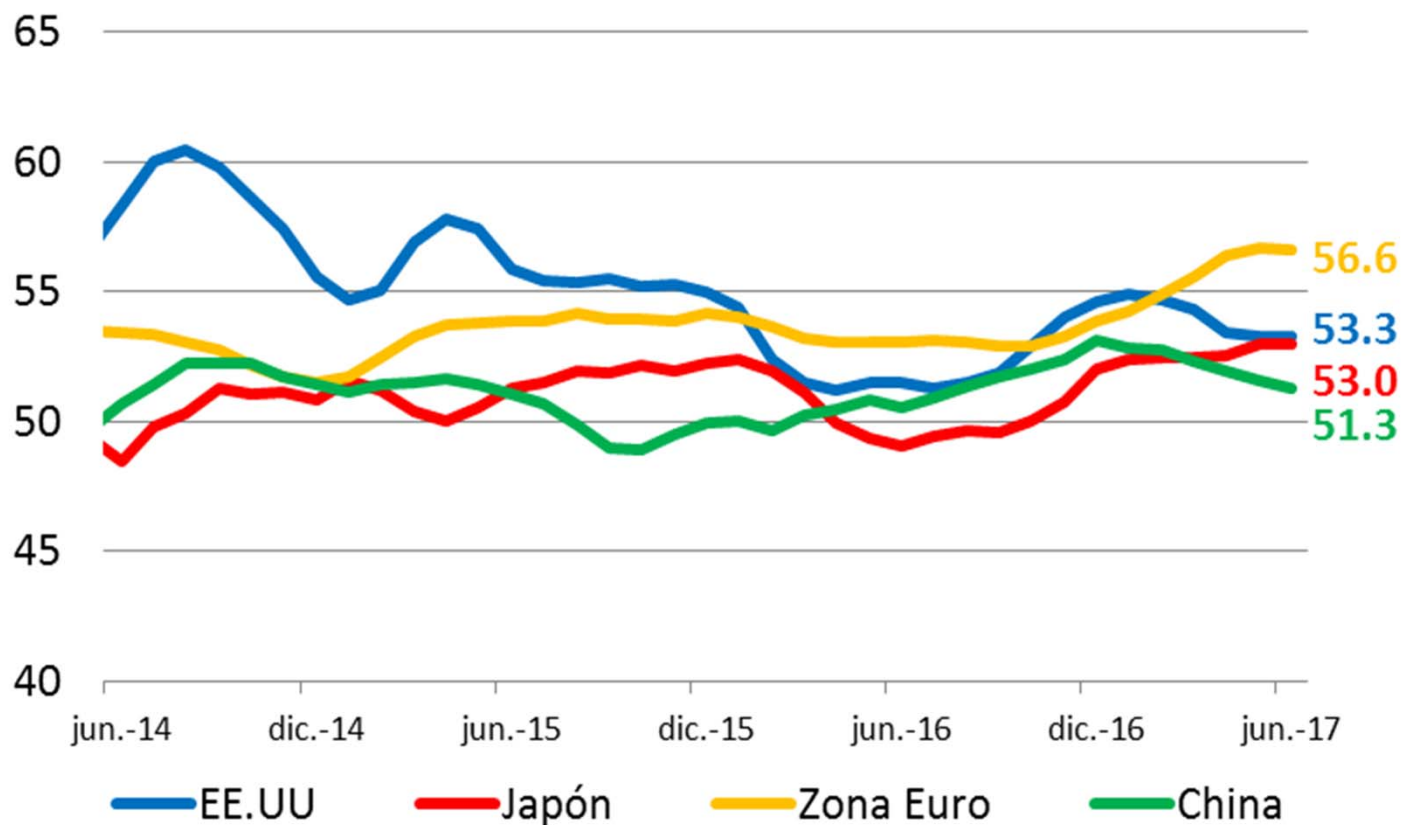
** Variación anual.

La recuperación debiera continuar

- Indicadores líderes anticipan a que la recuperación continuará, pero con algo menos de dinamismo en China.

Indicadores Líderes de países avanzados y China

PMI Compuestos
(pivote = 50, promedio móvil trimestral)



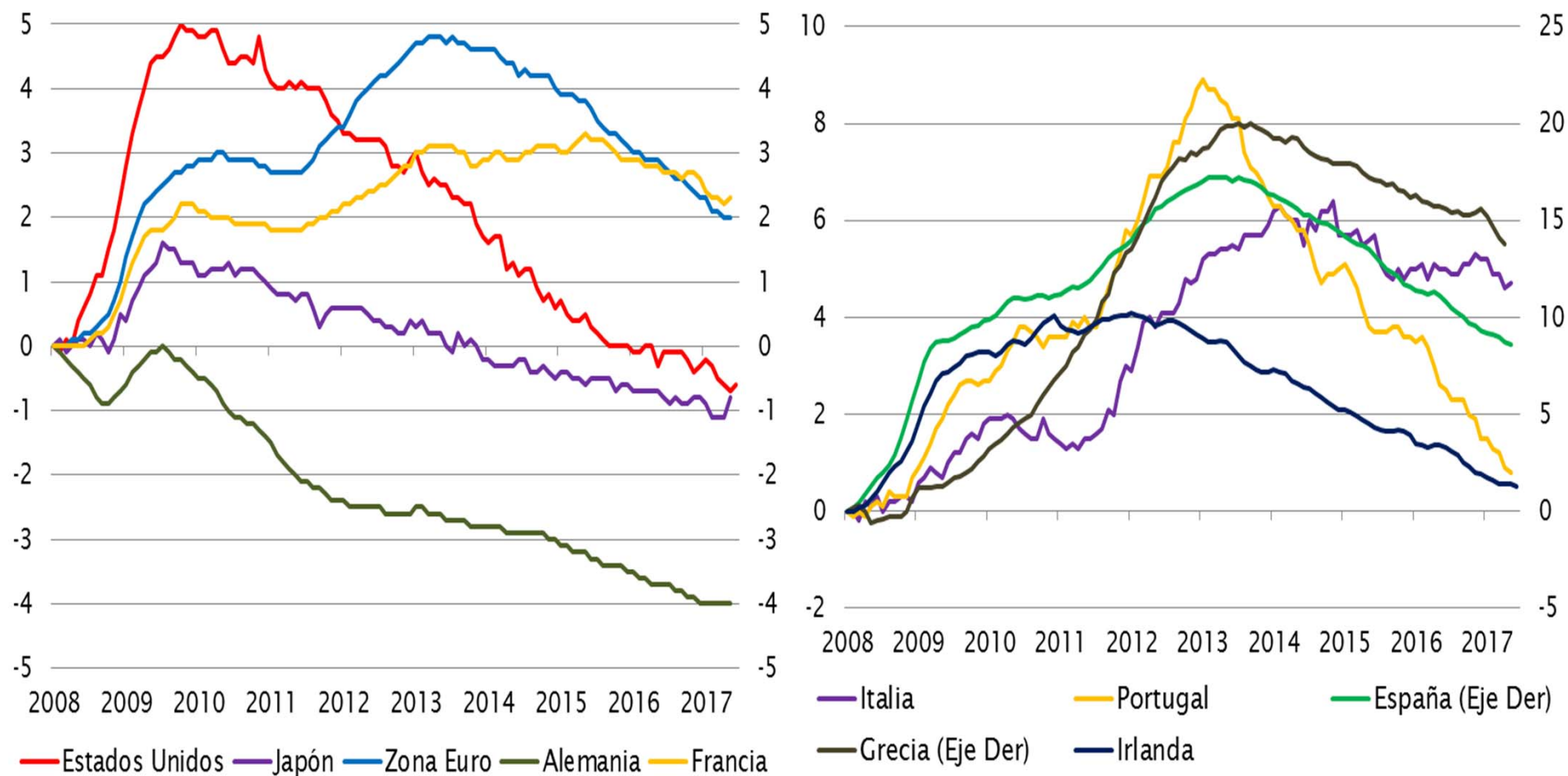
Fuente: Bloomberg 20 de Julio del 2017.

En países avanzados el desempleo cae y las brechas de capacidad se reducen

- En los países avanzados el desempleo sigue bajando, alcanzando mínimos en más de 16 años en EE.UU., y en más de 10 años en Alemania y Japón.
- La brecha de capacidad se torna positiva en Alemania y desaparece en EE.UU., pero siguen siendo altas en los países periféricos de la zona euro.

Desempleo cae con fuerza en países avanzados

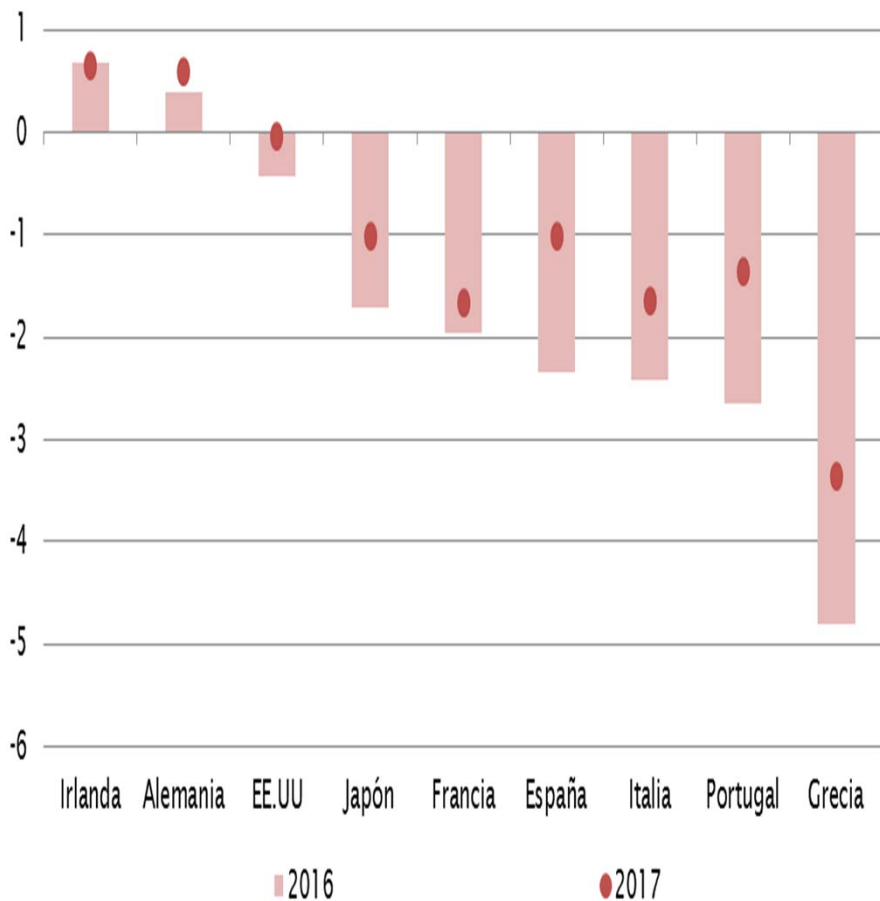
Cambios en la tasa de desempleo 2008 - 2017
(porcentaje)



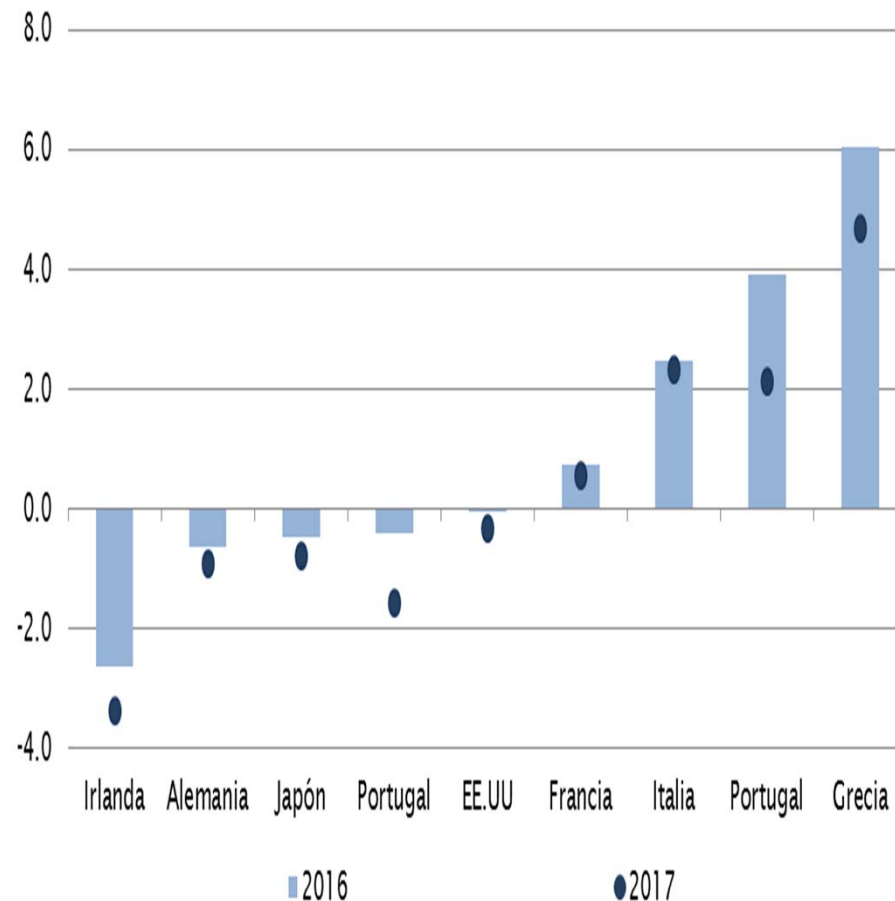
Fuente: Bloomberg, 20 de Julio del 2017.

