

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 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 10 de noviembre de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

La información conocida en el último mes sigue, en líneas generales, enmarcada dentro del escenario previsto en el IPoM de septiembre. En particular, tanto el crecimiento de la actividad como la inflación para el 2015 se ubican en valores congruentes con los previstos. Si bien el Imacec de septiembre se situó por sobre las expectativas privadas, la mayoría de los indicadores continúan mostrando un dinamismo acotado, con un crecimiento entre 2 y 2,5% por ya varios meses. A su vez, los índices de confianza de consumidores y empresariales, excluido la minería, tuvieron un leve repunte, pero siguen en zona claramente pesimista. La inflación de octubre estuvo algo por sobre lo previsto por el mercado, compensando las sorpresas en dirección opuesta del mes previo. Con todo, su variación anual sigue elevada: 4,0%. Respecto de las expectativas, las a un año plazo se sitúan entre 3 y 3,5%, mientras a plazos más largos permanecen en 3%. En el plano internacional, la volatilidad ha disminuido en comparación con meses previos, pero los riesgos siguen presentes, principalmente asociados a la evolución de las economías de China y Brasil. El precio del cobre y del petróleo disminuyeron en el último mes. Sobre la Reserva Federal, los datos más recientes y su propia comunicación, apuntan a que el primer aumento de tasa se dará en diciembre. Respecto de las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM), para esta Reunión los precios de los activos financieros y la mediana de las encuestas muestran divergencias. Los primeros apuntan a un aumento de 25 puntos base (pb) y la segunda a una mantención en 3,25%.

En octubre, la variación mensual del IPC fue 0,4%, superando las proyecciones de mercado según distintas mediciones —Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre, Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de ese mes y los seguros de inflación—, que fluctuaban entre 0,2 y 0,3%. En términos anuales, el IPC se redujo a 4% (4,6% en septiembre) debido a la alta base de comparación de igual fecha del año pasado, cuando se observó un aumento significativo del precio de algunos alimentos. La variación anual de la inflación subyacente (IPCSAE) —que no incluye estos alimentos— no mostró mayores cambios y continúa en valores cercanos a 5%, tanto la de bienes como la de servicios.

Para los restantes meses del año, los diferentes agentes económicos esperan inflaciones mensuales acotadas, de hecho, un poco menores que las previstas al cierre de la Reunión anterior. La EOF de la primera quincena de noviembre, la EEE del mismo mes y los seguros de inflación apuntan a valores iguales o algo por debajo de 0,1% en cada mes. Con ello, el IPC total esperado a diciembre de este año según la EEE y el promedio de los seguros de inflación en los días previos al cierre estadístico actual se ubicó en torno a 4,5% anual. Para plazos más extensos, las expectativas de mercado tampoco cambiaron mucho desde octubre. A un año, la EEE y la EOF continuaron en 3,5 y 3,2%, respectivamente, a la vez que los seguros de inflación siguieron oscilando levemente por encima de este último valor. A dos años plazo, tanto los sondeos como las compensaciones inflacionarias relevantes (*swaps* promedio cámara 1 en 1) persisten alrededor de 3% anual.

En cuanto a la actividad, en septiembre el Imacec creció 2,6% anual (1,1% mes a mes desestacionalizado), ubicándose por sobre las proyecciones de la EEE de octubre (1,8% anual) y las estimaciones de mercado conocidas con posterioridad a la publicación de las cifras sectoriales del INE a fines del mes pasado (2,2% anual en promedio). En el resultado incidió, principalmente, el mayor valor agregado de los servicios y de la industria manufacturera. Según el INE, la producción en ese sector creció 1,8% anual. De esa cifra 1 punto porcentual se explicó por la elaboración de bebidas y alimentos (principalmente vinos). En la minería, por su parte, la producción de cobre creció 0,5% anual (luego de registrar caídas en julio y agosto), lo que contribuyó a compensar la menor elaboración de otros metales. Así, considerando los Imacec publicados, en

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 15 de octubre y al 10 de noviembre de 2015.

el tercer trimestre la actividad habría crecido 2,1% anual^{2/}. Tras el último Imacec, las proyecciones de mercado para el 2015 y 2016 se mantuvieron prácticamente sin cambios. Para este trimestre estas indican que la economía se mantendrá creciendo a una tasa anual similar a la del tercer trimestre del año. La EEE de noviembre adelanta una expansión de 2,0% anual en octubre, de 2,0% para la actividad del cuarto trimestre del 2015 y de 2,1% para el año en su conjunto (2,0% en octubre). Para el 2016, el crecimiento proyectado se ajustó marginalmente a 2,3% (2,4% en octubre), mientras que para el 2017 la estimación se mantuvo en 3,0%.

