

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MAYO 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 13 de mayo de 2014.

Síntesis del mes^{1/}

El escenario macroeconómico, a grandes rasgos, es coherente con lo planteado en el IPoM de marzo. El escenario externo no presenta grandes novedades, lo que ha redundado en una mayor calma de los mercados financieros internacionales. En el primer trimestre la actividad interna habría crecido del orden de 2,4% anual, mientras que los indicadores de demanda interna señalan un debilitamiento del consumo privado y una cierta estabilización de la inversión. La mayor sorpresa del mes provino del aumento del IPC en abril, que superó las expectativas de mercado y llevó la inflación anual del IPC por sobre el 4%. También implicó que las expectativas de inflación a plazos más cortos subieran. No así las expectativas en el horizonte de política que siguen en 3%. La mayor inflación del mes pasado provocó cambios en las expectativas sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM), que ahora se espera se reduzca en solo 25 puntos base en los próximos meses. Ello, más el aumento del precio del cobre, afectó el tipo de cambio, que en los últimos días tuvo una apreciación importante. Para esta Reunión, el consenso de las expectativas apunta a una mantención de la TPM.

En el plano local, en abril el IPC aumentó 0,6%, superando las expectativas de mercado. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de abril y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes proyectaban 0,2%. Se observó un alza general en la mayoría de las divisiones, sin que identificaran algún evento asociado a un ítem en específico. Más allá de lo anterior, entre los principales productos y/o servicios que incidieron positivamente en el mes destacan algunos servicios de salud, producto del reajuste habitual que se produce en las tarifas en esta época del año. Entre las disminuciones resalta, a diferencia de meses previos, el precio de la gasolina. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— tuvo una variación mensual de 0,8%. Así, en los últimos tres meses el IPC y el IPCSAE, acumularon 1,9 puntos porcentuales (pp) (1,5 y 1,4pp en marzo, respectivamente). Por ítem, la inflación de servicios del IPCSAE explica buena parte de la inflación acumulada del IPC subyacente (1,1pp). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE aumentaron su variación anual referencial a 4,3 y 3,5%, respectivamente (3,5 y 2,7% en marzo). Por componente, la inflación de bienes y servicios del IPCSAE aumentaron su crecimiento anual referencial a 1,2 y 5,1%, respectivamente (0,4 y 4,3% en marzo).

La mayor inflación de abril incidió en que las expectativas de inflación a diciembre del 2014 aumentarían, aunque a plazos mayores los movimientos fueron menores. En particular, en la EEE de mayo la inflación para fines de este año se ubica en 3,7% (3,3% el mes anterior). A un año plazo, la EEE de mayo y la EOF de la primera quincena esperan una inflación de 3,1 y 3%, respectivamente (3% ambas el mes anterior). A dos años plazo la inflación proyectada sigue en 3% en ambas mediciones. Para este mes, estas encuestas estiman una variación mensual del IPC de 0,3%.

En cuanto a la actividad interna, en marzo el Imacec creció 2,8% anual, por debajo de la proyección del mercado (3% en la EEE de abril). Resaltó el desempeño de la minería —cuya tasa de expansión en todo caso da cuenta de una alta volatilidad en los últimos meses— que tuvo un crecimiento bajo debido al descenso de la producción de cobre en una importante faena. La industria continuó débil por el efecto de las líneas ligadas a la inversión, aunque aquellas exportables se han recuperado con fuerza en los últimos meses. Otros sectores más relacionados con la demanda interna exhibieron cierto repunte en el margen, como algunas ramas del comercio mayorista y los servicios financieros. Con ello, considerando las cifras ya conocidas para el primer trimestre, la economía se habría expandido 2,4% anual en ese período^{2/}. Las perspectivas contenidas en la EEE de mayo consideran que la actividad habría crecido 3% anual en abril. Para el segundo trimestre y el

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 17 de abril y al 13 de mayo de 2014.

^{2/} El lunes 19 de mayo se darán a conocer las cifras de Cuentas Nacionales para el primer trimestre que pueden diferir de estos valores.

