

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2014



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 15 de abril de 2014.

Síntesis del mes^{1/}

La información acumulada en las últimas semanas es coherente con el escenario base del IPoM de marzo. La actividad de febrero mostró un crecimiento anual superior al de meses anteriores, influido por el dinamismo del sector minero. Los sectores ligados a la demanda, y particularmente a la inversión, siguen observando un bajo desempeño. La inflación anual ha seguido en alza, con una variación mes a mes de marzo algo superior a lo previsto por las expectativas de mercado. En todo caso, este resultado obedeció a factores puntuales y se observa un traspaso acotado de la depreciación del peso hacia los precios de bienes transables. De hecho, las expectativas de corto plazo tuvieron cambios menores y las de mediano plazo se mantuvieron en 3%. En el plano externo, los mercados externos han mostrado mayor calma. En ese contexto, los mercados emergentes, y también el chileno, se han caracterizado por una mejora en las bolsas y una apreciación de sus monedas. Con vaivenes, el tipo de cambio nominal se ubicó en torno a \$555 por dólar al cierre de esta minuta. Las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han ajustado a la baja, y la mediana de los encuestados considera la posibilidad de dos recortes en los próximos meses, asimilándose a lo que muestran los precios de los activos financieros. Para esta Reunión el consenso apunta a que la TPM no se movería.

En el plano interno, en febrero la tasa de crecimiento anual de la actividad aumentó respecto de meses previos: 2,9% (2,3% promedio entre noviembre y enero). Este resultado estuvo algo por sobre las estimaciones de mercado contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo (2,6%). El desempeño de la economía en ese mes estuvo determinado, especialmente, por el mejor resultado de la minería, asociado al repunte de la producción de cobre en una importante faena. Además, las exportaciones de este sector se recuperaron con fuerza luego del paro portuario de inicios de este año y han contribuido a la menor acumulación de inventarios en lo más reciente. Otros sectores más ligados a la demanda interna, entre los que destacan las ramas mayoristas del comercio y la construcción, mantuvieron un bajo dinamismo. Hacia adelante, la EEE de abril considera un crecimiento del Imacec de 3% anual en marzo. Para el 2014, esta encuesta ajusta a la baja la proyección a 3,4% (3,7% en marzo), dentro del rango previsto en el último IPoM.

Por el lado de la demanda, gran parte de los indicadores de inversión conocidos en el último mes no reportan mayores novedades. Las importaciones de bienes de capital mantuvieron una expansión anual negativa en marzo, pese a cierta mejora, mientras que en términos desestacionalizados permanecieron relativamente estables. La producción de hormigón y de cemento se estabilizó en el margen y detuvo la tendencia decreciente observada durante la segunda mitad del 2013. El empleo en la construcción persistió en niveles similares, aunque en términos anuales redujo su crecimiento a 4,4% (5,1% en enero). Las expectativas empresariales (IMCE) de ese sector continúan en terreno contractivo.

La moderación gradual del consumo privado sigue liderada por el menor dinamismo del componente de servicios y de las ventas minoristas de bienes durables. Estas mantuvieron un crecimiento cercano a 4% anual en febrero, mientras que la expansión anual de sus importaciones permaneció en valores negativos en marzo. Las ventas de automóviles en el último mes, descontada su estacionalidad habitual, continuaron disminuyendo. Esto se condice con la trayectoria al alza de los inventarios automotrices, así como con perspectivas (IMCE) algo menos optimistas de las empresas del rubro en los últimos meses. El comercio minorista de bienes habituales tuvo un desempeño algo menor. Los fundamentos del consumo, en general, siguieron una tendencia similar a la de meses anteriores. La confianza de los consumidores (IPEC) se mantiene cercana al nivel neutral. La tasa de desempleo, según el INE, continuó en 6,1% en el trimestre móvil

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 13 de marzo y al 15 de abril de 2014.

BANCO CENTRAL DE CHILE

terminado en febrero, determinada por un incremento de la fuerza de trabajo que fue compensado por el del empleo. El alza de la ocupación, como ha sido la tónica reciente, provino principalmente de la categoría cuenta propia. La variación anual de los salarios reales, en sus distintas mediciones, se mantuvo en el rango entre 2,5 y 3,5% (5,5 y 6,5% en términos nominales). Con ello, los ingresos laborales reales continuaron creciendo en torno a 5,5% anual en febrero.