Las brechas de actividad se reducen y las de desempleo crecen en algunos países

Brecha de Actividad *



Brecha de desempleo**



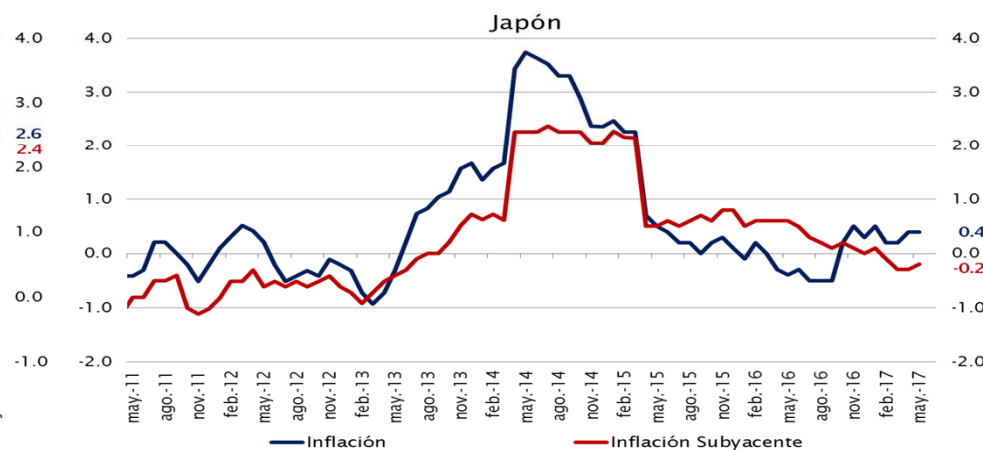
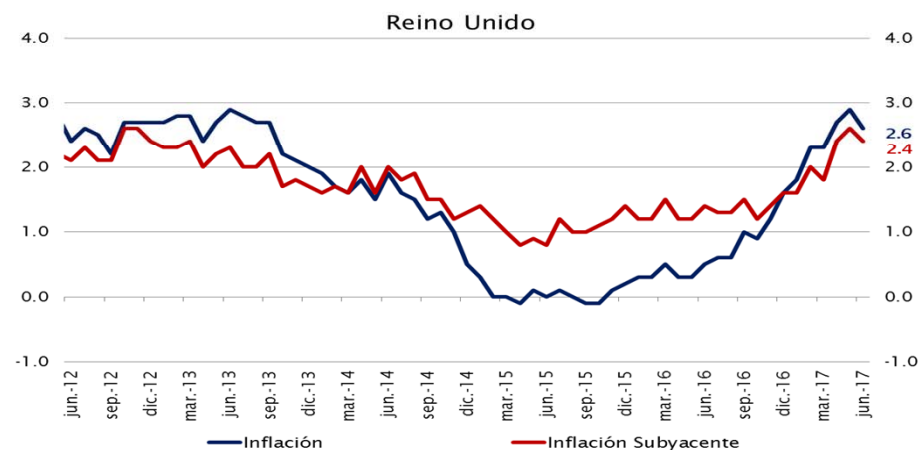
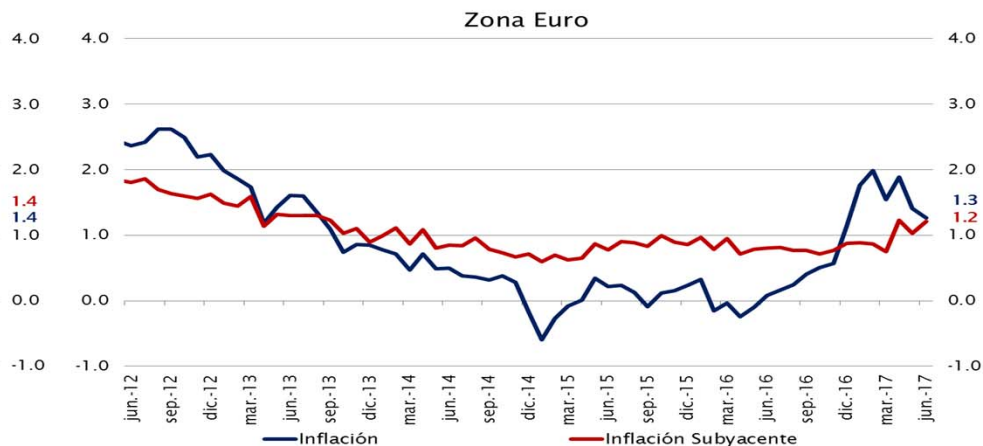
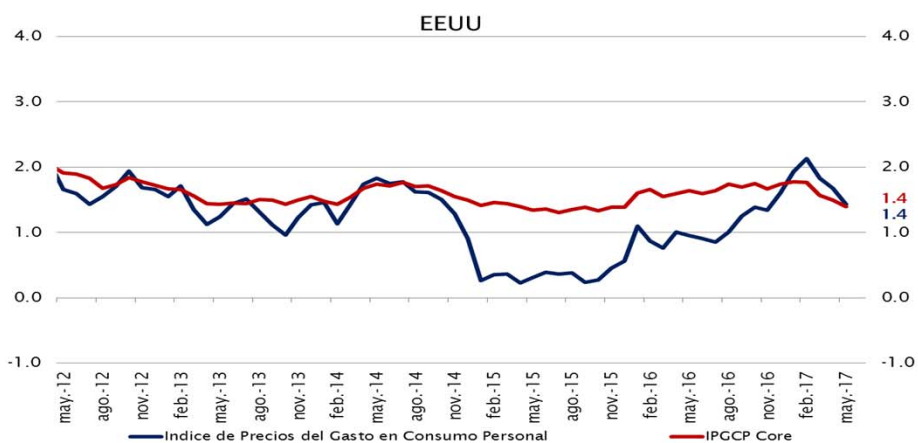
Fuentes: FMI y OECD. *Diferencia entre el PIB y el PIB potencial, como porcentaje del PIB potencial. **Diferencia entre la tasa actual de desempleo y tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU).

Con la excepción del RU las inflaciones bajan y se alejan de las metas de los BC

- A pesar de la recuperación y las bajas en el desempleo, las inflaciones de los países avanzados bajan y se alejan de las metas de los respectivos bancos centrales.
- Aparte de efectos transitorios, esto puede reflejar dos cosas:
 - Los efectos de la tasa de desempleo en los salarios se han reducido (mayor competencia de la robótica y la automatización);
 - El aumento el comercio electrónico y las amplias brechas de capacidad a nivel mundial reducen los mark-ups sobre costos.
- Con una mayor confianza que la recuperación es sostenible, los bancos centrales de estos países preparan los mercados para la normalización de sus políticas monetarias;
- Los bancos centrales están también crecientemente preocupados por los efectos secundarios de la abundante liquidez y las bajas tasas de interés.

Inflaciones en los países avanzados

Inflación (variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg, 20 de Julio del 2017.

Perspectivas de tasas en países avanzados

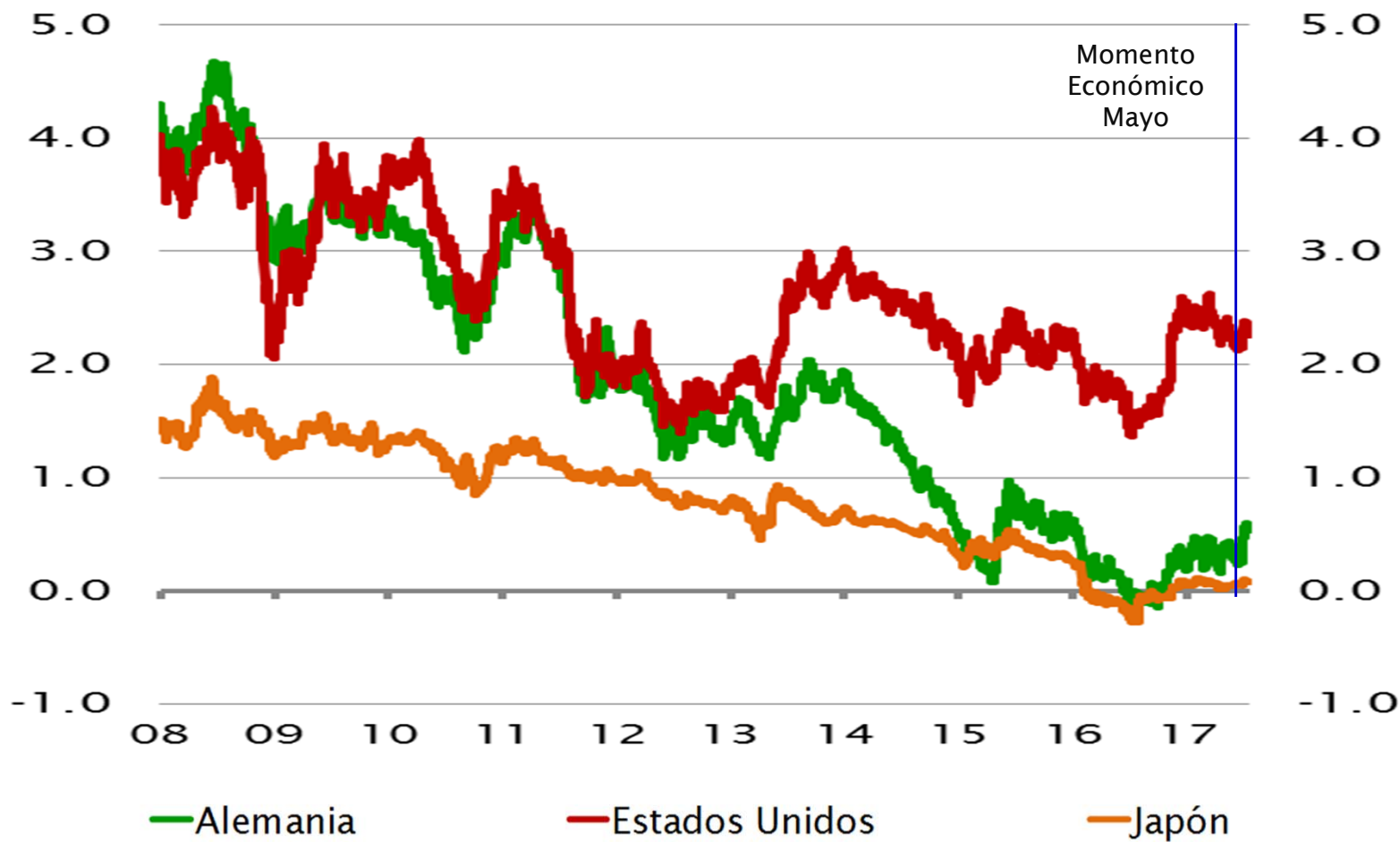
- La FED volvió a subir la tasa de política en junio, dejándola en el rango de 1 y 1,25%, muy por debajo de la tasa neutral normal pero no muy lejos de la neutral de hoy.
- La FED estima que la economía seguirá expandiéndose en forma moderada, ayudada por las tasas bajas y una economía global lo que da espacio a la normalización.
- El BCE considera que con la sólida recuperación de la ZE es el momento de iniciar la reducción de la compra de bonos.
- El BOE considera que para evitar desanclaje de expectativas es hora de comenzar a subir tasas.
- El BOJ, con la aún muy baja inflación, mantendría los estímulos monetarios y financieros por más tiempo.

Mercados financieros reflejan efectos de estos desarrollos

- Los mercados reflejan las mejoras en el crecimiento, las bajas inflaciones, las nuevas posturas del FED, el BCE y el BOE, y la postergación de la agenda fiscal de Trump.
- Como resultado favorecen las acciones, suben las tasas largas, mejoran precios de metales y bajan spreads de países emergentes.

Tasas largas

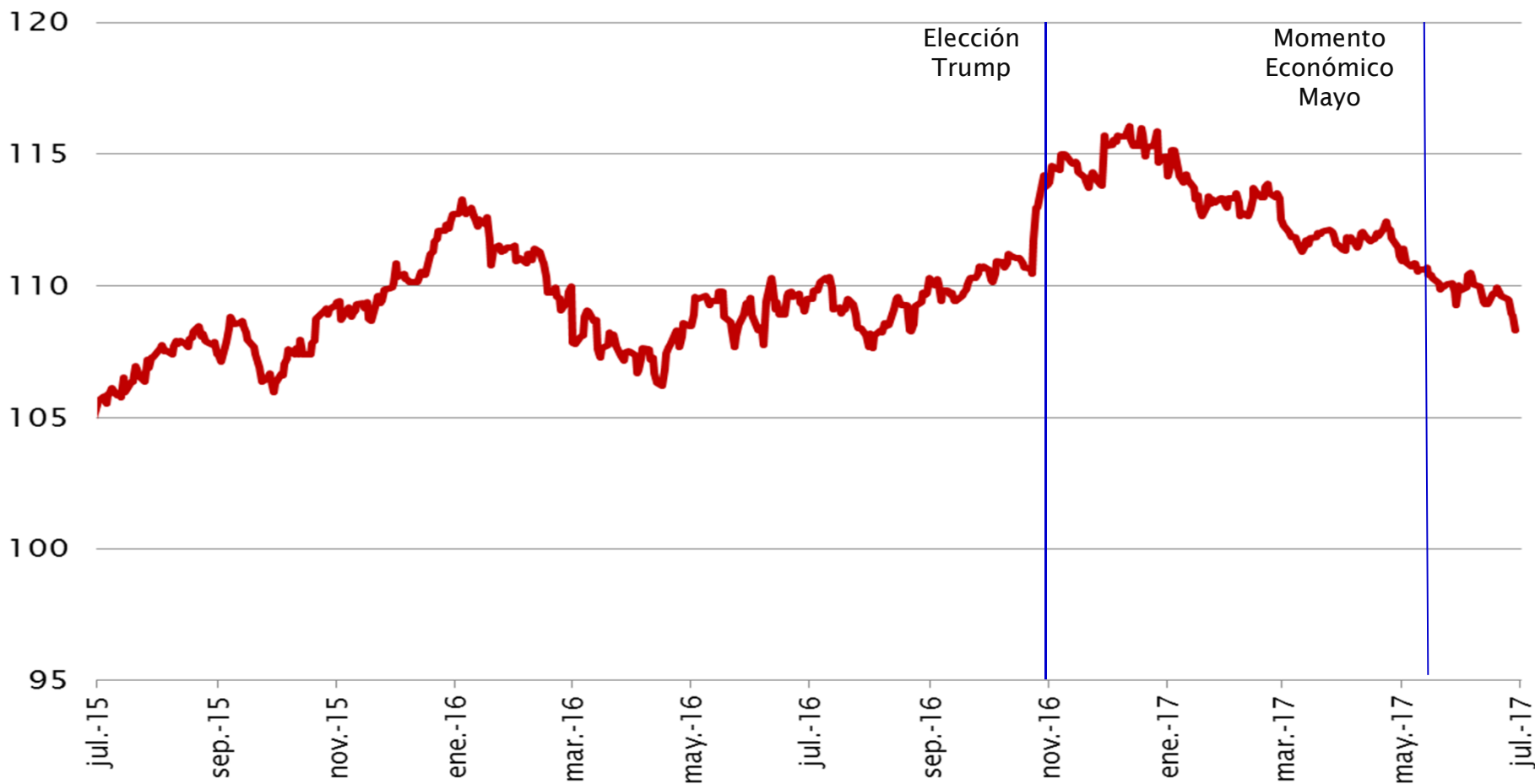
Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg 20 de Julio del 2017.

Dólar se deprecia y converge a los niveles previos al triunfo de Trump

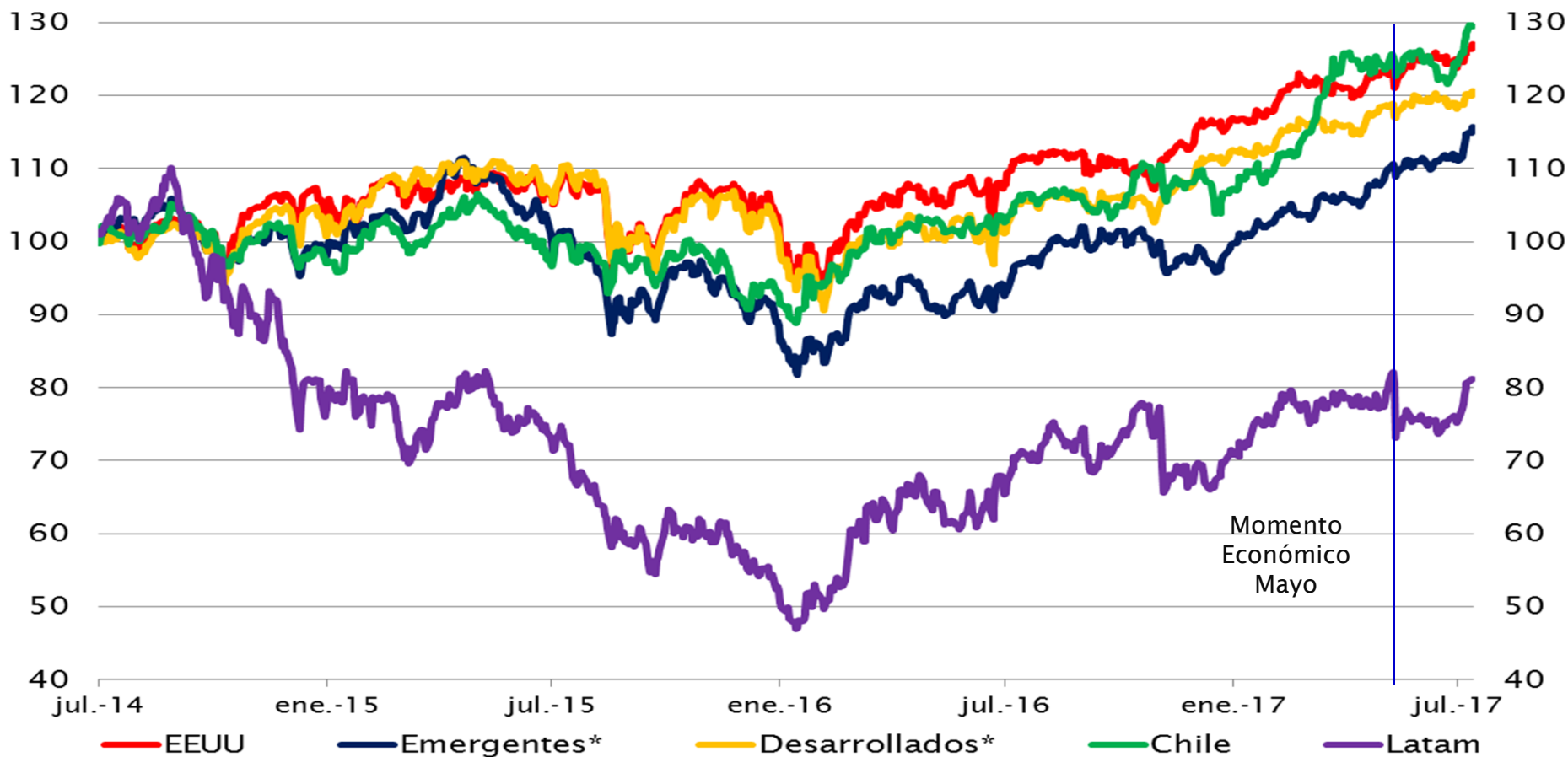
Dólar Multilateral
(Índice 01-01-15 = 100)



Fuente: Bloomberg 20 de Julio del 2017.

