

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ENERO 2014



**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 14 de enero de 2014.

Síntesis del mes^{1/}

Los recientes datos de actividad y demanda señalan la continuación de la desaceleración de la economía observada en los últimos meses. Destaca el deterioro de la inversión, en particular en maquinaria y equipos, que ha redundado en un menor crecimiento de la demanda interna y de los sectores industriales y de servicios asociados a ella. Así, en noviembre del 2013 la actividad mostró un dinamismo menor al esperado por las expectativas privadas. Por el lado de la inflación, el incremento del IPC en diciembre estuvo por sobre lo proyectado por el mercado, en parte por factores puntuales. En términos anuales, la inflación total y la subyacente subieron a 3 y 2,1%, respectivamente. Las expectativas hacia fines del horizonte de proyección siguen en torno a 3%. En el escenario externo, la principal noticia fue el inicio del proceso del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos. En cuanto a las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM), la mayoría de los analistas y operadores de mercado sigue esperando una o dos reducciones durante la primera mitad del año, con una opción mayoritaria de mantención en esta Reunión.

En el ámbito local, los últimos datos apuntan a una desaceleración más marcada de la actividad y la demanda interna. En noviembre, el Imacec tuvo un crecimiento de 2,8% anual (0,5% mensual en términos desestacionalizados), cifra por debajo de las proyecciones de mercado: 3,5% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre. Este resultado estuvo determinado principalmente por el menor dinamismo de los sectores relacionados con la inversión, en particular respecto del componente de maquinaria y equipos. Ello, se reflejó en el desempeño de algunas ramas de la producción manufacturera, el comercio mayorista y servicios profesionales relacionados. Se añade el comportamiento menos favorable de indicadores parciales de la construcción.

El menor desempeño de la inversión, se observa tanto en su evolución en el margen como en sus tasas de variación anual. Así, la serie desestacionalizada de las importaciones de bienes de capital continuó decreciendo, mientras su variación anual mostró valores muy negativos. En todo caso, esto último se explica en parte por la alta base de comparación del año anterior, dado el elevado nivel de algunos componentes relacionados con la entrada de material de transporte. La información recogida en distintos sectores y regiones del país también da cuenta de una importante desaceleración de la inversión en maquinaria y equipos. En cuanto al sector construcción, la confianza empresarial (IMCE) retrocedió en el último mes —al igual que en la mayoría del resto de los sectores que conforman este indicador— y se mantiene en terreno negativo. El empleo en este sector siguió expandiéndose en torno a 4% anual, a la vez que los niveles desestacionalizados de despachos de cemento y hormigón no mostraron cambios relevantes en diciembre y permanecen en valores inferiores a los observados hace un año.

De acuerdo con la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de diciembre del 2013, las condiciones financieras para las empresas mostraron algún grado de mayor estrechez en ese período comparado con septiembre anterior. En particular, las condiciones para la aprobación de créditos de grandes empresas se volvieron algo más restrictivas, no así para las pymes que se mantuvieron. Por el contrario, la demanda por créditos de ambos tipos de empresas aumentó. De todos modos, la tasa de crecimiento anual de las colocaciones comerciales se ha mantenido en torno a 10%.

Por el lado del consumo, los indicadores siguen dando cuenta de un desempeño sin mayores cambios en los últimos meses. Esto es, un crecimiento menor, pero aún en niveles relevantes. Las ventas minoristas han mostrado vaivenes en los últimos meses, en particular el componente no durable, aunque medido

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 12 de diciembre de 2013 y al 14 de enero de 2014.

