

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ENERO 2015



**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 enero de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes el escenario macroeconómico interno no ha mostrado mayores novedades respecto de lo previsto en el IPoM de diciembre. La inflación del mes resultó negativa, en gran parte por el significativo descenso del precio los combustibles. De cualquier forma, tanto la variación anual del IPC como del IPCSAE siguen por sobre 4%. A su vez, las expectativas de inflación a dos años plazo continúan en torno a 3%, mientras que las expectativas a un año plazo se ubican, en promedio, por debajo de ese nivel, presentando, además, gran dispersión. La actividad continúa mostrando bajo dinamismo, con un aumento de 1,3% anual en noviembre, levemente por debajo de las expectativas, y con indicadores parciales de diciembre que no muestran mayores cambios en la dinámica de la actividad y la demanda interna. Las expectativas de consumidores y empresas siguen en la zona pesimista, aunque las primeras tuvieron un leve repunte. Si resalta el comportamiento del mercado laboral, con una tasa de desempleo que volvió a disminuir y salarios nominales cuya variación anual nuevamente aumentó. En el plano externo, las mayores novedades siguen concentradas en la evolución del precio de los productos básicos. El precio del petróleo descendió en torno a 25% en el mes y se sumó una mayor preocupación por el precio del cobre, que bajó 6% en el mes. El aumento de la incertidumbre global asociada a la evolución de la economía rusa y a los desarrollos en Grecia, también ha sido un elemento importante, con indicadores de riesgo global que se han deteriorado en el margen. Las expectativas de mercado apuntan a que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se mantendrá en 3% en el corto plazo, pero consideran entre una y dos reducciones de 25 puntos base (pb) en el curso del 2015.

En el plano interno, en diciembre el IPC varió -0,4% mes a mes, cifra igual a la considerada en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de diciembre, pero algo por debajo de lo previsto en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre (-0,2%). La menor inflación se relacionó, principalmente, con un precio de los combustibles menor al esperado. Con esto, la inflación cerró el año en 4,6% anual. Respecto del IPCSAE, en diciembre aumentó 0,3% mes a mes (4,3% anual). A nivel desagregado, el componente de bienes de la inflación SAE cayó 0,2% (2,7% anual) y el de servicios subió 0,6% (5,3% anual).

El registro negativo de diciembre se explicó, fundamentalmente, por la significativa disminución de los precios de los combustibles (-0,53 puntos porcentuales (pp) de incidencia). Se sumaron caídas importantes de los precios de algunas frutas y verduras de la estación. Destaca el precio de los tomates, cuyo nivel siguió descendiendo luego del elevado incremento de septiembre y octubre.

Para enero, las expectativas de mercado apuntan a una inflación mensual que volvería a ser negativa, nuevamente producto de la caída del precio de los combustibles. Según la EEE de enero, la inflación del mes llegaría a -0,2%, mientras que según la EOF de la primera quincena de este mes sería de -0,3%. A un año plazo, la mediana de la proyección en la EEE se mantiene en 2,7% y la de la EOF es 2,2% (2,7% en la segunda quincena de diciembre).

Respecto de la actividad interna, en noviembre el Imacec se expandió 1,3% anual, ubicándose levemente por debajo de las expectativas de mercado (1,5% anual en la EEE de diciembre). El resultado del mes respondió, principalmente, al mayor valor agregado de los servicios, que fue contrarrestado, en parte, por la caída de la actividad minera, la industria manufacturera y el comercio mayorista. En la minería, ciertas disrupciones en las faenas se añadieron a la baja de las leyes del mineral de cobre. Destacó en los datos de fin de año el aumento de las exportaciones totales (16% anual), que respondió a buenos desempeños en todas las

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 11 de diciembre de 2014 y al 13 de enero de 2015.

BANCO CENTRAL DE CHILE

categorías —minería, industria y agricultura—. La EEE de enero anticipa que el Imacec de diciembre habría crecido 1,5% anual. Ello, más los datos conocidos hasta noviembre, llevaría a un registro de PIB del 2014 de 1,7%, en línea con lo previsto en el IPoM de diciembre. Adicionalmente, esta encuesta revela la primera estimación del crecimiento para el primer trimestre de este año, la que se sitúa en 1,8% anual, con lo que el ritmo de expansión sería similar al del cuarto previo. Para el 2015 en su conjunto, reduce marginalmente la proyección de crecimiento hasta 2,6% anual (2,7% en la EEE anterior) mientras deja sin cambios la expectativa para el 2016 (3,5% anual).

