

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

Diciembre 2017



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 12 de diciembre de 2017.

Síntesis del mes^{1/}

La información conocida desde el cierre estadístico del IPoM de diciembre se enmarca dentro del escenario base allí planteado. En noviembre, el aumento del IPC fue 0,1%, explicado principalmente por el incremento de los precios de las frutas y verduras frescas. Por su parte, los precios de bienes y servicios del IPCSAE (inflación subyacente) tuvieron una incidencia negativa en la inflación mensual. Así, a noviembre, la variación anual del IPC se ubicó en 1,9% y la del IPCSAE en 1,8%. En cuanto a la actividad, en octubre el crecimiento anual del Imacec fue 2,9%, impulsado por la minería, que creció cerca de 11% anual, y la presencia de un día hábil más que en el mismo mes del año pasado. Los sectores no mineros tuvieron un desempeño más acotado, acorde con la debilidad que aún muestra la economía en general. Por el lado del gasto, permanece la tendencia mostrada a lo largo del año, con un mejor desempeño del consumo durable y la inversión en maquinaria y equipos respecto del consumo no durable y la inversión en construcción y otras obras. En el ámbito externo, se mantienen perspectivas positivas para la actividad mundial, aunque el precio de algunas materias primas disminuyó, entre ellos el del cobre. Esto, sumado a factores locales, depreció el peso en una magnitud del orden de 4% respecto del cierre estadístico de la RPM previa. En este contexto, las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) anticipan una mantención en torno a su nivel actual durante la mayor parte del 2018.

La inflación fue 0,1% en noviembre, ubicándose en línea o algo por sobre lo esperado por la mayoría de las expectativas del mercado que la situaban entre 0 y 0,1%. En la cifra del mes destacó el aporte de los precios más volátiles, toda vez que la inflación del IPCSAE fue negativa (-0,1%). En los volátiles, las frutas y verduras frescas tuvieron la principal incidencia. En el IPCSAE, los servicios y los bienes tuvieron descensos mensuales, más marcados en estos últimos. Así, el IPCSAE de bienes descendió 0,2%. En todo caso, resaltó en este grupo el aumento del ítem de paquete turístico, que ha sido muy volátil durante este año, y que nuevamente volvió a mostrar movimientos por sobre sus patrones históricos, de hecho, tuvo la mayor incidencia mensual en el IPC total (cerca de 0,1 puntos porcentuales). Así, en términos anuales, el IPCSAE de bienes se mantuvo con una tasa de variación anual levemente negativa y el IPCSAE de servicios con un crecimiento en la vecindad del 3% anual.

Las expectativas de inflación han aumentado para los plazos más inmediatos y siguen adelantando un paulatino retorno hacia 3% en el horizonte de proyección. Así, a un año plazo, se elevaron en torno a dos décimas con lo que esperan se ubique entre 2,4 y 2,7% según los seguros de inflación al cierre estadístico y las encuestas. A dos años plazos, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de diciembre la eleva hasta 2,8% (2,65% en la primera quincena de noviembre), mientras la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de igual mes la mantiene en 3%. Las expectativas de inflación que se deducen de los precios de los activos financieros, descontados los premios, no muestran mayores cambios estimando un rango entre 2,5 y 2,9% (2,6 y 2,9% la Reunión anterior). Para diciembre, la generalidad de las expectativas del mercado prevé una inflación de 0,1%.

En lo interno, el Imacec de octubre aumentó 2,9% anual, prácticamente en línea con lo esperado por la EEE de noviembre (3,0%), pero por debajo de las expectativas de mercado tras publicarse las cifras sectoriales del INE (encuesta Bloomberg: 3,3%). Por componente, la actividad minera y no minera aumentaron su ritmo de expansión anual a 11,1 y 2,2%, respectivamente (8,2 y 1,0% en septiembre, en ese orden). El crecimiento del Imacec no minero, que se benefició de un día hábil adicional, sigue dando cuenta de una economía que permanece débil. Por sectores, el desempeño de la actividad continúa mostrando un mejor resultado en el comercio y servicios comparado con la construcción. En este contexto, la EEE de diciembre no mostró cambios respecto del mes previo y sigue proyectando un crecimiento de 1,5% el 2017, 3% el 2018 y 3,3% el 2019.

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 14 de noviembre y al 12 de diciembre de 2017.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado de la demanda interna, se mantiene un comportamiento más favorable del consumo de bienes durables y la inversión en maquinaria y equipos, que contrasta con un bajo crecimiento del consumo de no durables y una inversión en construcción y otras obras que sigue débil. En particular, el índice de actividad del comercio al por menor (IACM) de octubre creció 3,7% anual y sigue impulsado por el incremento de las ventas de durables, principalmente las del rubro automotriz. De todos modos, en los últimos dos meses el crecimiento del consumo de durable ha promediado en torno a 12% anual, tasas menores respecto de la primera mitad del año. En noviembre, las ventas de vehículos nuevos (ANAC) se expandieron 19,9% anual (17,9% el mes previo). Para igual mes, las importaciones de bienes de consumo y de capital, excluido transporte no regular, mantienen niveles promedio por sobre los de la primera mitad del año. Por su parte, el IACM no durable permanece con un crecimiento acotado (1,8% anual) y la mayoría de los indicadores del sector construcción continúa con tasas de variación anual negativas en octubre, pero varios, como el empleo y materiales para la construcción, han estabilizado sus niveles desde hace algunos meses.