BANCO CENTRAL DE CHILE

2014 en su conjunto, esta proyección fue corregida a 3 y 3,2% anual, respectivamente (3,1 y 3,4% según la EEE de abril).

Por el lado de la demanda, la inversión ha dado indicios de estabilización en lo más reciente, coherente con la evolución algo más favorable de algunos de sus indicadores. Las importaciones de bienes de capital detuvieron su tendencia decreciente en los últimos dos meses. El mercado inmobiliario continúa dinámico, reflejado en los altos niveles que mantuvieron las ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago en el primer cuarto del año (Cámara Chilena de la Construcción), particularmente aquellas aún en etapa de construcción. Ello se condice con la recuperación de la producción de cemento y de hormigón en los últimos meses. Como contrapunto, las expectativas empresariales (IMCE) de todos los sectores retrocedieron en abril y se encuentran bajo el pivote de expansión en el agregado. A la vez, el empleo de la construcción mostró un crecimiento anual prácticamente nulo en el margen. Se añade el descenso que muestra el incremento anual de las colocaciones comerciales nominales, que pasó de tasas del orden de 10 a 8,7% entre fines del 2013 y abril de este año. Sin embargo, las tasas de interés de estos créditos no han tenido mayores variaciones, +37pb en promedio el mismo lapso. De todos modos, también se aprecia un mayor uso de otras fuentes de financiamiento, en particular de la emisión de bonos.

Hacia adelante, las perspectivas contenidas en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de marzo siguen apuntando a un repunte de la inversión en lo venidero, aunque con una fuerza menor a la que se preveía hace unos meses. La principal corrección para el 2014 provino de la postergación de proyectos energéticos. La recalendarización de estos últimos, junto con la incorporación de nuevas iniciativas inmobiliarias, volvió a elevar las proyecciones de la CBC para el período 2015-2017.

En cuanto al consumo privado, los últimos datos disponibles confirman la desaceleración de esta parte del gasto en el primer trimestre del año, especialmente del componente de servicios. Lo mismo ocurre con las ventas minoristas de bienes (INE), que siguieron moderándose en marzo, aunque con menor intensidad que en los meses previos. Resalta lo que ocurre con las ventas de bienes durables, que habían sostenido elevadas tasas de crecimiento anual en los últimos años y cuyo dinamismo se ha resentido de modo importante en los últimos meses. La intención de compra de este tipo de bienes (IPEC), más débil por parte de los hogares, así como la caída en la expansión anual de sus importaciones dan cuenta de este menor desempeño en los últimos meses. Las ventas de automóviles también han mostrado un descenso importante. De todas formas, las importaciones de automóviles, descontada la estacionalidad, tuvieron un repunte en abril, luego de varios meses de descenso.

La evolución del consumo es coherente con el hecho que algunos de sus determinantes reportan cierto deterioro en lo más reciente, aunque continúan favorables desde una perspectiva histórica. La tasa de desocupación en el primer cuarto aumentó levemente a valores cercanos a 6,5%, según sus distintas mediciones (Universidad de Chile e INE), y la creación de empleo perdió fuerza en el margen, respecto de la cual además sigue destacando la categoría por cuenta propia como fuente de expansión. En términos nominales, los salarios aumentaron su variación anual a un rango entre 6,2 y 6,7% en marzo (6 y 6,5% en febrero), mientras que en su medición real disminuyeron a un rango entre 2,2 y 2,7% (2,5 y 3% en febrero), acorde con el alza de los registros de inflación en ese mes. Con ello, los ingresos laborales reales exhibieron un menor dinamismo en marzo. La confianza de los consumidores (IPEC) acumula varios meses de descenso, aunque sigue en terreno optimista. En cuanto a las condiciones financieras, el crecimiento anual de las colocaciones de consumo se mantuvo próximo a 10,5% anual en abril, mientras que el de las hipotecarias aumentó a 13,6% (12,8% en marzo). En términos de tasas de interés, para las primeras subieron 160pb en promedio y para las últimas no hubo mayores novedades. Se agrega que la información recogida en el marco del IPN de abril da cuenta que las empresas perciben una menor demanda en los sectores ligados al consumo, principalmente por una mayor cautela de los consumidores.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Mayo 2014

