

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2014



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 14 de octubre de 2014.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias del último mes son, en líneas generales, coherentes con el IPoM de septiembre. La actividad y la demanda interna continúan mostrando signos de debilidad: la economía creció 0,3% anual en agosto y los indicadores de consumo de bienes y de inversión no muestran mayores cambios. Las expectativas de consumidores y empresarios de los sectores de comercio e industria tuvieron nuevos descensos, mientras el mercado laboral siguió dando mayores señales de holguras. Hacia adelante los registros de Imacec debieran mostrar tasas de crecimiento anual mayores, en gran parte debido a la baja base de comparación que imponen los últimos meses del 2013. La inflación de septiembre superó lo anticipado por el mercado y si bien las expectativas apuntan a cifras que podrían sobrepasar el 5% en los meses más próximos, ello sería de carácter temporal. Esto, toda vez que las expectativas a plazos más largos —un año o más— se ubican en 3% o en torno a esta cifra. En este contexto, la mediana de las expectativas de mercado apunta a que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se reducirá 25 puntos base (pb) en esta Reunión, dando término al ciclo de bajas iniciado en octubre del 2013.

En Chile, durante agosto la actividad se expandió 0,3% en términos anuales, algo por debajo de las expectativas de mercado. Este resultado siguió determinado por el alicaído desempeño de los sectores ligados a la demanda interna. Así, tanto la industria como el comercio fueron las divisiones que determinaron el bajo crecimiento de la actividad. En contraposición, las ramas de servicios y EGA tuvieron un crecimiento por sobre el promedio de la actividad en ese lapso. Con todo, medido en variaciones anuales, las expectativas de mercado adelantan que agosto habría sido el piso desde el cual cabría esperar un leve repunte en lo venidero. En esto influye la existencia de dos días hábiles adicionales que tuvo septiembre este año en comparación con el 2013 y la baja base de comparación que entregan los últimos meses del año pasado. Así, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre contempla una expansión de 1,5% anual en septiembre, de 2% anual el cuarto trimestre del 2014 y de 1,9% para el año en su conjunto (2% en la EEE de septiembre). El crecimiento previsto para el 2015 también continuó reduciéndose, llegando a 3,1% (3,3% en septiembre; 3,5% en agosto).

Los datos más coyunturales corroboran que la demanda interna se mantiene débil. En el consumo, las ventas minoristas (IVCM) y ventas de supermercado del INE mostraron una leve mejora en su tasa de crecimiento anual y en términos de niveles se observa alguna recuperación en comparación con el segundo trimestre. En tanto, el consumo de bienes durables, si bien sigue contrayéndose en términos anuales, ha moderado su caída y en niveles muestran estabilidad. Todo ello, además, se plasmó en importaciones de bienes de consumo que aminoraron su contracción anual en septiembre. El panorama del consumo refleja, en parte, el deterioro de sus fundamentos. Destaca que la confianza de los consumidores (IPEC) siguió cayendo en septiembre, permaneciendo en terreno pesimista y alcanzando su valor más bajo en los últimos tres años. Además resalta la fuerte caída de la percepción para la compra de bienes durables en los últimos meses. En el mercado laboral, en el trimestre finalizado en agosto la tasa de crecimiento anual del empleo continuó reduciéndose. Esto, principalmente, por la importante caída de la expansión del empleo por cuenta propia, en tanto el asalariado sigue prácticamente estancado. Ello, a su vez, elevó la tasa de desempleo a 6,7% (6,5% el trimestre terminado en julio). Los salarios nominales y los reales redujeron su crecimiento anual en agosto, en gran parte porque se normalizó el efecto base asociado al adelanto del mes en que se concretó el ajuste del salario mínimo. Los nominales tuvieron tasas de expansión anual de 6,8 y 6,4% en sus distintas medidas (7,6 y 7,3% en julio, respectivamente), mientras los reales registraron aumentos de 1,9 y 1,5% anual dependiendo de la medida (2,7 y 2,4% en julio). De todos modos, el menor crecimiento de los salarios es también coherente con un mercado laboral que muestra mayores holguras. Respecto de las condiciones crediticias para las personas, las colocaciones de consumo nominales siguieron desacelerándose en el margen en términos anuales,

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 11 de septiembre y al 14 de octubre de 2014.

BANCO CENTRAL DE CHILE

mientras que las de vivienda aumentaron su tasa de crecimiento anual. El costo de estos créditos mantuvo su tendencia a la baja, especialmente en los hipotecarios.

