

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 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 febrero de 2017.

Síntesis del mes^{1/}

Dentro de las noticias conocidas desde la Reunión pasada, destacó la inflación de enero, que se ubicó por sobre lo anticipado por el mercado. El registro del mes estuvo determinado principalmente por la incidencia de los precios de bienes SAE y de la energía. Con todo, las expectativas de inflación a dos años plazo siguen en torno a 3%. En cuanto a la actividad, el Imacec siguió mostrando un crecimiento acotado, nuevamente afectado por la contracción en el sector minero. Por el lado de la demanda, sigue destacando la debilidad de la inversión, especialmente de su componente construcción y otras obras, mientras que por el lado del consumo los indicadores han dado señales de estabilidad en torno a los valores observados durante los últimos meses. En el ámbito externo, se fueron afianzando señales de recuperación del crecimiento, especialmente en el mundo desarrollado, las condiciones financieras se han mantenido favorables para las economías emergentes y los precios de las materias primas siguen en niveles por sobre los de mediados del año pasado. De todos modos, los riesgos inherentes al panorama mundial continúan presentes. En este contexto, las expectativas de mercado se encuentran divididas entre un recorte de 25 puntos base (pb) o una mantención para esta Reunión, la que de todos modos esperan se concretaría de aquí a marzo.

El Imacec de diciembre aumentó 1,2% anual (0,9% mes a mes desestacionalizado), en línea con el débil desempeño que ha mostrado la economía en los últimos meses. La cifra, sin embargo, fue superior al 1,0% anual anticipado por las expectativas recogidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y por el mercado luego de conocerse las cifras sectoriales del INE. La minería volvió a mostrar tasas de variación anual negativas (-3,0% anual), mientras que el resto de los sectores se expandió 1,6% anual, impulsado principalmente por los servicios y el comercio, lo que fue compensado en parte por la caída de la industria manufacturera. De este modo, considerando los Imacec del año, la economía habría crecido 1,5% anual en 2016^{2/}.

Las expectativas contenidas en la EEE de febrero pronostican un crecimiento de 1,3% anual para enero. Para febrero, por su parte, se espera un registro bajo tanto por el hecho que el 2016 fue año bisiesto, como por los efectos que pueda tener la paralización de Escondida. La proyección de la EEE para el primer trimestre del 2017 y para el año en su conjunto se ajustó a la baja hasta 1,1 y 1,9% anual, respectivamente (1,4 y 2,0% en la encuesta previa). Para el 2018 se mantuvo sin cambios (2,5%). Por su parte, la mayoría de los entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de febrero coincidió en que el 2017 tendrá un desempeño no muy distinto al del año pasado y han retrasado sus perspectivas de recuperación de crecimiento para el 2018. En el centro del país los consultados manifiestan que los incendios han generado un panorama de mayor incertidumbre, especialmente por los costos asociados a la reparación de los daños.

Por el lado de la demanda, la inversión sigue dando cuenta de un panorama débil. Las perspectivas de los empresarios (IMCE, sin minería), aumentaron nuevamente, pero permanecen en terreno pesimista. Destaca la percepción negativa del sector construcción, lo que coincide con la contracción de diversos indicadores sectoriales a diciembre (el Imacon, la superficie autorizada y el crecimiento anual del empleo en la construcción, entre otros). Lo anterior, a pesar de que tanto la oferta como las ventas de viviendas nuevas del cuarto trimestre en el Gran Santiago (CChC) continuaron recuperándose. Los meses para agotar stocks no mostraron mayores cambios respecto del trimestre previo y aún se encuentran en niveles elevados en comparación con los últimos cinco años. El Catastro de la Corporación de Bienes de Capital de diciembre mantuvo los montos de inversión privada en construcción y obras para el 2016-2017. No obstante, incrementó los niveles previstos para los dos años siguientes. Por otro lado, más allá de la volatilidad de 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 enero y al 10 de febrero de 2017.

