



02 de Mayo de 2016

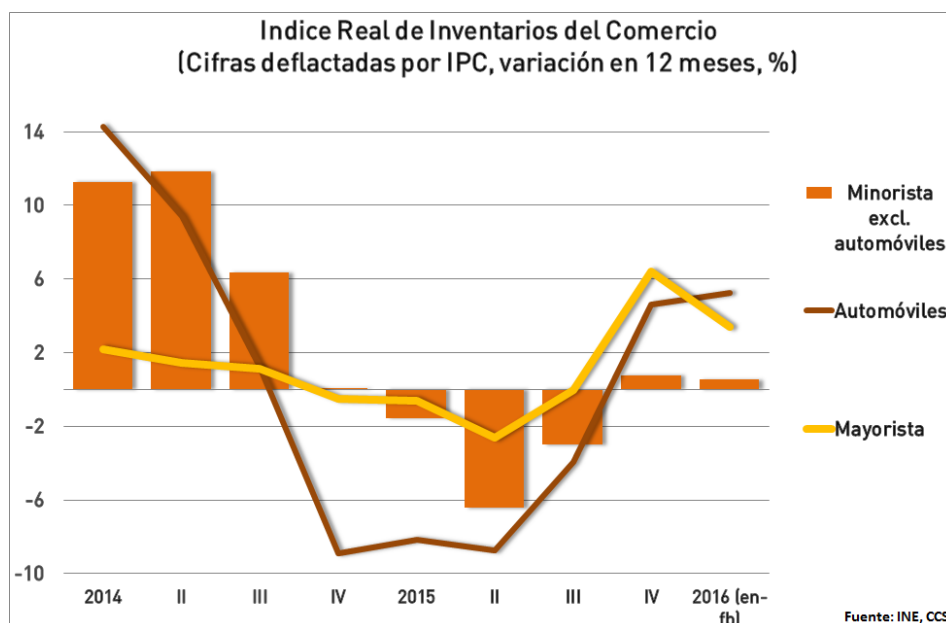
**Por efecto del repunte en existencias en comercio mayorista y minorista**  
**Reequilibrio de inventarios contribuirá a moderar la desaceleración del ciclo económico**

La desaceleración que ha experimentado el crecimiento económico y el consumo de los hogares en Chile en los últimos dos años ha afectado en forma importante la formación de inventarios en las empresas. El nivel de stock mantenido en las bodegas, ya sea en la forma de productos terminados o en proceso, ha experimentado un dilatado proceso de corrección, acomodándose a las menores expectativas de crecimiento de la economía local y a la mayor dosis de incertidumbre imperante.

Normalmente una reducción de inventarios se puede deber a dos causas: a un incremento en la demanda que supera el crecimiento de los stocks, o a una caída programada en los inventarios de las empresas, ya sea por reducción de costos o porque las firmas prevén menores ventas. En situación actual, el fuerte ajuste que han experimentado los inventarios tiene su origen en la segunda causa, es decir, en un menor aprovisionamiento por parte de las empresas ante la desaceleración de la demanda.

Durante 2014 y 2015 los inventarios reportados en Cuentas Nacionales cayeron a un ritmo promedio por año de 0,5% del PIB, en lugar de crecer en torno al 1,3% promedio observado entre 2010 y 2013. Esto significa que parte del consumo final e intermedio en la economía se realizó sobre la base de utilizar las existencias en bodegas, en lugar de generar un nuevo flujo de PIB. De esta manera, se acentúa la desaceleración del ciclo económico.

El registro de inventarios en el comercio, la industria y minería entregados mensualmente por el INE revela que el reacomodo de inventarios habría completado su etapa más compleja y que los niveles actuales de productos en bodega se equilibrarían en forma más adecuada a la trayectoria de menor crecimiento esperado del consumo.

