

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MARZO 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 11 de marzo de 2014.

Síntesis del mes^{1/}

Los antecedentes conocidos desde la última Reunión confirmaron que la actividad y la demanda final crecen por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre, mientras que la inflación se ubica cercana a 3% anual. El crecimiento del Imacec de enero, deprimido por algunos factores relacionados con su base de comparación, resultó por debajo de lo anticipado por el mercado ante un menor crecimiento en la minería y otros sectores ligados a la inversión. La inflación de febrero estuvo determinada principalmente por los mayores precios de combustibles y se ubicó por sobre lo previsto por el mercado. En el escenario externo ha continuado la recomposición del crecimiento global, con mejores perspectivas para las economías desarrolladas y cierto deterioro en las emergentes, donde se destaca una mayor preocupación sobre la evolución de la economía china. Esto último ha afectado al precio del cobre que, al cierre de esta minuta, estaba en torno a US\$3 la libra. El peso chileno ha vuelto a depreciarse, de forma importante en los últimos días, coincidiendo con lo ocurrido con el cobre, en contraste con la evolución de otras monedas de economías emergentes y exportadoras de materias primas, las que se observan más estables. En este escenario, las expectativas de mercado apuntan a un recorte de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en esta Reunión, pero difieren sobre la ocurrencia de un nuevo descenso en las próximas reuniones.

En los últimos meses, la actividad y demanda interna han mostrado un desempeño menos dinámico que el previsto en el IPoM de diciembre. En enero, el Imacec creció 1,4% anual (-0,6% mensual en términos desestacionalizados), cifra que se ubicó por debajo de las de meses previos y también fue menor a las estimaciones de mercado: 2,6% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de febrero. Parte importante de la menor expansión respecto de meses previos se asoció a la caída en el crecimiento anual de la producción minera, influido por la alta base de comparación. En el resto de los sectores, aquellos relacionados con la inversión —como la construcción y algunas ramas del comercio mayorista y de la industria— mantuvieron el débil desempeño de meses previos, a lo cual se agregó una menor expansión de las ventas minoristas. Las perspectivas incluidas en la EEE de marzo anticipan que en febrero la economía habría crecido 2,6% anual. En tanto, para el primer trimestre y el año en su conjunto, esta encuesta redujo las proyecciones a 2,6 y 3,7%, respectivamente (3,2 y 3,8% en la EEE de febrero).

En cuanto a la demanda interna, los últimos datos disponibles siguen dando cuenta de un menor dinamismo de la inversión. En la construcción, los indicadores parciales de enero mantienen una tendencia de desaceleración. La confianza empresarial (IMCE) del sector mostró un retroceso en febrero, manteniéndose bajo el umbral neutral. Por el lado de las maquinarias y equipos, en febrero los niveles desestacionalizados de importaciones de bienes de capital siguieron en valores similares a los del mes previo, mientras que su variación anual persistió negativa afectada por los altos niveles de internaciones a inicios del año pasado. En cuanto a las condiciones financieras, las colocaciones comerciales continuaron con un ritmo estable de crecimiento, mientras que sus tasas de interés se mantuvieron en los menores niveles alcanzados en meses anteriores. En tanto, las colocaciones para la vivienda han mostrado una aceleración y las tasas de interés de los créditos hipotecarios han descendido, en línea con la caída de las tasas de interés de largo plazo.

En línea con la desaceleración del comercio minorista, los indicadores de consumo privado mostraron menor dinamismo en enero, lo cual fue especialmente visible en las ventas de bienes durables (INE). Estas acotaron significativamente su crecimiento en el primer mes del año: 6,5% anual (16,8% promedio en el 2013; 16,3% en el cuarto trimestre del 2013). Ello se debió principalmente al menor dinamismo de las ventas automotrices, que coincide con un retroceso de las expectativas acerca de la compra de automóviles que

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 18 de febrero y al 11 de marzo de 2014.

