

Antecedentes

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 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 17 de octubre de 2017.

Síntesis del mes^{1/}

La principal novedad del mes fue el reducido IPC de septiembre, el que se ubicó entre 0,4 y 0,5 puntos porcentuales (pp) por debajo de lo esperado por las distintas medidas de expectativas de mercado, al registrar -0,2%. La sorpresa estuvo tanto en los componentes subyacentes como en el resto. En particular, la inflación SAE sorprendió a la baja con un registro de 0% (0,2% esperado en la encuesta de Bloomberg). La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) rebajó su estimación de inflación a un año plazo desde 2,7 a 2,5% y mantuvo su proyección a dos años en 3%. La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) redujo sus pronósticos para estos plazos en 10 pb, ubicándolos en 2,3 y 2,6%, respectivamente. Los indicadores de actividad no mostraron mayores sorpresas y siguen dando cuenta del mejor desempeño de los sectores ligados al consumo y el más rezagado de los sectores relacionados con la inversión. Destacó la mejora de las expectativas de consumidores y empresarios. En el ámbito externo, resaltan los aumentos de los precios del cobre y del petróleo. Las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) siguen considerando una mantención prolongada en 2,5%.

Como se mencionó, la mayor novedad del mes fue la cifra de inflación de septiembre. El IPC cayó 0,2%, por debajo de lo esperado por la totalidad de las medidas de expectativas del mercado: 0,3% la EEE de septiembre, 0,25% la EOF de la segunda quincena de ese mes y 0,2% los seguros de inflación los días previos a la publicación del dato. El inusual registro negativo para la inflación de ese mes estuvo muy relacionado con algunos elementos más volátiles, en particular los alimentos, que variaron -0,6%, restándole 0,13pp al IPC mensual. El componente de energía (-0,3%), estuvo afectado por el descenso de 3% de las tarifas eléctricas, que fue compensado parcialmente por el alza del precio del petróleo y sus derivados. El IPCSAE tuvo una variación nula (0,2pp por debajo de lo esperado por la encuesta de Bloomberg), conjugándose una inflación de bienes negativa (-0,3%) y una de servicios positiva (0,2%). Con ello, en términos anuales, el IPCSAE se mantuvo en 1,8%, mientras que la inflación total se redujo hasta 1,5% (desde 1,9% en agosto).

La gran mayoría de las medidas de expectativas de inflación del mercado se volvió a corregir a la baja, especialmente para los plazos más cortos. El mayor ajuste se dio con posterioridad a la publicación de la cifra de septiembre, lo que se suma al efecto de la reciente apreciación del peso. La inflación prevista para diciembre se redujo hasta 1,8 y 1,6% (2,3 y 2,1% en septiembre) según la EEE de octubre y los seguros de inflación al cierre de esta minuta. A un año plazo, se ubica entre 2,3 y 2,5% (2,4 y 2,7% en septiembre) de acuerdo con la EOF de la primera quincena de octubre y la EEE de ese mes, respectivamente. Los seguros se redujeron desde 2,3 a 2,2% a ese plazo. A dos años plazo, la EOF redujo su proyección en dos décimas, hasta 2,6%, las implícitas en los precios de los activos financieros también cayeron, ubicándose entre 2,5 y 2,8%. La única medida que se mantiene sin cambios es la inflación a dos años esperada por la EEE, que se ubica en 3%. Para octubre, las distintas medidas de expectativas prevén 0,2% de inflación.

La evolución de la actividad y la demanda se enmarcan dentro previsto en el IPoM de septiembre. En agosto el Imacec aumentó 2,4% anual, sobre lo anticipado por la EEE de julio (2,0% anual), pero por debajo de las expectativas de mercado tras publicarse las cifras sectoriales del INE (en torno a 2,7% anual en la encuesta de Bloomberg). Por componente, la actividad minera creció 9,2% anual y la no minera 1,8% anual, impulsada por las actividades de comercio y servicios, que compensaron en parte la contracción del sector construcción. En este contexto, las expectativas privadas que se extraen de EEE de octubre mantuvieron la proyección de crecimiento para este año en 1,5%, mientras que para el 2018 y 2019 la subieron a 3,0% y a 3,3% anual (2,8 y 3,2%, respectivamente en septiembre).

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 14 de septiembre y al 17 de octubre de 2017.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado de la demanda interna, se mantiene un mejor desempeño relativo del consumo respecto de la inversión. En agosto, el índice de actividad del comercio al por menor (IACM) aumentó su tasa de crecimiento anual a 6% (4,2% en julio) y sigue impulsado por el incremento de las ventas de bienes durables que se expandieron alrededor de 21% en términos anuales (16% en julio). Por componente, siguen liderando las ventas del rubro automotriz, con una tasa de variación anual algo sobre 35%. Los ítems relacionados con el equipamiento para el hogar crecieron 10,8% anual. Por su parte los bienes no durables también aumentaron su tasa de variación anual, de 1,7% en julio a 2,8% en agosto. Datos parciales de septiembre muestran un menor dinamismo de las ventas de automóviles nuevos (ANAC: 9,5% anual), luego del significativo incremento que tuvieron en agosto. Las importaciones nominales de bienes de consumo tuvieron un crecimiento similar al del mes previo: 15% anual.