BANCO CENTRAL DE CHILE

como promedio móvil trimestral, su tasa de crecimiento anual muestra cierta estabilidad. El componente durable mantuvo un crecimiento elevado, principalmente apoyado en la fortaleza de las ventas automotrices como ha sido la tónica reciente. Con todo, las importaciones de estos últimos se ajustaron a la baja de manera importante en el último mes. Las importaciones en el agregado mostraron un comportamiento similar al mes previo. En el mercado laboral, de acuerdo con el INE, la tasa de desocupación persiste en sus mínimos históricos y el empleo continuó expandiéndose en torno a 2% anual. Los salarios nominales y reales redujeron su tasa de crecimiento anual, la de los salarios nominales disminuyó a un rango entre 5,4 y 5,9% (5,6 y 6,1% en octubre), y la de los salarios reales descendió a 2,9 y 3,5% anual (4,0 y 4,4% en octubre). Las expectativas de los consumidores (IPEC) se mantuvieron sobre el nivel neutral en diciembre, sin cambios significativos.

Las condiciones crediticias para las personas tuvieron algún grado de deterioro de acuerdo con la ECB de diciembre. En particular, las condiciones para la aprobación de créditos de consumo se tornaron más restrictivas. No así los estándares para créditos hipotecarios, que no mostraron cambios. En cuanto a la demanda, por el lado del endeudamiento de consumo no se aprecian cambios y se observa un menor número de solicitudes en el segmento hipotecario. Respecto de los montos y tasas, en diciembre el crecimiento anual de las colocaciones aumentó levemente en relación con el mes previo: 11,4% las hipotecarias y 11,3% las de consumo (10,8 y 10,4% en noviembre, respectivamente).

Con estos antecedentes, las proyecciones de mercado para el crecimiento de la actividad contenidos en la EEE de enero anticipan que la expansión anual de la economía habría sido 3% en diciembre. Para el primer trimestre del 2014 consideran un crecimiento de 3,5% anual y para el año en su conjunto uno de 4% (igual al mes anterior).

En cuanto a la inflación, en diciembre el IPC tuvo una variación mensual de 0,6%, cifra por sobre la proyección de las Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes (0,2 y 0,5%, respectivamente). Entre los principales productos que incidieron positivamente en el mes destacó la gasolina, debido al aumento en el precio internacional de este combustible y a la depreciación del tipo de cambio. También mostraron alzas relevantes el precio del gas licuado y del servicio de transporte en bus interurbano. Entre las disminuciones resaltó el precio de las papas. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— tuvo una variación mensual de 0,6%. Así, en los últimos tres meses el IPC y el IPCSAE acumularon, respectivamente, 1,1 y 1,0 puntos porcentuales (pp) de incremento (ambos +1,1pp en noviembre). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE aumentaron su tasa de crecimiento a 3,0 y 2,1%, respectivamente (2,4 y 1,8% en noviembre). Por componente, la inflación de bienes y servicios del IPCSAE aumentaron su variación anual a -0,5 y 3,8%, respectivamente (-0,9 y 3,7% en noviembre).

En este escenario, la EEE de enero ajustó al alza las expectativas para la inflación a un año desde 2,8 a 3,0% anual, mientras que la EOF de la primera quincena de enero la mantuvo en 2,8%. A dos años, la EOF elevó marginalmente la proyección a 3,0% (2,9% en la encuesta previa) y la EEE la mantuvo en 3,0%. Para enero, la EEE y la EOF estiman una variación mensual del IPC de 0,2%.

En el escenario internacional, destaca el inicio del retiro del programa de compra de activos de largo plazo por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), que al mismo tiempo comunicó que este proceso será calibrado de acuerdo con la evolución de los datos económicos. Luego del anuncio no se observaron mayores cambios en los mercados financieros, por cuanto el monto de la reducción de compras fue coherente con lo esperado por el consenso del mercado, y posteriormente se acompañó de cifras de actividad de EE.UU. que en su mayoría estuvieron sobre las expectativas. En este contexto, las tasas de los bonos de gobierno de largo plazo de las economías desarrolladas, aunque con vaivenes, se