En cuanto a la demanda interna, el escenario no muestra mayores variaciones respecto de lo observado al cierre del último IPoM. Por un lado, en diciembre, las expectativas de empresarios y consumidores permanecieron en terreno pesimista, aunque con movimientos disímiles en el margen: mientras las primeras mostraron un leve descenso, las segundas exhibieron un leve repunte. Por el lado de la inversión, el crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital de diciembre fue positivo: 24,4%, aunque parte de ello correspondió a material de transporte —cuya internación es poco frecuente— y bajas bases de comparación. A su vez, algunos indicadores adelantados de la construcción dan cuenta de cierta estabilización, pese a existir cierta disparidad entre algunos de ellos, como por ejemplo la caída de las ventas de cemento y el alza de las de hormigón. Por el lado del consumo, en noviembre las ventas minoristas (IVCM) crecieron algo por sobre cero en términos anuales, luego de contraerse acotadamente en los dos meses previos. Esto debido, especialmente, al aporte de los bienes no durables por cuanto los durables siguen contrayéndose. Como ha sido la tónica de los últimos meses, las ventas de automóviles nuevos siguen aportando negativamente, reduciendo su tasa de variación anual a 29,3% en noviembre (ANAC) (-18,9% el mes previo), compensado por algo de mayor empuje de la venta de artículos para el hogar. Las importaciones de bienes de consumo de diciembre cayeron 6,7% anual (-5,5% en noviembre). Sin embargo, dado que estas adelantan al IVCM, se observa una diferencia en el desglose, esta vez las internaciones de bienes durables mostraron su primera alza tras una seguidilla de tasas de variación anual negativas. Respecto de las condiciones financieras, según cifras preliminares a diciembre, el crecimiento anual de las colocaciones comerciales siguió disminuyendo (2,3%), mientras que el de las colocaciones de consumo y de vivienda se mantuvo en torno a 3 y 10,5%, respectivamente. A su vez, las tasas de interés de los créditos de consumo, en promedio, continuaron reduciéndose (-23pb respecto de noviembre). Las tasas de interés para la vivienda y créditos comerciales se ubican prácticamente en el mismo nivel que en el mes anterior (+8 y -2pb, respectivamente).

La Encuesta de Crédito Bancario del (ECB) del cuarto trimestre del 2014 sigue dando cuenta de una oferta más restrictiva que en períodos previos, a la vez que la demanda muestra mayores matices. Por un lado, la demanda de créditos para la vivienda aumentó respecto del trimestre previo. Por otro, la demanda para los créditos de consumo y comerciales redujo su debilitamiento, excepto para el segmento de empresas constructoras donde el nivel de restrictividad aumentó respecto de la encuesta de septiembre.

En el agregado el mercado laboral sigue dando cuenta de una significativa resiliencia a la desaceleración de la actividad y la demanda interna. Por un lado, la tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en noviembre se redujo a 6,1% (6,4 y 6,6% en los trimestres finalizados en octubre y septiembre, respectivamente). En ello contribuyó el aumento de la creación de empleo tanto asalariado como por cuenta propia, aunque algo más marcado en este último. No obstante, los sectores más ligados al estado del ciclo económico como la construcción, el comercio y el transporte, además de la minería, muestran tasas de creación de empleo con variación anual negativas por varios meses. En todo caso, resalta la creación de empleo asalariado en la agricultura. Por otro lado, en noviembre volvió a aumentar la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales: entre 7,0 y 7,4% anual en sus distintas medidas (entre 6,9 y 7,2% el mes anterior). Algo similar, aunque en niveles menores, presentó el salario real: 1,2 y 1,6% anual (0,7 y 1,1% el mes anterior).

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Enero 2015

En el plano externo, el principal desarrollo ha sido la baja del precio de las materias primas, especialmente del petróleo y del cobre. En el primero, la tendencia a la baja se acentuó en el último mes, con lo que, desde la Reunión pasada, el WTI y el Brent retrocedieron 24 y 26%, respectivamente, transándose al cierre de esta Minuta en valores en torno a US\$45 el barril. Varios factores explican este nuevo descenso, entre los que destacan los débiles indicadores fabriles de China, el anuncio por parte de Irak de incrementar sus envíos y una nueva de reducción del precio de exportación de Arabia Saudita a EE.UU. En línea, la gasolina cayó cerca de 22%. También resaltó la importante caída del precio del cobre, ubicándose en US\$2,68 al cierre de esta Minuta. La baja del precio del cobre ha sido coincidente con indicadores de China que confirman la debilidad de su economía.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, estos dan cuenta de una evolución menos favorable, determinado en gran parte por el deterioro más marcado de Rusia y el temor de contagio a otras economías emergentes. El desplome del rublo, como consecuencia de la baja del petróleo y la salida masiva de capitales —motivada por las sanciones de Occidente y el débil desempeño económico—, llevó a la autoridad monetaria rusa a subir significativamente la tasa referencial a mediados de diciembre. Además, se adoptaron una serie de medidas —como la capitalización de la banca— que devolvieron cierta calma a los mercados. En las últimas semanas, la coyuntura política en Grecia también ha promovido algún grado de turbulencia. Ello, considerando que un posible triunfo del bloque opositor en los comicios generales podría comprometer la permanencia del país en la Eurozona, debido a sus intenciones de poner fin a las políticas de austeridad que le han permitido acceder a los programas de rescate internacional. En este sentido, el FMI suspendió la ayuda en tanto persista la incertidumbre electoral.

