

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Hechos estilizados sobre indicadores de confianzas: neutralidad recién hacia fines del 2017/principios 2018

Aníbal Alarcón / Hermann González / Jorge Selaive

- **¿Cuándo la confianza de consumidores llegará a neutralidad?** La evidencia internacional indica que la confianza de los consumidores y empresarios es cíclica, por lo que considerar recuperaciones es razonable, pero la pregunta es cuándo. Vale la pena hacer esa pregunta a las autoridades económicas cuando realizan sus estimaciones de crecimiento ad portas del IPoM. Tras analizar 36 ciclos de confianza de consumidores para un grupo amplio de países, estimamos la duración promedio de los períodos de pesimismo y el tiempo que la confianza demora en retornar a niveles neutrales.
- Los períodos de pesimismo en Chile han durado en promedio 4,7 años, siendo más extensos que el promedio de los países de la OECD. Los períodos de recuperación hacia neutralidad se han extendido por 3,6 años, también superando la extensión de las recuperaciones en el grupo de referencia. Hemos sido en promedio más pesimistas que los países OECD: nos toma más tiempo recuperar confianzas. Mientras en Chile la fase de recuperación se extiende por el 75% del período de pesimismo, en la OECD duran un 66% del tiempo.
- Conservadoramente, si tomáramos como referencia la recuperación promedio de los ciclos pesimistas de países OECD, Chile estaría por dos años más en terreno pesimista, hasta el primer semestre de 2018, de no mediar *shocks* sorpresivos que mejoren el ánimo de las familias. Los próximos dos años podrían caracterizarse ya sea por meses de deterioro adicional de la confianza, seguidos por un período de recuperación, o bien por un largo período de gradual recuperación hacia niveles neutrales.
- **¿Cuándo la confianza de empresarios llegará a neutralidad?** El análisis de 40 ciclos de confianza empresarial revela que la duración de estos es menor que la duración de los ciclos de confianza de los consumidores en los países de la OECD. En consecuencia, si la confianza empresarial en Chile se comportara como el promedio de la OECD, es posible esperar que esta alcance niveles neutrales algo antes que la confianza de los consumidores.
- Para la OECD la duración promedio de las fases de pesimismo empresarial es de 2,7 años. Considerando que en Chile llevamos más de dos años de pesimismo, este se extendería por más tiempo del que puede considerarse normal o promedio. Si tomamos como referencia países como Nueva Zelanda o Sudáfrica, en los que los ciclos de pesimismo empresarial tienen mayor duración promedio, al ciclo actual de pesimismo empresarial aún le restaría entre 1 y 1,5 años de duración, es decir no finalizaría hasta bien entrado 2017.

1. ¿Qué nos motiva?: las confianzas en persistente terreno pesimista

El ciclo de bajo crecimiento económico iniciado en 2014 ha estado acompañado de un deterioro de los indicadores de confianza tanto de consumidores como de empresarios a niveles no vistos desde la crisis de económica de 2008-2009, sin estar en presencia de una recesión global como la que afectó al mundo en esos años.

La confianza es un determinante fundamental para las decisiones de gasto e inversión de los privados. Sin confianza, las familias frenan sus decisiones de gastos especialmente de bienes durables y las empresas detienen sus decisiones de inversión y contratación. De esta forma, **esta variable constituye un determinante fundamental de los ciclos económicos**

Durante los últimos dos años, las expectativas de recuperación económica se han visto decepcionadas y muchas veces se ha dado como explicación *expost* de este error de predicción la no recuperación de la confianza de los agentes. En este Observatorio revisamos la extensión de los ciclos de confianza en una muestra amplia de países incluyendo ciclos anteriores de Chile, con el propósito de medir la duración de los períodos de desconfianza y sacar conclusiones respecto de cuándo es posible que esta recupere niveles neutrales¹.

