

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2013



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia de División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 15 de noviembre de 2013.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes, los datos de actividad y demanda mostraron un dinamismo menor al previsto. En la actividad, esto se verificó con mayor fuerza en los sectores distintos de recursos naturales. En la demanda, en aquellos componentes ligados a la inversión. Los determinantes del consumo y la inversión —como las condiciones crediticias y el mercado del trabajo— no muestran cambios significativos. La inflación anual volvió a ubicarse por debajo del rango de tolerancia y las expectativas de mercado se mantienen en torno a 3% en el horizonte de política. En el plano internacional, se sigue observando volatilidad en los mercados, aunque menor que en semanas previas, afectados principalmente por las expectativas sobre el retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos. No hay grandes modificaciones al panorama de crecimiento mundial y el precio internacional de los combustibles ha seguido retrocediendo. En este contexto, y tras la rebaja de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en octubre, las expectativas de mercado se han reducido a lo largo del horizonte de política, estimando una tasa que se ubicará entre 4,25 y 4,8% a dos años plazo (4,5 y 5,2% el mes anterior). Para esta reunión, la mayoría anticipa una mantención, pero un porcentaje relevante espera un recorte de 25 puntos base (pb).

En el ámbito local, la principal novedad del mes fue el crecimiento de 3,9% anual del Imacec en septiembre, cifra que volvió a ubicarse por debajo de las expectativas de mercado: 4,4% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre. Con todo, esta cifra fue corregida al alza a 4,3% anual en el reporte de las Cuentas Nacionales publicado el lunes 18 de noviembre. Al igual que en meses previos, el desempeño de la actividad en septiembre estuvo liderado por los sectores comercio y minería, que fue compensado parcialmente por un menor dinamismo de la industria y los sectores de servicios. La EEE de noviembre anticipa una expansión anual de 4% en octubre e igual proyección para el último cuarto. En tanto, las perspectivas para este y el próximo año se redujeron a 4,2 y 4,1%, respectivamente (4,3 y 4,4% en la EEE de octubre).

La estimación del PIB del tercer cuarto, así como las revisiones realizadas a los trimestres anteriores contenida en la publicación de Cuentas Nacionales, mostró que la actividad se expandió 4,7% anual en el tercer trimestre. La minería y el comercio fueron los principales impulsores del crecimiento durante el trimestre. La demanda final —descontadas las existencias— creció 4,7% anual en el tercer cuarto. Destaca en este resultado, la reducción del crecimiento de la inversión: 3,2% anual, asociada principalmente a un menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital, pero también se observó una desaceleración en el consumo privado. Además, los datos de consumo e inversión del primer y segundo trimestre fueron corregidos a la baja. En la demanda interna, la baja en su crecimiento fue mayor: 1,3% anual, relacionada con la importante desacumulación de inventarios mineros en el tercer trimestre. La cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló un déficit de 3,4% del PIB en el año terminado en el tercer trimestre del 2013.

Los últimos datos disponibles dan cuenta que la moderación de la demanda final continúa en el cuarto trimestre, especialmente por el lado de la inversión. El crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital se redujo de manera importante: -37,1% (-11,2% en septiembre). Esto, en parte por el efecto base de comparación que supuso la significativa internación de material de transporte hace un año. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) nuevamente mostró una disminución de los montos de inversión previstos para este año, determinado por la postergación de varios proyectos energéticos. Además, a partir del 2015 prevé un importante descenso de la inversión minera. Sin embargo, aumentó las proyecciones de inversión en obras de ingeniería, en su conjunto para el período 2013-2016. Ello, por la inclusión de varias iniciativas inmobiliarias comerciales y, en menor medida, habitacionales. Otros indicadores, ligados a la

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 17 de octubre y al 15 de noviembre de 2013.

