

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2015



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 11 de septiembre de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

La información conocida desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre es, en líneas generales, coherente con el escenario base planteado ahí. Por un lado, los datos de actividad y demanda de julio siguen dando cuenta de un crecimiento débil, con indicadores de confianza que no se recuperan en lo inmediato. Por otro, si bien la inflación de agosto fue superior a lo previsto, destacó el elevado aumento de sus componentes más volátiles, en particular los ligados a frutas y verduras frescas, toda vez que la parte subyacente —IPCSAE— estuvo en línea con lo esperado. De cualquier forma, el alto nivel alcanzado por la inflación, 5% anual, ratifica la preocupación planteada en el IPoM y confirma que sigue presente el riesgo que supone el elevado nivel alcanzado por la inflación anual del IPC. Las expectativas a plazos más cortos se han vuelto a elevar, en parte alineándose al escenario descrito en el IPoM. A dos años plazo la inflación esperada por los analistas consultados en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se ubica en 3%, mientras que en el caso de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), se elevó a 3,2%. Respecto de la TPM, las encuestas se alinearon con el supuesto metodológico del IPoM, esperando que la TPM comience a aumentar a fines de año. Por su parte, los precios de los activos financieros sugieren una trayectoria prevista para la TPM por sobre el supuesto de trabajo del IPoM. Para esta Reunión, el consenso apunta a una mantención de la TPM.

En el plano local, en agosto el IPC aumentó 0,7% (5,0% anual), por encima de las perspectivas del mercado incluidas en la EEE de agosto y la EOF de la segunda quincena de ese mes: 0,3 y 0,4%, respectivamente. En los días previos a la publicación de la cifra, los seguros de inflación se movían entre 0,4 y 0,5%. El nivel que ha alcanzado la inflación anual sigue siendo consecuencia, en lo principal, de la depreciación del peso y sus efectos directos e indirectos en los precios. El IPCSAE subió 0,4% en el mes, con lo que su variación anual se mantuvo en 4,9%. De cualquier forma, parte de la sorpresiva mayor inflación de agosto obedeció a elementos que no pueden asociarse directamente al efecto de la depreciación cambiaria. En particular, el fuerte aumento de precio que mostraron algunos ítems del grupo de frutas y verduras frescas y que, en línea con su comportamiento estacional, debería ir deshaciéndose en los meses venideros.

Más allá de la transitoriedad de algunos de los factores que afectaron la inflación de agosto, los altos niveles en los que ha oscilado el tipo de cambio en las últimas semanas y el ajuste del escenario base publicado en el IPoM de septiembre contribuyeron a elevar las expectativas inflacionarias privadas de corto plazo, en especial para fines del 2015 y a un año. A diciembre del 2015, la EEE de septiembre subió a 4,7% la proyección del IPC anual (4,2% en agosto), igual cifra que promediaron los seguros de inflación al cierre de esta minuta. A un año plazo, los movimientos fueron de menor magnitud. Los seguros de inflación, pese a alcanzar mayores cifras durante el mes, nuevamente apuntaban a un IPC anual de algo más de 3%, la EOF de la primera quincena de septiembre se mantuvo en 3,5% y la EEE de ese mismo mes aumentó a 3,7% (3,5% en agosto). A dos años plazo, mientras la EEE persistió en 3%, la EOF se elevó a 3,2%. Por otro lado, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería mostraron mayor volatilidad, subiendo en todos sus plazos relevantes, principalmente tras la publicación del IPoM con su nuevo escenario de inflación y TPM. En pesos y en UF lo hicieron en promedio cerca de 20 puntos base (pb), para duraciones de 2 a 10 años. Con esto, las compensaciones inflacionarias pertinentes (*swaps* promedio cámara 1 en 1) sobrepasaron el 3% en las últimas semanas. Para septiembre, los sondeos señalados y los seguros de inflación anticipan una variación mensual del IPC de 0,7%.

Respecto de la actividad, en julio el Imacec creció 2,5% anual (0,1% mes a mes desestacionalizado), cifra que resultó en línea con lo previsto en la EEE de agosto (2,4%), pero algo por sobre la proyección de mercado tras

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 13 de agosto y al 11 de septiembre de 2015.

BANCO CENTRAL DE CHILE

la publicación de las cifras sectoriales a fines del mes pasado (cercana a 2%). En el resultado incidió, principalmente, el mayor valor agregado de los servicios y de la industria manufacturera, efecto que se contrarrestó en parte por la caída de la actividad minera. Para la actividad de agosto, las expectativas que se recogen de la EEE dan cuenta de un desempeño similar al de julio (2,5% para el Imacec de agosto), tasa que también se espera para el tercer trimestre en su conjunto. Para el año 2015, la EEE sostiene su proyección en 2,2% y la reduce en el margen para el 2016 (de 2,8 en agosto a 2,7% en septiembre con la gran mayoría de los consultados que la ubican en un rango entre 2,5 y 3%), ambas proyecciones se enmarcan dentro del rango, y su respectivo sesgo a la baja, proyectado en el IPoM de septiembre.