El mercado laboral sigue caracterizado por una acotada expansión anual del empleo asalariado y una más dinámica del empleo por cuenta propia. El primero creció 0,8% anual en el trimestre móvil terminado en octubre, impulsado por el componente público. De hecho, la parte privada cayó 1,4% anual (-0,8% el trimestre móvil previo), mientras que el público aumentó su tasa de expansión a 12,6% (9,1% en septiembre). A su vez, la tasa de desempleo se ubicó en 6,7%, al igual que el registro anterior, pero por sobre la de un año atrás (6,4%). Por su parte, los salarios nominales, considerando la serie empalmada con año base 2016=100, crecieron entre 4,1 y 4,5% anual en octubre, rango similar al del mes previo. Los salarios reales, en tanto, redujeron su ritmo de expansión anual a 2,1 y 2,5% (2,6 y 3,1% en septiembre).

Respecto de las expectativas de consumidores (IPEC) y empresas (IMCE sin minería), los datos de noviembre no mostraron mayores novedades respecto de las tendencias de meses previos. Esto es, una mejora que se sustenta principalmente en la visión futura de la economía más que de la percepción de la situación actual.

Las condiciones crediticias locales se mantienen similares a las de meses previos. Así, el crecimiento del crédito interno no mostró mayores novedades en noviembre, manteniéndose en torno a 4,0, 8,0 y 1,5% real anual para los préstamos de consumo, vivienda y comercial, respectivamente, todas cifras por debajo de sus promedios históricos. En ese mismo mes, las tasas de interés de las colocaciones permanecieron bajas, con escasa variación en los dos últimos segmentos señalados. En el de consumo, en tanto, hubo un descenso del orden de 50 puntos base (pb), debido en parte a cambios en la composición de esta cartera.

El escenario externo se mantiene en línea con lo planteado en el IPoM de diciembre. Así, continúa afianzándose un panorama de mayor crecimiento mundial respecto de años previos. Destacan las sorpresas positivas en las economías desarrolladas conocidas en las últimas semanas, tanto por la nueva información disponible acerca del PIB del tercer trimestre como por algunos indicadores parciales del cuarto, en particular en EE.UU. y en la Eurozona. Lo último, en medio de fundamentos del consumo y la inversión que mantienen un comportamiento favorable y perspectivas sectoriales que permanecen en terreno positivo. La inflación total sigue contenida en la mayoría de las economías desarrolladas, en particular las medidas subyacentes. En América Latina, el PIB del tercer trimestre de Brasil resultó superior a lo previsto y se reiniciaron las negociaciones para reformar el sistema de pensiones. En Argentina, los indicadores de corto plazo siguen apuntando a un mejor desempeño de la actividad, en medio de la reciente mejora que tuvo su clasificación de riesgo. En materia de política monetaria, destacó el nuevo recorte de 25pb que efectuó el Banco Central de Colombia de su tasa de referencia, sorprendiendo al mercado. Ello, en un contexto en que una clasificadora de riesgos le redujo su clasificación aduciendo menor flexibilidad en el manejo de políticas económicas. Brasil redujo su TPM en 50pb, en línea con lo esperado por el mercado.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, diciembre 2017

En los mercados financieros las condiciones han permanecido favorables, más allá que desde la Reunión previa predominó cierto grado de cautela debido a la incertidumbre ligada a las discusiones en materia fiscal y política en EE.UU., y las tensiones geopolíticas en Corea. Las tasas de interés a largo plazo descendieron en buena parte de las economías y el dólar estadounidense se depreció levemente frente a otras monedas. Los premios por riesgo (CDS a 5 años los soberanos y CEMBI los corporativos) se mantuvieron acotados en las distintas regiones y se sostuvieron las entradas de capitales hacia economías emergentes. En las plazas bursátiles, las variaciones fueron mixtas en los países desarrollados y predominaron los descensos en los emergentes.

En Chile, factores idiosincráticos prevalecieron en los movimientos de los mercados. Por un lado, el tipo de cambio aumentó alrededor de 4% en el último mes, con lo que la paridad peso/dólar se situaba al cierre de esta minuta en torno a \$655. Respecto de otras divisas, el peso chileno se depreció algo más. Con ello, en su medición 1986=100, el tipo de cambio real (TCR) estimado para noviembre habría sido 90,9. Por otro lado, en el mercado de renta fija, las tasas de interés subieron, sobre todo en UF y a plazos más breves (cerca de 40pb el BCU2 desde la reunión de previa). Como ha sido la tónica en meses recientes, estas han estado influidas por cambios de portafolio por parte de las AFP. A su vez, en el último mes la bolsa (IPSA) estuvo entre las que más se redujo a nivel global (en torno a -7 y -10% en pesos y en dólares, respectivamente).

Los precios de las materias primas exhibieron movimientos mixtos en las últimas semanas. Como se mencionó, el precio del cobre descendió, llegando a transarse algo por debajo de los US\$3,0 la libra en los días previos al cierre de esta minuta (-3,4% en el mes). Esto coincide con el reciente aumento de los inventarios en bolsa, menores expectativas del mercado sobre la inversión en infraestructura en China y la moderación de las presiones derivadas de factores financieros. En el caso del petróleo, el precio del barril de Brent y WTI aumentó respecto de la Reunión anterior en torno a 3 y 2%, en cada caso, situándose alrededor de US\$64 y 58, respectivamente. En el mes, resaltó el aumento en la producción de *shale oil* en EE.UU., mientras que en los países de la OPEP la producción resultó menor al mes previo y en su última reunión decidieron mantener el acuerdo de producción por todo el próximo año.

Las distintas medidas de expectativas para la TPM concuerdan en que esta se mantendrá en su nivel actual por algunos trimestres más. A dos años plazo, en tanto, persisten discrepancias, ubicándola en 3,0, 3,25 y 3,5% acorde con la EOF, la EEE y los precios de los activos financieros, respectivamente.