

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MARZO 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 17 de marzo de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias del último mes siguen dando cuenta de una inflación alta, superior a la prevista en el IPoM de diciembre y que se mantendrá sobre 4% por un tiempo mayor al proyectado en dicha ocasión. El incremento del IPC de febrero sorprendió al alza a las proyecciones privadas, las que han tenido un aumento relevante en las últimas semanas, ubicándose para diciembre en, o por sobre, 3% en lo reciente. A dos años plazo permanecen en 3%. Así, después de algunos meses de discrepancia, las proyecciones privadas se encuentran en línea con las proyecciones internas más recientes. En el lado real, los últimos datos de Imacec han sido algo mayores que lo previsto por el mercado —influidos por factores puntuales—, pero siguen dando cuenta de una actividad y demanda que crece a tasas moderadas. El mercado laboral continúa con una baja tasa de desempleo y un elevado crecimiento de los salarios nominales. En el plano externo, la mayor fortaleza relativa que muestra la economía estadounidense y el cada vez más probable inicio de la normalización de su política monetaria ha intensificado la apreciación global del dólar. El peso chileno siguió esta tendencia, llegando a valores por sobre \$640 al cierre de esta Minuta, no obstante en términos multilaterales la paridad ha permanecido estable, dada la depreciación de las monedas de los socios comerciales. También en lo externo, destaca el nuevo descenso del precio del petróleo en los días previos al cierre de esta Minuta. En este contexto de mayor inflación efectiva y esperada, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han ajustado al alza, eliminando la posibilidad de nuevos recortes y, en el caso de los precios financieros, comenzando a considerar alzas en el segundo semestre de este año. Para esta Reunión hay consenso respecto de una mantención de la TPM.

En el plano interno, en febrero el IPC aumentó 0,4%, superando las expectativas de mercado: 0,2% en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de febrero y 0,1% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de febrero. El aumento del IPC estuvo marcado por el incremento de las tarifas eléctricas (0,26 puntos porcentuales (pp) del IPC). Con todo, la depreciación que ha acumulado el peso en los últimos trimestres sigue siendo el principal determinante del aumento de la inflación. La medida subyacente (IPCSAE) se ubica en 4,7% anual. Por componentes, resalta que la inflación anual de los servicios incluidos en el IPCSAE se ha mantenido por sobre 5% por varios meses, al mismo tiempo que la de los bienes ha tenido una sostenida alza en el último año y se ubica en torno a 4%. La mayor inflación de los últimos meses y la sostenida depreciación del peso han elevado las expectativas de inflación privadas a plazos más cortos. En particular, la EEE de marzo situó en 3,2% la inflación a diciembre del 2015 (2,9% en la EEE de febrero). Para marzo, las EEE y la EOF anticipan un IPC de 0,7, cifra similar a la que consideran los seguros de inflación.

Del mismo modo, los cambios en el panorama de inflación han provocado movimientos en las tasas de interés de los documentos del Banco Central. Las tasas de interés de los bonos en UF entre 2 y 10 años disminuyeron entre 2 y 29 puntos base (pb), mientras que las en pesos de 5 y 10 años subieron entre 6 y 14pb desde la Reunión anterior. Las tasas de interés nominales de más corto plazo aumentaron 24pb después de la sorpresa inflacionaria.

En cuanto a la actividad interna, los datos de cierre de cuentas nacionales entregaron un crecimiento del PIB de 1,9% anual en el 2014. Este registro superó lo contemplado en el IPoM de diciembre y la Reunión pasada. Ello, debido a una expansión anual del cuarto trimestre por sobre lo contemplado en dicho IPoM y revisiones al alza del segundo y tercer trimestre. Por el lado de la demanda interna, esta se contrajo 0,6% anual en el 2014. Esto es levemente mejor a lo contemplado en el IPoM de diciembre. La demanda final se incrementó 0,5% anual en ese lapso, marginalmente por sobre lo previsto en el IPoM de diciembre.