^{2/} Conforme al calendario de difusión de las Cuentas Nacionales, la estimación del PIB 2016, así como las revisiones al primer, segundo y tercer trimestre, serán difundidas el próximo 20 de marzo. Estas cifras se publicarán sobre la base de la nueva Compilación de referencia 2013, presentada en diciembre 2016.

BANCO CENTRAL DE CHILE

serie, en enero el valor de las importaciones de bienes de capital, excluyendo los vehículos de transporte no comunes, subió 13,4% anual. Las importaciones de bienes de capital totales tuvieron una contracción anual de 3,0%.

Más allá de la volatilidad de los datos mensuales, el consumo tuvo tasas de crecimiento similares a la de meses previos y sus determinantes no presentan grandes cambios. El Índice de Ventas del Comercio al por Menor (IVCM) real aumentó 4,1% anual en diciembre (5,0% el mes previo). Las ventas de bienes durables también moderaron su expansión anual, pero continúan entregando el principal impulso al indicador, especialmente por las ventas de automóviles. El componente no durable del IVCM real creció 2,7%, destacando el aumento de las líneas de alimentos, bebidas y tabaco, que se suman al impulso que siguen entregando las ventas de vestuario y calzado. En enero, las importaciones nominales de bienes de consumo aumentaron 23,7% anual, continuando con la recuperación gradual que viene exhibiendo esta variable en los últimos meses. En tanto, las cifras de la ANAC de enero siguieron mostrando un importante dinamismo de las ventas de vehículos nuevos.

Entre los determinantes del consumo, las expectativas de los consumidores (IPEC) siguen mejorando paulatinamente en términos desestacionalizados, aunque todavía permanecen en la zona de pesimismo, pero el mercado laboral continúa ajustándose gradualmente. La tasa de desempleo nacional (INE) para el trimestre móvil finalizado en diciembre y la tasa de desocupación de la U. de Chile de diciembre descendieron hasta 6,1 y 6,5%, respectivamente (6,2 y 7,2% en la encuesta previa). Ambas encuestas apuntan a que la creación de empleo continúa apuntalada por el crecimiento anual de los trabajos por cuenta propia, mientras que la creación de empleo asalariado ha sido prácticamente nula. Se suma el aumento de los trabajadores a jornada parcial involuntaria. El crecimiento anual de los salarios nominales siguió descendiendo, situándose en 5,4% el ICMO y 4,7% el IR. Los salarios reales permanecieron relativamente estables (en 2,6% el ICMO y 2,0% el IR). Tanto las mediciones nominales como las reales se ubican próximas a sus promedios históricos.

En cuanto a las condiciones financieras locales, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería nominales tuvieron escasa variación. Sin embargo, las reajustables mostraron descensos de hasta 35pb. Respecto de las tasas de interés de las colocaciones bancarias, se verificó un aumento de las de consumo (+66pb en el agregado), lo que se explica por una mayor participación de los créditos más caros en la mayoría de sus segmentos. Por su parte, en la cartera comercial el incremento (+24pb en el agregado) se debe a una mayor incidencia de los sobregiros, que tienen una tasa superior a la del resto de los componentes de este segmento. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios no mostraron cambios relevantes. El crecimiento real del crédito continúa en una senda de desaceleración paulatina iniciada hace varios trimestres en la mayoría de las carteras. Esto se verifica especialmente en el segmento hipotecario, que alcanzó una expansión real anual de 6,2% (6,7% en diciembre). El comercial cayó hasta 1,6% (2,1% en diciembre), mientras que los préstamos de consumo continuaron creciendo algo por sobre 5% real anual.