En este contexto, se aprecia un aumento de la aversión al riesgo en lo más reciente. Los *spreads* soberanos y corporativos subieron y la salida de capitales ha sido más intensa en el mundo emergente, al mismo tiempo que las bolsas, en general, mostraron mayores vaivenes. Las caídas más acentuadas se han dado en Europa emergente y América Latina —esta última también afectada por el menor precio de los productos básicos y de problemas internos de varias de sus economías— con descensos en torno a 8% medidos en dólares. En tanto, las bolsas de las economías desarrolladas bajaron 1,3% en dólares (+0,1% en moneda local). En Chile, el IPSA disminuyó en torno a 2% tanto en moneda local como en dólares. Las tasas de interés de largo plazo descendieron en la mayoría de los mercados desarrollados, influidas por el predominio a nivel global del bajo desempeño económico y los acotados registros de inflación, en gran parte relacionados con el declive del crudo. En Chile, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería se ubican en niveles similares a los de la Reunión previa. Con todo, destaca la leve disminución de las de corto plazo de los bonos en UF (-21pb).

Por su parte, el dólar continuó apreciándose respecto del resto de las monedas, conforme la evolución de la actividad y de la política monetaria de EE.UU. siguen divergiendo en relación con el resto de los países. Pese a un cambio en el tono del último comunicado de la Reserva Federal (Fed), se sigue estimando que la normalización de tasas comenzará en el segundo semestre de este año. Por su lado, a la luz de declaraciones emanadas del Banco Central Europeo (BCE), se han consolidado las perspectivas de una nueva fase de relajamiento cuantitativo, a iniciarse durante este mes. En las economías emergentes, aparte del incremento de la tasa en Rusia, prevalecieron las mantenciones. Sin embargo, destaca el anuncio en algunos países de América Latina de medidas no convencionales orientadas a contener la depreciación de sus monedas. El peso chileno se depreció levemente frente al dólar estadounidense respecto de la Reunión previa (+0,4%), aunque mostró vaivenes durante el mes, coincidiendo con las noticias antes descritas y el movimiento del precio del cobre. Al cierre de esta Minuta, el peso se transaba en torno a los \$617 por dólar. En términos multilaterales, el TCM y TCM-X se apreciaron (1,1 y 1,4%, respectivamente), considerando los cinco principales socios comerciales la apreciación fue 1,6%. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades

BANCO CENTRAL DE CHILE

correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) estimado de diciembre se ubicó en 99,1 (en su medida 1986=100).

En cuanto a la actividad mundial, los últimos datos no difieren mayormente de lo señalado en el IPoM de diciembre. La tercera revisión del PIB de EE.UU. para el tercer cuarto del 2014 sorprendió positivamente (5% trimestral anualizado; 3,9% estimación previa), resaltando las correcciones al alza de la inversión no residencial y el consumo privado de durables. Coherente con este resultado, el mercado laboral ha seguido dando señales de recuperación, visible en la mejora tanto de la creación de empleo como de la tasa de desocupación, a la vez que la confianza de los consumidores aumentó en diciembre. En la Eurozona, cifras actualizadas de las perspectivas empresariales e indicadores sectoriales no mostraron avances relevantes, mientras que en Japón los indicadores de consumo, industria y comercio exterior empeoraron, en congruencia con el deterioro de las expectativas de los agentes económicos. Este débil panorama llevó al gobierno japonés a aprobar un plan de estímulo fiscal.

En las economías emergentes, el Banco Popular de China acotó las proyecciones de expansión para este año (7,1%), en especial por el menor dinamismo de la inversión inmobiliaria, rubro que ha continuado desacelerándose en lo más reciente. Adicionalmente, el sector industrial ha perdido impulso, con expectativas manufactureras que se situaron en terreno contractivo en diciembre luego de varios meses. En esta misma línea, los últimos datos la actividad industrial en América Latina decepcionaron en gran parte de la región. En Brasil, otros indicadores también evolucionaron bajo lo previsto, como las ventas minoristas y la tasa de desempleo. De todas formas, como ya se había anunciado, el gobierno brasileño oficializó el primer recorte presupuestario para el 2015, que en todo caso afectaría a aquellos gastos discrecionales.

En este contexto, la totalidad de las expectativas apunta a una mantención de la TPM en esta Reunión. Hacia adelante, siguen previendo alguna reducción de la TPM. Las expectativas que se obtienen de la EEE de enero se ajustaron levemente a la baja en el corto plazo, esperándose dos recortes en el curso de este año, a diferencia de la Reunión anterior, en donde se esperaba una baja de 25pb. Las expectativas que se deducen de la EOF de la primera quincena del mismo mes se redujeron a uno y a dos años plazo. Las expectativas que se extraen de los activos financieros a dos años plazo también son menores respecto de la Reunión previa. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 2,5 y 3,0% (2,8 y 3,1% en diciembre) y a dos años plazo en 3,0 y 3,8% (3,4 y 3,9% en diciembre).