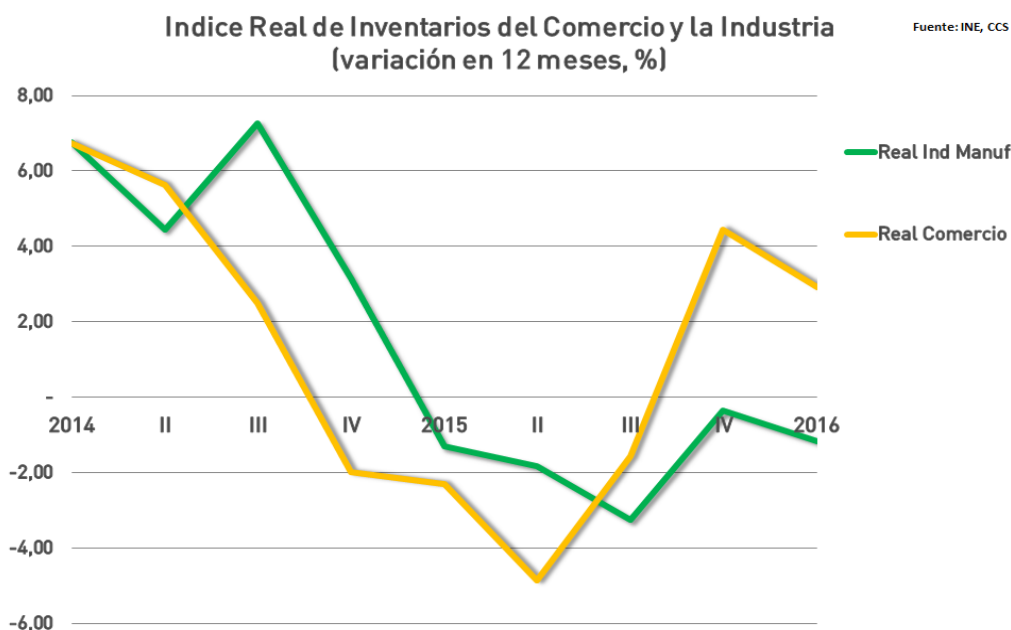




En efecto, los inventarios del comercio mayorista y minorista muestran que durante el último trimestre de 2015 y primer bimestre de 2016 han experimentado una moderada recuperación (de acuerdo a su variación 12 meses), que contrasta con la trayectoria francamente declinante de los trimestres anteriores.

En particular, los stocks en el comercio minorista - excluido el rubro automotriz - registraron un alza de 0,5% entre enero y febrero de 2016, dejando atrás el descenso de 2,7% entre el primer trimestre de 2014 y el tercero de 2015. Los stock en el comercio mayorista también muestran una tendencia a recuperar nivel, al elevarse en 3,4% real en 12 meses, lo cual fue precedido por una contracción cercana a 1% en el período anterior.

Por su parte, los inventarios en la industria han sufrido un proceso similar de ajuste y su recuperación en 2016 es aún frágil. Durante el primer bimestre registraron un descenso de 1,2% real, lo que significa que por ahora, sólo han moderado la caída de los trimestres anteriores.



### Caída en los quantum de importaciones

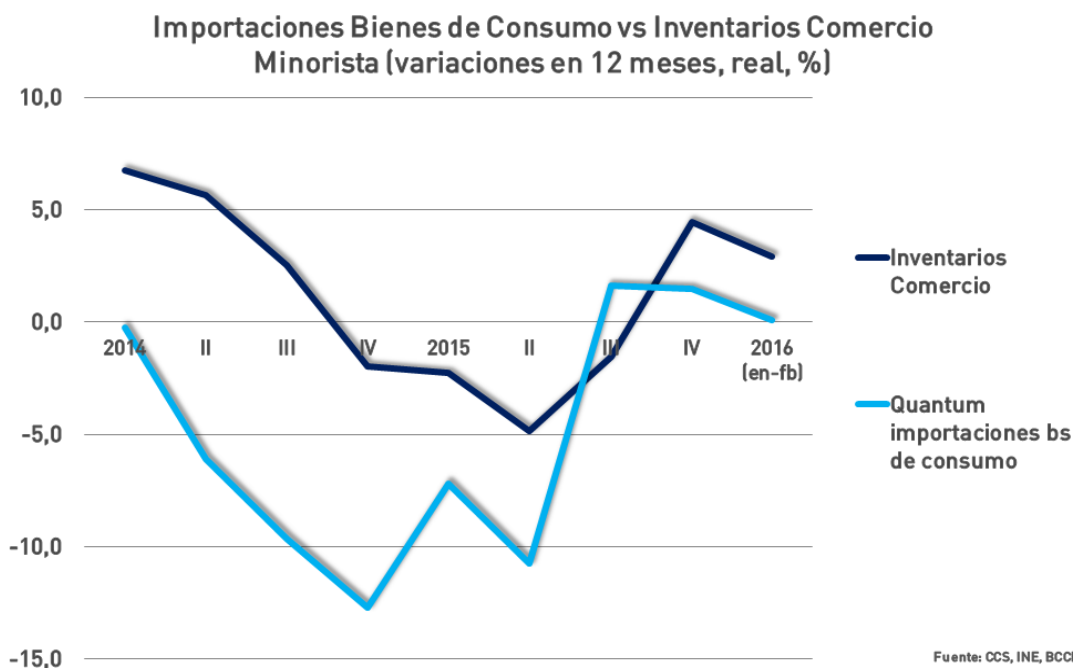
El ajuste en las importaciones de bienes observado en los últimos años ha tenido el doble propósito de adecuar la oferta agregada al menor crecimiento del consumo de los hogares y empresas y, a la vez, ajustar los inventarios en el mismo sentido.