BANCO CENTRAL DE CHILE

actividad en construcción, mantuvieron relativa estabilidad. En términos desestacionalizados, en octubre tanto los despachos de cemento y hormigón como la confianza empresarial en el sector construcción (IMCE) —al igual que el indicador de confianza en el agregado— permanecieron en niveles similares a los de meses previos. El empleo en la construcción redujo su expansión anual, que en todo caso sigue por sobre las tasas observadas en el 2012. Las condiciones crediticias no muestran cambios significativos: el crecimiento anual de las colocaciones comerciales se ubicó en 10,2% en octubre (10,8% en septiembre), en tanto que las tasas de interés para estos préstamos cayeron en promedio 43pb en igual lapso.

Por el lado del consumo, en línea con su moderación, tanto las ventas minoristas de bienes durables como de no durables exhibieron un menor dinamismo en septiembre. En todo caso, estas persisten en niveles elevados, en especial las de bienes durables que siguen siendo las que más crecen. El incremento anual de las importaciones de bienes durables subió en octubre, incidido en parte por un repunte de las internaciones de automóviles. Las variables del mercado laboral mostraron movimientos mixtos. En septiembre, la variación anual de los salarios, tanto nominales como reales, aumentó respecto del mes previo. Dependiendo de su medida, los nominales crecieron entre 5,8 y 6,4% anual (5,7 y 6,2% en agosto) y los reales entre 3,8 y 4,3% anual (3,4 y 3,9% en agosto). Según el INE, el empleo contrajo su expansión anual en el trimestre móvil terminado en septiembre. En tanto, la Universidad de Chile —que solo considera el Gran Santiago— reportó un alza anual de la ocupación mayor que en junio. Ambas mediciones dan cuenta que el empleo por cuenta propia mantuvo un crecimiento anual superior al del asalariado, a la vez que la tasa de desempleo continuó en torno a 6%. Con ello, la masa salarial real no mostró un comportamiento muy distinto respecto de su última estimación. Las expectativas de los consumidores (IPEC) permanecieron en valores similares a los de meses previos, esto es, en terreno positivo. El incremento anual de las colocaciones de consumo, como ha sido la tónica en los últimos meses, no registró grandes cambios en octubre, mientras que las tasas para estos créditos descendieron en promedio 59pb.

Por el lado de la inflación, el IPC en octubre tuvo una variación mensual de 0,1%, en línea con la proyección que se extrae de las Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre y algo por sobre la de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes. Al igual que en el mes previo, entre los principales productos que incidieron positivamente en esta cifra de IPC destacan las papas, debido a factores estacionales. Entre las disminuciones resalta el precio de la gasolina. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía—, tuvo una variación mensual de 0,1%. Así, en los últimos tres meses el IPC acumuló 0,8 puntos porcentuales (pp) (1pp en septiembre) de incremento y el IPCSAE sumó 0,7pp (0,8pp en septiembre). En términos anuales, el IPC disminuyó su tasa de crecimiento a 1,5% (2% en septiembre) y el IPCSAE la aumentó a 1,6% (1,4% en septiembre). Por componente, la inflación de bienes del IPCSAE tuvo una variación anual de -1,2% (-1,6% en septiembre), mientras que la de servicios del IPCSAE se mantuvo en 3,4%.

Respecto de las expectativas, las que contiene la EOF de la primera quincena de noviembre se ajustaron levemente a la baja: desde 2,5 a 2,4% a un año plazo y desde 2,9 a 2,8% a dos años plazo. La EEE de noviembre mantuvo su proyección a uno y dos años en 2,8 y 3,0%, respectivamente. Para noviembre, la EEE y la EOF estiman una variación mensual del IPC de 0,1%.

En el plano externo, los mercados internacionales han seguido monitoreando de cerca las noticias respecto del curso futuro de la política monetaria en Estados Unidos. Así, los vaivenes en las variables financieras respondieron a los antecedentes de actividad en Estados Unidos, como el PIB y el empleo que resultaron superiores a lo esperado, alentando las expectativas de un pronto comienzo del recorte de los estímulos. Por otro lado, las declaraciones de miembros de la Reserva Federal apuntaron a una mantención de los estímulos por un tiempo prolongado. En este escenario la volatilidad aumentó levemente.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2013