Proporcionamos datos que apuntan a responder preguntas del tipo: **¿ha sido razonable proyectar durante los últimos años una recuperación de la confianza y por tanto del crecimiento, dada la duración promedio y el comportamiento de los ciclos de desconfianza? ¿Las economías tienen períodos persistentes de pesimismo u optimismo o las confianzas tienen un comportamiento cíclico que hace razonable esperar una recuperación después de un período de pesimismo? ¿Son simétricos los ciclos de confianza o la duración de los períodos de caída de la confianza difiere de los períodos de recuperación? Y finalmente, ¿cuándo podemos esperar que la confianza retorne a niveles neutrales en Chile, sobre la base de la experiencia histórica local e internacional?**

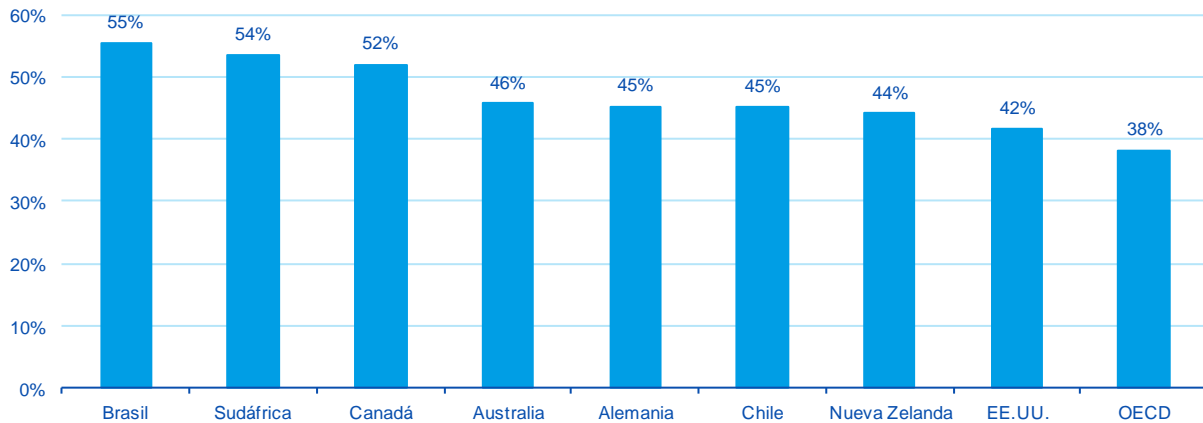
2. Confianza de los consumidores: una lenta recuperación hacia niveles neutrales

La primera observación que es posible extraer de los datos es que efectivamente la confianza de los consumidores registra un comportamiento cíclico (Gráficos Anexos). En la muestra de países considerados, incluyendo el agregado de la OECD, no es posible observar períodos de permanente pesimismo u optimismo y, en la mayoría de los casos, cerca del 50% del tiempo el indicador se encuentra sobre el pivote y cerca del 50% del tiempo se ubica bajo el pivote (Gráfico 1). Esta observación es relevante por cuanto da cierto sustento a que las proyecciones consideren que la economía está pasando por un período cíclico de desconfianza, pero que este debiese revertirse en algún momento. **Sin embargo, en promedio los países OECD son más optimistas que Chile.**

1: La muestra de países incluye además de Chile a Alemania, Australia, Brasil, Canadá, EE.UU., Nueva Zelanda, Sudáfrica y al

Gráfico 1

Índice de confianza de los consumidores: tiempo por debajo del nivel neutral



Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE. El número de años considerado en cada caso depende de la disponibilidad de datos para cada país o conjunto de países.

