

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MAYO 2015



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 12 de mayo de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

Los datos conocidos durante el último mes siguen enmarcados, en lo grueso, dentro del escenario macroeconómico delineado en el IPoM de marzo. Por un lado, la actividad y la demanda dan cuenta de la debilidad del gasto privado y del mayor impulso que provee el gasto público. Las expectativas de hogares y empresas siguen en zona pesimista, incluso las primeras se han vuelto más negativas que hace un par de meses. Por otro lado, la inflación de abril volvió a sorprender a las expectativas privadas, aunque en esta ocasión en sentido opuesto al mes previo. El componente subyacente sigue mostrando el importante efecto en la inflación de la depreciación del peso y de la indexación a la inflación pasada. De todos modos, las expectativas de inflación de mediano plazo no han mostrado mayores cambios y a dos años plazo continúan en 3% anual. En el ámbito externo, las perspectivas de crecimiento mundial se han debilitado algo, especialmente por el menor crecimiento de EE.UU. en el primer trimestre. En línea con lo anterior, y sus implicancias para la política monetaria de la Fed, el dólar se depreció respecto de la mayoría de las monedas, incluido el peso. Destaca el aumento que han tenido los precios de las materias primas, en particular el petróleo y el cobre. En este contexto, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) no muestran mayores cambios respecto del mes previo. Para esta Reunión, el consenso prevé una mantención en la TPM.

En el plano local, en abril el IPC volvió a mostrar un avance mensual de 0,6%. Al contrario de lo ocurrido en marzo, cuando fue menor que lo previsto, esta cifra superó ampliamente las proyecciones del sector privado, que según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de abril, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes y los seguros de inflación se ubicaban en 0,3%. El componente subyacente (IPCSAE) tuvo una variación mensual de 0,4%. Por componentes, los servicios incluidos en el IPCSAE se incrementaron 0,5% y los bienes 0,4%. En el primero, resaltó el efecto de la mayor inflación pasada, lo que fue observable en el comportamiento de los precios de los servicios de salud, entre otros. El servicio de transporte interurbano dio cuenta de un aporte importante, pero asociado mayormente a un aumento de la demanda de pasajes con motivo de la presencia de dos fines de semana largo. En los bienes, la principal contribución provino del automóvil nuevo. Respecto de la sorpresa de inflación, al igual que el mes pasado, se concentró en los productos cuyo precio tienen un carácter más volátil, en particular algunos alimentos. Con esto, la inflación anual del IPC disminuyó a 4,1% (4,2% en marzo) y la del IPCSAE a 4,3% (4,6% en marzo).

Las expectativas de inflación han tenido algún alza en los plazos más inmediatos, pero a un año plazo muestran algún descenso y a dos años plazo estabilidad. La EEE de mayo aumentó la inflación esperada a diciembre de este año a 3,5% (3,4% en abril). A un año plazo, en cambio, la bajó desde 3,2 a 3,1% en el mismo lapso. Para igual plazo, la EOF de la primera quincena de mayo redujo las perspectivas a 3%, desde el 3,2% de su medición previa. A dos años plazo, ambas encuestas mantuvieron la inflación esperada en 3%. Para este mes, las encuestas y los seguros de inflación anticipan una variación mensual del IPC de 0,2%.

En cuanto a la actividad local, en marzo el Imacec se expandió 1,6% anual. Esta cifra resultó menor que lo esperado por el sector privado a comienzos de abril (2% anual en la EEE), pero por sobre lo que se anticipaba posterior a la publicación de los indicadores económicos por parte del INE (1,1% en la encuesta Bloomberg previa a la publicación del Imacec). El sector servicios siguió contribuyendo mayormente al desempeño de la actividad. Ello fue en parte compensado por la caída de la industria manufacturera y el bajo crecimiento de la minería. Este último asociado a los efectos de los aluviones en el norte del país y a otros factores como mantenciones en importantes faenas. Con ello, considerando las cifras ya conocidas para el primer trimestre,

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 16 de abril y al 12 de mayo de 2015.

BANCO CENTRAL DE CHILE

la economía se habría expandido 2,2% anual en ese período². Las perspectivas contenidas en la EEE de mayo consideran que la actividad habría crecido 2% anual en abril. Para el segundo trimestre y el 2015 en su conjunto, esta proyección fue corregida a 2,3 y 2,7% anual, respectivamente (2,5 y 2,8% según la EEE de abril).