Las bolsas repuntan

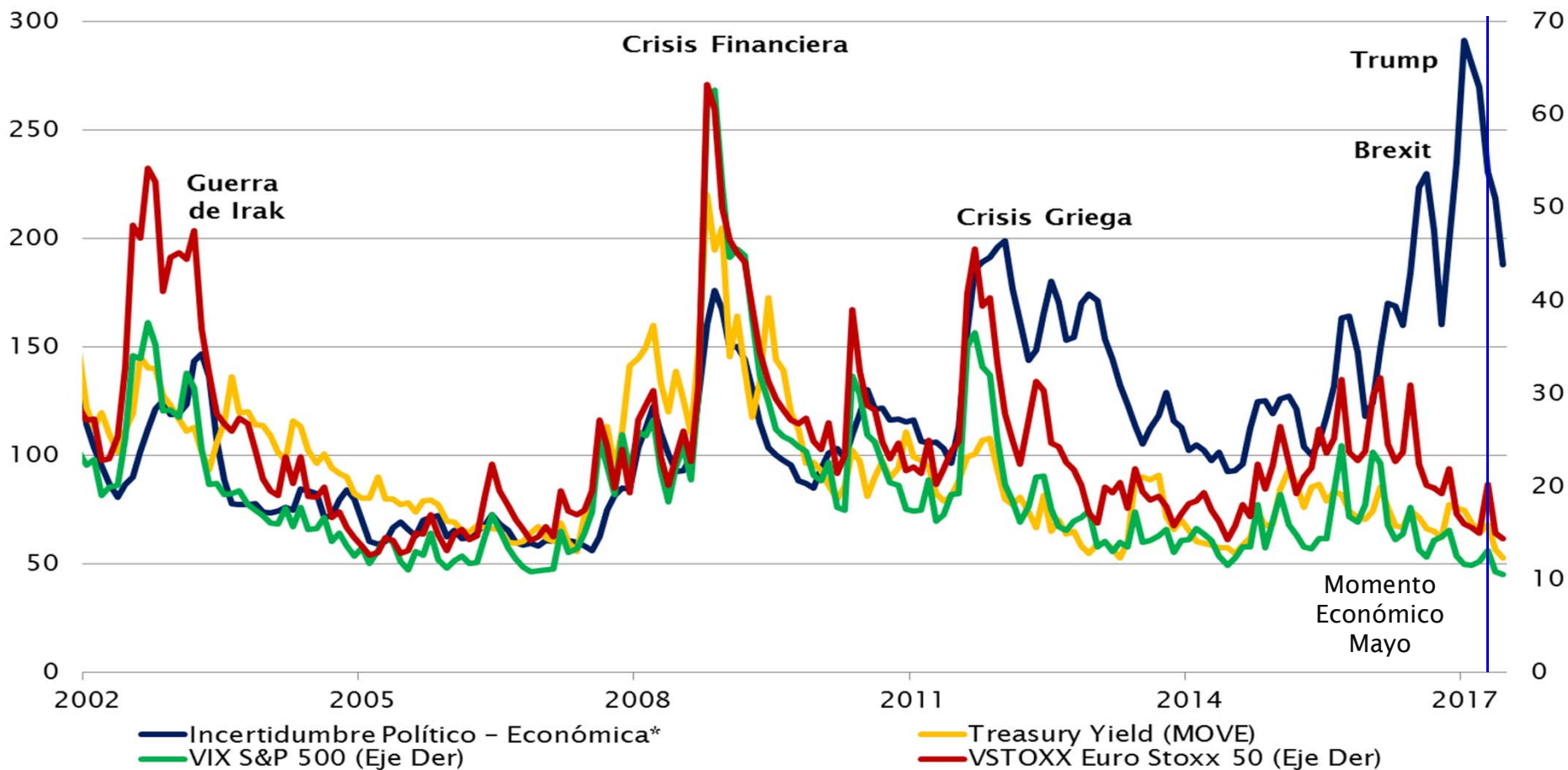
Principales índices bursátiles
(Índice Junio 2014=100)



Fuente: Bloomberg 20 de Julio del 2017.*Corresponden a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

La volatilidad de los precios financieros cae

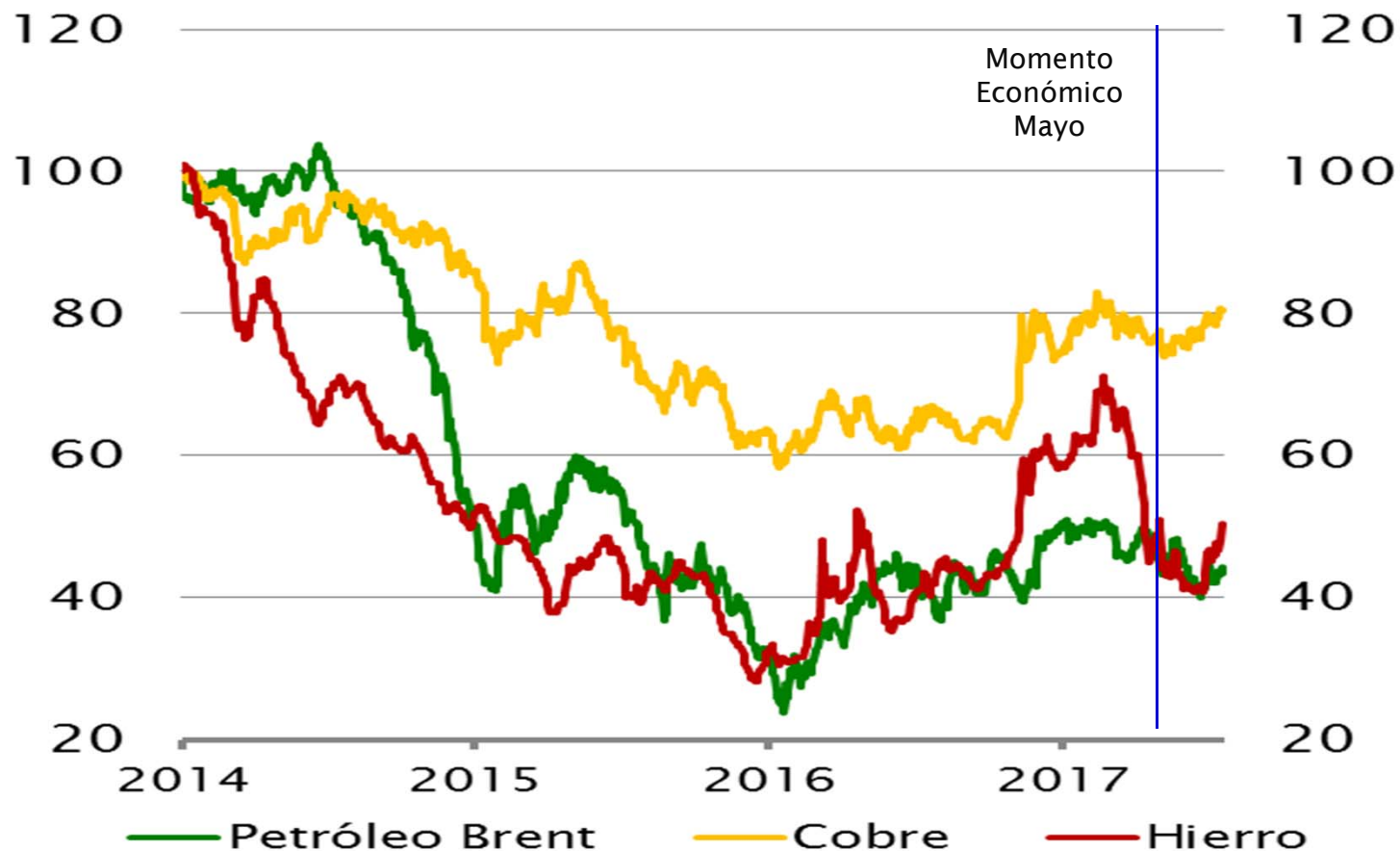
Incertidumbre y Volatilidad



Fuente: Bloomberg 20 de Julio del 2017. (Índice, promedio LP = 100) Promedio móvil trimestral. Los Índices VIX, VSTOXX y MOVE tienen una periodicidad mensual.

Precios de commodities se recuperan a partir de septiembre, pero hierro cae

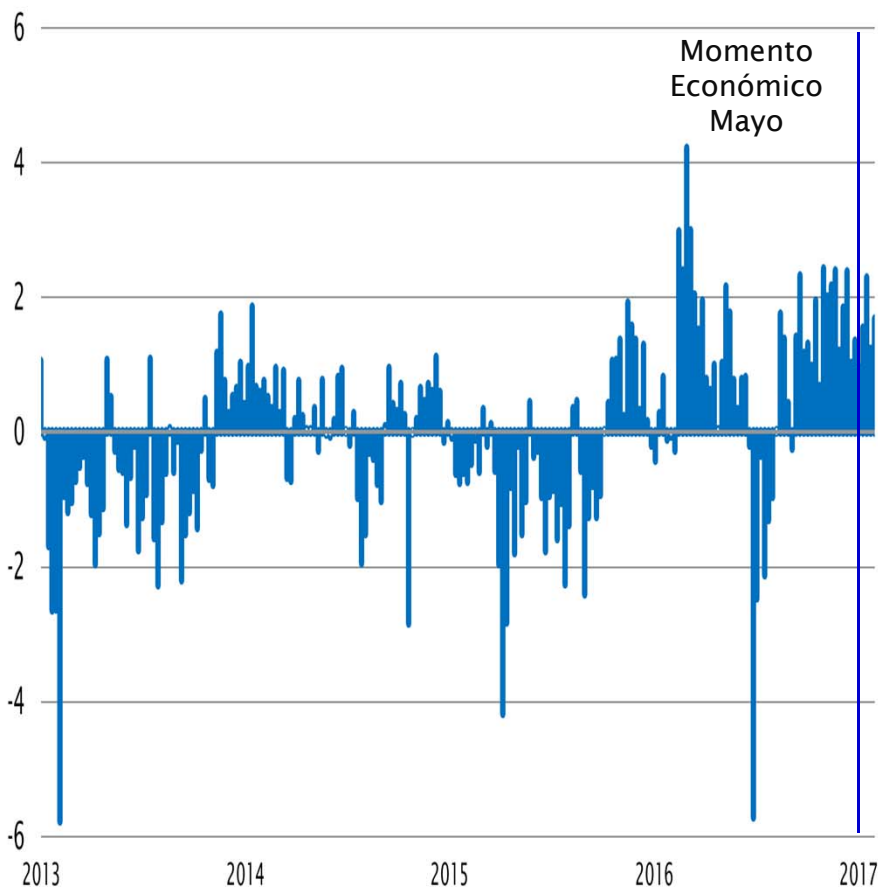
Precios de metales
(Índice 01-01-2014=100)



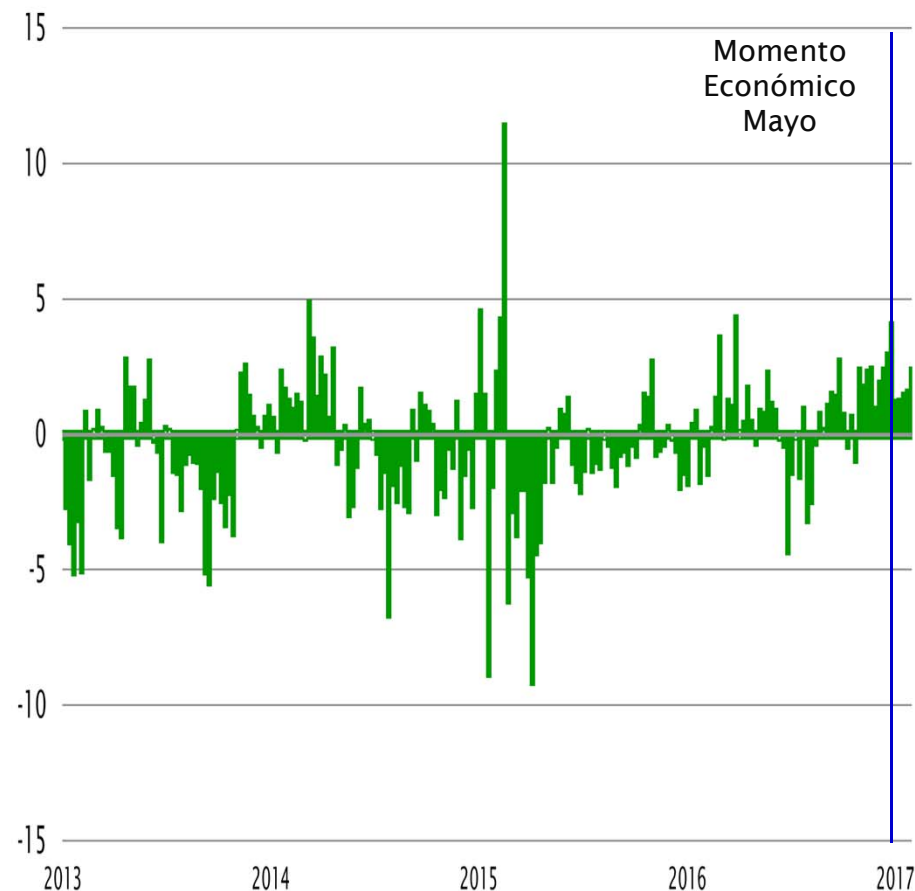
Fuente: Bloomberg 20 de Julio del 2017.

Flujos de capitales regresan a países emergentes

Flujos de Bonos semanales a economías emergentes
(miles de millones de USD)



Flujos de Acciones semanales a economías emergentes
(miles de millones de USD)

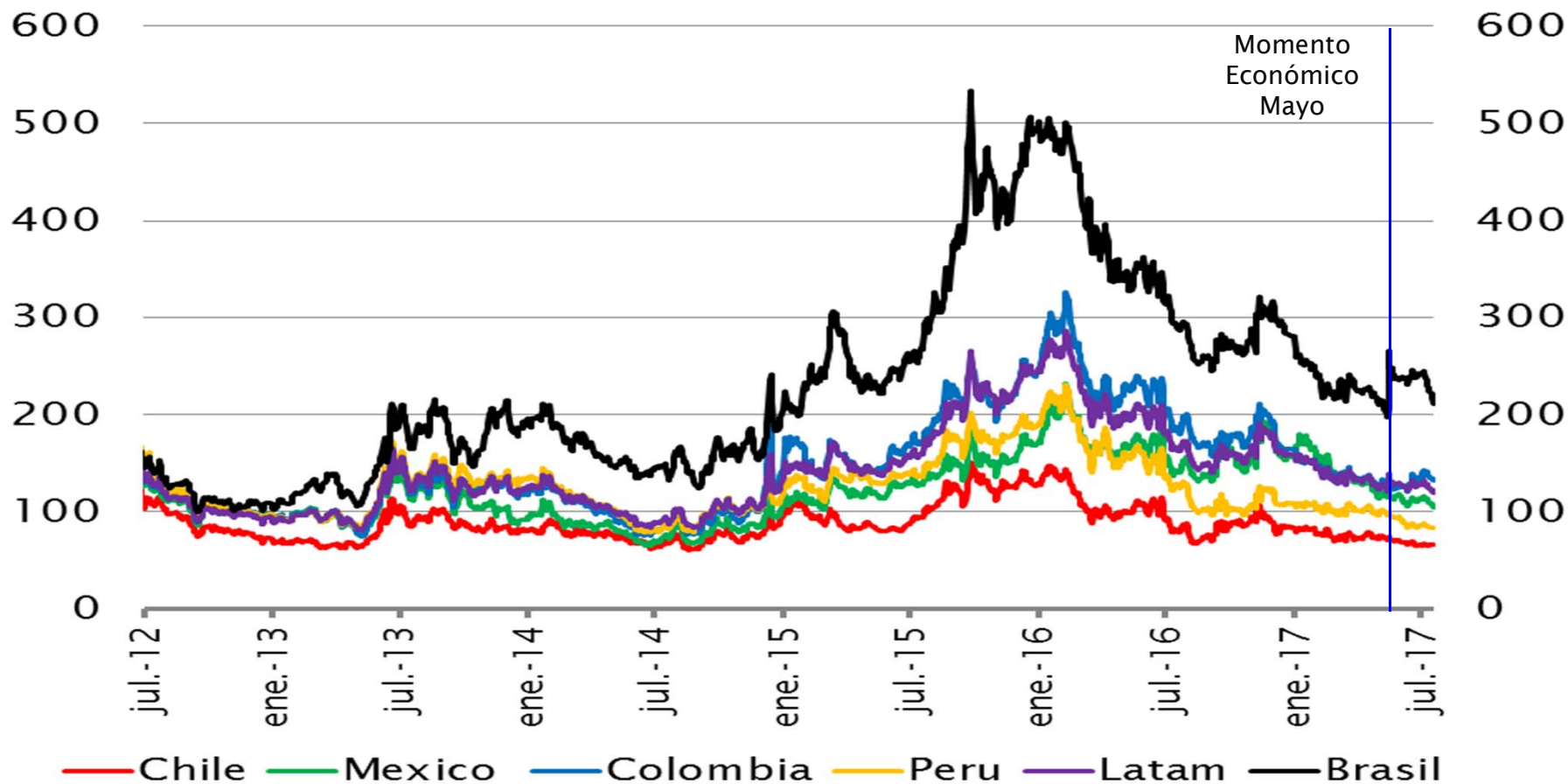


Fuente: EPFR.