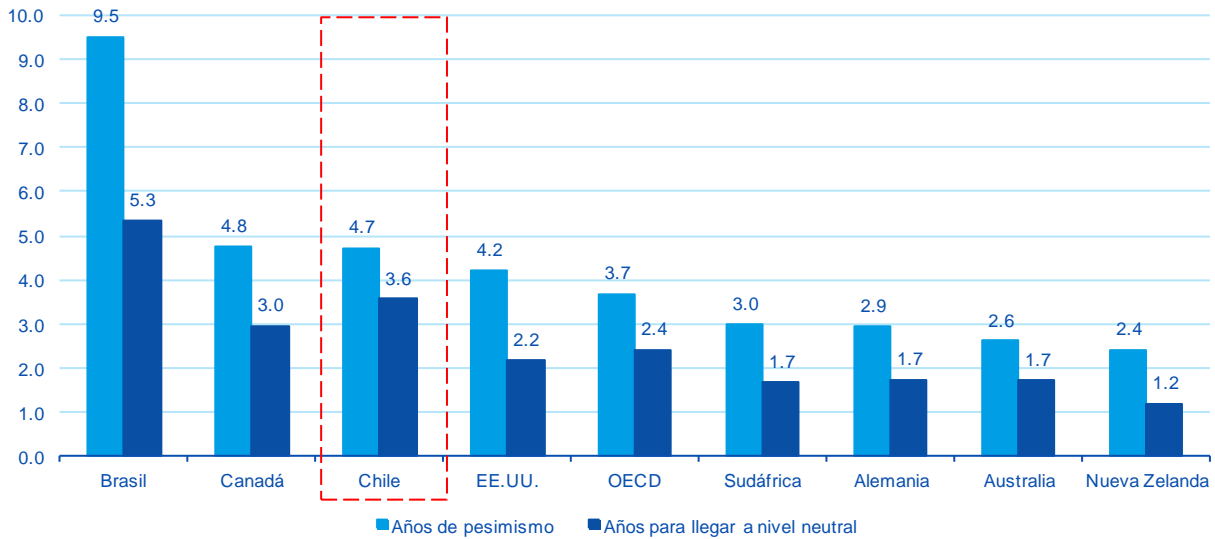
La pregunta que surge inmediatamente es cuánto tiempo será necesario para revertir los niveles de desconfianza. Para ello es necesario establecer una métrica algo más precisa respecto de la forma de medir los ciclos. Consideramos períodos en que el índice de confianza se ubicó por al menos 18 meses bajo el umbral, para catalogar un ciclo de pesimismo². Con este criterio logramos identificar 36 fases de pesimismo desde el año 1960 hasta la actualidad, dependiendo de la disponibilidad de datos para cada país. A continuación calculamos su duración promedio y el tiempo que demoran los indicadores para llegar desde su punto mínimo al nivel neutral.

Los resultados indican que para los países de la OECD la duración promedio de los períodos de desconfianza es de 3,7 años y que, en promedio para el agregado de estos países, la confianza tarda 2,4 años en subir desde su punto mínimo hasta niveles neutrales. En el caso de Chile los datos muestran que los ciclos de pesimismo duran en promedio 4,7 años, con una fase de recuperación que se extiende en promedio por 3,6 años (Gráfico 2). Lo anterior indica que las fases de deterioro de las confianzas en general no son simétricas, sino que **los retrocesos del indicador hacia sus mínimos tienden a ser más rápidos que las recuperaciones hacia nivel neutral. Se pierden las confianzas rápidamente, pero cuesta que se recuperen.**

2: Sensibilizamos este umbral entre 15 y 20 meses sin encontrar grandes cambios en los resultados.

Gráfico 2

Índice de confianza de los consumidores: tiempo promedio de pesimismo y recuperación

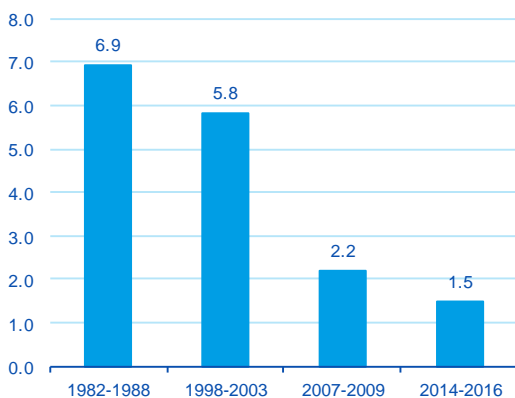


Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE.

Como siempre, los promedios ocultan las diferencias que puede haber durante el período que se está estudiando. En el caso de Chile, dicho promedio considera 4 episodios de pesimismo y vemos que está muy influenciado por la duración de las fases de pesimismo en dos períodos, durante la crisis de la deuda de inicios de la década de 1980 y en la crisis asiática de fines de la década de 1990. También vemos que el actual ciclo de desconfianza tiene una extensión que se está aproximando al episodio de la crisis internacional de 2008-2009 (Gráfico 3 y 4).