De esta forma, los quantum internados en los bienes de consumo (medida de cantidad o volumen, que aísla el efecto de los precios) aumentaron en 1,5% en 12 meses en el cuarto trimestre de 2015, luego de haberse contraído a un ritmo de 7,8% promedio entre 2014 y primer semestre de 2015. Esta tendencia fuertemente declinante se vio moderada en la segunda parte de 2015 y estimamos que durante el primer trimestre de 2016, el quantum internado de bienes de consumo habría crecido marginalmente en alrededor de 1% en 12



meses.

Por su parte, los quantum internados en bienes de capital también han salido de su fase contractiva más severa entre 2013 y 2015, con caídas superiores a 15%, esperándose para el primer trimestre de 2016 una moderada alza del orden de 3%. Este cambio de tendencia es consistente con la recuperación de inventarios que se aprecia en el comercio mayorista y en la Industria Manufacturera y también en el rubro producción de maquinaria y equipos, donde se aprecia una pronunciada recuperación de inventarios.



### Intensidad del ajuste de inventarios en 2014-15

Al analizar la trayectoria de los inventarios en el largo plazo en la economía chilena, se constata que la prolongada caída que ha tomado lugar en 2014 y 2015 sólo se ha observado anteriormente en períodos recesivos, en que el PIB ha tenido una caída por varios trimestres consecutivos. En los periodos de crecimiento sostenido, los inventarios han crecido a un ritmo promedio trimestral equivalente a entre un 0,9% y un 1% del PIB.

En particular, en la crisis global de 2009 los inventarios se ajustaron bruscamente por el equivalente a un 3,6% del PIB, es decir, en una magnitud muy superior a la observada en 2014 y 2015 (0,5%). Sin embargo, la caída de inventarios observada en esta oportunidad es notoriamente, una de las más prolongadas en la historia reciente, ya que ha abarcado un total de 9 trimestres prácticamente consecutivos, en lugar de los cinco abarcados durante la crisis global.



Estos antecedentes sugieren que el ajuste de inventarios en la economía chilena en los últimos dos años responde fundamentalmente a un ajuste que opera ante las expectativas de crecimiento de largo plazo y mayor dosis de incertidumbre respecto a la fuerza de la recuperación del ciclo de baja. Todo lo anterior en un contexto de fuerte depreciación cambiaria.

No prevemos que la moderada recuperación de stocks que se aprecia en los indicadores del comercio y en menor medida en la industria puedan situar el crecimiento de los inventarios agregados en torno al 1% que marca la norma histórica. Sin embargo, la modesta recuperación que surge de los datos recientes, así como también de los quantum de importaciones, sugiere que los inventarios habrían completado una prolongada fase de ajuste y que en adelante dejarían de contribuir con signo negativo sobre la actividad económica.

### Variación de Inventarios (% del PIB)

Fuente: CCS, BCCH

