

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 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 septiembre de 2017.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias conocidas con posterioridad al cierre estadístico del IPoM de septiembre están en línea con las tendencias allí delineadas. La inflación de agosto se ubicó en 1,9% anual el IPC y en 1,8% el IPCSAE, ambos de acuerdo con lo anticipado. Su evolución dio cuenta de la esperada reversión de algunos elementos volátiles que la habían afectado el mes previo. De todos modos, a plazos más cortos, las expectativas se han ajustado a la baja, recogiendo los efectos de la apreciación cambiaria. En la actividad, sigue destacando el mejor desempeño relativo de las ramas ligadas al consumo en comparación con las relacionadas con la inversión. En el ámbito externo, resaltó la sostenida alza del precio del cobre que desde fines de agosto se mantuvo sobre US\$3 la libra. Las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ajustaron con posterioridad a la publicación del IPoM y actualmente prevén una mantención en 2,5% al menos por doce meses más.

En el ámbito interno, la inflación de agosto fue 0,2%. Esta cifra se ubicó en línea con lo esperado por la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de agosto y los seguros de inflación los días previos a la publicación del dato, pero por sobre el 0,1% esperado en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de ese mes. El registro se explicó, principalmente, por las frutas y verduras frescas (que aportaron 0,17 puntos porcentuales (pp)), coherente con lo delineado en el escenario base del último IPoM. Resaltó el alza del tomate, con una incidencia de 0,11pp en la inflación total, luego de varios meses con aporte negativo. El IPCSAE cayó 0,1% en el mes. El bajo registro se asocia a factores estacionales comunes en esta época. Por componentes, la principal caída fue en la parte de servicios, mientras que los bienes registraron una variación nula. En términos anuales, la inflación subió a 1,9% (1,7% en julio), mientras que el IPCSAE descendió hasta 1,8% (2% en julio).

Las proyecciones del mercado para la inflación se han ajustado a la baja. Para septiembre, las distintas medidas de expectativas anticipan una variación mensual de 0,3%. A diciembre del 2017, la EEE y los seguros de inflación recortaron su estimación a 2,3 y 2,2%, respectivamente (2,4% en ambas mediciones el mes previo). A un año plazo, la EEE mantuvo su estimación en 2,7%, sin embargo la EOF la recortó a 2,4% (2,6% anteriormente) y los seguros lo hicieron a 2,3% (2,7% en agosto). A diciembre del 2018, la EEE redujo su pronóstico a 2,8% (3% en agosto). A dos años plazo, las distintas medidas se mantienen en torno a 3%.

Respecto de la actividad interna, el Imacec aumentó 2,8% anual en julio. Este resultado estuvo por sobre las expectativas de mercado (1,7% anual EEE de agosto), aunque se enmarcan dentro del escenario base del IPoM. Ambos componentes del Imacec se expandieron durante el mes, con un Imacec minero que aumentó 5,2% anual y uno no minero que lo hizo en 2,6% anual. Este último, impulsado por la actividad del comercio, servicios, pesca e industria manufacturera. Las expectativas privadas que se extraen de la EEE de septiembre, suben su previsión a 1,5% en el 2017, a 2,8% en el 2018 y a 3,2% en el 2019 (de 1,4%, 2,6 y 3%, respectivamente en la medición anterior).

Por el lado del gasto interno, se fueron reafirmando las tendencias delineadas en el IPoM de septiembre, con un comportamiento relativamente mejor del consumo que de la inversión. En julio, las ventas minoristas, medidas por el Índice de Actividad del Comercio al por Menor (IACM), siguieron creciendo en torno a 4% anual y por componente, continuó destacando el incremento de las ventas durables por sobre el de las ventas no durables. Las primeras aumentaron en torno a 15%, impulsadas por el avance del rubro automotriz que se ubicó en torno a 30% anual (25% en junio) y los ítems relacionados con el equipamiento para el hogar, que subieron 8,1% anual (10,8% en junio). En tanto, los bienes no durables se expandieron 1,7% anual (1,8% en junio). Datos parciales de agosto siguen mostrando un dinamismo importante en las ventas de vehículos nuevos (ANAC

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 17 de agosto y al 12 de septiembre de 2017.

BANCO CENTRAL DE CHILE

registró aumento de 44% anual), mientras, las importaciones nominales de bienes de consumo registraron una expansión anual algo por debajo de la del mes previo: 15%.

Los determinantes del consumo siguieron con una paulatina mejora. En agosto, las expectativas de consumidores (IPEC), aunque dentro de la zona de pesimismo, continuaron mejorando en todos sus subcomponentes, pero con más fuerza en las intenciones de compra de artículos para el hogar. En el trimestre móvil terminando en julio, la tasa de desempleo se ubicó en 6,9%, por debajo del registro anterior (7,0%) y del de hace un año (7,1%). El crecimiento anual del empleo total subió 2,2% (1,9% en junio), con un empleo asalariado que aumentó 1,6% (1,4% el mes previo) y uno del empleo por cuenta propia que se ubicó en 3,5%. Considerando la serie empalmada con año base 2016=100, en julio los salarios se expandieron entre 4,5 y 4,9% anual (4,4 y 5,0% en junio), mientras que en términos reales lo hicieron entre 2,7 y 3,2% (2,6 y 3,2% en el mes anterior).

