

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 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 12 de agosto de 2014.

Síntesis del mes^{1/}

Los antecedentes conocidos en el último mes indican que en el segundo trimestre la actividad y la demanda interna mostraron una debilidad mayor a la anticipada en el IPoM de junio. En línea con esto, las expectativas privadas de crecimiento para el 2014 se han corregido a la baja de modo importante. La inflación no mostró mayores sorpresas y sigue estimándose que su tasa de variación anual estará transitoriamente por sobre 4%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó en el margen, con un empleo asalariado que sigue estancado y uno por cuenta propia que pierde dinamismo. El escenario externo no ha mostrado grandes cambios, destacando los efectos que las tensiones geopolíticas han provocado en los mercados financieros y la mayor fortaleza del dólar. Esto último, sumado a la debilidad de las cifras internas y a los cambios en las expectativas de mercado respecto de la política monetaria, depreció al peso. Sobre la política monetaria, las expectativas de mercado incorporan con claridad dos recortes adicionales de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) y de forma algo más difusa uno más de la misma magnitud. Para esta Reunión, el consenso apunta a una reducción de 25pb.

En el ámbito interno, la principal novedad fue la actividad de junio, que medida en términos anuales se expandió 0,8% (-0,8% mes a mes, desestacionalizada). Dicha cifra representó una importante sorpresa a la baja respecto de lo esperado por el mercado: 2,6% anual en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de julio. El débil desempeño de los sectores ligados a la demanda interna continuó siendo el determinante del bajo crecimiento económico. En particular, la actividad manufacturera y el comercio se contrajeron respecto de un año atrás. En la primera, la mayoría de las ramas vislumbró retrocesos en el margen, aunque con mayor intensidad en la refinación de combustibles. En contraste, las ramas ligadas a la exportación siguieron aportando positivamente en términos anuales. El comercio también mostró mayor debilidad, sumándose una menor expansión del comercio minorista a la fragilidad que desde hace un tiempo muestran los rubros mayoristas. Con ello, considerando los Imacec publicados, la actividad habría crecido 1,8% anual en el segundo trimestre^{2/}. Las perspectivas incorporadas en la EEE de agosto consideran que la actividad habría crecido 1% en julio. Para el tercer trimestre y todo el 2014 estas expectativas adelantan un incremento de 2 y 2,5%, respectivamente (2,8 y 2,9% de acuerdo con la EEE de julio).

En relación con la demanda interna, los últimos antecedentes disponibles reafirman un panorama de relativa debilidad del consumo privado durante el segundo cuarto del año, que fue más evidente en la última parte de dicho período. Las ventas minoristas de bienes no durables muestran un estancamiento o leve caída en el margen; mientras que los bienes durables, tras las marcadas reducciones de su crecimiento anual a principios de año, siguen moderándose. La disminución de las ventas de autos, como ha sido la tónica de los últimos meses, es determinante en este resultado. La baja en las importaciones de este ítem a julio sigue dando cuenta de la fragilidad de las ventas. A su vez, el consumo de bienes habituales continuó acotando su incremento anual. La evolución del consumo privado es coherente con el deterioro de alguna parte de sus fundamentales. Por un lado, las expectativas de los consumidores (IPEC) prosiguieron con su descenso y ya se sitúan por segundo mes consecutivo en terreno pesimista. Los ingresos laborales siguen reduciendo su tasa de expansión, producto del menor crecimiento del empleo asalariado y el aumento de la inflación, que más que han compensado el mayor incremento de los salarios nominales. Se añade el alza de la tasa de desocupación (6,5% en el trimestre móvil finalizado en junio) que, aunque sigue siendo baja en comparación histórica, tiene un aporte significativo del empleo por cuenta propia. Respecto de las condiciones financieras, el incremento anual de las colocaciones de consumo se mantuvo sin grandes cambios, mientras que el de las hipotecarias

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 15 de julio y al 12 de agosto de 2014.

^{2/} El 18 de agosto se dará a conocer la primera entrega de las cifras de Cuentas Nacionales para el segundo trimestre del año.

BANCO CENTRAL DE CHILE

mostró una desaceleración en la punta. En relación con el costo del crédito, las tasas de interés cayeron para ambos tipos de colocaciones.