Los determinantes del consumo han seguido mejorando paulatinamente. En septiembre, el índice agregado de las expectativas de consumidores (IPEC), aunque permanece en la zona de pesimismo, continuó subiendo. Por componentes, sigue liderando las intenciones de compra de artículos para el hogar que se ubican en la zona optimista desde hace unos meses, a la que se agregó en esta última medición la mejor percepción de la situación económica del país a doce meses. En el mercado laboral, la tasa de desempleo en el trimestre móvil terminado en agosto se ubicó en 6,6%, por debajo del registro anterior y el de un año atrás (ambos 6,9%). El empleo total creció a una tasa similar a la del registro previo: 2,3% anual, con un empleo asalariado que se expandió 1,5% anual (1,6% en julio) y uno del empleo por cuenta propia que aumentó su variación anual a 4,5% (3,5% en julio). Los salarios redujeron en algo su tasa de crecimiento anual respecto del mes previo. Así, considerando la serie empalmada con año base 2016=100, los salarios nominales en agosto se expandieron entre 4,2 y 4,7% anual (4,5 y 4,9% en julio), mientras que los reales lo hicieron entre 2,3 y 2,8% (2,7 y 3,2% en julio).

La inversión sigue mostrando una evolución en que las cifras coyunturales relacionadas con el componente de construcción y otras obras muestran debilidad, mientras que las asociadas a maquinaria y equipos continúan con un mejor comportamiento relativo. En particular, las importaciones de bienes de capital, descontadas las de transporte no regulares, mantuvieron un crecimiento en torno a 14% anual en septiembre (casi 13% en el tercer trimestre). Por el lado de la construcción, la mayoría de los indicadores parciales del sector siguen con tasas de variación anual negativas, resaltando la nueva caída del empleo en el sector. Las expectativas empresariales (IMCE) volvieron a mejorar y si bien se mantiene en la zona de pesimismo, destaca la mejor percepción del comercio —que se ubica en la zona de optimismo— respecto de la industria y la construcción.

En cuanto las condiciones crediticias internas, en septiembre se mantuvieron similares a las de meses previos. Las tasas de interés de las colocaciones para los diferentes segmentos siguen en torno a sus valores mínimos de los últimos años y el crecimiento real de las colocaciones permanece acotado. De todos modos, los segmentos comerciales e hipotecarios aumentaron su crecimiento anual a 1,9 y 8,3%, respectivamente (0,2 y 7,4% anual en agosto, respectivamente), mientras que la cartera de consumo mantuvo una variación anual en torno a 4,5%. En la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre destaca que la demanda se percibe más dinámica para la cartera de hogares, mientras que en el segmento de empresas no se reportan cambios. Por otro lado, las condiciones de oferta se mantienen restrictivas para todos los segmentos de crédito.

Salvo la evolución de los precios de las materias primas, el escenario internacional no da cuenta de mayores cambios desde la Reunión previa. La actividad global y sus perspectivas siguen mostrando señales de mayor dinamismo, en especial en el sector manufacturero. En el último mes, esto fue particularmente evidente en la Eurozona y Japón, donde la producción industrial sorprendió positivamente al mercado y las perspectivas manufactureras apuntan a un impulso que se sostendrá en lo próximo, aunque en medio de eventos políticos que plantean algunos riesgos. En EE.UU., los indicadores sectoriales de corto plazo dieron cuenta de los efectos transitorios de los huracanes. Ello ha contribuido a moderar las proyecciones de crecimiento para el PIB del tercer trimestre del 2017, mientras que para el año en su conjunto no muestran grandes cambios. El mercado

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, octubre 2017

laboral presentó señales mixtas, con una alicaída creación de empleo —impactado por el mencionado efecto de los huracanes— que contrastó con la disminución en la tasa de desempleo y el alza en los salarios por hora. En el Reino Unido, la actividad mantiene un crecimiento acotado, en medio de negociaciones para salir de la Unión Europea que no han logrado avances y una mantención de la incertidumbre sobre las siguientes etapas del proceso.