Con respecto a la demanda, los indicadores de consumo e inversión se mantienen con un desempeño bajo y dentro de lo proyectado en el IPoM de septiembre. Por el lado del consumo, el Índice de Ventas del Comercio al por Menor (IVCM) del INE se expandió, en términos reales, a una tasa anual mayor a la del mes anterior, aunque puesto en perspectiva no reflejan un cambio en la tendencia de meses previos. Por un lado, el crecimiento anual del consumo durable fue favorecido por las ventas de equipamiento para el hogar. Por otro lado, el consumo no durable continuó impulsado por el segmento de vestuario y calzado, con un desempeño superior al mes previo, pero aún dentro de las cifras más bajas del 2015. Asimismo, las importaciones nominales de bienes de consumo desestacionalizadas, aunque registraron un leve repunte, se mantienen en torno a los niveles de los meses anteriores. Las expectativas de consumidores (IPEC) subieron por segundo mes consecutivo, pero se mantienen en la zona de pesimismo.

En el mercado laboral, la tasa de desempleo del INE para el trimestre móvil terminado en septiembre se ubicó en 6,4% (6,5% en el trimestre móvil previo), mientras que la tasa de desempleo para el Gran Santiago entregada por la Universidad de Chile subió hasta 7,1% (6,5% en junio). Cabe notar que, en ambos casos, el indicador se encuentra en niveles bajos en comparación con sus respectivos promedios históricos. Según categoría ocupacional, los resultados de ambas encuestas dan cuenta de un mayor crecimiento interanual de los trabajadores cuenta propia (5,0% INE; 4,3% U. de Chile) en comparación a los asalariados (2,7% INE; 1,2% U. de Chile). Respecto de la composición sectorial, el INE destacó las alzas registradas en enseñanza, construcción y hoteles y restaurantes, las que fueron en parte compensadas por las bajas anotadas por la industria manufacturera y la minería. En cuanto a los salarios, el crecimiento anual de los nominales aumentó marginalmente, situándose en un rango entre 5,9 y 6,6% (5,8 y 6,4% el mes previo). El crecimiento anual de los salarios reales subió respecto del mes pasado, fluctuando entre 1,2 y 1,9% (0,8 y 1,3% en agosto), aunque se mantiene bajo su promedio histórico.

En cuanto a la inversión, el crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital ha aumentado en los últimos meses, situándose en tasas positivas. Con todo, buena parte de este aumento responde a mayores internaciones de vehículos de transporte aéreo^{3/} y no, necesariamente, a un cambio generalizado en el comportamiento de este tipo de inversión. Las expectativas empresariales (IMCE) se mantienen en la zona de pesimismo, aunque con algunos sectores, como construcción e industria que tuvieron un repunte en el último dato. En cambio, comercio y minería mostraron un deterioro. Para la actividad de la construcción, las ventas de viviendas en el tercer trimestre (CChC) continuaron señalando un buen desempeño, a pesar de que algunos indicadores dan cuenta de cierto debilitamiento (a excepción del empleo). Por su lado, el catastro de la CBC de septiembre del 2015 no muestra grandes correcciones con respecto al informe anterior, dando cuenta de cambios marginales en 2015 y 2016 debido a la postergación de proyectos, mientras que para 2017 y 2018 se corrigió al alza por la incorporación de un nuevo proyecto minero.

^{2/} El 18 de noviembre se darán a conocer las cifras de Cuentas Nacionales para el tercer trimestre que pueden diferir de estos valores.

^{3/} Según información entregada en "11th Annual Latin America Airfinance Conference" (21 de septiembre de 2015)

<http://www.latamairlinesgroup.net/phoenix.zhtml?c=251289&p=irol-presentations>

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2015

El Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de noviembre dio cuenta de un nuevo deterioro de la percepción de los entrevistados sobre el desempeño de sus negocios y la mayoría no prevé que estos tengan una mejoría significativa en lo inmediato. Según los consultados, este mismo hecho ha dado paso a un mayor control de costos, incluyendo la dotación de personal, la realización de inversiones estrictamente necesarias y el recorte de precios de venta para mantener participación de mercado. Varios entrevistados señalan que el tipo de cambio sigue siendo un factor que ha presionado los costos de manera relevante, pero su traspaso no ha sido completo y, probablemente, no lo será, dada la debilidad de la demanda. A nivel país, se percibe un mercado laboral más holgado, menores presiones salariales y una baja en la rotación del personal.

En cuanto a las condiciones financieras, las tasas de interés de las colocaciones, aunque con vaivenes, siguen en o cercanas a sus niveles mínimos de varios años. Con información a octubre, las tasas asociadas a los créditos comerciales y de consumo cayeron en el margen (del orden de 10pb) y la de los hipotecarios no tuvo movimientos significativos. Las colocaciones comerciales volvieron a mostrar un incremento algo más notorio de su expansión anual, tanto en términos nominales como reales (de 4,9 a 5,9% real anual), aunque siguen por debajo de su promedio de los últimos diez años. Aunque menos marcado, las colocaciones de consumo y de vivienda también elevaron su crecimiento: 2,1 y 11,2% real anual, respectivamente (1,5 y 10,8% en septiembre).

