

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2014



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 14 de noviembre de 2014.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias del último mes estuvieron marcadas por el alto registro de inflación del mes de octubre, el que superó ampliamente las expectativas del mercado. La sorpresa, sin embargo, estuvo en gran parte asociada a factores puntuales y de carácter transitorio. De hecho, las expectativas de inflación para los meses siguientes apuntan a variaciones bajas o nulas. Por su parte, las expectativas a un año plazo han descendido, mientras que a dos años plazo siguen en 3%. No obstante lo anterior, la inflación cerraría el año en un nivel significativamente superior a lo previsto en el IPoM de septiembre. En septiembre, el crecimiento de la actividad volvió a ubicarse por debajo de las proyecciones de mercado y los primeros datos del cuarto trimestre indican que persiste la debilidad del gasto interno, en particular en las importaciones de bienes de capital y de consumo. En el plano externo, los episodios de volatilidad registrados previos a la Reunión anterior, se disiparon y las perspectivas de crecimiento mundial no muestran mayores cambios. Resalta el descenso del precio del petróleo. En cuanto a la Tasa de Política Monetaria (TPM), las expectativas de mercado no muestran mayores variaciones, anticipando su mantención en 3% por un período prolongado.

Como se mencionó, la principal novedad del mes fue el registro de inflación de octubre, que llegó a 1% mes a mes y superó de modo importante las expectativas de mercado (0,3% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre y 0,4% en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena del mismo mes). El registro del mes se explicó principalmente por aumentos en los ítems de frutas y verduras, donde la mayor incidencia fue el significativo e inusual alza del precio de los tomates (incidencia de +0,26 puntos porcentuales (pp)). Se sumó el incremento de los precios de los alimentos elaborados. En estos últimos destacaron alzas del precio de las carnes y las bebidas gaseosas y alcohólicas. El elevado IPC en este mes se sumó a los valores también altos del mes previo, con lo que entre agosto y octubre se acumularon 2,2pp de IPC. Respecto del IPCSAE, en octubre este índice subió 0,5%, acumulando 1,4pp en los últimos tres meses. En términos anuales, el IPC y el IPCSAE incrementaron su variación referencial a 5,7 y 4,1% (desde 4,9 y 3,9%, respectivamente). Con todo, a diferencia de las sorpresas en la inflación de los primeros meses del 2014, en estos últimos meses el incremento del IPC mayor al esperado se explica en gran parte por el comportamiento de algunos alimentos elaborados y frutas y verduras frescas, y no por el comportamiento de la inflación subyacente medida por el IPCSAE.

A pesar del alto registro de inflación del mes, las expectativas de mercado para los meses siguientes apuntan a variaciones bajas o nulas. Ello, dando cuenta de que algunas de las mayores alzas recientes son efectos por una vez y/o que se revertirán prontamente. Se agrega que parte de los aumentos podrían corresponder a adelantamientos de efectos futuros de la reforma tributaria, en particular sobre los precios de las bebidas gaseosas y alcohólicas. Además, es probable que dichas proyecciones contemplen las fuerzas a la baja que imprime la caída de los precios internacionales de los combustibles y la mayor debilidad de la economía local. Así, para este mes y el próximo las proyecciones de la EEE de noviembre apuntan a variaciones de 0,1 y 0,0% mensual. A un año plazo se reducen a 3,1% (desde 3,3%). Igualmente, la EOF de la primera quincena de este mes ajusta la proyección a un año plazo a la baja: 2,5% (3,0% en la primera quincena de octubre).

También en el ámbito local, el crecimiento de la actividad en septiembre fue 1,4% anual, a pesar de la presencia de dos días hábiles más, ubicándose levemente por debajo de las expectativas de mercado (1,5% anual, en la EEE de octubre). La expansión de la actividad en septiembre se explicó, principalmente, por el crecimiento de las divisiones distintas de recursos naturales, en particular, por el mayor valor agregado de los servicios. Por otro lado, la minería restó impulso a la actividad, en lo que influyó la menor ley del mineral y

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 16 de octubre y al 14 de noviembre de 2014.

BANCO CENTRAL DE CHILE

algunas mantenciones de faenas mineras. De esta forma, considerando los Imacec publicados, en el tercer trimestre la actividad habría crecido 0,9% anual, corroborando el acotado crecimiento de los sectores ligados a la demanda interna. Pese a ello, la baja base de comparación de la última parte del 2013 da sustento a cifras de crecimiento anual de la actividad que serán algo mayores que las observadas en el tercer trimestre. La EEE de noviembre adelanta un crecimiento de 1,5% para el Imacec de octubre y de 1,8% para el PIB del cuarto trimestre. Para el 2014, la proyección de crecimiento también se ubica en 1,8%, por debajo de la estimación del mes previo (1,9%). La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento se traslada también para el 2015 y 2016, que ahora se estiman en 3,0 y 3,5%, respectivamente (3,1 y 4,0%, en la EEE de octubre).

