

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

Noviembre 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 10 de noviembre de 2017.

Síntesis del mes^{1/}

La principal novedad del mes volvió a ser la inflación que, a diferencia del mes previo, estuvo por encima de lo esperado. El IPC aumentó 0,6% en octubre y su variación anual se elevó hasta 1,9%. De todos modos, su incremento anual sigue estando por debajo de lo previsto en el último IPoM. La inflación subyacente, por su parte, fue 0,3%, con lo que su variación anual se ubicó en 1,9%, en línea con lo anticipado en dicha ocasión. En septiembre, el crecimiento anual del Imacec bajó hasta 1,3%, dando cuenta de la volatilidad de la serie, pero en línea con lo considerado en el escenario base del IPoM. Por el lado del gasto, sigue un mejor desempeño relativo de los sectores ligados al consumo, y uno menor de los sectores relacionados con la inversión, en especial en construcción. En el ámbito externo, se mantienen perspectivas positivas para la actividad mundial. Destacó el aumento del precio del petróleo. En este contexto, las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) que se extraen de los precios de los activos financieros y la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de noviembre anticipan una mantención prolongada en 2,5%. En tanto, las que se derivan de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de noviembre prevén una baja de 25 puntos base (pb) en los próximos meses. A dos años, las expectativas para la TPM se ubican entre 3 y 3,3%.

Como se mencionó, en octubre el IPC aumentó 0,6%, por sobre las expectativas de mercado que se ubicaban entre 0,2 y 0,3% en sus distintas fuentes. El dato del mes dio cuenta de un relevante aporte de los componentes más volátiles y algunos elementos puntuales en el caso del IPCSAE. Así, los alimentos variaron 0,9% mensual (-0,6% en septiembre) incidiendo algo menos de 0,2 puntos porcentuales (pp) en la inflación total. Por su parte, la energía mostró un cambio mensual de 2%, resaltando el aumento de las tarifas eléctricas, según el INE, debido a la implementación del mecanismo de equidad tarifaria residencial. El IPCSAE subió 0,3% (0,1pp por sobre lo considerado en la encuesta de Bloomberg), con un componente de servicios que sigue mostrando incrementos positivos (0,3%) y de bienes que se alzó 0,5%, interrumpiendo una seguidilla de registros nulos o negativos durante los meses anteriores. En los bienes llamó la atención el ítem de paquete turístico, que ha exhibido gran volatilidad durante el año y que, al igual que el mes anterior, explicó parte relevante de la inflación de este componente. En términos anuales, la variación del IPC aumentó a 1,9% desde el 1,5% de septiembre, mientras que el IPCSAE subió en el margen hasta 1,9% (1,8% el mes previo).

Las expectativas de inflación no muestran mayores cambios respecto del mes pasado, excepto para diciembre de este año, fecha a la cual muestran un aumento tras la sorpresa de octubre. Así, a diciembre, los seguros de inflación y la que se deduce de la EEE de noviembre subieron la inflación prevista a 2 y 2,1% (1,6 y 1,8% en octubre). Tanto a un año como a dos años plazo, las distintas medidas de expectativas no tuvieron mayores modificaciones (en todo caso, la EOF de la primera quincena de noviembre se aplicó con anterioridad a la publicación del dato de IPC): a un año plazo las diferentes medidas prevén que la inflación se ubicará entre 2,2 y 2,5% (2,1 y 2,5% en octubre). A dos años plazo, la EOF de la primera quincena de noviembre adelanta 2,65% (2,6% en la primera quincena de octubre) mientras que la implícita en los precios de los activos financieros se ubican entre 2,5 y 2,9% (2,5 y 2,8% en octubre). La EEE de noviembre la mantiene en 3%. Para noviembre, la totalidad de los agentes del mercado apunta a un registro de inflación nulo.

La actividad interna ha evolucionado dentro de lo previsto en el IPoM. El Imacec de septiembre creció 1,3% anual, esto es 0,7 y 0,3pp por debajo de lo esperado en la EEE de octubre y las expectativas de mercado (encuesta Bloomberg) tras publicarse las cifras sectoriales del INE, respectivamente. Por componente, la

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 19 de octubre y al 10 de noviembre de 2017.

BANCO CENTRAL DE CHILE

actividad minera se expandió 8,5% anual, mientras que la no minera sigue con un crecimiento acotado (0,7% anual). Este último, mantiene la dinámica de meses previos con un débil desempeño del sector construcción y uno mejor de las actividades de comercio y servicios. Destaca el aumento de las exportaciones desde hace algunos meses, en particular mineras e industriales (32 y 17% anual en octubre, respectivamente). Considerando los Imacec conocidos, el PIB habría crecido 2,2% anual el tercer trimestre ^{2/}. De esta forma, la economía ha aumentado gradualmente su tasa de expansión anual. En este contexto, las expectativas privadas que se extraen de la EEE de noviembre mantuvieron la proyección de crecimiento para este y los próximos dos años en 1,5, 3,0 y 3,3%, respectivamente.