Vittorio Corbo

Los CDS de los países de la región siguen bajos

CDS bonos soberanos a 5 años
(puntos base)



* Latam corresponde al promedio simple de Chile, México, Colombia, Perú y Brasil.

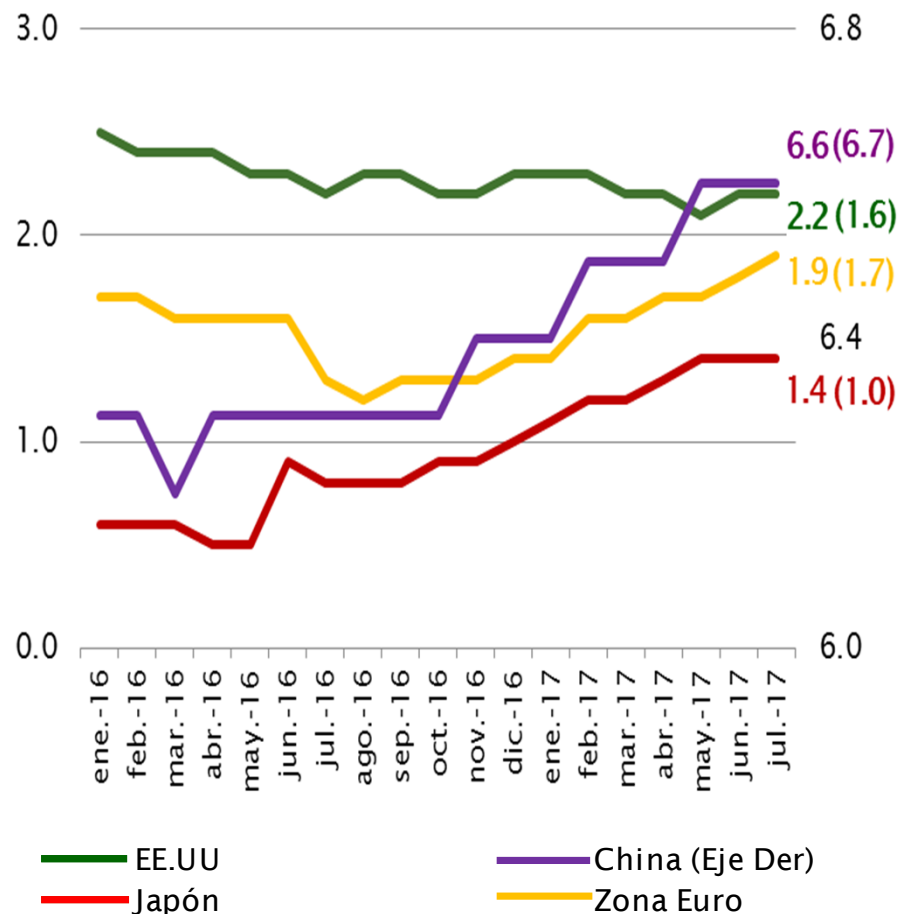
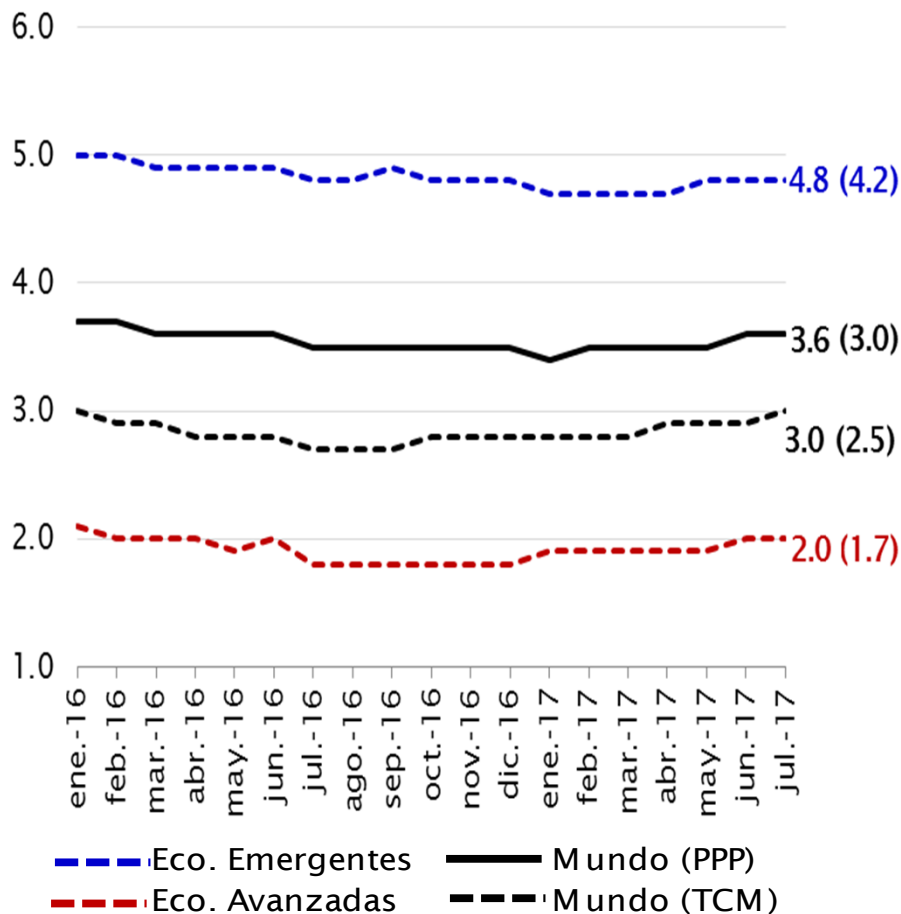
Fuente: Bloomberg 20 de Julio del 2017.

Perspectivas de crecimiento para el 2017

- Para el 2017 se proyecta que el crecimiento mundial tomará más fuerza, especialmente por Europa, Japón y los emergentes, alcanzando un 3,6% anual.
- Para el 2018 se proyecta un crecimiento del 3,7% anual.

Proyecciones para el 2017 mejoran en forma generalizada

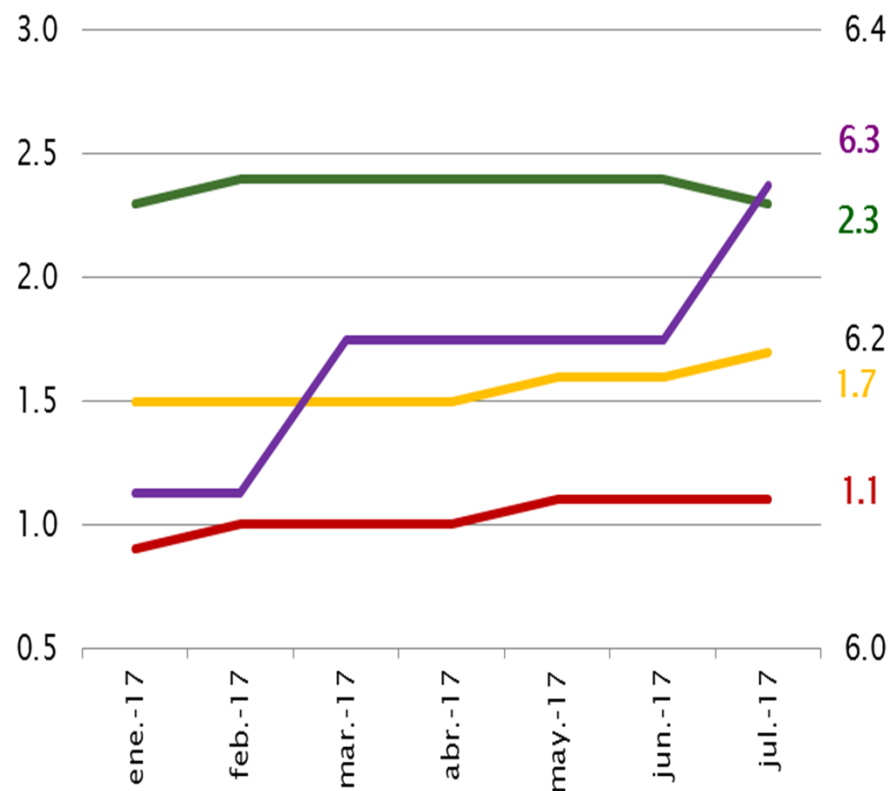
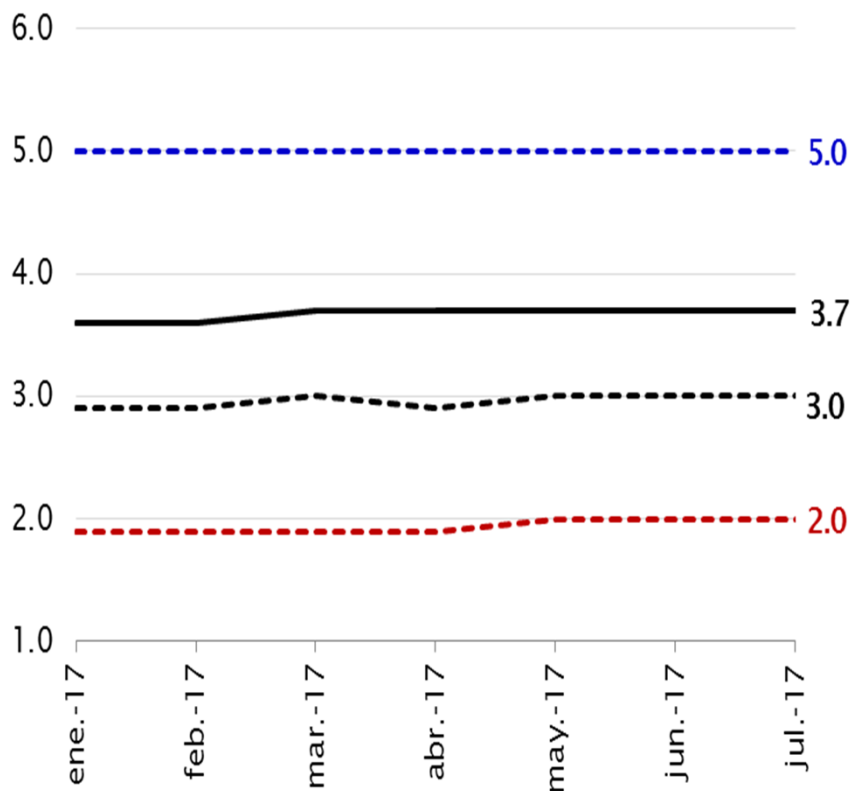
Perspectivas de crecimiento económico para 2017*
(variación porcentual del PIB real)



* Entre paréntesis cierre 2016.
Fuente: Consensus Forecasts.

Proyecciones para el 2018

Perspectivas de crecimiento económico para 2018
(variación porcentual del PIB real)



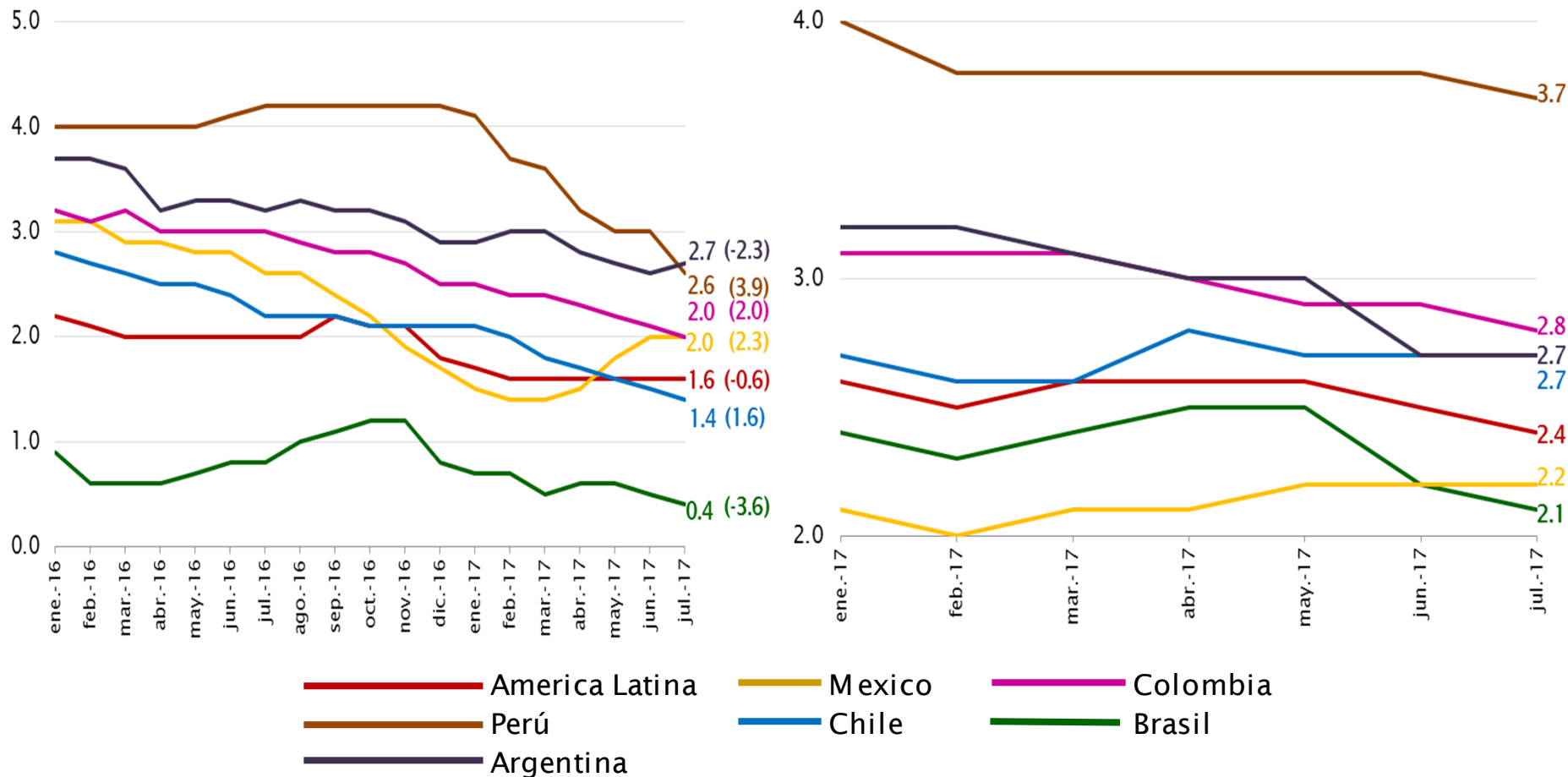
--- Eco. Emergentes **—** Mundo (PPP)
--- Eco. Avanzadas **- - -** Mundo (TCM)

— EE.UU — China (Eje Der)
— Japón — Zona Euro

Fuente: Consensus Forecasts.

Proyecciones de Latam se reducen para el 2017 y se estabilizan para el 2018

Perspectivas de crecimiento económico para 2017* y 2018
(variación porcentual del PIB real)



* Entre paréntesis cierre 2016.
Fuente: Consensus Forecasts.

Riesgos

- Aunque los riesgos se han reducido , estos siguen presentes y sesgan a la baja las proyecciones, los económicos son:
 - Reacciones inesperadas de los mercados financieros a los retiros de estímulos de los b. centrales de los países avanzados;
 - Problemas en sector inmobiliario y/o financiero chino;
 - Fracaso de plan de estímulo económico de Trump.
- Y los políticos:
 - Un deterioro del orden económico y político global;
 - Problemas geopolíticos (Corea del Norte, Irán, Qatar y Siria);
 - En la región, un deterioro mayor de la crisis política de Brasil.
- Un riesgo al alza es que el repunte de la ZE tome más fuerza de la proyectada.