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 12 de febrero y al 17 de marzo de 2015.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En enero, la primera estimación para el Imacec alcanzó una tasa de variación anual de 2,7%, que se ubicó por sobre lo contemplado por los analistas de mercado (2,2% anual en la EEE de febrero). En ello influyó, principalmente, el mayor valor agregado de la minería, cuyo efecto fue en parte compensado por la caída del comercio mayorista y las ventas de automóviles. El positivo desempeño de la minería se debió a mayores leyes del mineral y a la entrada en operación de nuevos proyectos. La sorpresa al alza de la actividad, aunque levemente, volvió a elevar las proyecciones privadas para el crecimiento anual del PIB. Así, para el primer trimestre de este año la EEE de marzo considera un crecimiento anual de 2,5% (2,2% en la EEE de febrero). Fenómeno análogo ocurrió con las perspectivas para el 2015 en su conjunto, que subieron a 2,8% anual (2,7% en la EEE de febrero).

Respecto de la demanda, se mantiene el escenario de un acotado dinamismo que ha sido favorecido por un importante empuje del gasto fiscal. En efecto, durante enero el gasto fiscal creció 11,2% anual, lo que se focalizó, principalmente, en la inversión pública. Los indicadores de inversión más coyunturales, aunque con alguna disparidad, ratifican una mejora parcial. Por ejemplo, las importaciones de bienes de capital de febrero se incrementaron 6% anual (-18,7% en enero), aunque en niveles se aprecian mayormente planas. Las expectativas de los empresarios (IMCE), descontada la minería, pese a persistir en terreno pesimista, mejoraron en febrero. Esta alza fue más notoria en el ánimo de los agentes ligados al sector de la construcción que, en todo caso, fue el que vio sus perspectivas más deprimidas durante buena parte del año anterior. Ello difiere, de algún modo, con la ralentización más reciente de algunos indicadores de la construcción, como las ventas de hormigón y de proveedores, en tanto la venta de cemento se elevó marginalmente.

Por el lado del consumo privado, la evolución más reciente no muestra cambios significativos en el agregado, no obstante, sus indicadores en la punta dan cuenta de cierta disparidad. Las expectativas de los consumidores (IPEC) mejoraron marginalmente en febrero, pero se mantienen en terreno de pesimismo. Las ventas minoristas del INE (IVCM) crecieron 1,8% anual en enero (2% en diciembre). Resalta la divergencia entre su componente durable y no durable. Este último incrementó su tasa de variación anual hasta 5,9% en enero, principalmente, por la importante contribución del ítem de vestuario, calzados y accesorios (20,1% anual). Mientras, en ese mismo mes, el durable exacerbó su descenso anual (-7,9%). Ello responde, en lo principal, al alicaído desempeño de las ventas de automóviles nuevos que, de acuerdo con el indicador de ANAC, se redujo 29,1% anual en febrero (-30,2% en enero). Las importaciones de bienes de consumo disminuyeron de forma algo más pronunciada en febrero (-17,6% anual). Si bien esto es coherente con el panorama de los bienes durables, resalta que la internación del resto de los rubros, especialmente de vestuario y calzado, también cayó de manera relevante pese al dinamismo de las ventas de no durables. Sobre las condiciones financieras, con cifras preliminares a febrero, se observa que las colocaciones de vivienda, consumo y comerciales mantuvieron su crecimiento real anual en niveles similares a los de la Reunión anterior. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios y comerciales se ubican prácticamente en el mismo nivel que en la Reunión anterior (+2 y +6pb, respectivamente). Por su lado, las tasas de interés de créditos de consumo aumentaron en promedio 114pb. Con todo, se encuentran en niveles bajos desde una perspectiva de más largo plazo.