Por el lado del gasto interno, se mantiene la divergencia entre sus componentes. Así, el consumo y la inversión en maquinaria y equipos siguen con un mejor desempeño relativo respecto de la construcción. En septiembre, el índice de actividad del comercio al por menor (IACM) creció 3,5% anual (4,9% en agosto). Si bien sigue impulsado por el incremento de las ventas de durables, su expansión anual se redujo respecto del mes previo de 20 a 12%, principalmente por un menor crecimiento de las ventas del rubro automotriz, luego del importante incremento que tuvieron en agosto (16 y 36% anual, respectivamente), aunque también por un menor crecimiento del equipamiento para el hogar. Por su parte, los bienes no durables crecieron a una tasa similar a la de los últimos meses (1,8% en septiembre versus 1,6% en agosto). De todos modos, el índice IACM total y sus componentes en niveles se mantienen relativamente estables. Datos parciales de octubre muestran que las importaciones nominales de bienes de consumo mantuvieron un crecimiento similar al de los últimos meses: 15% anual. Por su parte, las ventas de automóviles nuevos crecieron 17% de acuerdo con lo reportado por ANAC (9,5% en septiembre).

El comportamiento del consumo ha estado acorde con la evolución de sus determinantes. En el mercado laboral, de acuerdo con el INE, en el trimestre móvil terminado en septiembre la tasa de desempleo se ubicó en 6,7%, sin grandes cambios respecto de meses anteriores o un año atrás. El empleo total creció a una tasa similar a la del registro previo: 2,3% anual, aunque con una menor expansión anual del empleo asalariado respecto del mes anterior (0,7% versus 1,5%) y una mayor del empleo por cuenta propia (6,6% versus 4,5%). En cuanto a los salarios, considerando la serie empalmada con año base 2016=100, los nominales redujeron su tasa de crecimiento anual respecto del mes previo a un rango entre 4 y 4,6% (4,2 y 4,7% en agosto). Mientras que los reales, aumentaron su expansión anual a 2,6 y 3,1% (entre 2,3 y 2,8% el mes anterior). En este contexto, la masa salarial real creció en torno a 3,5% anual (2,5% el segundo trimestre). Los datos del mercado laboral del tercer trimestre para el Gran Santiago reportados por la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, dan cuenta de un aumento de la tasa de crecimiento del empleo a 3,1% anual en dicho período. Ello responde a una mayor expansión de empleo asalariado: 3,7% anual mientras que el por cuenta propia decreció 0,3% anual. La tasa de desempleo para el Gran Santiago se ubicó en 7,2%, menor a la del segundo trimestre pero igual a la de hace un año. Respecto de las expectativas de los consumidores, en octubre el índice agregado del IPEC se mantuvo en niveles similares a los de septiembre, permaneciendo en la zona de pesimismo. Por componentes, las intenciones de compra de artículos para el hogar y la percepción de la situación económica del país a 12 meses siguen en la zona optimista.

Respecto de la inversión, las importaciones de bienes de capital descontadas las de transportes no regulares, crecieron en torno a 16% anual en octubre (14% en septiembre). Respecto del componente de construcción y otras obras, la mayoría de los indicadores del sector muestran un débil desempeño, con variaciones anuales negativas y si bien en términos de niveles algunos muestran cierta estabilización, otros siguen con una tendencia a la baja. Las cifras de la Cámara Chilena de la Construcción del tercer trimestre dan cuenta de un leve aumento de las ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago comparado con el segundo trimestre. En

^{2/} Conforme al calendario de difusión de las Cuentas Nacionales, los resultados preliminares del PIB correspondientes al tercer trimestre del año y las revisiones al primer y segundo trimestre, serán difundidos el próximo 20 de noviembre.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, noviembre 2017

esta misma línea el stock de viviendas disponible disminuyó, pero sigue sobre el promedio de los últimos diez años, al igual que los meses para agotarlo. De acuerdo con lo reportado en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de noviembre, se observa un mayor dinamismo de las ventas de viviendas privadas, en particular con subsidio, en algunas zonas del país. El Catastro de la Corporación de Bienes de Capital corrigió a la baja la inversión total para este año, principalmente por la postergación de proyectos hacia el 2018 y 2019, ajustando al alza la inversión total para dicho período.