2. Perspectivas de la Economía Chilena



Crecimiento sigue débil

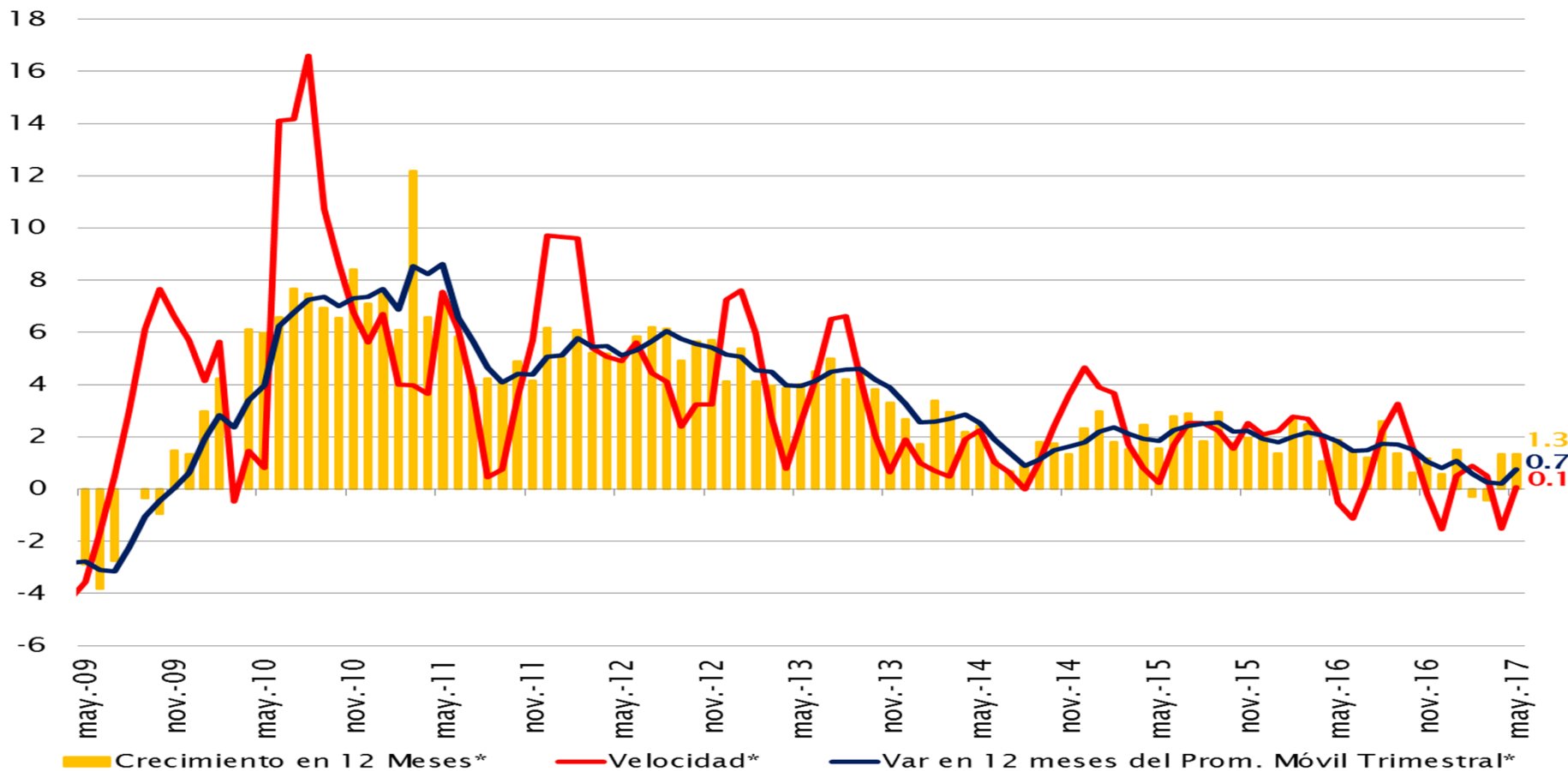
- El primer trimestre la actividad mantuvo su debilidad, afectada por la contracción en la construcción y la huelga de Escondida, PIB creció un 0,1% anual y un 0,7% anualizado.
- Los sectores más dinámicos fueron la pesca, el comercio y los servicios personales, y los menos dinámicos la minería, los servicios empresariales, la construcción y EGA.
- La actividad ha seguido débil: IMACEC creció un 0,1% anual en abril y un 1,3% anual en mayo e IMACEC ajustado creció un 1,3% anual en ambos meses.

Crecimiento sigue débil y condiciones financieras son mixtas

- En el trimestre terminado en mayo la producción industrial ajustada por estacionalidad se contrajo un 2,6% anual y la construcción continuó contrayéndose.
- En el lado positivo, la actividad del comercio al por menor repuntó en el margen, con un incremento del 3,7% anual en el trimestre móvil terminado en mayo.
- Condiciones de oferta se mantienen restrictivas para todos los segmentos de crédito y condiciones de demanda tienen cambios mixtos.
- Tasas de interés se mantienen favorables y el crecimiento del crédito se recupera en el margen.

El IMACEC muestra la desaceleración de la actividad

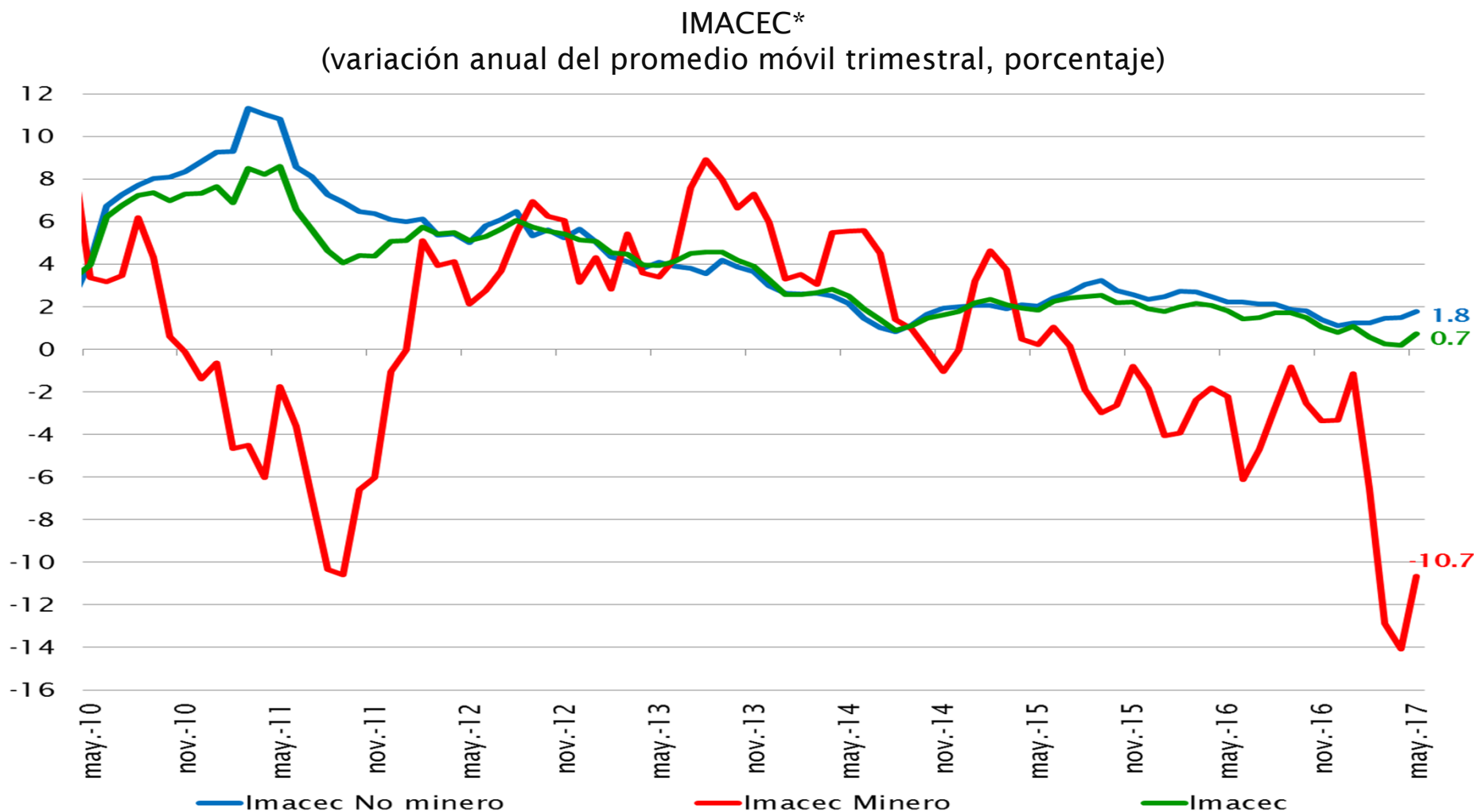
IMACEC*
(porcentaje)



* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.

Fuente: Banco Central de Chile.

El IMACEC no minero mejora levemente el IMACEC minero cae fuertemente

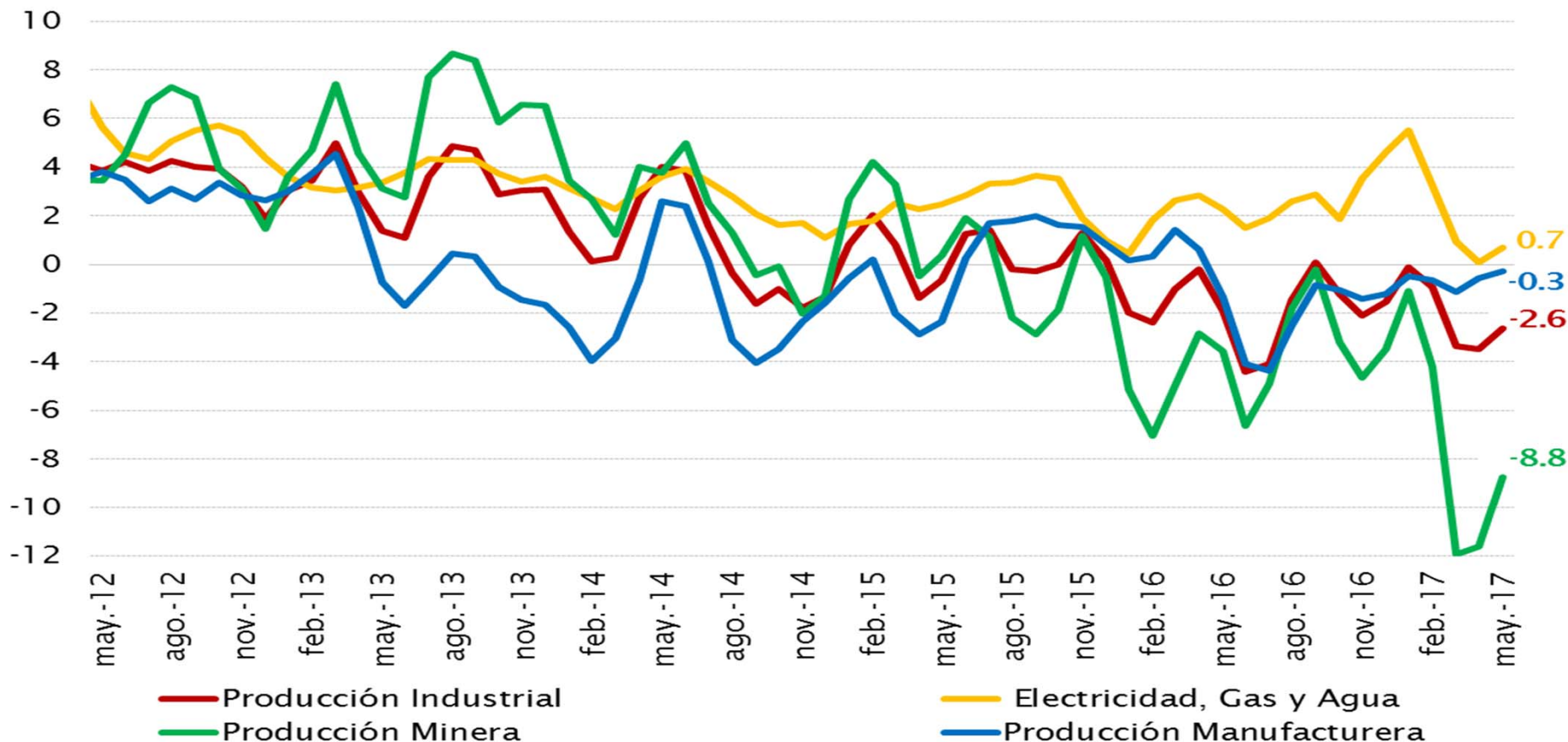


* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.

Fuente: Banco Central de Chile.

La Producción industrial y su descomposición sectorial

Producción industrial por sector económico*
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)

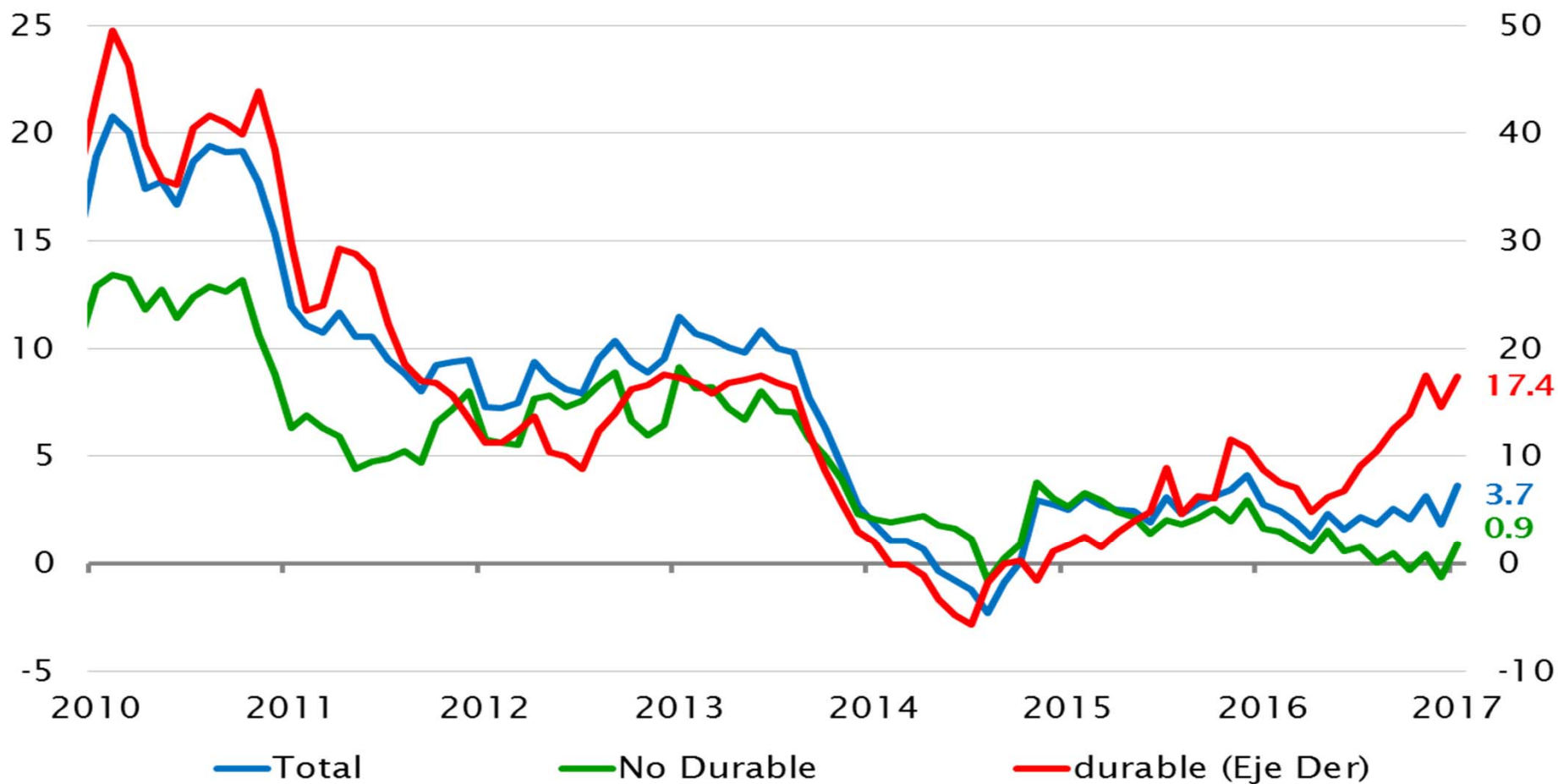


*Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La actividad del comercio al por menor repunta