BANCO CENTRAL DE CHILE

recoge el IPEC desde hace unos meses. Las ventas de bienes de consumo habitual mostraron cierto repunte, aunque destaca su alta volatilidad en los últimos meses. Este desempeño del consumo privado se da en un contexto en que la evolución marginal de algunos de sus determinantes no muestra cambios significativos. La tasa de desocupación se mantuvo cercana a 6%. Los salarios nominales elevaron su crecimiento en enero a un rango entre 5,8 y 6,3% anual (5,5 y 6% en diciembre), mientras que en términos reales lo hicieron a un rango entre 2,7 y 3,2% (2,4 y 2,9% en diciembre). Las expectativas de los consumidores (IPEC) prácticamente no variaron en febrero, como tampoco lo hicieron las condiciones financieras para los créditos de consumo. Se observa si algún deterioro en la creación de empleo, cuya tasa de variación anual ha seguido disminuyendo y con una composición en que el empleo por cuenta propia está creciendo más que el asalariado. En todo caso, los ingresos laborales reales no muestran un comportamiento muy distinto en relación con su última medición.

En febrero la variación mensual del IPC (0,5%) superó las expectativas de mercado: 0,2% en la EEE de febrero y en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes. Respecto de lo esperado por el mercado, la mayor sorpresa provino desde transporte, alimentos y bebidas no alcohólicas. Entre los principales productos que incidieron positivamente en el mes destaca, al igual que en los últimos dos meses, la gasolina. Ello, debido al aumento en el precio internacional de este combustible, y a la depreciación del peso. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— tuvo una variación mensual de 0,3%. Así, en los últimos tres meses el IPC y el IPCSAE, en base al índice referencial, acumularon 1,0 y 0,9 puntos porcentuales (pp), respectivamente (0,8 y 0,7pp en enero). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE aumentaron su variación anual referencial a 3,2 y 2,5%, respectivamente (2,8 y 2,4% en enero). Por componente, la inflación de bienes y servicios del IPCSAE aumentaron su crecimiento anual referencial a 0,03 y 4,3%, respectivamente (-0,2 y 4,1% en enero).

En este escenario, la EEE de marzo mantuvo las expectativas para la inflación a uno y dos años plazo en 3,0%. En tanto que la EOF de la primera quincena del mismo mes se ajustó levemente al alza a un año plazo desde 2,8 a 3,0%. Para marzo, la EEE estima una variación mensual del IPC de 0,5% y la EOF de 0,6%.

En el plano externo, el foco de atención de los mercados mundiales ha estado puesto en los eventos relacionados con el conflicto entre Ucrania y Rusia. Además, se ha continuado monitoreando el ritmo de la reducción de la compra de activos de largo plazo por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos y revisando con atención los indicadores acerca del desempeño de China. Así, los mercados financieros internacionales mejoraron levemente desde la última Reunión. En el agregado, los mercados bursátiles no mostraron cambios significativos. La bolsa local, medida por el IPSA, se mantuvo estable en pesos, mientras que cayó 3,9% en dólares. En todo caso, las tensiones generadas por el conflicto en Ucrania impactaron de modo diferenciado en la región europea donde sus bolsas cayeron y la volatilidad aumentó. En general, para el resto de las regiones la volatilidad permaneció sin variaciones significativas, sin embargo los premios por riesgo soberanos y corporativos se redujeron. Las tasas de interés de largo plazo permanecieron sin cambios relevantes en las economías desarrolladas, en tanto retrocedieron levemente en las emergentes. En Chile, como ha sido la tónica de los últimos meses, las tasas de los documentos del Banco Central y de la Tesorería continuaron disminuyendo, especialmente aquellas de menor plazo.

En cuanto a las paridades de monedas, los movimientos fueron mixtos y acotados en la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes. El peso chileno, no obstante, continuó depreciándose y, al cierre de esta minuta, se ubicó en torno a \$570 por dólar. Así, desde la reunión anterior, la moneda chilena se depreció 3,6%. Esto estuvo en línea con la caída del precio internacional del cobre, el menor diferencial de tasas de interés y las compras netas de *forwards* que continúan presentando los no residentes. En términos multilaterales, la depreciación fue algo menor: 2,9% el TCM y el TCM-X y 3,2% el TCM-5. Con el nivel de

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Marzo 2014

tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de febrero se ubicó en 97,8 (en su medida 1986=100).