En cuanto a las expectativas empresariales (IMCE) en octubre, volvieron a tener cierta mejora respecto del registro anterior, aunque se mantienen en la zona de pesimismo. De todos modos, destaca el aumento de la percepción futura de la situación del negocio y en especial para la situación global de país en el agregado, excluyendo el sector minero, que desde agosto se ubican en la zona optimista. En esta misma línea, el IPN de noviembre da cuenta de una evidente mejora en el ánimo de los entrevistados. Esta se basa mayormente en una visión más optimista para el desempeño de sus negocios en el 2018, y no necesariamente en una mejora efectiva de los mismos. De hecho, la marcha actual de los negocios no difiere sustancialmente de lo observado en el Informe previo, y se mantiene un grado relevante de heterogeneidad entre sectores y macrozonas. Los sectores asociados a la construcción y la inversión continúan mostrando desempeños débiles, incluso con caídas en comparación con el año pasado.

Respecto de las condiciones crediticias locales, en octubre las tasas de interés de las colocaciones permanecieron en valores históricamente bajos. Las de consumo y comerciales se redujeron algo más de 40 y 20pb, respectivamente, en tanto las hipotecarias tuvieron escasa variación. Los cambios de los dos primeros segmentos estuvieron ligados, como en meses previos, en parte a elementos de composición, a la vez que revirtieron —total o parcialmente— los aumentos consignados en septiembre. El crecimiento real anual de los diferentes tipos de préstamos mostró cierto descenso, aunque afectado por el último dato de inflación.

En el escenario internacional, las cifras de actividad y sus perspectivas siguen positivas. En particular, los datos efectivos del tercer trimestre de varias economías sorprendieron positivamente a las proyecciones del mercado. Ello coincide con el mayor dinamismo de la producción industrial y el comercio global. Respecto de la actividad en las economías desarrolladas, en EE.UU. la entrega preliminar del PIB del tercer trimestre (3,0% t/t anualizado) se situó por sobre lo anticipado por el mercado y mantuvo un desempeño similar al del trimestre previo. En el resultado destaca el efecto de los huracanes: con un aumento en la variación de existencias y el consumo de bienes durables, reflejado, por ejemplo, en el relevante incremento que tuvieron las ventas de automóviles. A su vez, la disminución de la inversión en activo fijo fue reflejo del peor desempeño de sus componentes. La actividad en la Eurozona también sorprendió positivamente a la proyección del mercado, expandiéndose 2,5% anual en el tercer trimestre, y en donde el detalle por países conocido hasta el momento sigue apuntando a un crecimiento sincronizado. Lo último, coincide con indicadores de confianza que, en general, han continuado mejorando y tasas de desempleo que han seguido reduciéndose, ubicándose en niveles no vistos desde el 2009. En el Reino Unido, el PIB creció 1,5% anual, resultado similar al del trimestre anterior y a lo previsto por el mercado. Destaca el mayor dinamismo del sector manufacturero, compensando el peor desempeño de construcción y servicios. A este comportamiento de la actividad en los países desarrollados, se suman índices de confianza que continúan en terreno expansivo, resaltando las manufactureras.

El panorama de inflación no muestra grandes novedades respecto de la Reunión previa, con medidas subyacentes que aún siguen contenidas y por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales en gran parte del mundo desarrollado. En su última reunión, la Reserva Federal (Fed) no modificó la tasa de los Fondos Federales (ffr), en línea con lo esperado por el mercado. Destacó, además, el sólido crecimiento económico y la fortaleza del mercado laboral, pese al paso de los huracanes, en un contexto en que la inflación persiste débil. La probabilidad implícita en los precios de los activos ha seguido aumentando y

BANCO CENTRAL DE CHILE

adelanta que en diciembre la ffr subirá por tercera vez en este año. El Banco Central Europeo anunció que reducirá la compra de activos, medida que registrará entre enero y septiembre del 2018, aunque señaló que su duración podría ser extendida de ser necesario. Por su parte, el Banco de Inglaterra subió su tasa rectora (25pb), en línea con lo previsto por el mercado.