En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó a 6,2% en el trimestre móvil finalizado en enero (6% en el trimestre móvil terminado en diciembre). Esto considera un crecimiento anual del empleo asalariado que a enero se alzó 2%, en tanto, el por cuenta propia casi no varió (0,1% anual). Por sectores destaca la expansión del empleo de servicios financieros y comunales —este último ligado en parte a empleos del sector público—, la continuación del aporte del de agricultura y de hoteles y restaurantes. En el caso de la agricultura, parte de ello se debe a las reducidas bases de comparación impuestas por las heladas de la temporada pasada. No obstante, se sigue ratificando la tendencia mencionada en meses previos, en cuanto a la destrucción de empleo en la industria y la construcción, sectores más ligados al ciclo económico. Por el lado

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Marzo 2015

de los salarios, su variación anual se moderó en enero, aunque permanece en niveles elevados respecto de la evolución histórica: entre 7,1 y 7,3% en sus distintas medidas (7,2 y 7,5% el mes previo). Medidos en términos reales, mostraron cambios marginales: 2,5 y 2,7% anual (2,4 y 2,7% anual, respectivamente).

En el plano externo, el fenómeno más destacado es la nueva apreciación del dólar a nivel global, que en términos multilaterales fue de 2,7% respecto de la Reunión previa. Los positivos datos del mercado laboral en EE.UU., primordialmente, han promovido mayores perspectivas inflacionarias, robusteciendo las expectativas en torno al inicio del proceso de alza de tasas por parte de la Fed. Ello siguió impulsando las tasas de interés de largo plazo en esta economía (+8pb desde febrero). Los índices bursátiles, en tanto, permanecen en niveles históricamente elevados.

Una de las monedas que más se depreció fue el euro (7,1%) que, al cierre estadístico actual, se situaba virtualmente en la paridad frente al dólar estadounidense. Ello, influido por la disminución de los rendimientos de los bonos soberanos en la Eurozona con motivo del inicio de las compras por parte del BCE. Otros indicadores financieros del bloque evolucionaron favorablemente, salvo en Grecia, donde la extensión del plan de rescate aún es insuficiente para cubrir sus obligaciones.

En el mundo emergente, algunos elementos sugieren cierto aumento de la aversión al riesgo en el mes. Los índices de volatilidad se incrementaron y los flujos de capitales a estas economías se moderaron. Las bolsas disminuyeron, en especial en América Latina —7,4% en dólares según el MSCI—. En esta última región, resaltó la depreciación del real brasileño (14,2% respecto del dólar estadounidense), que fue la más pronunciada a nivel global desde el cierre estadístico previo. Además, los premios por riesgo medidos por los *CDS* subieron respecto de febrero, en contraste con la caída observada en el resto de las emergentes.

El peso chileno, aunque con vaivenes importantes, ha seguido la tendencia global frente al dólar, depreciándose 1,7% nominal desde la Reunión anterior y situándose la paridad por sobre \$640 al cierre de esta Minuta. La pérdida de valor del peso en el último mes ha sido menor que la de las monedas de la mayoría de las economías emergentes y exportadoras de materias primas. De hecho, las distintas medidas multilaterales se apreciaron entre 1 y 2%. No obstante, en los últimos días el peso ha perdido valor respecto de sus socios comerciales. Coherente con lo anterior, el tipo de cambio real (TCR) también ha disminuido. En febrero se estima que se ubicó en 97,5 (en su medida 1986=100).

Respecto de los precios de las materias primas, estos tuvieron evoluciones dispares en el mes. El cobre, aunque con vaivenes, repuntó respecto de la Reunión previa, subiendo 3,2% y ubicándose al cierre de esta minuta algo por sobre US\$2,6 la libra. La trayectoria de este valor estuvo definida por varios elementos, que en todo caso fueron mixtos. Al dólar más apreciado y algunos indicadores menos favorables de China, como la disminución de sus importaciones cupríferas en los primeros meses del año —cifras que de todas formas están afectadas por las festividades de año nuevo locales—, se contrapusieron datos que exhiben un mayor dinamismo del crédito en esta economía, atenuando los temores acerca de la demanda china por el metal rojo. El petróleo, luego de un aumento, tuvo un nuevo descenso en lo más reciente, transándose al cierre de esta minuta en torno a US\$52 y 45 el Brent y el WTI, respectivamente. Esto significó un descenso de 5,7 y 11,5% en cada caso respecto del momento de la Reunión anterior. La caída más marcada del WTI obedece a los elevados niveles de inventarios en EE.UU., que han sorprendido al alza por varias semanas consecutivas, pese al cierre de algunas plataformas. Así, la brecha entre este y el Brent permanece elevada (cerca de US\$8 el barril). La gasolina, en tanto, subió 2,5% en el mes.