La inflación en las economías desarrolladas presentó sorpresas en ambos sentidos. De todos modos, las medidas subyacentes permanecen contenidas y por debajo de los objetivos de las respectivas autoridades monetarias. El FOMC mantuvo la tasa de los fondos federales (ffr) en su reunión de septiembre y ratificó que comenzará a reducir su balance en octubre. Se sostiene la divergencia entre la trayectoria para la ffr anunciada por el FOMC y la proyectada por el mercado, aunque esta diferencia se redujo en el margen. A su vez, aumentó la probabilidad implícita en los precios de mercado de una tercera alza de la ffr en diciembre de este año. En la Eurozona, la inflación se mantuvo estable y sorprendió levemente a la baja al consenso de mercado, en un escenario en que su autoridad monetaria no ha dado mayores señales sobre la normalización de su política monetaria y el mercado ha moderado las expectativas de alzas de tasas. En Japón, la inflación total y subyacente subió, sorprendiendo positivamente al mercado. En el Reino Unido, la probabilidad de que su Banco Central aumente la tasa de política monetaria en noviembre subió, en medio de una rebaja en su calificación de riesgo por parte de una clasificadora.

En el mundo emergente, los indicadores sectoriales de China disminuyeron en agosto y se situaron algo por debajo de lo anticipado por el mercado. Por otra parte, las cifras de comercio exterior de septiembre dan cuenta de un aumento respecto del mes precedente, en particular de las importaciones. Destaca un nuevo incremento de las reservas de su Banco Central, en esta oportunidad asociado a operaciones de cambio, mientras que las tasas de interés se mantienen relativamente estables y su moneda se depreció levemente en el mes. Todo ello, en un contexto en que una clasificadora también rebajó su calificación de riesgo crediticio de largo plazo en las últimas semanas. En América Latina, los indicadores de actividad de corto plazo dan cuenta de un mejor desempeño y los niveles de confianza también presentan algún repunte. La inflación, en general, ha tendido a moderarse, en gran parte por menores precios de alimentos. Con todo, los bancos centrales de la región no han modificado sus tasas de política monetaria y las expectativas de mercado apuntan a que el impulso monetario tenderá a estabilizarse.

Las condiciones financieras externas se mantienen favorables, con un apetito por riesgo que siguió impulsando las plazas bursátiles e índices de volatilidad que se mantienen reducidos. Desde la Reunión previa, el dólar se apreció levemente y las tasas de interés de largo plazo presentaron aumentos. No obstante, respecto de principios de año, predomina una depreciación de la divisa estadounidense, con la consiguiente apreciación en la mayoría de las economías, y tasas de interés a largo plazo que han disminuido y/o no muestran mayores cambios. En América Latina, se sostienen las entradas de capitales, el crecimiento de los mercados accionarios, en un contexto en que las paridades se depreciaron y las tasas a largo plazo mostraron desempeños mixtos.

En Chile, si bien el nivel del tipo de cambio peso/dólar no es muy distinto al registrado al momento de la Reunión anterior, tuvo fluctuaciones entre \$620 y \$640 pesos por dólar durante el período. En el margen, predominó una trayectoria apreciativa, explicada en gran medida por el aumento en el valor del cobre. Las medidas multilaterales mostraron un comportamiento similar, aunque dieron cuenta de una leve apreciación en el período. En septiembre, se estima que el tipo de cambio real (TCR) se ubicó en torno a 90,5 (índice 1986=100), algo por debajo del registro del mes previo (-1,9%). Los indicadores de riesgo no muestran grandes variaciones. Por su parte, la bolsa local subió en torno a 6% en pesos y en dólares desde el cierre estadístico anterior, alcanzando nuevos máximos.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Las tasas de interés en el mercado secundario de bonos aumentaron en el mes, en línea con la tendencia de los mercados internacionales y factores internos, en particular el bajo registro de inflación de septiembre. Así, las tasas en UF presentaron las mayores alzas, en especial a más corto plazo: alrededor de 70 puntos base (pb) a 2 años, 50pb a 5 años y 35pb a 10 años. Por su parte, las tasas de interés de los bonos nominales aumentaron en torno a 20pb.

Respecto de los precios de las materias primas, destacan las alzas del cobre y el petróleo. Al igual que en otros metales industriales, el precio del cobre subió en las últimas semanas hasta ubicarse en torno a US\$3,2 la libra (más de 7% en el mes), principalmente por el incremento en las importaciones de China y una disminución en los inventarios. Asimismo, el precio del barril de petróleo aumentó hasta situarse cercano a US\$52 el WTI y US\$58 el Brent (ambos algo más de 5% en el mes), en gran parte por los efectos que podrían provocar en el mercado algunos factores políticos, mientras que sus fundamentos se muestran relativamente estables y apuntan a un mercado que se mantendría balanceado. Sin embargo, por otro lado, destacaron las caídas del precio del hierro y la gasolina.

En este contexto, las expectativas para la TPM se han mantenido relativamente estables, previendo una mantención en 2,5% hasta bien entrado el 2018. Respecto del valor de la TPM a dos años plazo persiste cierta divergencia comentada el mes previo: mientras la EOF la ubica en 3%, la EEE lo hace en 3,25%. Con todo, los precios de los activos financieros pasaron de situar la TPM a dos años en 3% a hacerlo en 3,3%.