En cuanto a las condiciones financieras de la banca local, se observa cierta desaceleración en el crecimiento anual de las colocaciones comerciales (9% en marzo versus 10,5% en febrero). En tanto, las tasas de interés promedio de estos créditos no registraron mayor cambio. Respecto de las condiciones crediticias para las personas, las colocaciones mantuvieron su dinamismo, con tasas de crecimiento de 10,6% anual en consumo (10,8% en febrero), y de 12,8% anual en créditos para la vivienda (12,5% en febrero). Respecto de las tasas de interés, aquellas correspondientes a los créditos de vivienda no mostraron variación, mientras que en el segmento de consumo se observó una disminución relevante que se explica por un fenómeno estacional de mayores gastos, lo que aumentó la oferta y cambió la composición del crédito, con un mayor uso proporcional de créditos en cuotas, en desmedro de las tarjetas de crédito.

La Encuesta de Crédito Bancario del (ECB) de marzo 2014 mostró que continúa moderándose la demanda de créditos por parte de las empresas inmobiliarias. Las solicitudes de créditos de las grandes empresas y constructoras también mostraron un debilitamiento. Por el lado de la oferta, las condiciones fueron más restrictivas para todo tipo de empresas. En los segmentos de personas, las solicitudes de créditos de consumo declinaron, no así las de créditos hipotecarios que no variaron en el neto. Respecto de la oferta, los bancos reportaron condiciones más estrechas para los créditos hipotecarios y sin cambios en consumo.

En cuanto a la inflación, en marzo el IPC tuvo una variación mensual de 0,8%, por sobre la proyección que se extrae de la EEE de marzo y de la EOF de la segunda quincena de igual mes (0,5 y 0,7%, respectivamente). La elevada variación del IPC en el mes se debió al aumento de los precios de los servicios de enseñanza universitaria y de la gasolina. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— también tuvo una variación mensual de 0,8%. Así, en los últimos tres meses el IPC y el IPCSAE, acumularon 1,5 y 1,4 puntos porcentuales (pp), respectivamente (1,0 y 0,9pp en febrero). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE aumentaron su variación anual referencial a 3,5 y 2,7%, respectivamente (3,2 y 2,5% en febrero). Por componente, la inflación de bienes del IPCSAE aumentó su crecimiento anual referencial a 0,4% (-0,04% en febrero). En tanto, la inflación de servicios del IPCSAE mantuvo su variación anual referencial a 4,3%.

En este escenario, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de abril y la EEE del mismo mes, mantuvieron las expectativas para la inflación a uno y dos años plazo en 3,0%. Para diciembre 2014, esta última ajustó sus expectativas desde 3,0 a 3,3% anual, mientras que para este mes estima una variación mensual del IPC de 0,2% y la EOF de 0,1%.

En el plano internacional, durante las últimas semanas los mercados financieros han exhibido un acotado retroceso de la volatilidad y una disminución de los premios por riesgo soberano y bancario, tanto en las economías desarrolladas como en emergentes. Con esto, los flujos de capitales han dejado de salir del mundo emergente y, en algunas economías, se han observado entradas netas en el margen. Así, en este conjunto de economías el precio de las acciones se incrementó, las monedas se apreciaron y las tasas de largo plazo disminuyeron. El mercado chileno siguió estas tendencias. Por un lado, el peso se apreció 3,6% respecto del momento de la Reunión anterior, ubicándose en valores de \$555 por dólar. En términos multilaterales, la apreciación del peso chileno fue algo menor. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) estimado de marzo se ubicó en 99,2 (en su medida 1986=100). Por otra parte, casi la totalidad de las tasas de los documentos del Banco Central y Tesorería continuaron disminuyendo, tanto en los documentos nominales como reajustables, con variaciones negativas de hasta 30pb. La excepción fue la tasa reajutable a 2 años que, con vaivenes, terminó casi sin variación

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Abril 2014

(+6pb). Por último, la bolsa chilena, como otras bolsas emergentes, presentó retornos positivos en el último mes, lo que ha coincidido con un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Así, el MCSI de las emergentes subió 7,2% en dólares (+5% en moneda local), mientras que el MCSI de las desarrolladas, con vaivenes, disminuyó levemente con respecto al cierre de la Reunión anterior (-1% en dólares y -1,3% en moneda local). La bolsa chilena, medida por el índice IPSA, subió 6,5% en pesos (+10,8% en dólares).