Gráfico 3

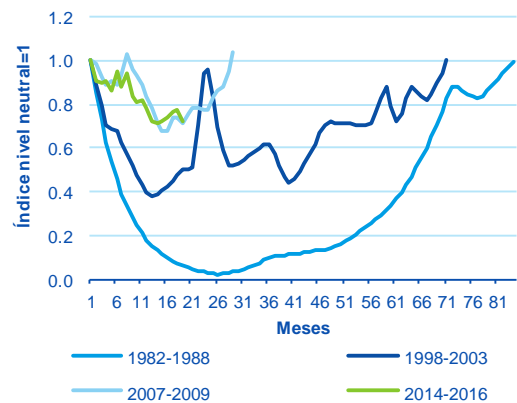
Índice de confianza de los consumidores en Chile: periodos de pesimismo seleccionados (años)



Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE.

Gráfico 4

Profundidad y duración del deterioro de la confianza del consumidor en periodos de crisis



Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE y Adimark.

Finalmente, ante la pregunta de cuánto podría durar esta fase de pesimismo de los consumidores locales, sobre la base de la experiencia de este conjunto de países, **vemos que hay espacios para que el episodio actual se extienda hasta por dos años más si tomamos como referencia el tiempo**

promedio, es decir, hasta el primer semestre de 2018. Este cálculo toma como referencia la duración promedio de los ciclos de pesimismo de consumidores en el agregado de países de la OECD. En estos dos años, lo que podríamos ver es ya sea períodos de deterioro adicional de la confianza, seguidos por un período de recuperación o bien, un largo período de recuperación de las confianzas hacia niveles neutrales.

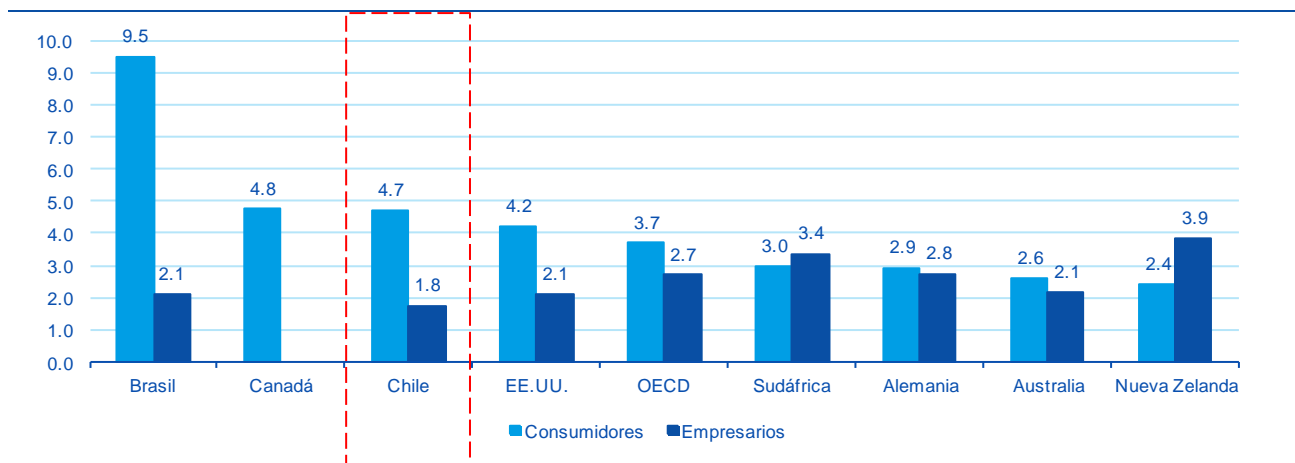
3. Confianza de los empresarios: estaríamos próximos a superar el tiempo de pesimismo promedio de países OECD

Repetimos el análisis para el caso de la confianza empresarial. Nuevamente encontramos que la confianza tiene un comportamiento cíclico, con el indicador para la OECD un 51% del tiempo en terreno pesimista. Por su parte, el análisis de 40 ciclos de confianza empresarial revela que la duración de estos es menor que la duración de los ciclos de confianza de los consumidores en los países de la OECD, aunque a nivel de países existe algún grado de heterogeneidad (Gráfico 5). Así por ejemplo, en países como Nueva Zelanda y Sudáfrica, los ciclos de pesimismo empresarial tienden a ser más extensos que los de pesimismo de los consumidores³.

En consecuencia, si la confianza empresarial en Chile se comportara como el promedio de la OECD, es posible esperar que esta alcance niveles neutrales algo antes que la confianza de los consumidores.