El escenario de inversión, sin mayores cambios, continúa alicaído. Destaca la persistente baja de las expectativas empresariales de la industria, el comercio y la construcción, las que medidas por el IMCE se han ubicado en terreno pesimista por varios meses. Según esta misma medida de expectativas, la percepción de inventarios que se ubican por sobre lo deseado aumentó en esos sectores, lo que podría frenar los incentivos para aumentar la producción y/o ampliar la capacidad productiva. Ello se condice con importaciones de bienes de capital que continúan con tasas de contracción anual importantes, a pesar de las menores bases de comparación. Asimismo, la construcción exhibe indicadores que siguen retrocediendo en la punta. Así, la producción de cemento, de hormigón y la venta de proveedores, agudizaron su descenso anual. En cuanto a las condiciones financieras para las empresas, la tasa de crecimiento anual de las colocaciones comerciales sigue en niveles por debajo de los de principios de este año, pese a que las tasas de interés de estos créditos continuaron disminuyendo. Además, la Encuesta sobre Créditos Bancarios del tercer trimestre, señala que se mantienen condiciones restrictivas en la oferta de créditos y se percibe una demanda débil en todos los segmentos crediticios.

El IPC en septiembre tuvo una variación mensual de 0,8%, por sobre la estimación de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de septiembre y de la proyección de la EEE de igual mes (0,6 y 0,5%, respectivamente). Las mayores incidencias provinieron de precios específicos, en particular, el de los tomates y los automóviles nuevos. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— tuvo una variación mensual de 0,5%. Así, en los últimos tres meses el IPC y el IPCSAE, acumularon 1,4 y 0,8 puntos porcentuales (pp), respectivamente (0,6 y 0,3pp en agosto). En términos anuales, el IPC aumentó su variación referencial desde 4,5 a 4,9%. En tanto, el IPCSAE la disminuyó a 3,9% (4,0% en agosto). El componente servicios del IPCSAE también redujo su tasa de crecimiento anual referencial desde 5,2 a 5,0%. En tanto, la inflación de bienes del componente subyacente se mantuvo en 2,3%.

En este escenario, las expectativas de inflación a diciembre y a un año plazo de la EEE de octubre se ajustaron al alza respecto del mes anterior, aunque a 2 años plazo se mantienen en 3,0%, dando cuenta de que las elevadas cifras previstas para los meses más inmediatos serían de carácter temporal. Para diciembre del 2014, la EEE aumenta su proyección desde 4,2 a 4,6% anual. A un año el aumento es marginal, desde 3,2 a 3,3%. Para octubre, tanto la EEE como la EOF estiman una variación mensual del IPC de 0,3%.

En el plano externo, los últimos indicadores disponibles siguen ratificando el repunte esperado para Estados Unidos. La expansión de esta economía en el segundo cuarto fue nuevamente revisada al alza: a 4,6% trimestral anualizado (estimación previa 4,2%) y la mayoría de los datos de empleo continuaron mejorando en el último mes. Sin embargo, la situación en el resto del mundo desarrollado persiste frágil y sus proyecciones de crecimiento se han corregido a la baja. En la Eurozona, junto con la disminución de las expectativas de consumidores y empresas en septiembre, Alemania, su principal motor de crecimiento, ha dado cuenta del retroceso de varios de sus indicadores tanto de actividad como de expectativas. En Japón, la actividad industrial permanece débil, en tanto el comercio exterior mostró un menor dinamismo.

En el mundo emergente, China mostró cifras dispares. A la mejora de las exportaciones y la relativa estabilidad que sostuvo la confianza de consumidores y empresas, se contrapuso la moderación de la producción industrial.

Asimismo, el rubro inmobiliario se ha seguido desacelerando, ante lo cual las autoridades anunciaron la flexibilización de las condiciones de compra de la segunda vivienda para impulsar el sector. En América Latina, gran parte de las economías sigue exhibiendo un desempeño acotado, reflejado, entre otros, en la

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Octubre 2014

debilidad de la industria y ralentización de los volúmenes crediticios prestados a los distintos agentes económicos.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo la proyección de crecimiento mundial para este año, debido, principalmente, al menor dinamismo de las economías desarrolladas en la primera mitad del año y al declive de las expectativas para las emergentes durante la segunda. Para el 2015, las proyecciones no mostraron cambios sustantivos. Con esto, el FMI proyecta que el 2014 la economía mundial crecerá 3,3% (3,6% en abril; 3,2% en el IPoM de septiembre), mientras que para el 2015 se espera una expansión de 3,8%.

