

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ABRIL 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 14 de abril de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

Los datos conocidos desde la publicación del IPoM de marzo se enmarcan dentro del escenario base de dicho Informe. La actividad creció 2% anual en febrero y los distintos indicadores parciales de consumo e inversión siguen dando cuenta de un débil desempeño de la demanda. Las expectativas tuvieron resultados disímiles en marzo: mientras las de empresas tuvieron un repunte, las de consumidores se debilitaron, pero de todos modos ambas siguen en niveles pesimistas. La inflación IPC resultó algo menor que lo previsto, principalmente por la menor incidencia de algunos ítems de alimentos. En efecto, la inflación subyacente — IPCSAE— evolucionó en línea con lo esperado. Las expectativas de inflación para fines del 2015 y a un año plazo aumentaron después de la publicación del IPoM, revirtiendo parte del movimiento tras la cifra de inflación de marzo. A dos años plazo siguen en 3%. Destacó en el mes la apreciación del peso, producto tanto de movimientos en los mercados externos como de los cambios en las expectativas locales de tasas. Sobre estas últimas, las distintas fuentes apuntan a que la Tasa de Política Monetaria (TPM) comenzaría a aumentar entre fines de este año y comienzos del próximo. Para esta Reunión, no se esperan cambios en la TPM.

En el ámbito local, en marzo la variación mensual del IPC fue 0,6% (4,2% anual; 4,4% en febrero), por debajo de las estimaciones contenidas en las distintas medidas de expectativas privadas. La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de marzo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de ese mes y los seguros de inflación situaban la variación del IPC entre 0,7 y 0,8%. La medida subyacente aumentó 0,7% en marzo, con lo que su incremento anual bajó levemente, hasta 4,6% (4,7% en febrero). Por componentes del IPCSAE, el mayor aporte al resultado del mes provino de los servicios —0,35 puntos porcentuales (pp) del IPC—, especialmente los ligados a la enseñanza debido al reajuste habitual de estos aranceles en esta época del año. La educación universitaria dio cuenta de la principal contribución (0,24pp del IPC). En la importante incidencia de la educación también afectó el cambio metodológico impulsado por el INE, que ahora concentra la variación del cambio anual de las matrículas en marzo.

Más allá del retroceso de los registros anuales efectivos, las expectativas de inflación privadas siguieron aumentando a plazos más cortos, en línea con lo planteado en el escenario base del IPoM de marzo. La EEE de abril subió la inflación esperada para fines del 2015 a 3,4% (3,2% en marzo). A un año plazo, el mismo sondeo así como la EOF de la primera quincena de este mes elevaron las proyecciones a 3,2 y 3,4% (3,0 y 3,3% previo a la publicación del IPoM). Los seguros de inflación la ubican en 3,5% en igual plazo. A dos años plazo, ambas encuestas permanecen en 3% anual. Para abril, estas contemplan un incremento mensual del IPC de 0,3%, al igual que los seguros de inflación.

Sobre la actividad, en febrero el Imacec se expandió 2% anual, ubicándose por debajo de las expectativas de mercado (2,3% anual en la EEE de marzo). El desempeño de la economía en ese mes respondió, principalmente, al bajo crecimiento de la minería, asociado a la reducida producción en importantes faenas. Esto fue en parte compensado por el mayor valor agregado de servicios. Para marzo, la EEE de abril considera un crecimiento del Imacec de 2% anual. El Imacec de marzo recogerá parte de los efectos de los aluviones en el norte del país. En un comienzo, se estimó que la catástrofe tendría un efecto del orden de 0,3 a 0,4pp de menor actividad, cifra que podría ser algo mayor de acuerdo con la información que se ha ido conociendo. Por otra parte, para el 2015 y 2016, la EEE de abril mantuvo la proyección de crecimiento del PIB en 2,8 y 3,5%, respectivamente.

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 19 de marzo y al 14 de abril de 2015.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la demanda interna, el escenario no muestra mayores discrepancias respecto de lo previsto al cierre del último IPoM. En la inversión, las importaciones de bienes de capital se aprecian estables en niveles bajos, aunque en términos anuales disminuyeron 15,9% en marzo (6% en febrero). Las expectativas de los empresarios (IMCE), descontada la minería, mejoraron en marzo, aunque siguen por debajo del valor neutral. Destaca la mejora del sector comercio, el cual se ubica por sobre el valor neutral de 50, aunque aún por debajo de su promedio histórico. El alza también fue notoria en el ánimo de los agentes ligados a los sectores industrial y de la construcción. Ello coincide con el repunte de algunos indicadores de la construcción, como las ventas de despacho de hormigón, cemento y de proveedores. Sin embargo, el empleo del sector redujo su variación anual a -5,6% (-5,3% en enero).