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Enero 2014

encuentran en valores similares a los de la reunión anterior, mientras que los flujos de capitales continuaron retirándose de las economías emergentes. Los mercados bursátiles en las economías desarrolladas siguieron aumentando y en las economías emergentes continuaron con retornos negativos. Así, el MCSI de las desarrolladas subió 3,0% en dólares desde la Reunión anterior (3,4% en moneda local), destacando el positivo desempeño de Europa. El MCSI de las emergentes cayó 3,3% en dólares (-2% en moneda local). La bolsa local, medida por el índice IPSA, cayó 1,4% en dólares y 2% en pesos. En cuanto a las paridades, las monedas de la mayoría de las economías emergentes se depreciaron. El peso chileno, aunque con vaivenes, se encuentra en valores similares a los del momento de la Reunión anterior, ubicándose algo por debajo de \$530 por dólar al cierre de esta minuta. Así, el peso se depreció 0,2% en el período. En términos multilaterales, en cambio, el peso se apreció levemente: 0,6% el TCM, 0,4% el TCMX y 0,8% el TCM. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de diciembre se ubicó en 93,9 (en su medida 1986=100).

El panorama de crecimiento mundial continúa sin grandes cambios. En lo principal, la revisión de datos del tercer trimestre en Estados Unidos se volvió a corregir al alza, por sobre las expectativas de mercado. Los datos recientes actividad junto con expectativas de hogares y empresas en terreno optimista siguen confirmando dicha recuperación. El mercado laboral continúa dinámico, aunque la creación de empleo fue menor a la esperada por el mercado, posiblemente por factores climáticos. Esto último, también podría explicar la caída de la fuerza de trabajo, lo que llevo a la disminución de la tasa de desempleo a 6,7%. En todo caso la FED anunció que mantendrá la tasa de política monetaria en niveles reducidos por un tiempo prolongado, incluso si el desempleo se reduce más allá del umbral de 6,5%. En la Eurozona, los indicadores de corto plazo muestran un mayor dinamismo, destacando la producción industrial y el comercio en Alemania. Además, aunque la tasa de desempleo sigue elevada en la Eurozona, muestra cierta estabilización. En China los indicadores han sido mixtos. Las ventas minoristas y las importaciones apuntalan el dinamismo de la demanda interna, mientras que destacó el menor crecimiento de las exportaciones. En el ámbito financiero, durante el último mes se observó un inusual aumento de las tasas de interés de corto plazo, lo que pone una nota de cautela sobre las fragilidades de su sistema financiero.

En cuanto al precio de las materias primas a nivel internacional, comparado con la Reunión previa, el precio del petróleo WTI y Brent cayó 5,6 y 2,4%, respectivamente. Ello, debido a la mayor producción de crudo en países fuera de la OPEP, especialmente de EE.UU., y a las expectativas de ampliación de la oferta mundial de petróleo en lo venidero. En contraste, el precio de la gasolina subió 5,5%, ante la menor oferta que se deriva del cierre de algunas refinerías por las condiciones climáticas en EE.UU. El precio del cobre aumentó 1,7% su cotización. Esto, por las mejores perspectivas manufactureras en los países desarrollados y la mantención en niveles elevados de la internación china del metal rojo. En los productos agrícolas, resalta el menor precio de los granos y cereales (-4,8% en el mes), ante mejores previsiones de cosechas. Con todo, se mantienen las perspectivas para el precio del cobre y del petróleo contenidas en el IPoM.

En este contexto, las expectativas para la TPM no tuvieron grandes cambios en el mes. Así, siguen esperando uno o dos recortes adicionales de 25pb durante la primera mitad del 2014. Para esta reunión, apuntan a una mantención. A seis meses y un año plazo, las que se extraen de la EEE de enero y la EOF de la primera quincena de enero se mantienen en 4,0%. A dos años plazo, ambas encuestas la ubican en 4,5% (4,25% la EOF de la primera quincena de diciembre). Las expectativas que se extraen de los precios de los activos financieros se ajustaron levemente a la baja, principalmente desde mediados de este año y hasta fines del horizonte de proyección.