En el ámbito externo, los mercados financieros internacionales no han experimentado cambios significativos desde la reunión pasada. Si es que algo, mostraron una mejora que se manifiesta en una mayor calma en los mercados regionales. De esta manera, aunque levemente, el valor de las bolsas se incrementó y las tasas de largo plazo disminuyeron, tanto en las economías desarrolladas como emergentes. En estas últimas, los flujos de capitales retornaron de manera incipiente durante el último mes, lo que se moderó al cierre de esta minuta. Las monedas de la mayoría de los países se apreciaron en relación con el dólar estadounidense y los premios por riesgo soberano y bancario retrocedieron en el margen.

El mercado chileno se vio afectado tanto por estas tendencias como por los datos locales de actividad e inflación. Así, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y Tesorería registraron escasos movimientos desde la Reunión anterior. Hacia el cierre de esta minuta, se observó un aumento de las tasas de mayor plazo, en línea con el anuncio de emisiones de la Tesorería General de la República. Las tasas de corto plazo disminuyeron levemente en la última semana tras la publicación de datos de actividad de marzo e IPC de abril, afectando este último las tasas cortas en UF a través del aumento de las expectativas de inflación de corto plazo. El mercado bursátil chileno, así como los mercados de otras economías de América Latina, presentó retornos positivos en el último mes. En particular, la bolsa chilena, medida por el índice IPSA, con vaivenes, finalizó con un aumento de 0,8% en pesos (1,7% en dólares).

Mayores efectos de las cifras locales se observaron en el mercado cambiario. El peso chileno, luego de depreciarse en el neto hasta mediados de la semana pasada, se apreció significativamente en línea con el mayor diferencial de tasas que resultó luego del aumento de las tasas *swap* locales, tras la publicación del IPC de abril. A comienzos de esta semana se agregó un mayor precio del cobre. Así, al cierre de esta minuta, el tipo de cambio nominal se ubicó por debajo de \$550 por dólar, valor inferior al vigente al momento de la Reunión anterior. Tomando el promedio de los tres días hábiles previos a la Reunión de abril y al cierre de esta minuta, el peso se apreció 0,2% en términos nominales. En términos multilaterales, la apreciación fue similar: 0,2% el TCM y TCM-X, y 0,4% el TCM-5. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) estimado de abril se ubicó en 97,4 (en su medida 1986=100).

En materia de actividad mundial, como ha sido la tónica durante el presente año, las tendencias de mediano plazo siguen señalando un mejor desempeño del mundo desarrollado y una desaceleración del emergente. Las proyecciones dadas a conocer por la OECD se enmarcan dentro del panorama considerado en el IPoM, con una corrección a la baja del crecimiento del mundo emergente. Entre estas, resalta la desaceleración esperada del crecimiento chino y de otras economías de mayor tamaño.

En relación con la actividad del mundo desarrollado, la principal novedad fue el mayor dinamismo del mercado laboral en EE.UU, cuya creación de empleo de marzo sobrepasó ampliamente lo esperado por el mercado. Esto se contrapuso al casi nulo crecimiento económico de ese país (0,1% trimestral anualizado) durante el primer cuarto del 2014. Esto último se debió a la importante contracción de las exportaciones netas y de la inversión, lo que fue compensado por el desempeño del consumo privado que creció más allá de lo contemplado. No obstante, gran parte del bajo crecimiento de la actividad se atribuye, por ahora, a las extremas condiciones climáticas que afectaron al país en ese trimestre. Percepción que además se apoya en los datos de actividad más coyunturales que resultaron en su mayoría sobre lo esperado: tal es el caso de la producción industrial, una menor tasa de desempleo y la ya comentada creación de empleo. Aun cuando el mercado inmobiliario muestra signos de ralentización, se prevé un repunte moderado, dada la positiva evolución del mercado laboral y tasas de créditos hipotecarios que son bajas comparadas con promedios históricos. Similarmente, las perspectivas manufactureras y de servicios, ambas sobre el pivote de expansión, junto con la confianza del consumidor muestran un incremento sostenido en los últimos meses, apoyando las estimaciones de un mayor crecimiento de EE.UU. Por su parte, en la Eurozona la producción industrial