Respecto de la demanda interna, los datos conocidos durante el último mes confirman el débil panorama del consumo privado. En marzo, la variación anual de las ventas minoristas de bienes habituales (IVCM) revirtió la leve alza de meses previos. Asimismo, el consumo de bienes durables, entre ellos los automóviles nuevos, ha continuado con tasas de crecimiento negativas. Las importaciones de bienes de consumo retrocedieron en abril: -11,6% anual (0,4% en marzo). Los fundamentos del consumo, en general, siguieron una tendencia similar a la de meses anteriores. Por un lado, las expectativas de los consumidores continuaron en terreno pesimista e incluso volvieron a descender en los dos últimos meses. Por otro, la creación de empleo privado, descontada la agricultura, sigue débil, más allá que, en el trimestre móvil finalizando en marzo, el empleo asalariado creció 2,7% anual y la tasa de desempleo siguió en niveles bajos. Por el lado de los salarios, en marzo su variación anual nominal se mantuvo en niveles altos, similares a los del mes previo: algo por sobre 7%. Los reales aumentaron entre 2,8 y 2,9% anual, dependiendo de la medida (2,6 y 2,7% en febrero). Sobre las condiciones financieras, con cifras preliminares a abril, las colocaciones de vivienda y de consumo mantuvieron su crecimiento real anual en niveles similares a los de la Reunión anterior, mientras que las colocaciones comerciales aumentaron levemente su crecimiento real anual. De todos modos, el crecimiento anual de las colocaciones de consumo y comerciales muestra un bajo valor. Las tasas de interés de los distintos tipos de crédito siguen en niveles bajos, sin mayores cambios respecto del mes previo.

La inversión privada también continúa mostrando debilidad. Las perspectivas contenidas en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de marzo siguen indicando una caída del monto de los proyectos para este año en relación con el 2014. Para el período 2016-2018 se aprecia un alza, la que proviene de los proyectos de obras públicas, energéticos y la incorporación de nuevas iniciativas inmobiliarias. Las importaciones de bienes de capital, en su serie desestacionalizada, se aprecian estables en niveles bajos y en términos anuales continúan mostrando variaciones negativas. Las expectativas de los empresarios (IMCE), descontada la minería, luego de una recuperación a comienzos de año, se mantuvieron en niveles similares en abril, bien por debajo del valor neutral. Desde principios de año, destaca la mejora en el ánimo de los agentes ligados al sector construcción, producto del menor pesimismo en el rubro inmobiliario. Además, el empleo del sector disminuyó su caída, con una variación anual igual a -2,2% (-5,6% en febrero). Otros indicadores de la construcción, como las ventas de despacho de hormigón, cemento y de proveedores se mantienen estables.

En línea con lo anterior, la gran mayoría de los entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de mayo, señaló que sus planes de inversión para el año se concentran solo en la reposición habitual del capital, como en el 2014. Escapan a esta evaluación aquellos que tenían planes de inversión en desarrollo desde años previos o los que deben hacer inversiones impostergables para el funcionamiento de sus negocios. Otro elemento por el que los consultados justifican la baja inversión es la conducta más cautelosa de los consumidores, quienes a su juicio están limitando su nivel de gasto y endeudamiento.

En el ámbito del crecimiento mundial, en el mundo desarrollado, la principal novedad provino de EE.UU, con un casi nulo crecimiento económico en la primera entrega de datos del primer cuarto del año (0,2% trimestral anualizado), cifra por debajo de lo esperado por el mercado (1%). Esto se explicaría, en parte importante, por factores climáticos extremos, paros portuarios, menor inversión en estructuras y un debilitamiento de las exportaciones netas. En el mercado laboral, la cifra de creación de empleo de abril (223 mil puestos de trabajo) fue algo menor que lo proyectado por el mercado —aunque bastante superior a la del

² /El lunes 18 de mayo se darán a conocer las cifras de Cuentas Nacionales para el primer trimestre que pueden diferir de estos valores.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Mayo 2015

mes previo—, en tanto que la tasa de desempleo disminuyó levemente. Los costos salariales continuaron su ritmo ascendente. Con todo, las expectativas de consumidores y gerentes de empresas se mantienen en terreno optimista y predominan resultados corporativos del primer trimestre positivos y mayores que lo esperado por el mercado. Así, las proyecciones privadas de crecimiento para EE.UU. se revisaron a la baja para el 2015, reflejando el peor dato del primer trimestre, pero no una visión más pesimista para el dinamismo de la economía durante el resto del año. Por su parte, en la Eurozona, indicadores parciales de actividad sustentan su gradual recuperación. Los PMIs manufacturero y de servicios continúan dando sorpresas positivas y las expectativas de consumidores han seguido remontando. De todos modos, las ventas minoristas de marzo se debilitaron levemente, aunque no muy lejos de lo esperado por el mercado. Si bien Grecia cumplió con el pago de €750 millones al Fondo Monetario Internacional (FMI), este fue hecho principalmente con reservas de emergencia en el FMI, manteniéndose la preocupación de la región por la situación de este país. Por último, en este contexto, la Comisión Europea subió levemente el crecimiento proyectado para el bloque. Japón, con indicadores de actividad mixtos, presenta un deterioro en las perspectivas de mercado, en especial las manufactureras que, en abril, vuelven a terreno contractivo tras casi un año.