Si bien la mayoría de los países no ha realizado cambios de la tasa de referencia, en términos de política monetaria no convencional sigue destacando el contraste entre las acciones del Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (Fed). El BCE entregó detalles sobre su programa de estímulo y efectuó las primeras operaciones de refinanciación de largo plazo para entidades bancarias (*Targeted Longer-term Refinancing Operations* (TLTRO)). En tanto, se sigue previendo que la Fed anuncie este mes el término de las compras de activos. De todas formas, la minuta de la última reunión de la Fed da cuenta de un sesgo algo menos restrictivo, reflejando el impacto que el menor crecimiento global proyectado y la apreciación del dólar podrían tener sobre su recuperación. En ambos mercados, los registros inflacionarios siguen siendo inferiores a sus respectivas metas, y en Europa incluso siguieron bajando. Japón y el agregado para América Latina también mostraron descensos acotados del nivel de precios.

Las condiciones financieras internacionales se mantienen favorables desde una perspectiva histórica, aunque mostraron algún deterioro respecto de la reunión anterior. Las primas por riesgo y las bolsas se deterioraron en los distintos bloques económicos, en tanto las tasas de interés de largo plazo mostraron cierto ascenso en el mundo emergente. No obstante, estas tasas siguieron cayendo en el desarrollado, principalmente en Estados Unidos, donde la baja se acentuó luego de conocerse la minuta de la última reunión de la Fed. La bolsa chilena, medida a través del IPSA, también presentó un retorno negativo en el mes. En particular, el IPSA cayó en torno a 5% tanto en pesos como en dólares. El MCSI de América Latina bajó 4% en moneda local y 7% en dólares. El MSCI de economías desarrolladas lo hizo en 5,5 y 6%, en moneda local y en dólares respectivamente. Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería nominales y reajustables aumentaron respecto de la Reunión anterior, especialmente las de corto plazo. Así, en comparación con la Reunión de septiembre, las tasas nominales y reales a 2 años plazo tuvieron incrementos de 47 y 32pb, respectivamente.

El dólar continuó fortaleciéndose respecto de casi la totalidad de las monedas, tendencia que se revirtió parcialmente en lo más reciente, coincidiendo con la publicación de la mencionada minuta de la Fed. Si bien el peso chileno se cotizaba al cierre de esta minuta en un nivel similar al de la Reunión pasada, llegó a ubicarse por sobre los \$600 por dólar a fines de septiembre. Ello, en línea con la apreciación del dólar a nivel internacional y la disminución del precio del cobre. Durante octubre, el peso ganó valor, transándose en valores cercanos a \$590 por dólar al cierre de esta minuta. En términos multilaterales el peso se apreció respecto de la Reunión previa, especialmente en la última semana: 0,9% el TCM. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) estimado de septiembre se ubica en 101 (en su medida 1986=100).

Los precios internacionales de las materias primas, en general, retrocedieron. El petróleo siguió cayendo desde la Reunión de septiembre: 8,3% el WTI y 10,6% el Brent. Ello, determinado tanto por una menor demanda de las refinerías de crudo en Estados Unidos —con motivo del inicio del período de mantención— y otras economías, como por los altos niveles de producción global. En línea, el precio de la gasolina también se redujo. Al cierre de esta minuta, el precio del cobre se ubicó cercano a US\$3,1 la libra, lo que equivale a un descenso del orden de 2% respecto de la Reunión previa, fundamentalmente por la percepción de debilidad

BANCO CENTRAL DE CHILE

de la demanda de China y el alza de la producción asociada al restablecimiento de estos envíos desde Indonesia. Los productos agrícolas (GSCI) no variaron mayormente.

En este contexto, las expectativas para la TPM no tuvieron mayores cambios en el mes. Para esta Reunión, la mediana de las encuestas apunta a una disminución de 25pb de la TPM y no contempla recortes adicionales. Así, a uno año plazo, las diferentes medidas de expectativas la siguen ubicando entre 3,0 y 3,4%, y a dos años plazo entre 3,3 y 4,3%. En todo caso, las perspectivas que se extraen de la EEE de octubre ajustaron levemente al alza la velocidad con la que se alcanzará dicho rango.