En relación con la actividad mundial, el Fondo Monetario Internacional corrigió a la baja las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes, mientras que mantuvo sin cambios significativos el de las desarrolladas. Con esto, se sigue proyectando un mejor desempeño de las economías desarrolladas de la mano de EE.UU. y un repunte gradual de la Eurozona. En cambio, para las emergentes se prevé una desaceleración más generalizada, principalmente por China y algunas otras economías de mayor tamaño. Este escenario global, en todo caso, es similar al contenido en el IPoM de marzo.

El mayor crecimiento esperado de la actividad en EE.UU. se sustenta en el menor ajuste fiscal contemplado para el presente año y la positiva evolución de los indicadores relacionados con el mercado laboral. El consumo personal de febrero siguió aumentando, las ventas minoristas resultaron por sobre los esperados en marzo, el valor de las viviendas se mantiene en niveles elevados y la creación de empleo de marzo, aunque se ubicó levemente bajo el registro anterior, desde una perspectiva más larga da cuenta de una mejora sostenida del mercado laboral, con lo que la tasa de desempleo se mantuvo en 6,7%. Asimismo, la producción industrial superó las expectativas de los agentes del mercado, a lo que se suma el aumento de las perspectivas de los gerentes de compra del sector manufacturero y de servicios, ambas sobre el umbral que indica expansión. En la Eurozona, las ventas minoristas de febrero estuvieron sobre lo esperado por el mercado, al igual que la tasa de desempleo la que en todo caso se mantiene en niveles elevados. La producción industrial se expandió de acuerdo con lo esperado. La confianza de los consumidores mejoró y las expectativas del sector de manufacturas y de servicios se ubican sobre el pivote de expansión, sustentando la mantención de la recuperación gradual del bloque europeo. Japón, con un dinamismo acotado, ha visto un descenso en sus perspectivas tanto de consumidores como de empresas.

En el mundo emergente se mantiene la cautela en relación con la evolución de la actividad en China, lo que se complementa con menores perspectivas de crecimiento para otras economías grandes como Rusia y Brasil. En China, los datos de exportaciones e importaciones de marzo nuevamente se ubicaron bajo lo esperado por el mercado, contrayéndose en términos anuales. Las expectativas manufactureras volvieron a caer, ubicándose bajo el pivote de expansión por tercera vez consecutiva. Contrasta con lo anterior, las mejores expectativas de los consumidores y del sector de servicios. Esto es coherente con el rebalaceo de la actividad hacia un mayor protagonismo del consumo. Sin embargo, se mantienen los riesgos relacionados con su sistema financiero mencionado en el último IPoM. Con todo, el mercado ajustó a la baja la proyección de crecimiento anual de China para el primer trimestre del 2014.

El precio de las materias primas, en general, ha aumentado. El del petróleo WTI subió en torno a 5% por la mayor demanda estacional en el hemisferio norte y el del Brent, aunque con vaivenes, no mostró cambios significativos. Esto, por la disminución de ciertas tensiones geopolíticas en Medio Oriente. En línea con el WTI, el precio de la gasolina creció 3,7%. El precio del cobre subió 1,3%, transándose en torno a US\$3 la libra hacia el cierre estadístico de esta minuta. En esto influyó el aumento de las importaciones de cobre desde China, la reducción de sus inventarios y la mantención de las perspectivas manufactureras en terreno positivo en las economías desarrolladas. El precio de los productos agrícolas continúa con su tendencia alcista, principalmente por el precio de los cereales que se incrementó en 5,2% de acuerdo al índice FAO de marzo. El conflicto en Ucrania ha jugado un rol relevante en la tendencia de los granos y cereales. Con todo, la mayoría de las perspectivas de precios no muestra cambios significativos.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Para esta Reunión, todas las expectativas apuntan a una mantención de la TPM. Hacia adelante, continuaron ajustándose y ahora, en su conjunto, incorporan la posibilidad de dos recortes en el transcurso del año. La mediana de la EEE de abril anticipa que la TPM disminuirá 25pb el próximo mes, aunque una parte no menor de los encuestados estima que la reducción podría atrasarse. Esto último coincide con la EOF de la primera quincena de abril, que anticipa un recorte de 25pb recién a inicios del tercer trimestre de este año. Con todo, ambas encuestas estiman un recorte adicional de 25pb hacia fin de año, hasta 3,5%, coincidiendo con el ajuste que ya venían registrando las expectativas que se derivan de los precios de los activos financieros. Además, estas últimas muestran una mayor persistencia de la TPM en un nivel menor. Así, a dos años plazo, las distintas medidas de expectativas —excepto la EEE— recortaron los niveles esperados de TPM con respecto a la Reunión anterior: entre 3,9 y 4,6%.