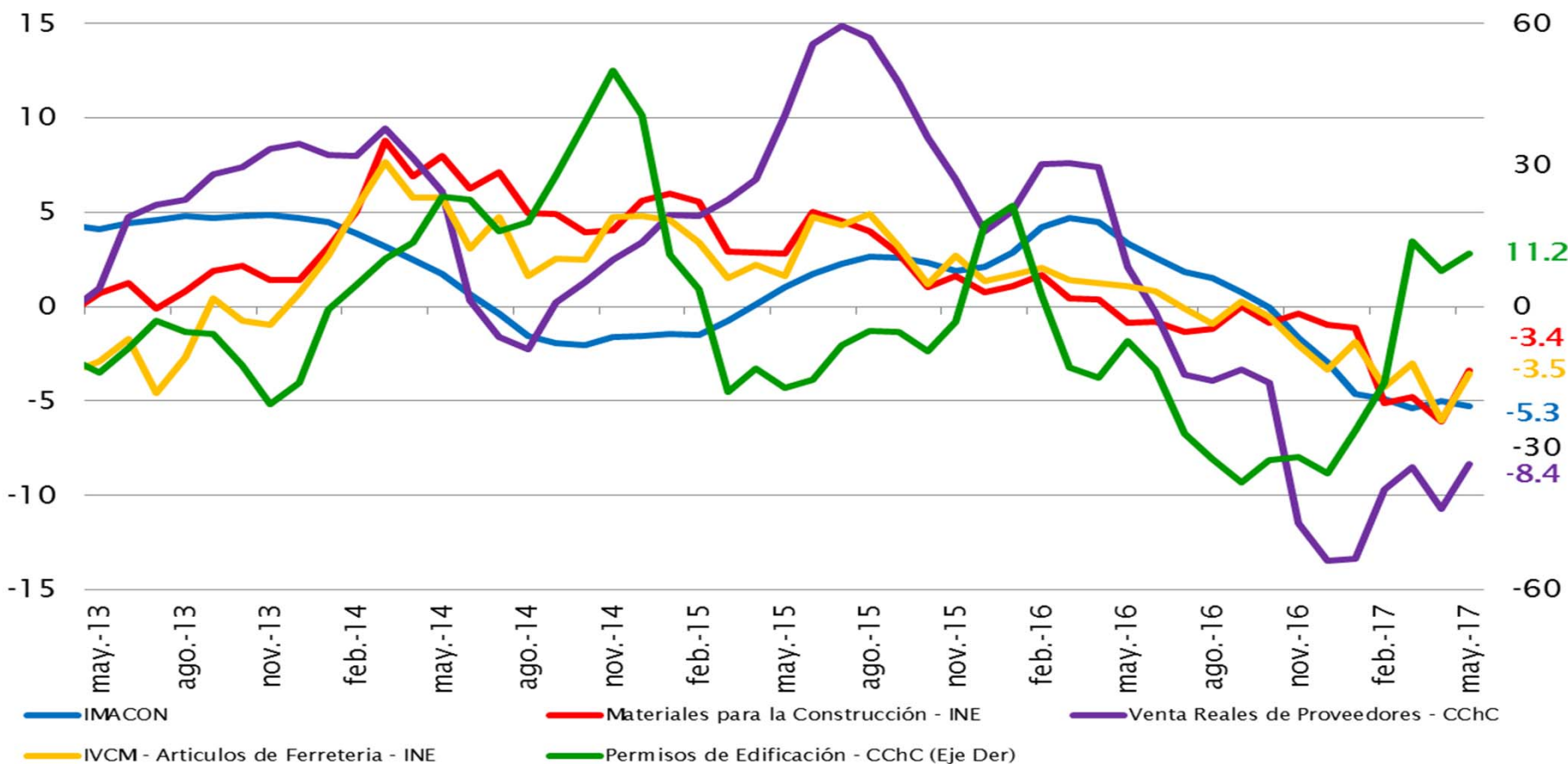
Actividad del comercio al por menor
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La construcción se está contrayendo

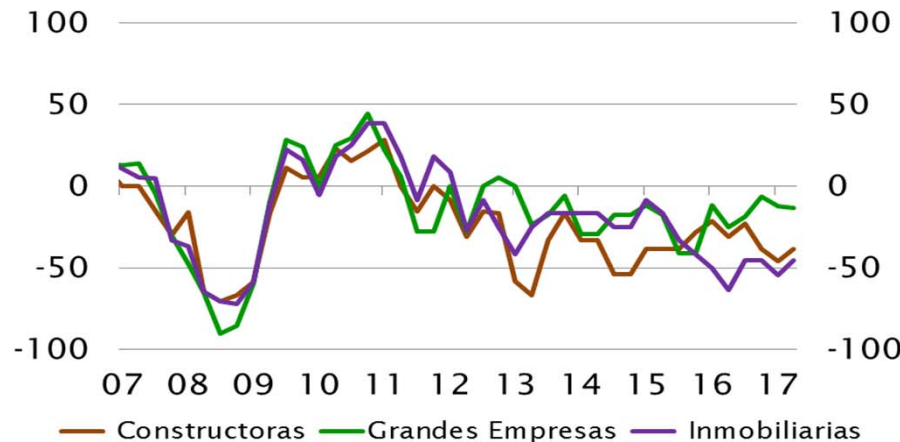
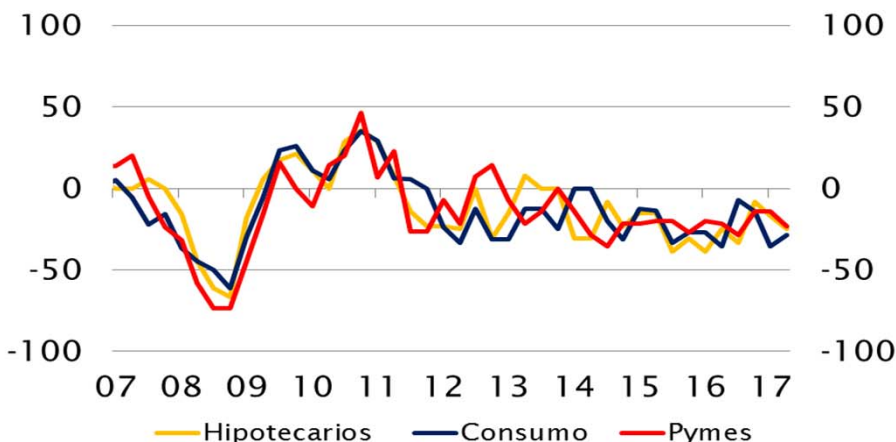
Indicadores del sector construcción*
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



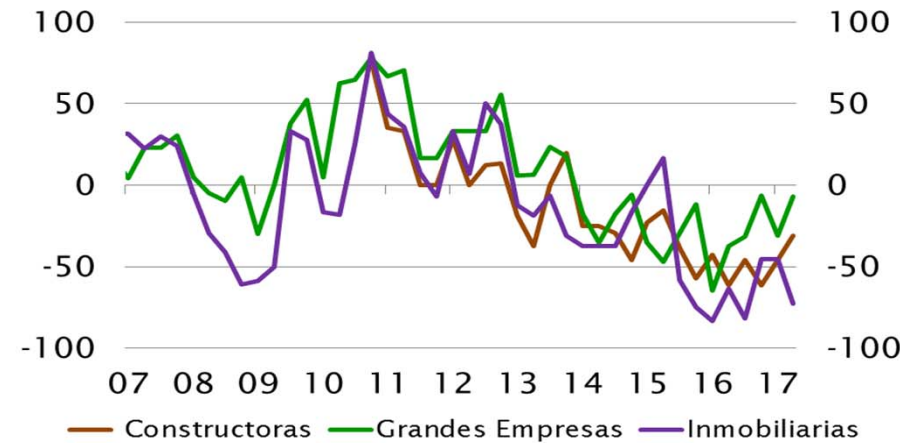
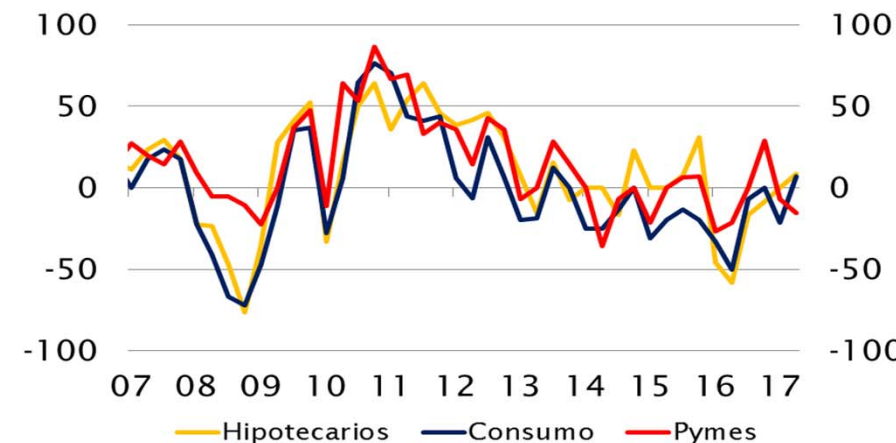
* Las cifras de Materiales de construcción y Artículos de Ferretería. Series empalmadas desde 2013 (hacia atrás), usando variaciones mensuales.
Fuentes: Banco Central de Chile y CChC.

Las condiciones de oferta de crédito restrictivas y de demanda mixtas

Cambios en la oferta de credito



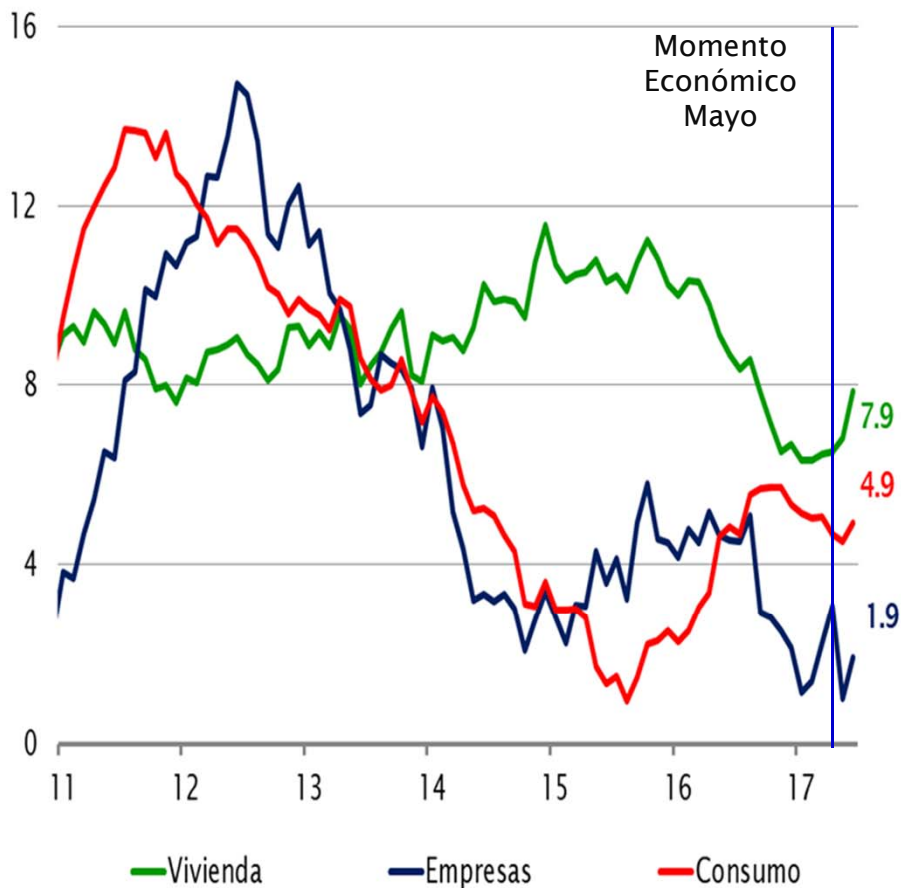
Cambios en la demanda de credito



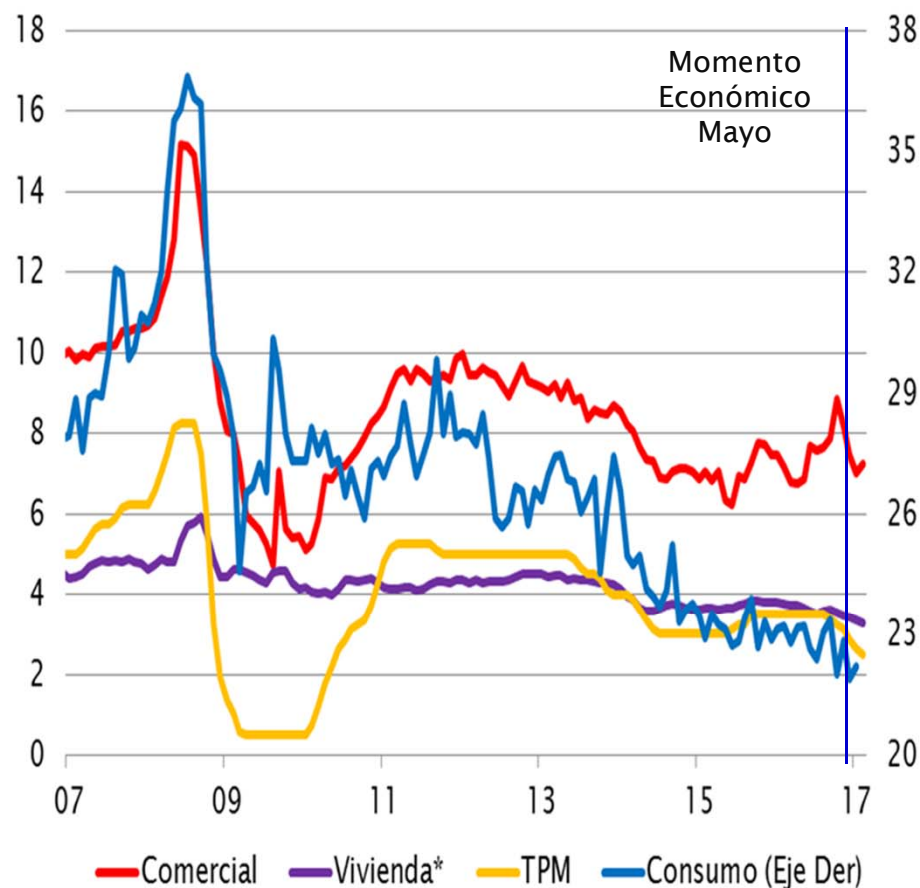
Fuente: Banco Central de Chile

Colocaciones toman más dinamismo y las tasas caen

Colocaciones reales
(variación anual, porcentaje)



Tasas de colocaciones y TPM
(porcentaje)



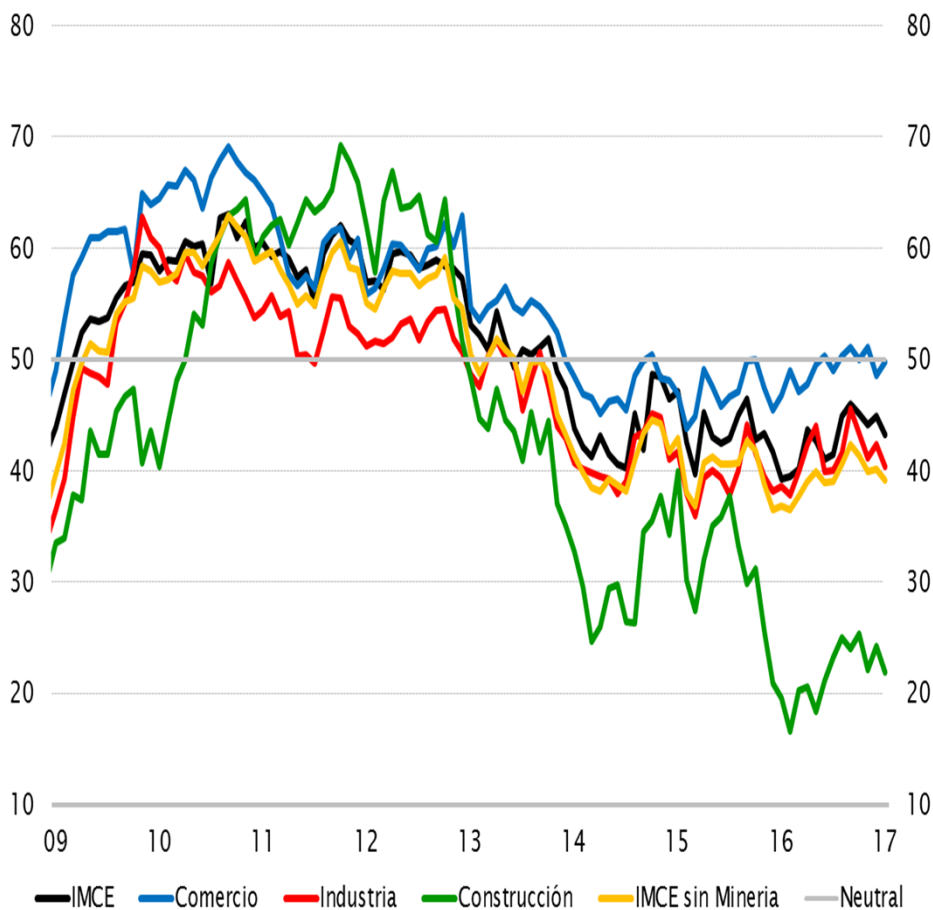
* Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.
Fuente: Banco Central de Chile.