En enero, la inflación mensual fue de 0,5%, cifra que se situó por encima de las diversas expectativas del mercado: cerca de 0,3% los seguros de inflación en los días previos a conocerse el dato y 0,2% la EEE de enero, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de ese mes y la encuesta de Bloomberg. Los componentes subyacentes y energía fueron las principales incidencias positivas en el resultado del mes. Dentro de los primeros destaca el aporte de los bienes (+0,22pp de incidencia en el IPC total), que consignaron una variación elevada en perspectiva histórica para los meses de enero y que además viene a interrumpir varios períodos de moderación de este grupo. Su alza se explica en buena parte por el precio de los cigarrillos, pero de todas formas el resto de los grupos también exhibió aumentos. Los servicios del IPCSAE tuvieron un avance similar al del mes previo. En el componente de energía, resalta la contribución de los combustibles, gasolina y gas licuado (en conjunto +0,14pp del IPC total). Los alimentos tuvieron una incidencia prácticamente nula.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Febrero 2017

En términos anuales, como en meses recientes, la variación del IPC total se mantuvo algo por debajo de 3%. El incremento anual del IPCSAE siguió disminuyendo (2,5% en enero). Destacó la menor inflación del componente de servicios (3,4% en enero), muy influido por el hecho de que el aumento del impuesto de timbre y estampillas salió de la base. Con todo, este componente viene exhibiendo una desaceleración gradual hace varios meses en línea con lo anticipado. La inflación anual de los bienes del IPCSAE continuó cercana a 1%. Por otro lado, en la parte más volátil, resaltó la mayor alza anual de la energía, debido al incremento en el componente de combustibles (6,9% enero).

Las encuestas muestran una relativa estabilidad de la inflación esperada a uno y dos años. La EEE de este mes sigue prácticamente en 3% para ambos plazos. Las medidas que se derivan de los precios de los activos financieros tampoco exhiben movimientos relevantes. Los seguros de inflación a un año plazo, que se aproximaban a 2,5% hacia el cierre estadístico de esta Minuta, habían permanecido en torno a 2,7% la mayor parte del mes, cifra alrededor de la cual también continuaron fluctuando las compensaciones inflacionarias *Swap* a dos años. La EOF de la segunda quincena de febrero se mantuvo en 2,7 y 2,9% a uno y dos años plazo, respectivamente, pero se debe considerar que esta se realizó previo a la publicación del IPC de enero. Para febrero, las encuestas anticipan una variación mensual del IPC de 0,2%, mientras que los seguros de inflación se ubican más próximos a 0,1%.

En el ámbito externo, varias economías avanzadas destacaron por sus buenos resultados de crecimiento en el cuarto trimestre, dentro de ellas Europa, Reino Unido y Japón, con un importante dinamismo del sector externo. Salvo algunas excepciones, los indicadores del sector manufacturero siguieron repuntando. En EE.UU, si bien el crecimiento a fines del 2016 fue algo menor a lo esperado, resaltó la recuperación de la inversión, que se suma al buen desempeño del consumo privado apoyado por la favorable evolución del mercado laboral. En las economías emergentes no se aprecian mayores cambios en el panorama de actividad. En China, la economía mostró un crecimiento estable en el cuarto trimestre del 2016 (6,8% anual; 6,7% anual en el tercero), apoyado por el dinamismo del sector terciario. En América Latina, más allá de que siguen presente varios factores de incertidumbre en materia política y económica, el desempeño de la actividad se ha mantenido dentro de lo esperado, con varias de sus economías atravesando un proceso de ajuste. Destacan las mejoras en el ámbito fiscal y de cuenta corriente en Colombia y Brasil.

No se aprecian grandes cambios en el panorama de inflación —que sigue incrementándose paulatinamente, especialmente tras el aumento de los precios de la energía—, ni en el impulso monetario previsto en las economías desarrolladas. Para EE.UU., las expectativas de mercado han sostenido su visión de que se efectuarían dos aumentos durante el año. Asimismo, el Banco Central Europeo ha ido reafirmando su compromiso de continuar con la entrega de estímulo monetario según lo previsto. En las economías emergentes, en general no se han percibido mayores presiones inflacionarias. En América Latina, en gran parte de los países, las señales por la autoridad monetaria siguen indicando una postura expansiva en lo que resta del año. La excepción es México, que volvió a subir su tasa de interés de política en 50pb. En China, las alzas en la instancia monetaria estuvieron más ligadas a prevenir la salida de capitales y/o a aminorar el dinamismo del endeudamiento corporativo.