En este contexto, las tasas de los bonos de gobierno de largo plazo aumentaron en la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes. En Chile, en cambio, las tasas nominales de los documentos del Banco Central se redujeron influidas por la baja de la TPM. Los BCP entre 2 y 10 años disminuyeron entre 30 y 40pb respecto de la reunión anterior. Las tasas de interés de los bonos en UF también se vieron afectadas por lo anterior, pero en menor magnitud. De hecho, los BCU a un 1 año revirtieron la caída inicial ante la reducción de las expectativas de inflación en el corto plazo. Así, los BCU a un año subieron en torno a 9pb y los BCU entre 2 y 10 años cayeron entre 10 y 25pb comparado con la reunión de octubre.

Los movimientos en el panorama externo también provocaron una apreciación del dólar estadounidense en términos multilaterales, en especial respecto de las monedas de las economías emergentes. La depreciación del peso chileno fue mayor a la del promedio de las emergentes, lo que también se observó en otras economías latinoamericanas que, al igual que Chile, redujeron sus tasas de política. Así, el peso chileno, se depreció 4,6% desde la reunión anterior. Al cierre de esta minuta, la moneda chilena se transaba en \$521 por dólar. En términos multilaterales, en el TCM, TCM-X y TCM-5 la depreciación fue menor: 3,7%, 4,2 y 3,4%, respectivamente. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de octubre se ubicó en 90.9 (en su medida 1986=100).

Siguiendo con los vaivenes provocados por las expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos, las bolsas subieron en las economías desarrolladas y bajaron en las emergentes. En tanto, los premios por riesgo soberano y bancario aumentaron marginalmente. De este modo, respecto de la reunión anterior, el IPSA cayó en torno a 2% medido en moneda local (similar al promedio de las bolsas emergentes) y 7% en dólares (mayor al promedio de las emergentes, por la mayor depreciación del peso).

En relación con la actividad mundial, en el transcurso de las últimas semanas se conocieron algunos datos de crecimiento del tercer trimestre del año, confirmando el panorama de un proceso de recuperación gradual de las economías desarrolladas y de una estabilización de las emergentes. Resalta, la expansión por sobre lo previsto de la actividad y del empleo en Estados Unidos, lo mismo que la aceleración del crecimiento de China, que de todos modos crece menos que el promedio de los tres últimos años. La Eurozona continúa creciendo a tasas reducidas, y la revisión más reciente de sus datos de crecimiento mostró una recuperación más lenta que la prevista. Además, el Banco Central Europeo aumentó el estímulo monetario y comprometió posibles nuevas acciones ante el panorama de baja inflación que enfrenta. Indicadores más coyunturales, como la producción industrial y las expectativas de servicios y manufacturas, de los gerentes de compra, señalan la continuación del dinamismo en Estados Unidos y China.

El precio de la mayoría de las materias primas bajó comparado con su nivel al momento de la Reunión anterior. En el petróleo, el precio WTI y Brent cayó 7,5 y 1,8%, respectivamente. En línea con esto, la gasolina se redujo 2,9%. El cobre redujo su precio 2,7% en igual período, principalmente por la caída de la importación desde China, transándose en torno a US\$3,16 la libra al cierre de esta minuta.

En este escenario, luego de la reducción de la TPM a 4,75% en la Reunión de octubre, las expectativas para la trayectoria de la TPM se ajustaron a la baja, especialmente las que se derivan de los precios de los activos financieros. Para esta reunión, las perspectivas de la EOF y de los precios de los activos financieros anticipan un recorte de 25pb, mientras que las de la EEE apuntan a una mantención. En el horizonte de proyección, las expectativas que se extraen de la EOF y de los precios de los activos financieros estiman una baja de la TPM hasta 4,0% el próximo año, aunque en estas últimas la velocidad de ajuste de la tasa sería mayor. La EEE estima una disminución hasta 4,25%. Resalta, la menor dispersión en las expectativas, especialmente para el nivel en que se ubicaría la TPM en uno y dos años plazo. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,0 y 4,25% (4,4 y 4,8% en octubre) y a dos años plazo entre 4,25 y 4,8% (4,5 y 5,2% en octubre).