Expectativas están mejores que hace un año pero siguen pesimistas

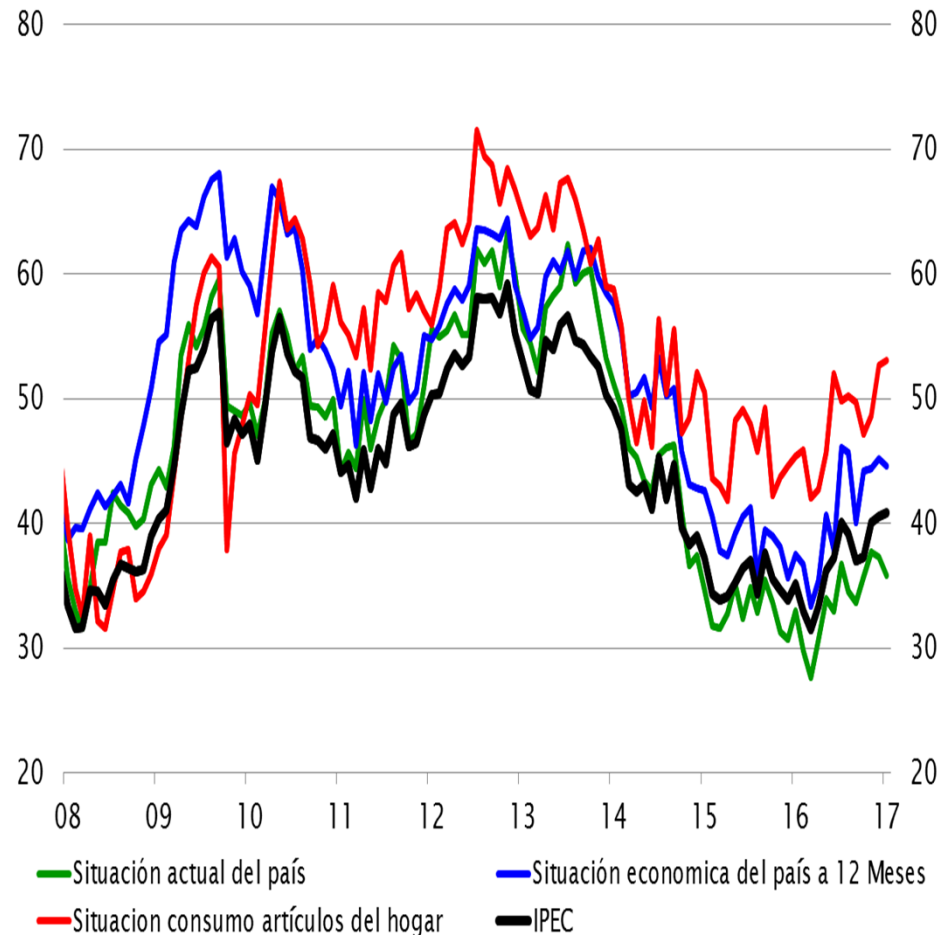
- Las expectativas de consumidores mejoran marginalmente, mientras las de los empresarios caen levemente, pero ambas siguen en terreno pesimista.
- La tasa de desempleo sigue aumentando y la calidad del empleo se sigue deteriorando.

Expectativas de consumidores mejoran en el margen pero la de empresarios vuelve a caer

Confianza empresarial - IMCE*



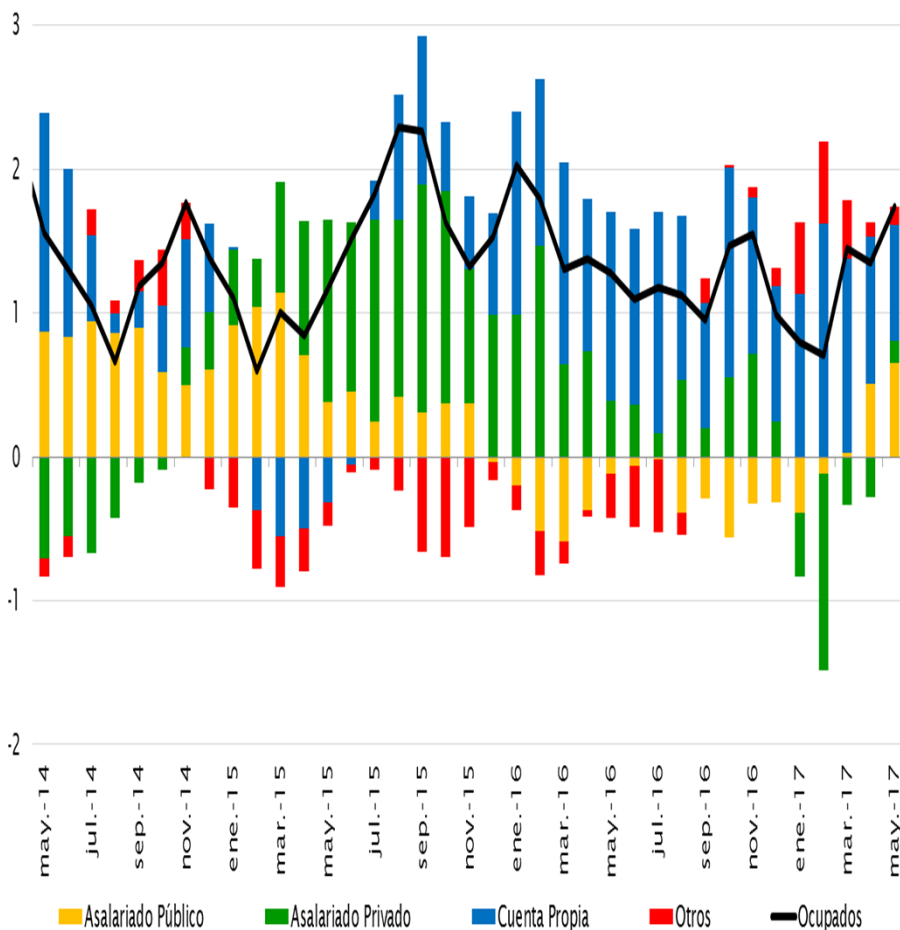
IPEC* y Sub-indicadores



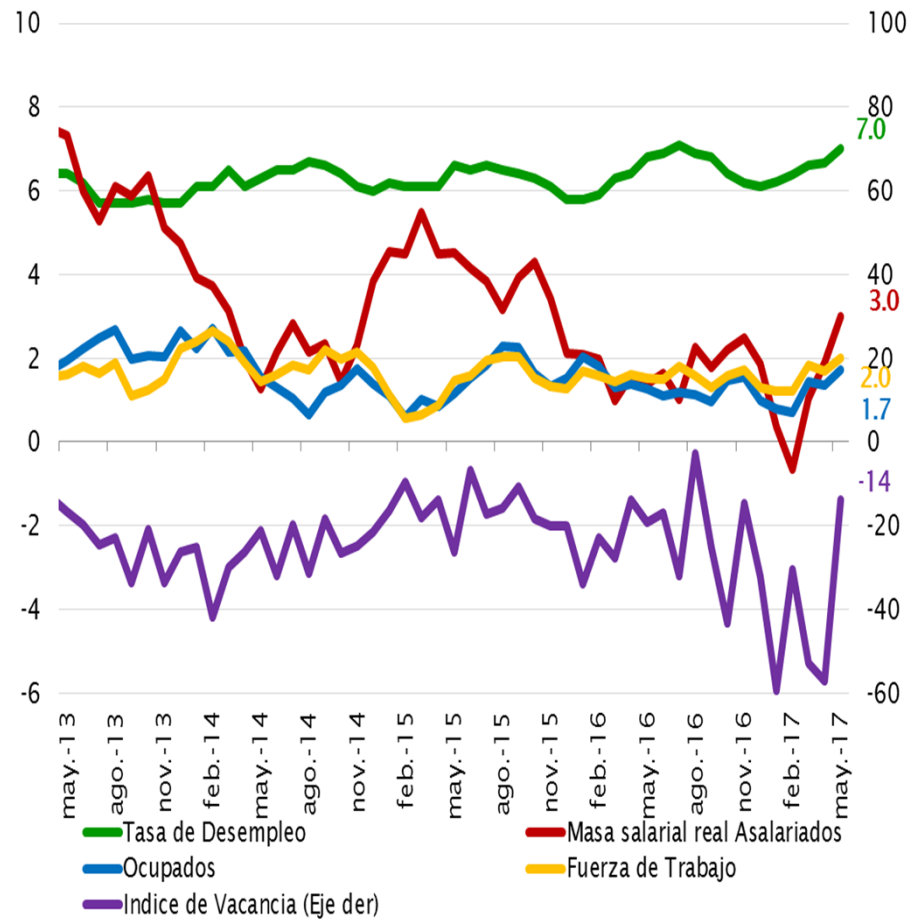
* Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez y Adimark.

El desempleo crece en el margen

Incidencias ocupados por categorías (variación anual, porcentaje)



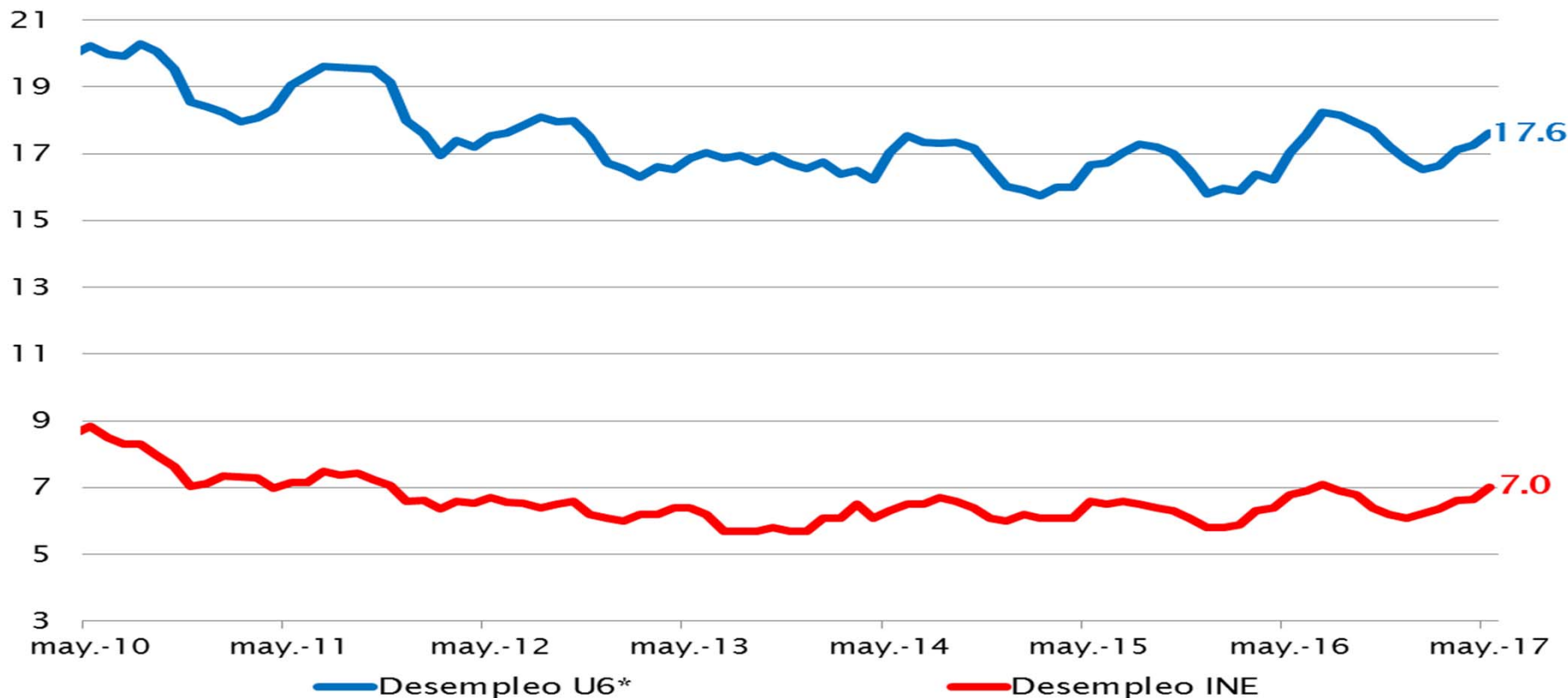
Indicadores mercado laboral (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Indicadores más amplios de desempleo muestran un cuadro similar

Tasa de desempleo

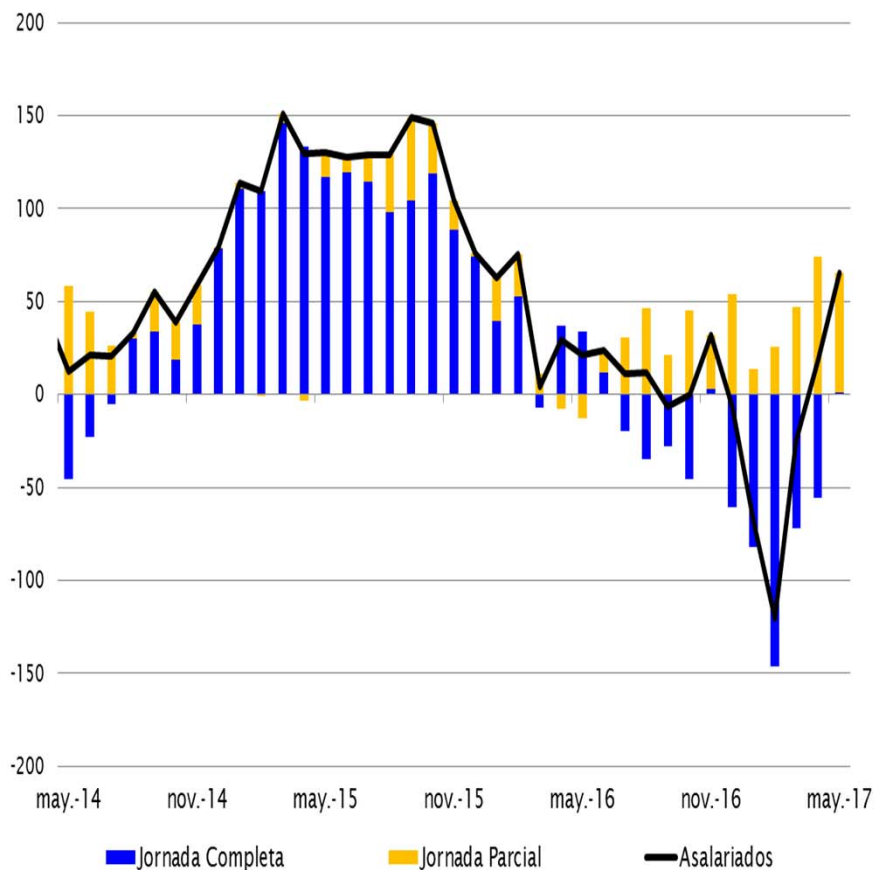


*(Desempleados + Personas ligadas marginalmente a la fuerza de trabajo + empleados que trabajan a tiempo parcial involuntario) / (Fuerza de Trabajo más todas las personas ligadas marginalmente a la fuerza de trabajo). ** Personas ligadas marginalmente a la fuerza de trabajo: personas inactivas cuya razón de no estar disponible es: i) Iniciaré pronto una actividad por cuenta propia, ii) Encontré empleo que empezara pronto y iii) Espera los resultados de un proceso de selección o que lo llamen.