Respecto de la inversión, sigue el panorama delineado en el IPoM, con un componente de maquinaria y equipos que se aprecia mejor y uno de construcción y otras obras que sigue débil. En particular, las importaciones nominales de bienes de capital, descontadas las de transportes no regulares, mejoraron en términos desestacionalizados y crecieron 23% anual en agosto (+8% anual en julio). En tanto, por el lado de construcción y obras, la mayoría de los indicadores, como el empleo y la venta de materiales, continúan con tasas de variación anual negativas y sus niveles no presentan mayores cambios respecto del mes previo. Las expectativas empresariales (IMCE sin minería), siguen ubicándose en la zona de pesimismo en el agregado. Por componentes, se mantiene la relativa mejora del comercio respecto de sectores como la industria y la construcción.

En cuanto a las condiciones crediticias internas, no hubo grandes novedades en las cifras de agosto. El crecimiento real de las colocaciones sigue acotado. En las carteras de consumo e hipotecaria, este permaneció cercano a 4,5 y 7,5% anual, respectivamente, mientras que en la comercial moderó su crecimiento a 0,3% anual (0,9% en julio). Las tasas de interés de los préstamos siguen en torno a sus niveles más bajos de los últimos años, resaltando nuevos descensos el mes pasado en los segmentos de consumo y comercial.

En lo externo, se mantienen las principales tendencias planteadas en el IPoM de septiembre. La actividad global siguió afianzando sus señales de mayor crecimiento, más allá de que las nuevas entregas de los resultados del segundo trimestre sufrieron algunas modificaciones en ambos sentidos —al alza en EE.UU. y Eurozona y a la baja en Japón—. Ello, en un contexto en que las cifras del mercado laboral continúan mostrando una mayor estrechez en la mayoría de las economías, mientras los niveles de confianza y perspectivas sectoriales continúan favorables, en particular en el sector manufacturero. En China, los indicadores de corto plazo no han mostrado mayores cambios y las proyecciones del mercado siguen apuntando a una paulatina moderación en el dinamismo de la actividad para la segunda mitad de este año y el 2018, a la vez que se mantienen los riesgos delineados en el IPoM. Ello, en un contexto en que sus autoridades redujeron el encaje al que estaban sujetas algunas operaciones cambiarias en ese país. En América Latina, en las últimas semanas destacó el resultado del PIB en Brasil, que ha seguido mejorando gradualmente, en un escenario en que su banco central recortó nuevamente su tasa de política monetaria.

El panorama de inflación tampoco muestra mayores cambios respecto de la Reunión previa y del IPoM de septiembre. En los países desarrollados, en general, se mantiene contenida y por debajo de los objetivos de sus respectivas autoridades monetarias, contexto en el cual los bancos centrales mantuvieron sus estímulos monetarios. Sin embargo, las expectativas de mercado han ido postergando el momento en el que esperan el próximo movimiento de tasas en EE.UU. y en la Eurozona. Por su parte, las tasas de interés de largo plazo han disminuido: tanto el bono a 10 años de EE.UU. como el alemán lo han hecho en cerca de 10 puntos base (pb). El dólar se depreció respecto de la mayoría de las monedas, en particular el Euro. Con ello, las condiciones

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Septiembre 2017

financieras para las economías emergentes permanecen favorables. El apetito por riesgo sigue sosteniendo el alza en los mercados bursátiles y las entradas de capitales hacia las economías emergentes. Los premios por riesgo y la volatilidad de los mercados se mantienen acotados.

En Chile, el peso dio cuenta de una apreciación del orden de 4% comparado con la Reunión pasada, alcanzando transitoriamente valores menores a \$620 pesos por dólar en los días previos al cierre estadístico, no vistos desde mediados del 2015. Ello, siguiendo la tendencia global de mayor debilidad de la divisa estadounidense, pero principalmente asociado a las nuevas alzas que consignó el precio del cobre en semanas recientes. Las diferentes medidas multilaterales también exhibieron un robustecimiento del peso chileno, aunque algo más moderado. Así, se estima que el tipo de cambio real (TCR) habría sido de 91,9 en agosto (índice 1986=100). Por su parte, las tasas de interés en el mercado secundario de bonos y los *spreads* mostraron escasos movimientos respecto de la Reunión anterior, manteniéndose en niveles favorables. Relativa estabilidad también tuvo la bolsa local en pesos, lo que contrastó con el aumento de casi 5% de la misma en dólares, explicado por la apreciación del peso en el último mes.

Los precios de las materias primas registraron movimientos principalmente al alza, destacando los avances en metales y combustibles. El precio del cobre siguió incrementándose, alcanzando valores por sobre US\$3,1 la libra, para luego retroceder. Así, al cierre de esta Minuta, se situaba en torno a US\$3 la libra (+4,4% en el mes). Esto, más allá de que sus fundamentos no han mostrado grandes novedades respecto de lo planteado en el último IPoM. De hecho, las cifras de importaciones desde China se mantuvieron en niveles elevados. En el caso de los combustibles, el aumento de las gasolinas en las últimas semanas se asocia en gran parte a *shocks* de oferta puntuales y transitorios provocados por los eventos climáticos en EE.UU.

Respecto de hace un mes, las expectativas de mercado para la TPM que se desprenden de los precios de los activos financieros eliminaron el recorte adicional de 25pb esperado y contemplan que esta se mantendrá en su nivel actual en los próximos meses, para cerrar en 3% a dos años plazo. Con todo, en el intertanto mostraron algunos vaivenes, especialmente con posterioridad a la publicación de la Minuta de la Reunión de agosto. Las encuestas (EEE y EOF) también eliminaron el recorte de 25pb que preveían anteriormente. Además, la primera estima un punto de llegada de la TPM de 3,25% en dos años plazo (3,0% en agosto), mientras que la segunda la mantiene en 3%.