

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 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 10 de febrero de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias del último mes, en lo grueso, configuran un escenario macroeconómico que se enmarca dentro de lo previsto en el IPoM de diciembre. La actividad y la demanda interna continúan con un bajo desempeño, pese al mejor registro del IMACEC del cierre del 2014. Las expectativas de consumidores y empresas siguen en la zona pesimista, aunque la de estos últimos muestra un leve repunte. La inflación, por su parte, sorprendió al alza en enero, ubicándose entre 30 y 40 puntos base (pb) por sobre lo previsto por el mercado. No obstante, la evidencia recogida hasta ahora no sugiere desviaciones significativas respecto de las proyecciones del IPoM de diciembre, aunque la convergencia hacia el rango meta tomará más tiempo de lo previsto. La inflación subyacente, medida a través del IPCSAE, sigue alta, ubicándose en 4,8% anual. Las expectativas de inflación a un año plazo, que habían estado en niveles particularmente bajos en el último tiempo, incluso por debajo de lo proyectado en el IPoM, subieron con el último dato de inflación, mientras que las expectativas de más largo plazo continúan en torno a 3%. En el mercado laboral sigue resaltando la evolución de los salarios nominales —cuya variación anual nuevamente se incrementó— y la baja tasa de desempleo, aunque la creación de puestos de trabajo privados sigue débil. En el plano externo, persistieron las fluctuaciones de los precios de los productos básicos, mientras que las tensiones en algunas regiones específicas no tuvieron repercusiones mayores en los mercados financieros internacionales. Las expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM) han ido eliminando o moderando los recortes de tasa previstos anteriormente y para esta Reunión no se esperan movimientos.

Respecto de la inflación, en enero el IPC aumentó 0,1% mensual, valor que se ubicó visiblemente por sobre las estimaciones de mercado (-0,2% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de enero; -0,3% en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de enero). Con ello, en términos anuales el IPC retrocedió a 4,5% (4,6% en diciembre). El IPCSAE, la medida de inflación subyacente, aumentó 0,7% mensual, impulsado por la inflación de su componente de bienes, que fue 1% en dicho mes. Dentro de este grupo destacan las alzas de algunos precios específicos: los cigarrillos y bebidas alcohólicas (0,14 puntos porcentuales (pp) de incidencia en el IPC) y de vehículos nuevos (0,08pp). En términos anuales, el IPCSAE de bienes aumentó su variación anual a 3,8%, mientras que el componente de servicios del IPCSAE la mantuvo prácticamente estable. Así, en el agregado, el IPCSAE subió a 4,8% anual (4,3% en diciembre). El precio de la gasolina bajó respecto de diciembre —con una incidencia de -0,34pp en el IPC del mes.

Después de conocido el dato de IPC las perspectivas de inflación de mercado se ajustaron al alza en la mayoría de los plazos, comportamiento que contrasta con las sucesivas bajas que este indicador había registrado en los meses previos. Los precios de los activos financieros han ido convergiendo a un valor de 3% a un año plazo, al igual que las encuestas: 3% en la EEE de febrero (2,7% en enero) y 2,9% en la EOF de la primera quincena de este mes (2,3% en la segunda quincena de enero). A dos años plazo las expectativas tienen implícita una inflación de 3%. Para el IPC de febrero, las encuestas apuntan a una inflación mensual de 0,1% y de 0,2% en la EEE y la EOF, respectivamente.

En términos de actividad, el IMACEC de diciembre se expandió 2,9% anual, registro superior a lo proyectado por las expectativas de mercado los días previos a la publicación del indicador. En esto influyó la continuación del positivo desempeño del sector de servicios a lo que se sumó el comercio y el mayor valor agregado de la minería. Así, considerando los IMACEC del año, el crecimiento de la economía en el 2014 habría sido de 1,8%.