Gráfico 5

Índice de confianza de los consumidores vs empresarios: tiempo promedio de pesimismo (años)



Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE. La base de datos utilizada no contiene datos de confianza empresarial para Canadá.

Como se observa en el Gráfico 5, para la OECD la duración promedio de las fases de pesimismo empresarial es de 2,7 años. Considerando que en Chile llevamos más de dos años de pesimismo, este ciclo a todas luces se extenderá por más tiempo del que puede considerarse normal o estándar. **Si tomamos como referencia países como Nueva Zelanda o Sudáfrica, en los que los ciclos de pesimismo empresarial tienen mayor duración promedio, al ciclo actual de pesimismo empresarial aún le restaría entre 1 y 1,5 años de duración, es decir no finalizaría hasta bien entrado 2017.**

Cabe mencionar que las confianzas en terreno pesimista camino hacia neutralidad, no necesariamente implican deterioro adicional o permanencia de indicadores de crecimiento bajos. No es parte de este análisis la relación entre confianzas y crecimiento, pero no es descartable que sea la pendiente de las confianzas y no el nivel de ellas el factor más importante.

3: Se consideran los ciclos de confianza para esta muestra de países desde el año 1950 hasta la actualidad, dependiendo de la disponibilidad de datos para cada país.

Anexos

Gráfico A1

Índice de confianza de los consumidores: Alemania

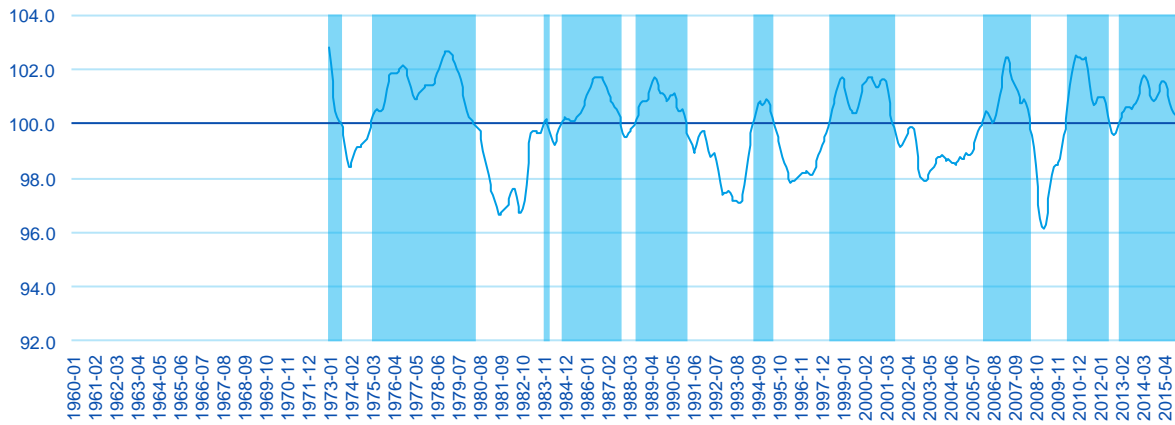


Gráfico A2

Índice de confianza de los consumidores: Australia

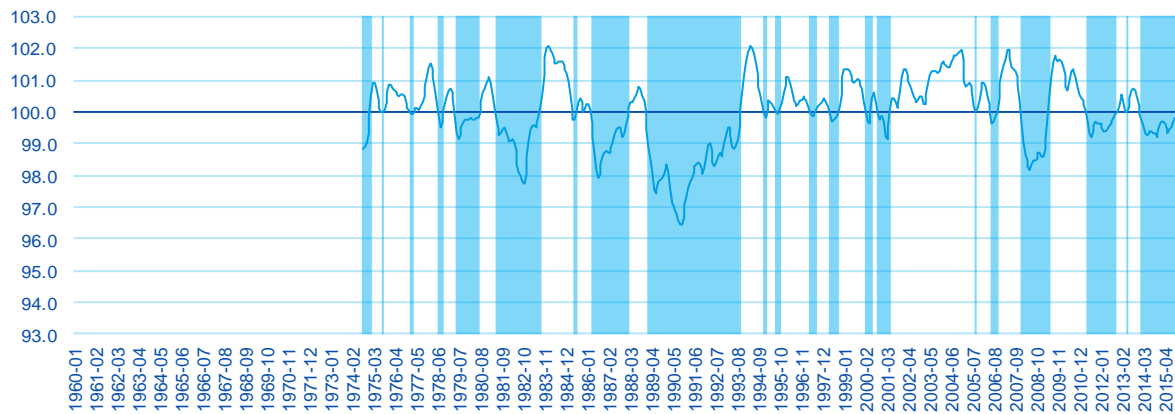


Gráfico A3

Índice de confianza de los consumidores: Chile

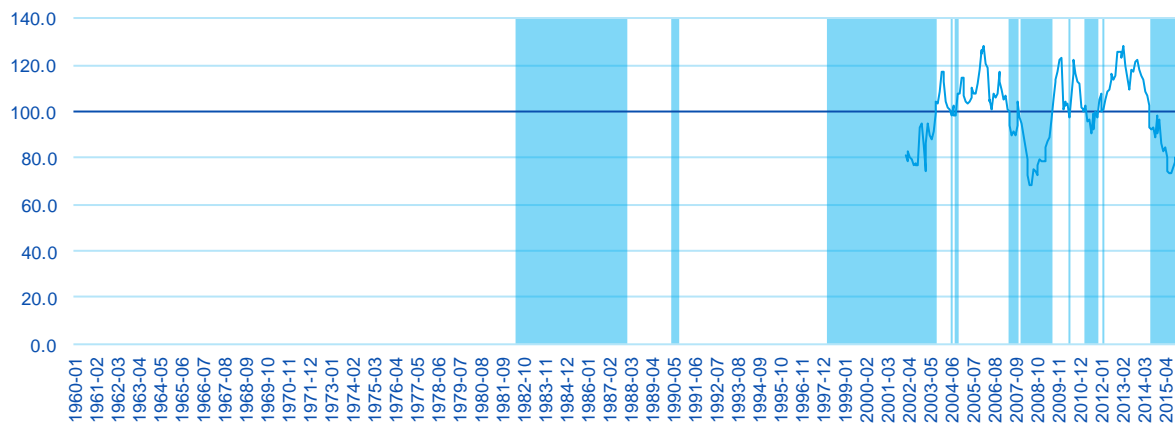


Gráfico A4
Índice de confianza de los consumidores: Brasil

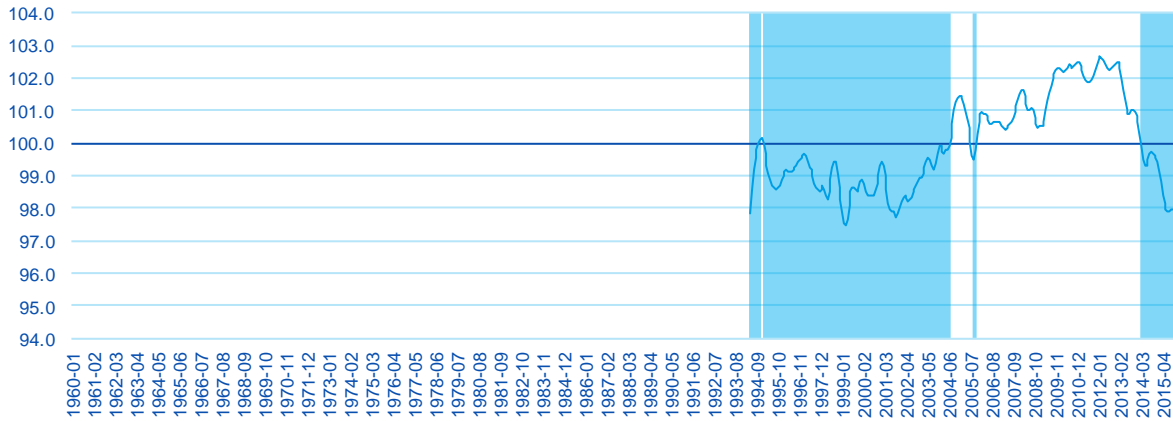


Gráfico A5
Índice de confianza de los consumidores: Canadá

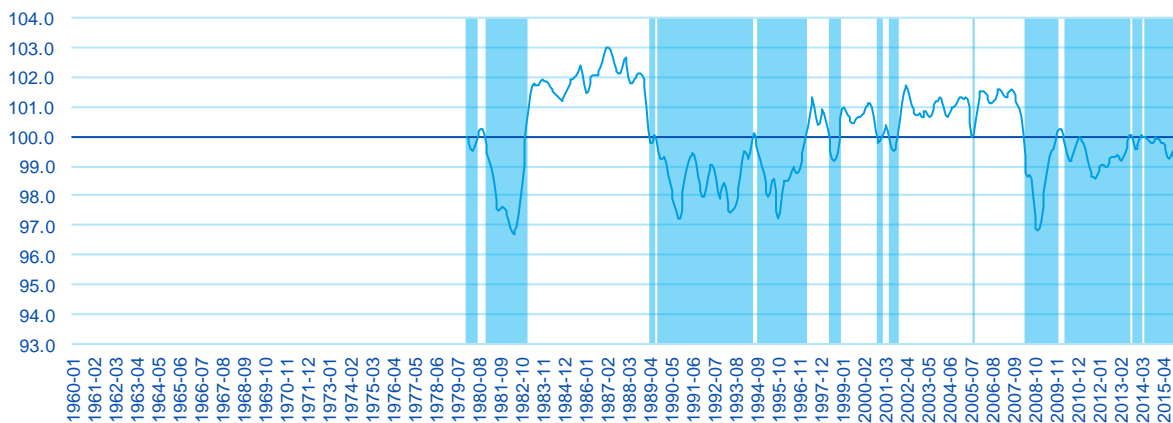


Gráfico A6
Índice de confianza de los consumidores: EE.UU.