Los primeros antecedentes del cuarto trimestre siguen dando cuenta de una persistente debilidad de la demanda. Los ventas de automóviles nuevos de la ANAC cayeron -18,9% anual en octubre, mientras que las cifras de importaciones de bienes de consumo y de capital del mismo mes anotaron descensos anuales significativos en 19 y 24,8%, respectivamente (8,4 y 27% en el tercer trimestre, respectivamente). En niveles desestacionalizados tampoco se observa una mejoría. Se añaden los datos del Catastro de Inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de septiembre, que volvió a revisar a la baja los montos de inversión planeados para este y el próximo año, ubicándolos, incluso, por debajo de los montos ejecutados el 2013.

Las medidas de expectativas, tanto de empresas como de consumidores, mostraron leves mejoras, aunque siguen en terreno marcadamente pesimista. La tasa de desempleo (INE) tuvo un descenso marginal de 0,1pp en el trimestre terminado en septiembre, ubicándose en 6,6%, y se encuentra en niveles bajos en una comparación histórica. No obstante, la creación de empleo persiste en niveles mínimos. En relación con las condiciones de crédito, tanto para las personas como las empresas sigue corroborándose la tendencia del último tiempo. Por un lado, en octubre el crecimiento nominal de las colocaciones de créditos de consumo siguió disminuyendo. Resalta, para este tipo de colocaciones, que la tasa de interés siguió cayendo en el margen, alcanzando niveles mínimos de los últimos años. La tasa de crecimiento anual de las colocaciones para la vivienda —medido en UF— siguió con una tendencia al alza, mientras que la tasa de interés para los créditos hipotecarios se mantuvo estable. Por otro lado, tanto las colocaciones comerciales nominales como las tasas de interés de este tipo de créditos permanecieron, prácticamente, invariantes en octubre.

En el escenario externo, las noticias más significativas provinieron del ámbito de las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales. Por un lado, junto con el término previsto del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal, sorprendió la lectura más restrictiva que se hizo del comunicado de su última reunión. Este, a diferencia de instancias previas, admitió ciertos avances en materia de precios y empleo, abriendo espacio para un aumento de tasa más pronto, en la medida que estas variables alcancen sus valores objetivos. Por otro lado, y en contraste con lo anterior, en el resto del mundo desarrollado en general se afianzaron posturas más expansivas, determinadas por los acotados registros de inflación. El Banco Central Europeo (BCE) por unanimidad acordó que, de ser necesario, dispondría de medidas no convencionales adicionales, mientras el Banco de Japón inesperadamente subió la meta de expansión anual de la base monetaria. En el Reino Unido se mantuvo el plan de compra de bonos públicos y ha bajado la probabilidad de un incremento próximo de tasas. En el mundo emergente, China también confirmó una significativa inyección de liquidez en el sistema bancario, efectuada durante los dos últimos meses. En América Latina no hubo grandes cambios en esta materia, salvo el alza sorpresiva de la tasa en Brasil como respuesta al alto nivel de la inflación.

Luego del episodio de alta volatilidad de mediados de octubre, los mercados se han normalizado en las semanas recientes. Por un lado, ello se tradujo en el declive de los premios soberanos y corporativos a nivel global. Esta tendencia también fue apoyada por la percepción positiva de los resultados de las pruebas de solvencia al sistema financiero bancario en la Eurozona dados a conocer por el BCE a fines de octubre. Por otro lado, las bolsas, en su mayoría, aumentaron. Las tasas largas, en general, se mantuvieron con relativa

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2014

estabilidad, aunque en EE.UU. se vio algún repunte tras la caída de estas durante el evento de volatilidad señalado. En Brasil hubo un incremento importante asociado en parte al alza de la tasa de política monetaria. El mencionado comportamiento de las tasas de interés, junto con los favorables datos de actividad en EE.UU., incidió en la apreciación generalizada del dólar, que tuvo especial notoriedad en el caso del yen y el rublo. Ello, de la mano del mayor impulso monetario y la instauración de la flotación cambiaria, respectivamente.