^{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 enero y al 10 de febrero de 2015.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Las expectativas para el crecimiento del primer trimestre del 2015 extraídas de la EEE apuntan a 2,2% (1,8% en enero) y a 2,7% para el año en su conjunto. En línea con ello, los entrevistados en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de febrero, plantean que la actividad del primer trimestre del 2015 no tendrá cambios relevantes respecto de lo observado a fines del 2014. Asimismo, se desprende de dicho informe que la diferencia entre el desarrollo de las actividades ligadas al sector externo y las orientadas al mercado local se sigue ampliando, con las primeras teniendo mejores resultados que las segundas.

En relación con el consumo, los indicadores parciales de diciembre dan cuenta de un dinamismo acotado. Como se evidencia en el IPN de febrero, las ventas minoristas no durables fueron apoyadas por liquidaciones de existencias en el *retail*. Así, el componente no durable del IVCN de diciembre creció 3,2% anual (3% en noviembre). El durable redujo su retroceso hasta -0,7% anual (-5,3% el mes anterior), probablemente coincidiendo con un adelantamiento de compras de automóviles antes de la entrada en vigencia de la nueva normativa tributaria. Sin embargo, los indicadores disponibles de enero muestran un deterioro. Por un lado, las expectativas de los consumidores medidas a través del IPEC, retrocedieron afectados principalmente por un deterioro de las perspectivas a más largo plazo. Se sumó que las importaciones de bienes de consumo de enero cayeron 14,7% anual (-6,7% en diciembre). En la misma línea, las colocaciones de consumo disminuyeron su crecimiento real anual desde 2,6 a 2,3% en circunstancias que las tasas de interés se ubican prácticamente en el mismo nivel que en la Reunión anterior. Finalmente, en enero, las ventas de automóviles cayeron 30,2% anual (-10,2% en diciembre y -29,3% en noviembre).

En el mercado laboral, la tasa de desempleo del trimestre móvil finalizado en diciembre alcanzó 6% (6,1 y 6,4% en los trimestres finalizados en noviembre y octubre, respectivamente). Nuevamente destacó la creación de empleo en el sector agrícola, la que estaría afectada por la baja base de comparación que dejaron las heladas de la última parte del 2013. En tanto, en los sectores más ligados al estado del ciclo —como la construcción, la industria y el comercio— y en la minería, la creación de puestos de trabajo fue menor en comparación con un año atrás. Como se ha constatado en meses previos, el empleo por cuenta propia muestra una tasa de expansión anual mayor que la del asalariado. Los salarios nominales siguen resaltando por su elevada tasa de variación anual: en diciembre alcanzó a 7,5 y 7,2% en sus distintas medidas (7,4 y 7% en noviembre, respectivamente). Lo anterior, unido a la reducción de la inflación IPC ha colaborado al mayor incremento de los salarios reales (2,7 y 2,4% anual en diciembre vs. 1,6 y 1,2% en noviembre).

El panorama para la inversión privada se mantiene débil, mientras que la inversión pública ha tenido un crecimiento importante. El Catastro de la Corporación de Bienes de Capital de diciembre ajustó los montos a la baja para el 2015, ratificando que habrá un nivel inferior al del 2014. En enero, las importaciones de bienes de capital se contrajeron 18,7% anual, luego del importante aumento de diciembre (24,4%) el que de todos modos se asoció a material de transporte —cuya internación es poco frecuente—. Las expectativas de los empresarios (IMCE) se volvieron menos pesimistas, con excepción de los agentes ligados a la construcción. Esto último contrasta con otros indicadores del sector, como los permisos de edificación, las ventas de hormigón y las de los proveedores, que mostraron repuntes. No se observaron cambios relevantes en el ritmo de expansión anual de las colocaciones comerciales. Por el lado de la inversión pública, se registró una sobre ejecución del presupuesto de 106% para el 2014.