El consumo privado continuó impulsado en gran parte por las ventas de bienes no durables —especialmente vestuario—, mientras que el consumo durable, si bien sigue contrayéndose en términos anuales, ha moderado su caída y en niveles muestra cierta estabilidad. Las importaciones de bienes de consumo también se mantuvieron relativamente estables en niveles bajos y con una variación anual prácticamente nula: 0,4% anual (-17,6% en febrero). Las ventas de automóviles nuevos continúan con variaciones anuales negativas: -22,8% en marzo (-29,1% en febrero).

Los fundamentos del consumo, en general, siguieron una tendencia similar a la de meses anteriores, aunque destaca que las expectativas de los consumidores (IPEC) empeoraron en marzo, ubicándose por debajo de 40. El deterioro se relaciona principalmente con la peor evaluación de la situación país, mientras que la evaluación de la situación personal permanece estable. En el agregado el mercado laboral no muestra mayores cambios. La tasa de desempleo disminuyó a 6,1% en el trimestre móvil finalizado en febrero (6,2% en el trimestre móvil terminado en enero), a pesar del bajo crecimiento del empleo, que en el trimestre móvil terminado en febrero fue solo de 0,6% anual. Destaca que el crecimiento anual del empleo por cuenta propia disminuyó 1,9% en tanto, el asalariado volvió a ubicarse en 2% en febrero. Como en meses previos, resalta la destrucción de empleo asalariado en los sectores más ligados al estado del ciclo económico, como la construcción y la industria. Por su parte, el crecimiento de los inactivos sorprendió por su vigor; en el trimestre móvil terminado en febrero los inactivos aumentaron en 174 mil personas, lo que representa una tasa de crecimiento anual de 3,1%. Por el lado de los salarios, en febrero tanto su variación anual nominal como real se mantuvo en torno a los niveles del mes previo: algo por sobre 7% los nominales y en torno a 2,5% los reales.

Sobre las condiciones financieras, con cifras preliminares a marzo, las colocaciones de vivienda y consumo mantuvieron su crecimiento real anual en niveles similares a los de la Reunión anterior: 10,3 y 3,1%, respectivamente. Las colocaciones comerciales aumentaron levemente su crecimiento real anual, desde 2,2% en febrero a 2,5% en marzo. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios y comerciales se ubican prácticamente en el mismo nivel que en la Reunión anterior (-6 y 2 puntos base (pb), respectivamente). Por su lado, las tasas de interés de créditos de consumo disminuyeron en promedio 193pb, alcanzando el mínimo de los últimos diez años.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre del 2015 revela, en términos generales, una oferta que sigue restringiéndose, pero con menor fuerza que en períodos previos. La demanda denotó, aunque con algunos matices, una mayor debilidad respecto de la encuesta de diciembre. Las condiciones de demanda de créditos de consumo, grandes empresas y Pymes se debilitó, luego de haber permanecido casi invariante en el período previo. En contraste, la demanda de hipotecarios no mostró variación en ese lapso. Por último, la demanda de empresas inmobiliarias se volvió menos restrictiva, tras varias encuestas de debilitamiento.

En el plano de la actividad mundial, la principal noticia desde la publicación del IPoM fue la cifra de creación de empleo en EE.UU. durante marzo, que resultó menor que la esperada por el mercado: 126 mil, versus 245

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Abril 2015

mil esperado (264 mil en febrero, según la cifra revisada). Como ha sido la tónica de los últimos meses, la publicación de esta información, y su diferencia con las expectativas de mercado, provocó movimientos importantes en los mercados financieros internacionales, en particular por las potenciales implicancias de estas noticias respecto del comportamiento futuro de la Fed. Así, una vez conocido el dato, el dólar se depreció a nivel global, las tasas de interés de largo plazo estadounidenses descendieron y las bolsas mundiales aumentaron. En los días posteriores y tras la publicación de otras cifras del mercado laboral, estos movimientos se revirtieron en parte.