Como ha sido la tónica, desde la Reunión anterior prevalecieron los movimientos expansivos de política monetaria. En lo principal, China sorprendió con el recorte de la tasa de referencia, que junto con otras disposiciones adoptadas, se sumó a la serie de medidas de inyección de liquidez implementadas en los

BANCO CENTRAL DE CHILE

últimos meses. Ello, ante registros de inflación que han caído de manera paulatina en el último año y débiles cifras económicas. El Banco Central Europeo (BCE), en tanto, dio comienzo al programa de estímulo cuantitativo en la Eurozona. En contraste, en América Latina, la combinación de bajo dinamismo de la actividad y elevada inflación no ha dado espacio a mayores ajustes en esta materia. Brasil volvió a subir la tasa de política monetaria, en medio de una aceleración de la inflación en los dos primeros meses del año.

En cuanto a la actividad internacional, fueron publicadas las segundas estimaciones del PIB en el cuarto trimestre del 2014 de las principales economías desarrolladas. En EE.UU., esta fue algo más acotada (2,2% trimestral anualizado; 2,6% en el primer reporte), que se explica por las correcciones a la baja de la inversión doméstica y exportaciones. Con todo, se mantuvo el crecimiento considerado para el año en su conjunto en 2,4%. Los últimos datos del mercado laboral apuntan a que el consumo persistirá dinámico. En particular, en febrero la creación de empleo continuó elevada y el desempleo cayó a 5,5%. Las perspectivas empresariales (PMI) mejoraron en ese mes. En la Eurozona, la sorpresa positiva de expansión en ese trimestre fue ratificada (1,2% trimestral anualizado). La principal contribución a este resultado provino de Alemania, mientras que España siguió repuntando. Información sobre utilización de la capacidad en la región da cuenta que esta siguió aumentando en lo que va del año. En Japón, las cifras tuvieron una corrección a la baja importante: 1,5% trimestral anualizado (2,2% en la estimación previa), reflejo de la debilidad de la demanda interna. La contracción de las ventas minoristas y de la producción industrial en lo más reciente dificulta una recuperación en lo próximo. Con todo, han contrastado las cifras de comercio exterior, respaldadas en la depreciación del yen.

En el mundo emergente, si bien los datos más magros de China en el inicio de año obedecen, en parte, a factores estacionales, la confianza empresarial y de consumidores del último mes tampoco exhiben progresos sustantivos. Los precios de las viviendas nuevamente descendieron en enero, indicando que el sector inmobiliario persiste débil. En América Latina, las perspectivas manufactureras retrocedieron en sus dos principales miembros, México y Brasil. En este último, tales expectativas retornaron a terreno pesimista, en línea con cifras de producción industrial que, a enero, acumulan once meses de contracción anual. Por el lado del consumo, las ventas minoristas en Brasil también continúan mostrando un dinamismo acotado.

Para esta Reunión, las expectativas apuntan en su totalidad a una mantención de la TPM. En el último mes, las expectativas para la TPM se siguieron ajustando al alza, eliminando la posibilidad de nuevas bajas y, en el caso de los precios de los activos financieros, indicando que la TPM comenzaría a aumentar en el curso del segundo semestre del 2015. Así, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,0 y 3,67% (entre 3,0 y 3,28% en febrero) y hacia fines del horizonte de proyección entre 3,5 y 4,31% (entre 3,25 y 3,96% en febrero).