Con todo, tal como se describió en el IPoM, el panorama mundial sigue circunscrito a una amplia gama de riesgos. Tanto en EE.UU. como en Reino Unido la atención del mercado se ha ido centrando en el ámbito de las políticas económicas. En EE.UU, la nueva administración está impulsando medidas más restrictivas en el ámbito de la inmigración y más proteccionistas en el comercio exterior. En todo caso, como este proceso no ha estado exento de dificultades, se ha elevado el grado de la incertidumbre respecto de la capacidad del gobierno para llevar adelante estas propuestas. Se suman las nuevas interrogantes por la prioridad que la nueva administración le ha asignado a la desregularización bancaria y la ausencia de más detalles respecto del

BANCO CENTRAL DE CHILE

mayor gasto fiscal. En Reino Unido, el parlamento aprobó la salida del país del bloque europeo, y la primera ministra señaló que las negociaciones en este proceso partirían en marzo.

Las condiciones financieras para economías emergentes se mantuvieron favorables desde la Reunión previa, más allá de la mayor incertidumbre que reflejaron los mercados en las últimas semanas, en gran parte relacionada con las ya mencionadas dudas respecto de las medidas que está tomando el nuevo gobierno en EE.UU. Las plazas bursátiles tuvieron un comportamiento mixto en los países desarrollados, en tanto que en los emergentes predominaron los retornos positivos, coherente con el ingreso de capitales a estas economías. Evolución dispar también se apreció en las tasas de interés de largo plazo. En este contexto, el dólar estadounidense tendió a depreciarse respecto de la generalidad de las monedas desde la Reunión de enero.

En Chile, el peso continuó apreciándose tras la Reunión pasada, alcanzando niveles que no se registraban desde hace algo más de un año y medio. Ello, en línea con el debilitamiento global del dólar estadounidense y el comportamiento de otras economías emergentes. Se suma la mayor oferta local de bonos del Fisco y que el precio del cobre se ha mantenido en niveles por sobre los de mediados del año pasado. Al cierre estadístico, el peso chileno se encontraba en torno a \$640 pesos por dólar, lo que se compara con un valor cercano a \$660 vigente al momento de la Reunión de enero. En términos multilaterales, la moneda local también se fortaleció aunque en menor magnitud. Ello, principalmente, por la mayor apreciación que mostraron algunas divisas latinoamericanas. Así, se estima que en enero el tipo de cambio real (TCR), en su medición índice 1986=100, fue 90,3. En cuanto a otras variables del mercado financiero local, la bolsa (IPSA) en pesos subió cerca de 1% —no obstante por efecto tipo de cambio exhibe un aumento de casi 3% en dólares—, mientras que los premios por riesgo soberano y corporativo disminuyeron 5 y 10pb, respectivamente. Esto, pese a que nuevamente una clasificadora de riesgo rebajó las perspectivas para la deuda de Chile.

Los precios de materias primas mostraron un comportamiento mixto. Los precios de los metales se mantuvieron prácticamente estables respecto de sus niveles de hace un mes y el precio del cobre se sostuvo sobre US\$2,6 la libra. Ello, en medio de la incertidumbre sobre la magnitud del efecto que las interrupciones de oferta de Escondida en Chile y Grasberg en Indonesia puedan tener sobre el nivel de precio en lo inmediato. El precio del petróleo siguió en torno a US\$55 el barril durante el mes, sosteniendo la visión de que este oscilará en torno a estos niveles hacia adelante.

En este contexto, desde la Reunión de enero, la EOF incorporó un recorte adicional de 25pb a los que ya preveía para la TPM en sus versiones previas, alineándose con los precios de los activos financieros, que no dieron cuenta de grandes novedades en el último mes. Así, ambas mediciones contemplan que la TPM alcance 2,75% en los próximos seis meses, teniendo lugar el próximo ajuste durante el primer trimestre. En ambos casos, esta se ubicaría en el nivel actual a dos años. La EEE, en tanto, sigue considerando solo un recorte adicional de 25pb —para este mes— y que la TPM se devolvería a 3,5% en el horizonte de política.