Por el lado de la demanda, los indicadores de julio y agosto siguen la tendencia descrita en el IPoM de septiembre y dan cuenta de un bajo desempeño de la inversión y del consumo privado. Las importaciones de bienes de capital y de consumo sostuvieron niveles acotados en agosto. Para igual mes, las expectativas de consumidores (IPEC) volvieron a retroceder en la zona de pesimismo, y de manera generalizada en los subcomponentes que conforman el índice. Algo similar sucede con las expectativas empresariales (IMCE) que volvieron a caer, a excepción del sector comercio, y ubicarse en los niveles más bajos de los últimos años. Además, sigue contrastado la caída de las expectativas con el mejor desempeño relativo que ha tenido el rubro inmobiliario y de la construcción. En el caso de la industria, acompañado además con la percepción de que el uso de la capacidad instalada se ha vuelto a reducir y los niveles de inventarios se encuentran sobre el nivel deseado. En el comercio, en julio las ventas de bienes habituales se sostuvieron con un desempeño superior a las de bienes durables, impulsadas por los artículos de vestuario y calzado. En el caso de los bienes durables, las ventas de autos se mantuvieron con un débil comportamiento, y con una tasa de crecimiento anual negativa en julio. Las cifras que se recogen de la ANAC, muestran que ello prosiguió en agosto.

El mercado laboral se ha mantenido resiliente. En el trimestre finalizado en julio, la tasa de desempleo (INE) subió marginalmente: 6,6% (6,5% el mes anterior y hace un año), y la creación de empleo asalariado sigue creciendo a tasas anuales en torno a 2%. El crecimiento anual de los salarios nominales se situó en un rango entre 6,2 y 6,9% según la medición (6,3 y 6,7% el mes previo), en tanto que el de los salarios reales disminuyó en función del incremento en la inflación, fluctuando entre 1,5 y 2,2% (1,8 y 2,2% en junio).

En cuanto a las condiciones financieras, las tasas de interés de las colocaciones de crédito de consumo y comerciales aumentaron en agosto (en torno a 60 y 20pb, respectivamente), aunque se mantienen reducidas desde una perspectiva histórica, mientras que las de los hipotecarios se ubican en niveles similares a los de julio. Por su lado, con datos a agosto, el crecimiento real anual de las colocaciones de consumo y comerciales se redujo a 0,5 y 3,0%, respectivamente (1,5 y 4,1% anual en julio). Por el lado de las hipotecarias, se encuentran con expansiones anuales cerca de 10%.

En el plano internacional, las principales novedades siguen estando ligadas a los frecuentes episodios de volatilidad de los mercados financieros, asociados principalmente a los desarrollos en China y a las perspectivas de normalización de la tasa de política monetaria en EE.UU. Así, las bolsas cayeron a nivel mundial, se registraron importantes salidas de capitales desde los mercados emergentes y sus monedas se depreciaron fuertemente. En contraste, las tasas de interés de los bonos de gobierno de largo plazo mostraron movimientos acotados, con la excepción de algunos países de América Latina donde aumentaron, destacando Brasil. En lo más reciente, el retiro del grado inversor a Brasil por una clasificadora de riesgo también podría añadir volatilidad a los mercados latinoamericanos.

En este contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y de novedades acerca de la política monetaria local, el tipo de cambio también mostró una volatilidad importante, fluctuando entre \$675 y 705 por dólar en el último mes. Así, comparado con el momento de la Reunión previa subió 1,2%, ubicándose en valores algo por arriba de \$685 por dólar al cierre de esta Minuta. Con todo, la mayoría de las

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Septiembre 2015

monedas de los países emergentes y exportadores de materias primas se han depreciado de forma más marcada que el peso. El tipo de cambio multilateral que excluye el dólar (TCM-X) casi no varió desde agosto. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de agosto se ubicó en 100,9 (en su medida 1986=100).

Los precios de las materias primas mostraron alta volatilidad en el último mes. Por un lado, el petróleo registró un descenso relevante hasta fines de agosto, afectado por los desarrollos de China y la apreciación global del dólar, y luego se recuperó en función de datos de actividad más robustos de EE.UU., la recuperación parcial de la bolsa china y la desaceleración de la producción de petróleo en los países de la OPEP y en EE.UU. Comparado con el momento de la Reunión previa, el WTI aumentó 5% y el Brent disminuyó cerca de 3%, cotizándose hacia el cierre de esta Minuta en US\$45 y 48 el barril, respectivamente. Por su parte, el precio de la gasolina en la bolsa de Nueva York tuvo un descenso de 16%, que se asocia en gran parte a un fenómeno estacional, dado que finaliza la temporada de mayor demanda de este combustible en EE.UU.