BANCO CENTRAL DE CHILE

avanzó acorde con lo esperado, las ventas minoristas resultaron sobre lo anticipado por los analistas del mercado, al igual que la tasa de desempleo que de todos modos persiste más allá de los dos dígitos. Con todo, las expectativas de gerentes de compra y de consumidores han seguido remontando lo que sustenta el repunte gradual de esta región. Japón con indicadores de corto plazo mixtos, ha experimentado un deterioro generalizado de sus perspectivas, en especial de las manufactureras con un descenso importante en abril que las ubica en terreno contractivo.

La actividad en el mundo emergente muestra signos de una desaceleración moderada y las perspectivas refuerzan la continuación de esta dinámica. Así, las expectativas manufactureras y de servicios retrocedieron en el margen para el conjunto de estas economías, lo que contrasta con el repunte de las expectativas de los consumidores. El foco de atención sigue puesto en China. Aun cuando las ventas minoristas y la producción industrial fueron menores a lo anticipado por el mercado, los datos de comercio exterior mostraron un crecimiento por sobre lo previsto en abril, moderando en algo los temores de una desaceleración más pronunciada. Además, el anuncio de una reforma en el mercado de capitales chino fue interpretado positivamente por el mercado.

Respecto de las decisiones de política monetaria en el mundo, la mantención de las tasas de referencia ha dominado en la mayoría de los bancos centrales. Por otro lado, la inflación en el mundo desarrollado se mantiene en niveles restringidos. De hecho, los bajos registros de inflación en la Eurozona han motivado la expectativa de que su Banco Central tomara nuevas medidas de estímulo monetario en el futuro cercano. En el mundo emergente, los registros de inflación son mixtos. Con todo, resalta la tendencia al alza de la inflación en América Latina, la que estaría conducida en mayor magnitud por los componentes más volátiles.

En relación con las materias primas destaca la caída de los combustibles y el aumento del cobre. Así, el precio del WTI y el Brent cayó en 3,1 y 1%, respectivamente. Esto, por la disminución de la demanda, además de un mayor suministro de combustible por parte de la OPEP y en el caso del WTI también por un aumento de los inventarios en EE.UU. En línea, el precio de la gasolina retrocedió en torno a 5%. El precio del cobre subió 3,6% en el mes, incremento que fue más marcado hacia el cierre estadístico de esta minuta, resultado en el que inciden el crecimiento de las importaciones chinas de cobre, la reducción de los inventarios y anuncios de las autoridades chinas respecto de amplias reformas a su mercado de capitales. En todo caso, el precio de otros metales, como el hierro, tuvo un descenso importante en el mes. El precio de los productos agrícolas se mantiene prácticamente en los mismos niveles de hace un mes.

En este contexto, las expectativas para la TPM se han ajustado levemente al alza, esperándose ahora que se dé solo un recorte adicional de 25pb en la tasa durante los próximos meses (dos el mes pasado). Para esta Reunión, todas las expectativas apuntan a una mantención de la TPM, a diferencia del mes pasado en que se esperaba una reducción para esta ocasión. De hecho, dicho recorte fue retrasado para el próximo mes. Como se indicó, hacia adelante, tanto la EEE como la EOF y las expectativas que se desprenden de los activos financieros proyectan sólo un recorte en el horizonte de política, aunque una parte no menor de los encuestados en la EEE y la EOF todavía incorpora la posibilidad de dos recortes en el transcurso del año. Con todo, a dos años plazo, la TPM prevista por la EEE bajó a 4% este mes (4,5% en abril). Para el mismo horizonte, la EOF mantuvo la TPM en 4%, mientras que las expectativas que se desprenden de los activos financieros, aumentaron los niveles esperados de TPM con respecto a la Reunión anterior: entre 4,1 y 4,8%.