En el plano internacional, el último mes se caracterizó por una disminución de la percepción de riesgo y de la volatilidad a nivel mundial. Por una parte, ello respondió a que el crecimiento del PIB del tercer trimestre de China se ubicó por sobre lo esperado, disipando las dudas del mercado sobre una desaceleración más fuerte de su actividad, más allá de que datos parciales en el margen fueron menos auspiciosos. Por otra parte, en Estados Unidos, el último reporte de empleo afianzó las expectativas de los agentes del mercado respecto de la fortaleza de su economía. Así, junto con la comunicación reciente de la Fed y de sus autoridades, el mercado elevó la probabilidad de que la primera alza de tasa se dé en diciembre de este año. En este contexto, las bolsas aumentaron, los premios por riesgo disminuyeron y continuaron atenuándose las salidas de capital desde economías emergentes. Las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de las economías desarrolladas mostraron un incremento y el dólar se apreció a nivel mundial. Una excepción fue el peso colombiano, que ganó valor frente al dólar en un contexto de aumento de su tasa de política monetaria por sobre lo esperado por el mercado y en medio del anuncio de su autoridad monetaria de intervenir el mercado cambiario.

En Chile, la paridad peso/dólar se depreció 3% respecto de la Reunión anterior. En los días posteriores a la Reunión de octubre alcanzó su menor valor en este período: en torno a \$674 pesos por dólar. Luego, aumentó y al cierre de esta Minuta llegó a valores cercanos a \$700 por dólar. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de octubre se ubicó en 98,7 (en su medida 1986=100). Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería, en pesos y UF, aumentaron del orden de 20 y 25pb en promedio, respectivamente, para duraciones de 2 a 10 años. El incremento algo más marcado de las tasas reales se dio, principalmente, en los plazos más cortos.

Los precios de las materias primas registraron movimientos principalmente a la baja. El petróleo WTI y Brent, con algunos vaivenes en el mes, finalizaron con una disminución promedio de 4,5%, transándose hacia el cierre de esta minuta en torno a US\$45 el barril. La gasolina, por su parte, aumentó algo más de 5% con respecto a la Reunión previa, ante una disminución de inventarios más allá de lo esperado por el mercado. El precio del cobre disminuyó 6% en igual período y, al cierre de esta minuta, se transaba algo por encima de US\$2,2 la libra. Las proyecciones de mercado tanto para el precio del petróleo como del cobre se han ajustado nuevamente a la baja para el 2016. Los precios de los alimentos en las bolsas internacionales, tras algunos vaivenes durante el mes, disminuyeron 2,3% respecto de la Reunión anterior.

BANCO CENTRAL DE CHILE

El panorama de actividad global no registró mayores cambios respecto de meses previos. En EE.UU. y el Reino Unido, el crecimiento del tercer cuarto, en su primera entrega, continúa mostrando una expansión moderada de la actividad, aunque algo por debajo de lo esperado por el mercado. En ambos países, la apreciación de sus monedas habría impulsado el mayor dinamismo del consumo privado, en desmedro de las exportaciones. En la Eurozona, las perspectivas industriales de octubre medidas por los PMI manufactureros, en general sorprendieron al alza, y se encuentran por sobre el pivote de expansión. La Comisión Europea actualizó sus proyecciones para el bloque, sin cambiar mayormente su visión de una recuperación gradual. Japón mostró un impulso menor ante indicadores de ventas minoristas, importaciones y exportaciones por debajo de lo esperado por el mercado. En el mundo emergente, las cifras de China mostraron en el margen cierto debilitamiento reflejado en la continua desaceleración de su actividad industrial y caídas de las exportaciones e importaciones. La economía continúa mostrando un rebalanceo del crecimiento hacia el consumo y los sectores de servicios. En lo último sorprendió la inflación de octubre algo más baja de lo esperado por el mercado. América Latina sigue mostrando señales de mayor deterioro, en particular Brasil mantiene débiles indicadores de actividad y altos registros de inflación y desempleo.

En cuanto a las políticas monetarias, el BCE ha dado señales de estar preparado para entregar mayor estímulo monetario hacia fines de año. Ello se fundamenta en los bajos registros de inflación, en tanto que la actividad no muestra mayores cambios y se espera continúe con su gradual recuperación. Suecia anunció el aumento en su programa de compras de activos. En el mundo emergente, la autoridad monetaria china recortó tanto las tasas de depósitos y créditos, como el requerimiento de reservas a los bancos. También destacó su decisión de eliminar el techo a la tasa de depósitos en los bancos, como un paso más para entregar mayor relevancia al mercado en la determinación de los precios. En América Latina, Colombia, como ya se señaló, volvió a subir su tasa de instancia, en 50pb en medio de una inflación efectiva y expectativas elevadas.

En Chile, las expectativas para la TPM derivadas del precio de los activos financieros incorporaron un alza adicional en el horizonte de política monetaria, postura que se fue afianzando conforme los datos de actividad e inflación sorprendieron al alza a las proyecciones del mercado. Las encuestas siguen adelantando dos aumentos de la tasa de referencia en el transcurso del 2016. Así, a un año plazo las distintas medidas de expectativas apuntan a un rango entre 3,75 y 3,93% (más cercano a 3,75% en octubre), en tanto a dos años plazo, entre 4 y 4,29% (entre 3,75 y 4,08% en octubre). Para esta Reunión, la mediana de las encuestas apuesta a una mantención de la TPM, aunque con alguna dispersión respecto de la opción de subir, mientras los precios financieros señalan un aumento de 25pb.