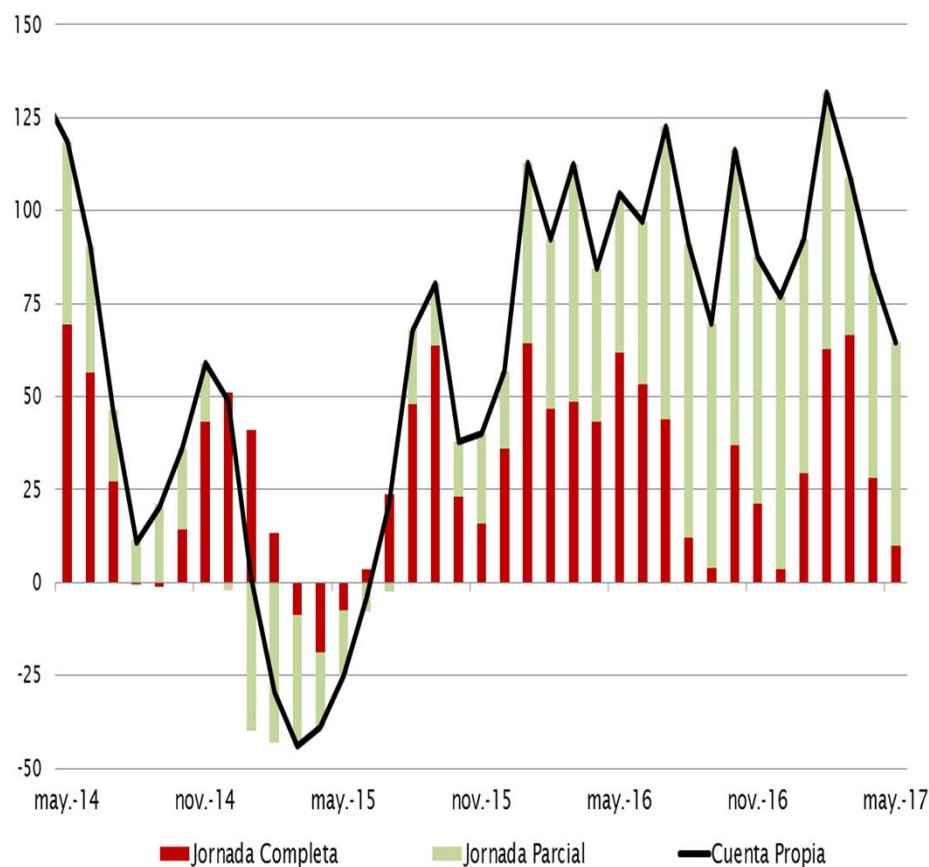
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La mayor parte del empleo creado es de jornada parcial

Crecimiento anual del empleo asalariado según jornada de trabajo (miles de personas)



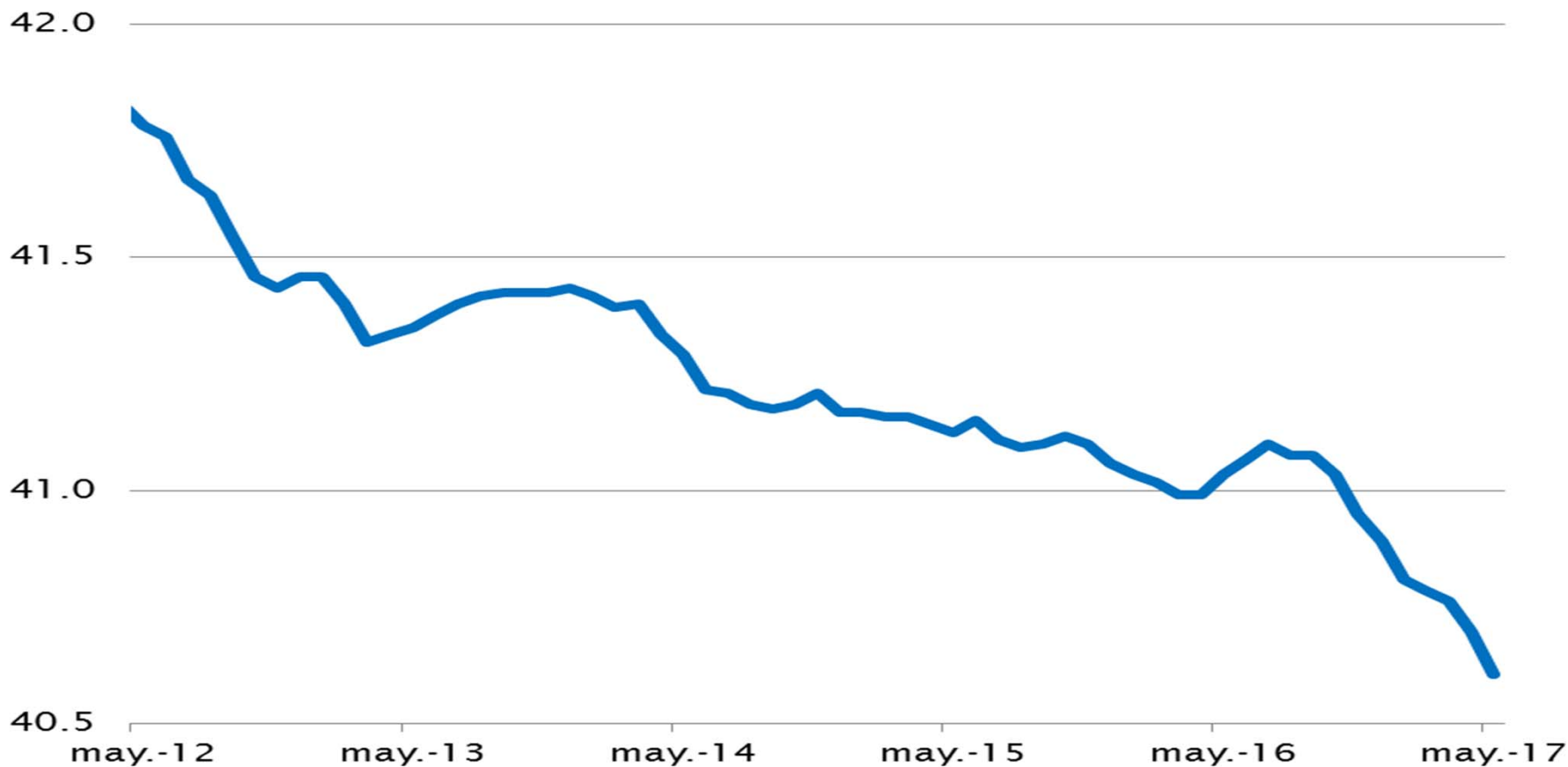
Crecimiento anual del empleo por cuenta propia según jornada de trabajo (miles de personas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Las horas efectivamente trabajadas caen con fuerza

Horas efectivamente trabajadas por semana
(promedio móvil anual)



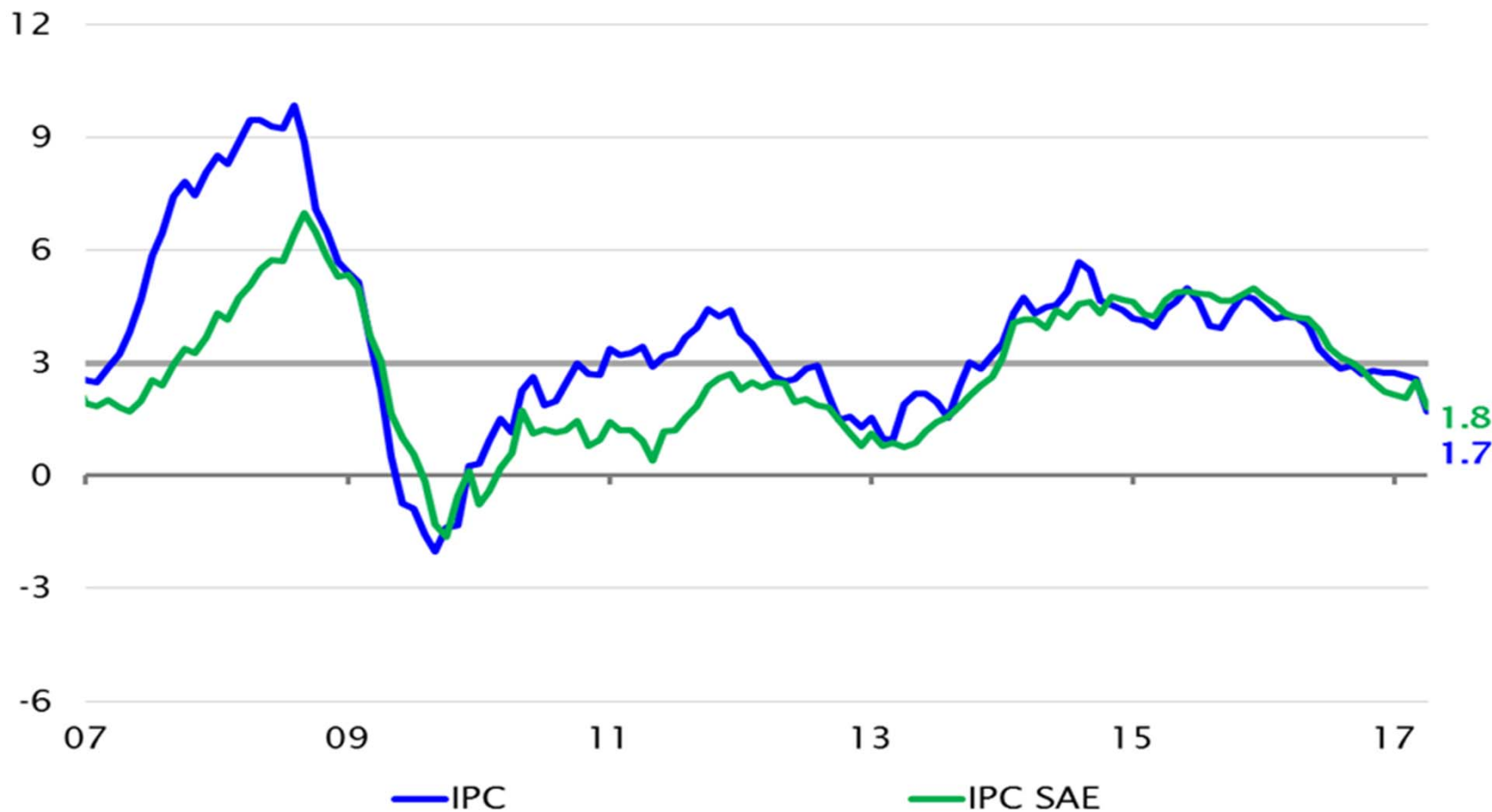
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas. *Promedio de horas efectivamente trabajadas (Excluye ocupados con cero horas trabajadas)

La inflación cae y la tasa de política monetaria se sigue reduciendo

- La ampliación de brechas y la apreciación del peso presionan la inflación a la baja.
- La inflación cayó un 0,4% mensual en junio, llevando la inflación anual a un 1,7%, la cifra más baja desde 2013, mientras que la inflación subyacente (IPCSAE) se redujo a un 1,8% anual.
- El Banco Central ha reaccionado a las bajas en la inflación:
 - La tasa de política se ha reducido en 100 pbs en lo que va del año, con cuatro recortes, de 25 pbs cada uno.
 - En su reunión de política monetaria de julio decidió mantener la tasa en 2,5% atribuyendo la sorpresiva inflación negativa de junio a factores temporales.
 - Pero con brechas de capacidad que se siguen ampliando y la apreciación reciente del peso, lo más probable es que se van a requerir nuevas bajas de tasas para llevar la inflación a la meta.

La inflación alcanzó un 1,7% anual en junio

Índices de precios al consumidor
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Entorno externo mejora pero el interno es mixto

- Con respecto a las perspectivas de crecimiento:
 - El escenario externo se proyecta mejor: términos de intercambio más favorables, mayor crecimiento del producto mundial y regional, y mejores condiciones financieras globales.
 - El escenario interno es mixto:
 - En el lado positivo: condiciones monetarias y financieras más favorables, una atenuación del ajuste de la minería, expectativas menos pesimistas, y mejora de la bolsa;
 - En el lado negativo: un menor impulso fiscal, prolongación del ajuste de la construcción, un mayor deterioro del mercado laboral y en la conducta de pago.
 - El horizonte político sigue incierto.
 - El efecto neto de estas fuerzas debiera resultar en un crecimiento que tome algo más de fuerza a lo largo del año, ayudado también por la baja base de comparación.

Perspectivas de crecimiento

- El crecimiento del año estaría en el rango del 1,2 y al 1,5% (crecimiento entre el 2 y el 2,5% en el segundo semestre) y la inflación anual a diciembre en el rango del 2,2 al 2,6%.
- Para el 2018 el crecimiento estaría en el rango del 2 al 3% y la inflación anual a diciembre en el rango del 2,4 al 2,8 %.
- Principal riesgo para el crecimiento del 2018 es que el consumo privado pierda fuerza por el deterioro del mercado laboral o que se deteriore el escenario externo.

Chile: Proyecciones Macroeconómicas (variación anual, porcentaje)

	2013	2014	2015	2016	2017					2018			
					BC	MH	LACF	FMI	EEE	BC	LACF	FMI	EEE
PIB	4.0	2.0	2.3	1.6	1.0 - 1.75	1.5	1.4 (1.2; 2.0)	1.7	1.5 (1.2; 1.7)	2.5 - 3.5	2.7 (2.2; 3.5)	2.3	2.5 (2.0; 3.0)
Demanda Interna	3.6	-0.4	2.0	1.1	2.5	2.5	-	-	-	3.9	-	-	-
Consumo Privado	4.6	2.7	2.0	2.4	2.6 ¹	-	1.9	-	-	2.9 ¹	2.6	-	-
Inversión Total	3.3	-4.8	-0.8	-0.8	-0.9	-	0.1	-	-	3.0	2.9	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	-1.5	-2.1	-2.8	-	-3.1	-3.0	-3.0	-	-	-2.7	-2.4	-
Tipo Cambio (fin período)	523.8	607.4	707.3	667.3	-	669	665.7*	-	665***	-	655.2**	-	660****
Inflación (dic-dic)	3.0	4.6	4.4	2.7	2.9	2.8	2.4 (1.9; 3.0)	3.1	2.5 (2.1; 2.7)	2.8	2.9 (2.3; 3.3)	3.0	3.0 (2.7; 3.0)
Tasa de Desempleo (%)	6.0	6.3	6.3	6.5	-	-	-	7.0	-	-	-	6.8	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-4.2	-1.7	-1.9	-1.4	-1.0	-	-1.4	-1.4	-	-1.9	-1.5	-1.7	-

(1) Se refiere al consumo total. *Corresponde a octubre 2017. **Corresponde a julio 2018. *** Corresponde al tipo de cambio dentro de 11 meses. **** Corresponde al tipo de cambio dentro de 23 meses.

Fuentes: BC: IPoM, Banco Central de Chile (junio, 2017); MH: Ministerio de Hacienda, Evaluación de la Gestión Financiera del Sector Público en 2016 y Actualización de Proyecciones para 2017 (julio, 2017); LACF: Latin American Consensus Forecasts (julio, 2017) rango en paréntesis; FMI: WEO (abril, 2017); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (julio, 2017), deciles 1 y 9 en paréntesis.

Comentarios finales

- Chile tiene bases macro/financieras sólidas, aunque con los innumerables compromisos de gasto, la nueva administración va a tener que trabajar en la consolidación fiscal.
- Dadas las holguras, hay espacio para crecer un par de años por encima del crecimiento potencial (entre el 2,8 y el 3,2%).
- Para sostener un crecimiento en torno al 4% anual por algunos años, se necesita reducir la incertidumbre e introducir reformas micro para mejorar la eficiencia y el ambiente de los negocios.
- Para mejorar la oferta de bienes públicos, además de retomar el crecimiento, es necesario reformar el estado, para que pueda responder en forma eficaz a las demandas de la población.

Comentarios finales

- Hay una amplia gama de reformas pro-crecimiento:
 - (1) Para promover el emprendimiento, mejorar el ambiente de inversión y acelerar la innovación:
 - Simplificar la regulación, reducir el tiempo de aprobación de proyectos, reformar sistema tributario para reducir el sesgo contra el ahorro y la inversión, enfrentar carencias de infraestructura.
 - (2) Para mejorar la capacidad de enfrentar shocks, promover el empleo y aumentar la productividad:
 - Remover obstáculos a la expansión del mercado laboral formal, al ajuste de horas trabajadas, a la incorporación al mercado laboral de jóvenes y mujeres con baja calificación.
 - Remover obstáculos a la movilidad del trabajo y a la creación y desaparición de empresas.
 - (3) Mejorar la educación pública temprana, básica, media y técnico-profesional y reforzar la capacitación laboral.

Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

20 de Julio de 2017