El panorama de crecimiento mundial de mediano plazo sigue proyectando un mejor desempeño de las economías desarrolladas, principalmente de la mano de Estados Unidos y una desaceleración generalizada del mundo emergente, incluyendo un menor crecimiento esperado para China. En relación con Estados Unidos, el crecimiento del PIB del último cuarto del 2013 se revisó a la baja a 2,4% trimestral anualizado, resultado que estuvo por debajo de las expectativas de mercado. Esto, por una disminución en el consumo y las exportaciones netas respecto de los datos reportados con anterioridad. La tasa de desempleo de febrero aumentó levemente a 6,7%. Sin embargo, la creación de empleo del mismo mes resultó ser mayor a las expectativas de mercado, lo que puso calma respecto de la situación del mercado laboral. Las expectativas de gerentes de compra del sector servicios y de manufacturas se ubicaron sobre el pivote que indica expansión y, aunque las de servicios se moderaron, las de manufacturas se elevaron más allá de lo esperado. La Eurozona creció 1,1% trimestre a trimestre anualizado en el último cuarto del año pasado. Alemania continuó aportando de manera importante al crecimiento, a lo que se suma que la mayoría de los miembros del bloque ya comenzó a mostrar alguna mejoría. Las expectativas del sector servicios y de manufacturas, ambas sobre lo esperado, hacen prever la continuación del repunte gradual del bloque europeo.

Por el lado de las economías emergentes, datos más coyunturales de China han aumentado la preocupación respecto de sus perspectivas de crecimiento. En particular, las expectativas tanto de gerentes de compras como de confianza de consumidores se han deteriorado y se agrega que continúan las preocupaciones respecto del sistema financiero de China. Mientras las exportaciones de febrero se contrajeron de manera importante, las importaciones crecieron más que lo previsto ese mes. Con todo, estas cifras deben ser vistas con cautela debido a la distorsión que introduce la celebración del año nuevo chino, que ocurre en enero o febrero de cada año.

En relación a las materias primas, el precio del petróleo WTI al cierre de esta minuta se encuentra en niveles similares a los de hace un mes, en tanto el del Brent cayó 1,4%, aunque se observó mayor volatilidad dentro del mes como consecuencia de las tensiones relacionadas con la crisis en Ucrania y el mal tiempo en Estados Unidos. Por su parte, el precio del cobre descendió cerca de 6% desde la Reunión anterior. Esto se debió, en gran medida, a la preocupación respecto de la demanda de metal rojo desde China, resaltando un retroceso significativo de las importaciones chinas de cobre en febrero. También se observó una caída significativa en el precio de otros metales altamente demandados por la nación asiática como el hierro. El precio de los productos agrícolas aumentó en torno a 9% desde la última Reunión. En esto influyó preponderantemente el conflicto en Ucrania, por su relevancia como exportador de maíz. Se sumó una prolongada sequía y menor calidad de los productos agrícolas en otros importantes países exportadores. Con ello, las perspectivas de precios de los bienes agrícolas para los próximos meses subieron, mientras que para el resto de las materias primas no hay cambios significativos.

En este contexto, las expectativas para la TPM apuntan a una nueva reducción de 25pb en esta Reunión. Hacia adelante, la mediana de la EEE no considera la posibilidad de una nueva reducción, aunque una parte relevante de los encuestados estima que la TPM podría llegar a 3,75%. Por su lado, las expectativas que se deducen de la EOF de la primera quincena de marzo y de los precios de los activos financieros sí prevé que la TPM se reducirá hasta 3,7% en el curso del primer semestre del año. Con todo, a mediano plazo, todas las medidas de expectativas muestran que la TPM alcanzará un nivel similar a lo previsto hace unos meses.