En el ámbito internacional, durante el último mes las materias primas siguieron mostrando fluctuaciones importantes. El precio del cobre disminuyó 1,8%, transándose al cierre de esta minuta en US\$2,56 la libra, aunque durante el mes se ubicó en su mínimo de los últimos cinco años, de US\$2,45 la libra. Parte del descenso podría obedecer a movimientos especulativos, toda vez que este tipo de operaciones ha aumentado en lo más reciente, lo que se suma a las perspectivas más acotadas para el crecimiento de China. Sin embargo, las importaciones cupríferas de este último país continúan en niveles por sobre el promedio histórico. De igual manera, otros fundamentos apuntan a que este mercado permanecería algo más estrecho. En particular,

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Febrero 2015

se prevé un balance oferta-demanda más ajustado en lo venidero, tanto por una menor producción como por un consumo que mantendrá cierto dinamismo, mientras que el stock en bolsa de inventarios del producto es bajo. Por otro lado, el precio del crudo ha repuntado desde el cierre estadístico previo, acumulando un avance de 10,0 y 21,3% el WTI y el Brent en cada caso. Ello, relacionado principalmente con expectativas de una menor oferta de los países no OPEP, el que estaría asociado al anuncio de grandes compañías petroleras de reducir sus inversiones en bienes de capital este año. El precio de la gasolina también subió en el último mes (26,2%), influido por huelgas en algunas refinerías en EE.UU.

En términos de política monetaria, hubo movimientos importantes, expansivos en su mayoría. Ello, en parte como respuesta a las menores presiones inflacionarias globales, determinadas en buena parte por la baja del precio del crudo y por el deterioro de las proyecciones de crecimiento. Destaca el anuncio del Banco Central Europeo (BCE) de un plan de relajo cuantitativo que, aunque era esperado, fue algo más expansivo que las expectativas del consenso del mercado. Este contempla la compra de bonos soberanos, y de instituciones en el mercado secundario y de agencia de la Eurozona. Su extensión será de 18 meses a partir de marzo próximo o hasta que la trayectoria de la inflación sea coherente con la meta de 2% anual. De esta manera, se sigue consolidando el contraste entre las acciones del BCE y la Reserva Federal de EE.UU., que mantuvo la tasa de referencia en su última reunión, y cuyo comunicado además ratifica el avance en materia de crecimiento y mercado laboral.

Por su parte, Canadá, Perú, Australia, Rusia, y Dinamarca, entre otros, realizaron recortes inesperados de tasa que se sumaron a lo ocurrido en Suiza hace un mes, donde adicionalmente se abandonó el límite mínimo cambiario. En China, fue rebajado el ratio de reservas exigido a los bancos más importantes, como una nueva medida de inyección de liquidez para apuntalar la economía. Como contraparte, Brasil aumentó su tasa de política, en línea con lo previsto, para hacer frente a los elevados registros de inflación vigentes. Aun cuando esta medida resalta dado el actual contexto de desaceleración económica, ha sido bien recibida por el mercado como señal del compromiso de la autoridad con el cumplimiento de la meta de inflación.

En cuanto al crecimiento económico, el Fondo Monetario Internacional volvió a disminuir las proyecciones para este y el año siguiente, siendo un elemento transversal el debilitamiento de la inversión a nivel global. Con ello, el panorama considerado por este organismo se asimila a lo contenido en el IPoM de diciembre. Su escenario contempla un peor desempeño para el mundo emergente, resaltando las perspectivas más moderadas para China y América Latina. En el desarrollado, en tanto, los ajustes fueron mixtos para las principales economías: EE.UU. fue corregido al alza, mientras que la Eurozona y Japón evidenciaron retrocesos.

En EE.UU., el último cuarto del 2014 la actividad creció 2,6% trimestral anualizado, cerrando el año con una expansión de 2,4%. El consumo persiste como el principal impulsor, toda vez que la baja del precio del petróleo —por su impacto sobre el ingreso disponible de los hogares— y el mayor dinamismo de creación de empleo reforzó la confianza de los consumidores. A su vez, esto impulsó a las tasas de interés de largo plazo en la economía (+15pb en comparación con el cierre de enero) y contribuyó al fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales. Por su parte, la Eurozona mantuvo en diciembre una alta tasa de desocupación, mientras que las perspectivas de los distintos agentes, en el agregado, exhibieron un escaso avance en enero. Las ventas minoristas y la producción industrial retrocedieron marginalmente en su último reporte. En Japón, estos dos últimos indicadores también siguen débiles.