El peso chileno se vio afectado no solo por estas novedades, sino que también por otras noticias como los movimientos del precio del cobre y un menor diferencial esperado de tasas, tanto por los cambios en las expectativas de tasas locales como externas. Comparado con la Reunión anterior, el peso tuvo una apreciación importante: 3,5%, con vaivenes que situaron el valor de la paridad alrededor de \$640 al momento de la Reunión anterior y en torno a \$610 a comienzos de abril. Al cierre de esta minuta, el valor de la paridad se ubicó alrededor de \$615. En términos multilaterales, el TCM, TCM-X y TCM-5 se apreciaron 2,8%, 2,6 y 3,4%, respectivamente. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de marzo se ubicó en 95,8 (en su medida 1986=100).

La bolsa chilena, al igual que otros mercados mundiales, tuvo un desempeño positivo en el período. Esto fue especialmente evidente para las regiones emergentes, donde se agregó una leve caída de los premios por riesgo soberano y una moderación de la salida de capitales. Por último, las tasas de interés de los documentos del Banco Central mostraron movimientos que estuvieron influidos más por la sorpresa en la inflación y el cambio en las expectativas sobre la TPM que por factores externos. Las de los bonos en UF entre 2 y 10 años se elevaron entre 12 y 21pb, mientras que las tasas de interés de los instrumentos en pesos a iguales plazos lo hicieron entre 6 y 14pb desde la Reunión anterior.

El resto de los datos de actividad mundial se enmarcaron dentro del escenario previsto en el IPoM de marzo. En la Eurozona, tanto los PMI, como las ventas minoristas y la confianza del consumidor mostraron tendencias positivas en la mayoría de los países. En Japón, las ventas minoristas y producción industrial continuaron débiles en febrero, mientras que las perspectivas de empresas para marzo revelaron cierta mejora en el sector no manufacturero. En China, los indicadores de actividad y las importaciones continúan débiles, resultando menores a las esperadas por el mercado. En América Latina, indicadores recientes confirman la debilidad del continente, especialmente de Brasil. Las perspectivas manufactureras de ese país volvieron a retroceder en febrero, manteniéndose en terreno negativo y la producción industrial se contrajo. Al mismo tiempo, el mercado anticipa una mayor contracción de la actividad para el 2015 y elevó las perspectivas de inflación.

La actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) mantuvo la previsión de crecimiento mundial para este año en 3,5%, y subió en una décima la del 2016 a 3,8% (ambas cifras iguales a las proyectadas en el IPoM de marzo). Ello, en un contexto en que las economías desarrolladas van recuperando impulso, con EE.UU. liderando la expansión y la Eurozona con señales de repunte, mientras que las emergentes se desaceleran. Resalta que la proyección de crecimiento para EE.UU. en el 2015 no se modificó respecto del World Economic Outlook de octubre, aunque sí se corrigió a la baja en comparación con la actualización de enero de este año. A su vez, el crecimiento esperado para la Eurozona en el 2015 se revisó al alza entre enero y abril de este año.

En este contexto y tras varios meses de movimientos expansivos, en el último mes no se registraron mayores movimientos en la instancia de política monetaria. Destaca que tras la publicación de la cifra de creación de empleos de EE.UU., los agentes de mercado postergaron en un par de meses sus expectativas sobre el momento de la primera alza de tasa de la Fed.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Los precios de las materias primas se encuentran en niveles superiores a los vigentes para la Reunión anterior. Al cierre de esta Minuta, el precio del cobre se ubicó en US\$2,68 la libra, luego de alcanzar valores por sobre US\$2,8 a fines de marzo. Con todo, su nivel actual es 4% mayor al vigente al momento de la Reunión previa. El petróleo WTI y Brent han tenido un aumento sostenido a lo largo del mes, producto de los conflictos geopolíticos, el ajuste realizado por Arabia Saudita de sus precios de exportación hacia Asia y una revisión a la baja de la producción de crudo por parte de la Agencia Internacional de Energía. Al cierre de esta minuta, el precio del Brent y WTI se ubicaba en torno a US\$57 y 54, respectivamente, lo que equivale a un aumento en torno a 8,5 y 19% respecto de la Reunión de marzo.

Con posterioridad a la publicación del IPoM, las expectativas para la TPM se ajustaron, principalmente aquellas que se derivan de las encuestas de mercado (EOF y EEE), que adelantaron el primer aumento de la tasa para comienzos del 2016. Así, a un año plazo las distintas medidas de expectativas ubican la TPM entre 3,25 y 3,7% (3 y 3,6% el mes pasado). A dos años plazo el nivel esperado para la TPM se sitúa entre 3,75 y 4,4% (3,5 y 4,3% para la Reunión de marzo).