En cuanto a la inversión, los registros preliminares del segundo cuarto y los indicadores de julio indican que la contracción de esta parte del gasto se habría intensificado en algo. Las importaciones de bienes de capital de julio persisten en tasas de expansión anual negativas, las que son levemente mayores a las del mes previo. Las ventas mayoristas ligadas a la inversión del segundo trimestre también muestran una mayor debilidad. Se agrega en esta ocasión, una variación anual negativa de la actividad en el sector construcción en junio (IMACON). Esto se condice con la caída en el margen de varios indicadores relacionados como la producción de cemento y hormigón, las ventas de proveedores y con las expectativas del rubro (IMCE) que volvieron a caer, permaneciendo en terreno pesimista. Por otro lado, a junio, de acuerdo con información de la Dipres, la inversión pública ha reducido su dinamismo respecto de meses previos. En cuanto a las colocaciones comerciales, sus tasas de expansión han seguido reduciéndose levemente a pesar de la caída de su costo.

El Informe de Percepciones de Negocios de agosto mostró que la gran mayoría de los entrevistados cuyas actividades están orientadas al mercado interno coinciden en que el desempeño de sus negocios en el segundo trimestre mantuvo la debilidad del primero y, en algunos casos, se acentuó. Sigue la negativa percepción de los consultados respecto de la evolución de las actividades ligadas a la inversión, al mismo tiempo que los relacionados con el consumo, con excepción de parte de la macrozona sur, dan cuenta de una creciente debilidad. Los entrevistados apuntan a un tercer trimestre de características similares al segundo, esperando que la situación mejore hacia fines de año. Varios de ellos consideran que no será sino hasta el 2015 cuando se comience a observar alguna mejoría. Contrasta la percepción de gran parte de los entrevistados del rubro inmobiliario y exportador, cuyos negocios siguen mostrando dinamismo —los primeros— o han mejorado sus resultados —los segundos, por efecto mayormente de la depreciación del peso—.

En cuanto a la inflación, en julio el IPC tuvo una variación mensual de 0,2%, algo sobre la estimación de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de julio (0,1%) y, en línea con la proyección que se extrae de la EEE de igual mes. Entre los principales productos y/o servicios que incidieron positivamente en el mes, destaca el servicio de transporte en buses interurbanos, producto de la mayor demanda en esta época del año. Entre las disminuciones resalta el precio de los automóviles nuevos. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía—, tuvo una variación mensual de -0,03%. Así, en los últimos tres meses el IPC y el IPCSAE acumularon 0,6 y 0,1 puntos porcentuales (pp), respectivamente (1,0 y 0,9pp en junio). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE aumentaron su variación anual referencial a 4,5 y 3,7%, respectivamente (4,3 y 3,6% en junio). Por componente, la inflación de bienes del IPCSAE aumentó levemente su crecimiento anual referencial desde 1,7 a 1,8%. En tanto, la inflación de servicios del componente subyacente se mantuvo en 4,9%.

En este escenario, la EOF de la primera quincena de agosto y la EEE del mismo mes, proyectan que el IPC aumentará 0,1% en agosto. Para fines de año, la inflación proyectada de la EEE se mantiene en 3,8%. A uno y dos años plazo, la EEE se mantiene en 3%, mientras que la EOF reduce sus proyecciones a 2,7 y 2,9%, respectivamente (2,8 y 3%, en la primera quincena de julio).

En el plano internacional, desde la Reunión pasada los movimientos de los mercados financieros se han ligado, en lo principal, a la evolución de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y Ucrania. Se añadieron preocupaciones sobre el sector bancario en la periferia europea y la caída en *default* de Argentina. En el caso de esta última, sus efectos fueron acotados y han tendido a disiparse. Así, en su mayoría, las bolsas retrocedieron y la volatilidad se incrementó en las semanas recientes. Respecto del cierre de la Reunión anterior, el MSCI de los mercados emergentes cayó 1% en dólares (+0,2% en moneda local), mientras que el

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Agosto 2014

de los desarrollados cayó en 2,8% en dólares (-2,2% en moneda local). La bolsa chilena (IPSA) finalizó con una caída: -1,3% en pesos (-4,8% en dólares).

En cuanto a los premios por riesgo y las tasas de interés de largo plazo, estas aumentaron en las economías emergentes, principalmente las de Europa y América Latina. En contraste, en el mundo desarrollado las tasas de largo plazo han seguido descendiendo, en tanto las encuestas de crédito reportan condiciones más laxas de acceso al financiamiento bancario. Asia emergente, dado su desempeño más favorable, ha absorbido el incipiente repunte de los flujos de capitales hacia ese grupo de economías. En Chile, luego de la disminución de la TPM en julio y las débiles cifras de actividad de comienzos de mes, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería disminuyeron, especialmente en sus tramos más cortos. Así, desde la Reunión anterior, las tasas de interés de los instrumentos en pesos y UF bajaron entre 25 y 45pb.