En el mundo emergente, China finalizó el 2014 con un crecimiento de 7,4%, algo por debajo de la meta impuesta por sus autoridades (7,5%). Si bien hacia fines de año varios datos sectoriales sorprendieron positivamente, el ritmo de expansión disminuyó en el cuarto trimestre. En América Latina, buena parte de los

BANCO CENTRAL DE CHILE

países mantuvieron magros registros de actividad mensual, que en Brasil continúa en terreno negativo. Las perspectivas para este último están entre las que más se han resentido en la región.

A la serie de eventos que se sucedieron en el último mes, tanto del ámbito político y económico, los mercados financieros internacionales, en general, reaccionaron con relativa calma. Si algo, los efectos se restringieron a los respectivos mercados locales. Los acontecimientos en Grecia, incluyendo el triunfo de la oposición y su objetivo de reestructuración de la deuda con la *troika* y la eliminación de los activos griegos en las operaciones monetarias del BCE elevó los índices de volatilidad, los *spreads* y generó caídas de la bolsa local. El recrudecimiento de las tensiones entre Rusia y Ucrania tampoco ha repercutido significativamente, al igual que lo ocurrido con Petrobras en Brasil. Con ello, en el resto del mundo, en su mayoría, no hubo novedades relevantes en términos de premios por riesgo, mercados bursátiles y volatilidad respecto del cierre estadístico de enero. Las salidas de capitales del mundo emergente se moderaron, aunque las condiciones crediticias en estas economías permanecen restrictivas. De hecho, las bolsas mundiales tuvieron retornos positivos con respecto a la última Reunión. Las de las economías desarrolladas, medidas por el MSCI, aumentaron 3,7% en moneda local, las de los mercados emergentes lo hicieron en 2,6% y las de América Latina en 3,4%. En Chile el IPSA aumentó más, afectado también por factores locales específicos: 4,8%.

En línea con la apreciación global del dólar, el peso se debilitó frente a la moneda estadounidense (+0,9% desde la Reunión anterior). Con todo, mostró vaivenes durante el mes, alcanzando valores sobre \$630 por dólar relacionado con la evolución del precio del cobre. Al cierre de esta minuta el peso se transaba en torno a los \$625 por dólar. En términos multilaterales, el peso se apreció marginalmente. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) estimado de enero se ubicó en torno a 99 (en su medida 1986=100).

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería mostraron mayores fluctuaciones, en especial luego de publicarse la cifra de inflación local. Las tasas de interés de los bonos en UF cayeron fuertemente, en especial en el tramo de más corto plazo: entre 15 y 100pb para el bono a 10 y 2 años, respectivamente. En tanto, las tasas de interés de los instrumentos en pesos subieron de entre 6 y 22pb a 2 y 10 años.

Para esta Reunión, las expectativas en su totalidad apuntan a una mantención de la TPM. Tras el IMACEC de diciembre y la cifra de inflación de enero, las expectativas de mercado han eliminado o moderado los recortes de tasa, ajustándose al alza respecto de la Reunión anterior. La EOF prevé que la TPM se mantendrá en 3% durante todo el 2015, al igual que las expectativas implícitas en los precios financieros. Las expectativas para la TPM que se derivan de la EEE también aumentaron, esperando un solo recorte de 25pb en el transcurso de este año, a diferencia de la Reunión anterior en donde se esperaban dos bajas. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 2,75 y 3,3% (2,5 y 3,0% en enero) y a dos años plazo en 3,25 y 4% (3,0 y 3,8% en enero).