En Chile, las tasas de interés de los documentos del Banco Central tuvieron movimientos mixtos. Las de los bonos en UF de corto plazo aunque con vaivenes, aumentaron en el mes (+21pb). En tanto, las tasas de interés de largo plazo reajustables y las de los instrumentos en pesos se mantuvieron relativamente estables. En cuanto al mercado bursátil, el chileno también se sumó a la mejoría antes comentada a nivel global. Así, desde la Reunión anterior, el IPSA aumentó 2,0% en dólares (2,9% en moneda local). Esto, en un contexto en que los índices globales tuvieron aumentos dispares: 7,3% las desarrolladas (8,5% en moneda local) y 1,3% las emergentes (3,1% en moneda local). En todo caso, el desempeño de la bolsa local destaca, toda vez que, en promedio, la bolsa de las economías de América Latina disminuyeron 3,3% en moneda local (6,3% en dólares). Por último, con vaivenes importantes, el peso se depreció 0,6% respecto del dólar comparado con el valor vigente en la Reunión previa, aunque en el mes ha oscilado entre \$577 y \$594. Sin embargo, medido en términos multilaterales, el peso se apreció 1,0%, y 1,2% considerando los cinco principales socios comerciales. Esta apreciación multilateral, más los diferenciales de inflación interna y externa, hizo que el tipo de cambio real (TCR) de octubre estimado se ubicara en 98,2 (en su medida 1986=100).

Volviendo al escenario internacional, la primera entrega de los datos de crecimiento del tercer cuarto ratifica en gran parte las tendencias de la actividad global observadas en los trimestres precedentes. EE.UU. continúa en una senda de recuperación y su tasa expansión, si bien menor que en el trimestre previo, superó las expectativas: 3,5% trimestral anualizado (4,6% en el segundo). El mayor impulso del gasto público y del sector externo favoreció este resultado. Tanto la baja del desempleo como el alza de las perspectivas empresariales y de consumidores en octubre apuntan a que esta economía seguirá dinámica en lo próximo, a la vez que confirman su fortaleza relativa frente al resto. La Eurozona avanzó 0,8% trimestral anualizado en el tercer cuarto, algo más que en el anterior (0,4%). Sus dos principales miembros, Alemania y Francia, retornaron a cifras de crecimiento positivas, teniendo en común el mayor aporte del consumo privado. A su vez, España mantuvo una de las tasas de expansión más altas de la región. Con todo, el panorama de la región sigue siendo incierto. En Japón, el leve repunte de las ventas minoristas y de la producción industrial en el margen no se reflejó en las expectativas de los agentes económicos, que en el último mes se deterioraron en su mayoría.

En el mundo emergente, la expansión de China en el tercer trimestre fue 7,3% anual, respaldada en parte importante por un aumento de la demanda externa. El gasto interno, en tanto, continuó en una trayectoria algo más lenta, visible en la evolución en lo que va del año del sector manufacturero, del comercio minorista y, en mayor medida, del sector inmobiliario. En América Latina, los últimos indicadores de actividad mensual retrocedieron en las principales economías, resaltando la desaceleración más intensa de Brasil. Llama la atención la ralentización algo más persistente que lo esperado de la economía peruana, que incluso llevó a sus autoridades a embarcarse en un nuevo plan de estímulo fiscal.

Respecto de las materias primas, el petróleo siguió bajando en el último mes. El WTI lo hizo en 7,9% y el Brent en 8,4%, transándose al cierre de esta minuta en valores por debajo de US\$80 el barril. En este descenso se han conjugado diversos factores: la caída de los precios de exportación del crudo desde Arabia Saudita e Irak a EE.UU., la mayor producción de este último y la incertidumbre acerca del posible recorte de las cuotas de producción de la OPEP, entre otros. En línea, la gasolina también disminuyó, aunque en menor medida debido al efecto contrario que ejerció el descenso de los niveles de inventarios. Con ello, las proyecciones de precios implícitas en los contratos futuros para estos productos se ajustaron a la baja.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, varios bancos de inversión internacionales han acotado sus perspectivas de precio del petróleo, principalmente para el 2015. El cobre, en tanto, no tuvo variaciones relevantes, resaltando de todas formas el incremento de las importaciones desde China en octubre.

Para esta reunión, las expectativas en su totalidad apuntan a una mantención de la TPM. Las que se obtienen de las encuestas no muestran cambios significativos en el último mes: tanto la EEE de noviembre como la EOF de la primera quincena del mismo mes estiman que la TPM seguirá en 3% durante todo el 2015. Las expectativas que se derivan de los precios financieros también se han mantenido relativamente estables respecto de la última Reunión y esperan algún alza de la TPM para fines del 2015. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,0 y 3,3% (3,0 y 3,1% en octubre) y a dos años plazo entre 3,5 y 4,1% (3,5 y 4,1% en octubre).