Respecto de las monedas, gran parte de ellas se depreciaron respecto del dólar estadounidense. El peso chileno se depreció 3,9% respecto de la Reunión anterior, en línea con la apreciación del dólar a nivel internacional y un menor diferencial de tasas. Así, al cierre de esta minuta se ubicó en valores por sobre \$575 por dólar. En términos multilaterales, el peso chileno mostró una depreciación menor (3,2% el TCM y 3,1% el TCM-5 y TCM-X). Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) estimado de julio se ubicó en 98,1 (en su medida 1986=100).

En cuanto a la actividad mundial, el importante rebote del crecimiento de EE.UU. en el segundo trimestre (4% trimestral anualizado; -2,1% en el primero) confirmó la transitoriedad de su magro resultado en el cuarto precedente —factores climáticos—. El principal impulso provino de la inversión y el consumo personal, principalmente de durables. Los últimos datos disponibles del mercado laboral apuntan a que el consumo seguirá con un mayor dinamismo. Además, siguió la mejora del PMI de servicios y manufacturero, y en general, de la confianza de consumidores. Por su lado, las perspectivas para la Eurozona son de una recuperación algo más lenta. Ello, parcialmente determinado por la situación en Italia, que volvió a contraerse en el segundo cuarto, y por datos menos alentadores de Alemania —influidos en parte por la incertidumbre asociada a los conflictos geopolíticos en la región—. En Japón, los indicadores más recientes se deterioraron en su mayoría, aunque la confianza de los consumidores siguió aumentando.

En el bloque emergente, el panorama es diverso. Resalta el mayor crecimiento de China en el segundo trimestre: 7,5% anual (7,4% en el primero), favorecido por las medidas de impulso promovidas por la autoridad. De todos modos, las expectativas de mercado no tienen mayores cambios. Continuó la mejora de la producción industrial, las exportaciones nominales y las expectativas de los consumidores y de los gerentes de compra del sector manufacturero. En todo caso, las importaciones fueron menores que lo previsto. Además, el desarrollo reciente del rubro inmobiliario en China se sostiene como una nota de cautela. Como contraparte, las perspectivas para América Latina han seguido declinando, fundamentalmente por la ralentización de los sectores ligados a la inversión. En las economías de mayor tamaño en esta región, las expectativas manufactureras siguen en terreno contractivo, mientras que las de servicios cayeron en el margen.

Respecto de las decisiones de política monetaria, predominó la mantención de las tasas de referencia. En América Latina, resalta el anuncio de algunas medidas adicionales de impulso crediticio en Perú y Brasil. Por otra parte, la inflación continúa restringida en las economías desarrolladas, principalmente en la Eurozona. El panorama sigue dispar en las emergentes, con un descenso de los registros inflacionarios en Europa y un alza en América Latina, esta última liderada por sus componentes más volátiles.

Los precios de las materias primas, en general, disminuyeron. El petróleo, aunque con vaivenes, siguió bajando en el último mes: 2,9% el WTI y 2,5% el Brent, respectivamente, en medio de tensiones geopolíticas cuyo impacto aún es restringido. Con todo, los niveles de inventarios de crudo en EE.UU. han continuado

BANCO CENTRAL DE CHILE

retrocediendo. La gasolina mostró una baja de 3,1% en el mes. El precio del cobre se redujo levemente respecto de la Reunión previa, aunque continúa cotizándose en torno a US\$3,2 la libra. El agregado de los precios de los productos agrícolas (GSCI) no tuvo variaciones importantes en el mes.

En este contexto, todas las medidas de expectativas para la TPM se ajustaron a la baja, anticipando un recorte de 25pb para esta Reunión y dos recortes adicionales en los próximos meses. De acuerdo con la EEE y la EOF, la TPM se ubicaría en un nivel mínimo de 3,0% entre diciembre y febrero, mientras que las expectativas que se desprenden de los activos financieros, la ubican levemente por debajo de 3% entre fines de este año y mediados del próximo. A dos años plazo, las diferentes expectativas la ubican entre 3,4 y 4,1%.