En el mundo emergente, China muestra una desaceleración más acentuada, con un crecimiento anual de 7% en el primer trimestre del año (7,3% en el cuarto trimestre del 2014) y perspectivas manufactureras que aún no repuntan. En este contexto, el Banco Central de China anunció nuevos recortes en los requerimientos de reservas exigidos a los bancos con el fin de impulsar el crédito. Asimismo, tras la publicación del débil avance del IPC de abril, anunció un tercer recorte de 25pb en sus tasas de referencia. Además, aumentó el límite de deuda que los bancos pueden ofrecer por los depósitos. Con todo, el mercado no descarta nuevos estímulos por parte de las autoridades fiscales y monetarias. América Latina continúa enfrentando una desaceleración en su ritmo de crecimiento y perspectivas, especialmente Brasil, en un contexto en que la inflación se mantiene elevada.

Con relación a las decisiones de política monetaria, a lo ya comentado sobre China se suman bajas de las tasas de política monetaria en Australia, Rusia, Hungría y Tailandia. Brasil, en cambio, subió su tasa de instancia 50pb en su última reunión.

En el último mes, los mercados financieros internacionales han dado cuenta de una depreciación del dólar, un empinamiento de la curva de rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense, un aumento generalizado de las tasas de largo plazo y mayores flujos de capitales hacia economías emergentes. Este comportamiento de los mercados habría estado impulsado por los datos más débiles de desempeño de EE.UU., expectativas de postergación del alza de tasas de la Fed y una reasignación de portafolios que llevó a una descompresión parcial de los premios por riesgo. Así, desde la Reunión anterior las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo de la Eurozona subieron en torno a 50pb, mientras que las de EE.UU. lo hicieron en más de 30pb. En Chile, por su parte, las tasas nominales de largo plazo casi no mostraron variación, mientras que las reajustables tuvieron incrementos entre 5 y 20pb. Las bolsas, con movimientos mixtos, terminaron con una disminución en Asia Emergente, un aumento en el resto de las emergentes y sin mayor variación en las desarrolladas.

En Chile, la paridad peso/dólar disminuyó 1,5% en relación con el momento de la Reunión anterior, ubicándose algo por debajo de \$605 al cierre de esta Minuta. A la ya comentada depreciación del dólar a nivel global, se sumaron noticias positivas sobre el precio del cobre y la sorpresa en la inflación de abril. Considerando una canasta más amplia de monedas, el peso tuvo variaciones acotadas desde la Reunión previa: -0,5% el TCM, 0,5% el TCM-5 y -0,3% el TCM-X. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de abril se ubicó en 93,7 (en su medida 1986=100).

BANCO CENTRAL DE CHILE

Los precios de las materias primas en su mayoría muestran movimientos al alza respecto de la Reunión previa. El precio del WTI y Brent subió cerca de 8%, transándose al cierre de esta Minuta en US\$60 y US\$65 el barril, respectivamente. En esta trayectoria al alza incidió, entre otros, la menor producción de crudo y sorpresas negativas en los inventarios de EE.UU. El precio de la gasolina del Golfo de México subió 6% en el mes. Por su parte, el precio del cobre aumentó cerca de 7,5%, alcanzando valores sobre US\$2,9 la libra al cierre de esta Minuta. Esto estuvo en línea con la evolución del dólar y la recuperación de las importaciones del metal por parte de China. En contraste, el precio de los productos agrícolas (GSCI) cayó 3% en el mes.

Para esta Reunión, las expectativas apuntan en su totalidad a una mantención de la TPM. En el horizonte de política monetaria, las expectativas para la TPM no muestran mayores cambios. Esto sigue contemplando, de acuerdo con las expectativas que se extraen de los precios financieros, que el primer aumento de la TPM se dará hacia fines de este año. En tanto, las que se desprenden de las encuestas (EEE y EOF) señalan dicho movimiento hacia la primera parte del 2016. Así, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,25 y 3,8% (entre 3,25 y 3,8% en abril) y hacia fines del horizonte de proyección entre 3,75 y 4,6% (entre 3,75 y 4,5% el mes pasado).