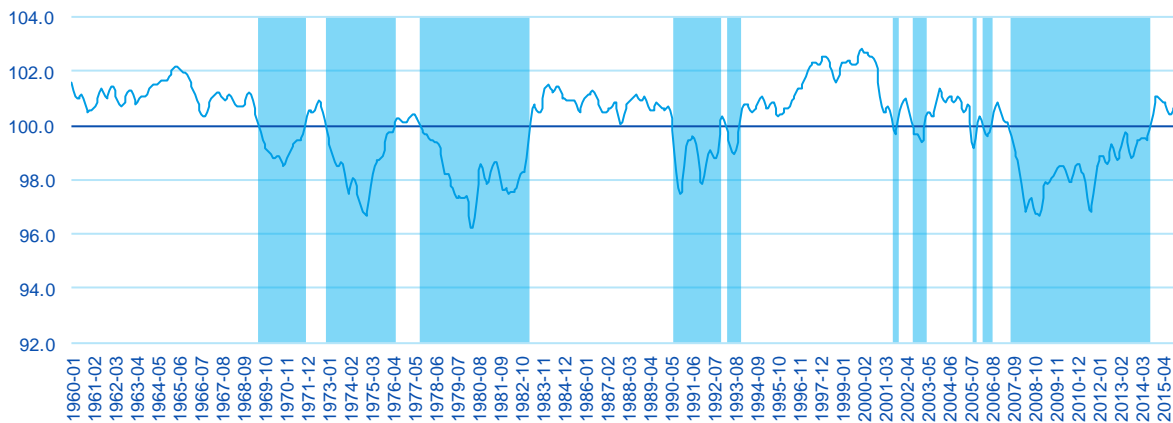


Gráfico A7

Índice de confianza de los consumidores: Nueva Zelanda

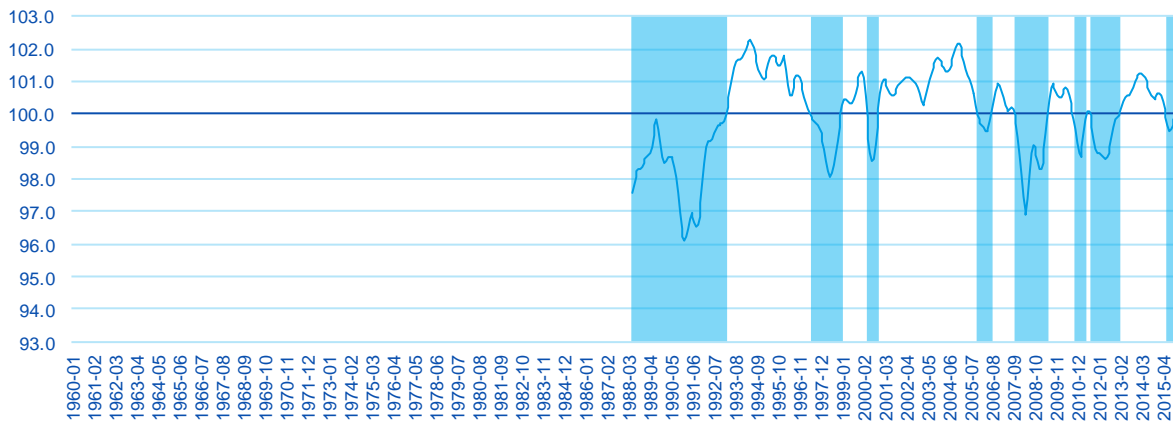


Gráfico A8

Índice de confianza de los consumidores: OECD

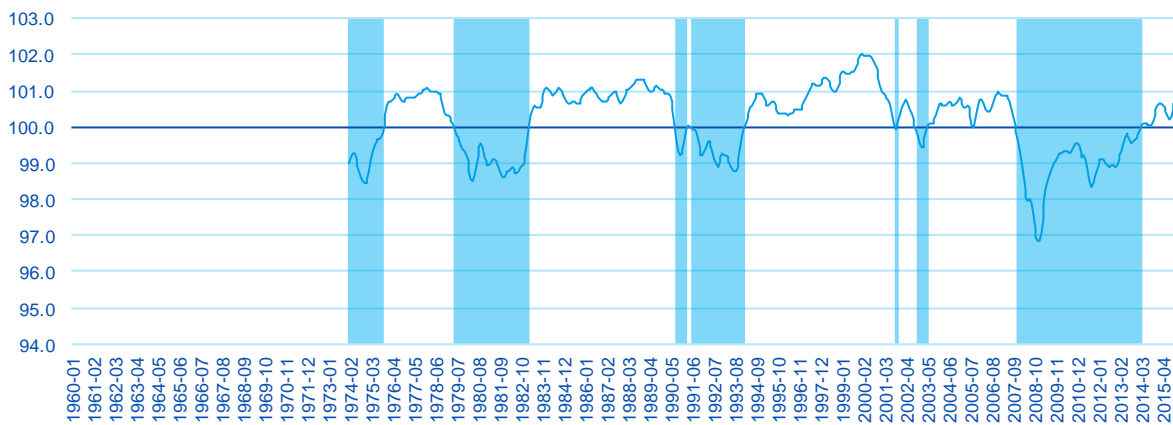
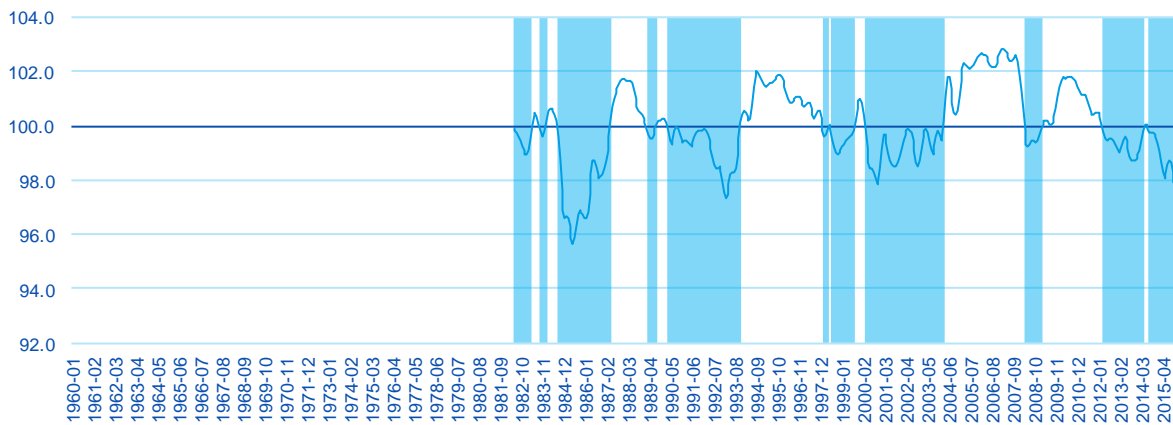


Gráfico A9

Índice de confianza de los consumidores: Sudáfrica



Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (highyieldsecurities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente

se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán “personas relevantes”). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.