El precio del cobre, también con vaivenes en el último mes, finalizó al cierre de esta minuta en niveles en torno a US\$2,4 la libra, cerca de 5% por sobre lo registrado en la Reunión del mes pasado. En la evolución del precio a lo largo del último mes se han conjugado diversos factores: las dudas sobre el crecimiento chino y sus efectos sobre la demanda por cobre, la mayor volatilidad en el mercado financiero global y los movimientos del valor del dólar, y el recorte de los planes de producción del metal anunciados por distintas mineras. Los analistas privados, en general, se han tornado más pesimistas en cuanto a sus proyecciones de precio para el corto plazo, aunque los valores son algo mayores a los proyectados para el cobre en el IPoM de septiembre. A largo plazo, la mayoría no ha cambiado significativamente sus proyecciones, manteniendo la visión de mayor estrechez de mercado hacia adelante, por lo que los precios podrían aumentar respecto de los niveles actuales en un horizonte mayor a cinco años. Los precios internacionales de los alimentos, por su parte, continuaron disminuyendo. El índice FAO de alimentos cayó 5,2% entre julio y agosto, impulsado por todos sus componentes, con excepción de las carnes. A ello habrían contribuido los bajos precios de la energía y las preocupaciones sobre el menor dinamismo de China.

En cuanto a la actividad mundial, en EE.UU. el crecimiento del segundo cuarto se corrigió al alza a 3,7% trimestral anualizado, confirmando la solidez de su crecimiento, el que ha sido impulsado tanto por el consumo como por la inversión. Las últimas cifras del mercado laboral confirman su mayor robustez, alcanzando la tasa de desempleo 5,1% en agosto. Ello, a pesar de que la creación de empleo (173 mil nuevos empleos) fue menor que el mes pasado (245 mil) y que lo esperado por el mercado (220 mil). De todos modos, se debe mencionar que se produjeron importantes revisiones al alza en los datos previos, lo que matizó la cifra en el margen. Por su parte, la Eurozona mantiene un panorama de recuperación gradual, registrando un crecimiento de 1,4% trimestral anualizado en el segundo cuarto del año. Junto con ello, los últimos indicadores de actividad y confianza muestran una evolución positiva en el margen. Con todo, el Banco Central Europeo (BCE) recortó sus proyecciones de actividad para la región en los próximos años, lo que atribuyó a una menor actividad global prevista.

En China, distintos indicadores dan cuenta de un menor desempeño de su actividad y analistas del mercado disminuyeron sus proyecciones de crecimiento para los próximos años. En lo más reciente destaca la caída de sus importaciones en agosto: en torno a 14% anual. En América Latina, los bajos precios de las materias primas y el deterioro en las cifras de actividad han continuado reduciendo las expectativas de crecimiento. La actividad en Brasil cayó 2,6% anual en el segundo trimestre y su mercado laboral muestra un marcado deterioro. Además, como ya se indicó, en lo último destacó la reducción de la clasificación de riesgo de su deuda soberana en moneda extranjera por debajo del grado de inversión, por parte de una de las clasificadoras de riesgo internacionales.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Los menores precios en dólares, principalmente del petróleo, han presionado a la baja la inflación en los países desarrollados. En EE.UU. se encuentra cercana a cero, sin embargo, el IPC subyacente, que no incluye alimentos ni energía, se mantiene estable y algo por debajo de 2% anual. En cuanto a su política monetaria, los mercados han ido postergando sus expectativas de un inicio de alza de tasas hacia fines de año. En la Eurozona, los bajos niveles de inflación responden también al aún lento ritmo de recuperación de la actividad. El BCE redujo sus proyecciones de inflación en lo venidero, lo cual, junto con el recorte de crecimiento proyectado, llevó a su autoridad a señalar que, de ser necesario, ampliaría su programa de compra de activos. En América Latina, la elevada inflación no da espacio para mayor relajamiento de política monetaria, a pesar del bajo dinamismo de la actividad en la mayoría de sus economías. Destacó Perú que aumentó en 25pb su tasa rectora. Para el resto de las economías, desde la Reunión anterior prevalecieron las mantenciones de política monetaria. La excepción fue Nueva Zelanda que bajó su tasa en 25pb ante un escenario interno de baja inflación, menor actividad y expectativas de personas y empresas más débiles.

En Chile, las expectativas para la TPM que se deducen de las encuestas se ajustaron al escenario de TPM descrito en el IPoM de septiembre, el que asumía como supuesto de trabajo que la tasa de instancia aumentaría a fines de este año o inicio del próximo. Así, tanto la EEE como la EOF prevén que la TPM se ubicará en 3,25% en diciembre y que a dos años plazo estará en 4%. Por su parte, las expectativas que se deducen de los precios de los activos financieros tuvieron un alza respecto del cierre del IPoM, ubicándose por sobre el supuesto allí comunicado, el que indicó que la trayectoria era similar a la implícita en los precios de los activos financieros al cierre estadístico del IPoM. Para esta Reunión, el consenso prevé una mantención de la TPM.