En el mundo emergente, el crecimiento del PIB de China en el tercer trimestre (6,8% anual) resultó en línea con lo previsto por el mercado. . La economía sostuvo un dinamismo relativamente similar al de trimestres previos, impulsado por su sector terciario, mientras que el menor desempeño en la construcción y la industria estaría asociado en parte a la implementación de medidas restrictivas por parte del gobierno chino. Entre los fundamentos del consumo, resalta el mayor crecimiento de los ingresos disponibles y la mejora en la confianza de consumidores. En el Congreso del Partido Comunista se reforzó la visión de privilegiar la calidad del crecimiento económico, además de continuar con las reformas en ciertos sectores de oferta y en el sistema financiero. No obstante, algunos riesgos permanecen latentes, en particular los relacionados con el alto nivel de endeudamiento. Los indicadores de corto plazo han mostrado resultados mixtos y las perspectivas sectoriales permanecen en terreno favorable, más allá de cierta moderación reciente. Esto, en un contexto en que su autoridad monetaria ha vuelto a inyectar liquidez. En América Latina, las medidas de actividad de corto plazo han mostrado comportamientos mixtos, en medio de niveles de confianza empresarial y de consumidores que han continuado mejorando. Esto, sumado al favorable escenario externo, se ha traducido en una visión del mercado que, en general, prevé una mayor expansión de la actividad en el 2018 respecto de este año. La inflación, en general, ha seguido afectada por menores precios de alimentos. En materia de política monetaria, destacan los recortes de tasas efectuados por los bancos centrales de Brasil (75pb), Colombia (25pb) y Perú (25pb).

Los mercados financieros externos siguen reflejando condiciones holgadas. Los principales indicadores de volatilidad continúan contenidos, más allá de algunos vaivenes, lo mismo que los premios por riesgo soberanos (CDS a 5 años) y corporativos (CEMBI). Las plazas bursátiles y las tasas de interés de largo plazo persisten en niveles favorables en perspectiva, aunque con desarrollos algo dispares desde la Reunión pasada entre las economías desarrolladas y emergentes, con un mejor desempeño de las primeras. El dólar de EE.UU. se apreció frente al grueso de las monedas en el último mes, en un escenario en el que los flujos de capitales siguieron ingresando al mundo emergente.

En línea con el contexto internacional, en Chile la paridad peso/dólar se depreció del orden de 1,5% desde la Reunión anterior, transándose en torno a \$630 al cierre de esta minuta. Otras monedas tuvieron depreciaciones más marcadas, como en América Latina o algunos exportadores de materias primas. Con ello, diferentes medidas multilaterales del peso dan cuenta de un debilitamiento un poco menor (desde la Reunión pasada 0,9% el TCM y TCM-5, 0,7% el TCM-X). De esta forma, el tipo de cambio real (TCR), en su medición 1986=100, habría alcanzado 90,1 en octubre. El comportamiento de los *spreads* y la bolsa local (IPSA) en su mayoría sigue acoplado al de sus símiles externos, aunque con variaciones moderadas durante el mes.

Las tasas de interés de los papeles del Banco Central y de la Tesorería en pesos exhibieron variaciones acotadas comparando los cierres estadísticos de esta Reunión y la anterior, mientras que en UF tuvieron bajas de entre 22 y 48pb, revirtiendo en parte las alzas observadas el mes previo. La caída se produjo tras conocerse el comunicado de la Reunión previa y en lo más reciente afectó la sorpresa positiva de inflación.

El precio de las materias primas presentó movimientos mixtos respecto de la Reunión previa. En el mes, destacó el aumento en el valor del petróleo, en gran parte motivado por menores inventarios en EE.UU., el relativo cumplimiento de las cuotas de producción por parte de la OPEP y las señales de que se podrían extender, además de los conflictos geopolíticos recientes. Así, el precio del barril de petróleo subió hasta ubicarse en torno a US\$63 el Brent y 57 el WTI (algo más de 9 y 10% desde la Reunión previa, en cada caso).

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, noviembre 2017

En el cobre, respecto de la Reunión anterior, su valor disminuyó cerca de 2,6% y se ubicaba algo por debajo los US\$3,1 la libra al cierre de esta Minuta. No obstante, gran parte del período su precio se sostuvo por sobre los US\$3,1 la libra, lo que coincide con el comportamiento de algunos de sus fundamentos en el último tiempo: disminución de inventarios, los datos provenientes desde China y la evolución del dólar estadounidense durante el año, más allá de un reciente fortalecimiento. A ello se suma que las presiones derivadas de factores financieros siguen elevadas.

En este contexto, las perspectivas de mercado para la TPM implícitas en los precios de los activos financieros aumentaron para plazos más inmediatos tras conocerse el dato de inflación de octubre y no contemplan nuevos recortes en el horizonte de proyección, a la vez que continúan anticipando un nivel cercano a 3,3% para la TPM a dos años plazo. Similar proyección mantiene la EEE. La EOF, que fue aplicada con anterioridad a la difusión de la cifra de IPC, agrega un ajuste a la baja de 25pb respecto del cierre estadístico de la Reunión pasada y mantiene en 3% el nivel de la tasa rectora a fines del horizonte de política.