

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 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 julio de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

El escenario macroeconómico interno ha mostrado sorpresas importantes en el último mes. La inflación de junio sorprendió al alza, en particular en su componente subyacente. Con esto, el incremento anual del IPC aumentó a 4,4%, situándose nuevamente por sobre el rango de tolerancia. Aunque una parte relevante de las mayores alzas se asocian a precios específicos, la sorpresa de junio y la importante depreciación del peso, generaron un alza en las proyecciones de mercado para fines del 2015, revelando que la convergencia de la inflación sería más lenta que lo anticipado previamente. De todos modos, a dos años plazo las expectativas de inflación siguen en 3%. Por otra parte, en mayo el crecimiento del Imacec estuvo por debajo de lo proyectado, con un marcado deterioro en el desempeño de los sectores resto y recursos naturales. Contrario a lo esperado, las expectativas siguen sin repuntar, e incluso las de los consumidores se vuelven a deteriorar. Se añade el aumento de la tasa de desempleo. Con ello, las proyecciones de crecimiento para el 2015 estimadas por los analistas de mercado se han vuelto a reducir. A su vez, los mercados financieros globales han exhibido una mayor volatilidad tras los desarrollos en el mercado bursátil chino, que se han sumado al evento griego. En general, las monedas se han depreciado contra el dólar, las bolsas han caído y las tasas de interés han tenido movimientos mayormente a la baja. El precio del cobre y del petróleo también han disminuido. En este contexto, las expectativas de mercado han retrasado hacia mediados del 2016 el momento en que comenzará a aumentar la TPM. Para esta Reunión, el consenso apunta a una mantención.

En el plano interno, en junio el IPC varió 0,5% mensual, superando las perspectivas recogidas en los diversos sondeos de mercado. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de ese mes contemplaban 0,2 y 0,3%, respectivamente, mientras que los seguros de inflación oscilaban algo por debajo de este último valor. Los componentes SAE y de energía definieron el resultado del mes, en parte, por el comportamiento de ciertos productos que tuvieron cambios bruscos de sus precios. No obstante, los movimientos cambiarios y su impacto directo e indirecto siguen siendo la principal fuente del aumento de la inflación. En el IPCSAE destacó el aporte de los servicios, aunque de todas formas las alzas en este subgrupo se concentraron en aquellos ítems más volátiles, como el transporte aéreo. Respecto de la energía, la electricidad fue el producto de mayor incidencia en el IPC del mes —poco menos de 0,1pp— dada la entrada en vigencia de un nuevo decreto tarifario en junio, el cual incorporó un tipo de cambio referencial más elevado. El precio de la gasolina continuó subiendo. Así, la inflación anual retornó a los valores observados a inicios de año: 4,4% el IPC (4% en mayo) y 4,7% el IPCSAE (4,2% en mayo).

La depreciación más acentuada del peso en las últimas semanas junto con el mayor dato efectivo del IPC han elevado las expectativas inflacionarias para lo más próximo. Según la EEE de julio, el IPC anual alcanzará 3,8% a diciembre de este año (3,5% en junio). A un año plazo, la misma encuesta y la EOF de la primera quincena de ese mes anticipan un 3,2% (3% en sus mediciones previas), cifra no muy dispar a lo que proyectan los seguros de inflación. A dos años plazo, las diferentes estimaciones persisten en 3%. Para julio, la EOF y la EEE prevén una inflación mensual de 0,3%, valor algo mayor en el caso de los seguros de inflación.

En cuanto a la actividad, en mayo el Imacec creció 0,8% anual (0% mes a mes desestacionalizado), bastante por debajo de las estimaciones de mercado, que ya se habían corregido a la baja posterior a la publicación de los indicadores sectoriales por parte del INE (2% en la EEE de junio; en torno a 1,5% en los días previos a conocerse el dato). El resultado del mes arrojó un menor desempeño tanto en sectores de recursos naturales como resto, resaltando lo ocurrido con la actividad industrial y el comercio mayorista. Con esto, 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 junio y al 10 de julio de 2015.

BANCO CENTRAL DE CHILE

proyecciones de mercado para la actividad se ajustaron a la baja para el año en su conjunto. Así, en la EEE de julio se anticipa que la economía crecerá 2,3% el 2015, que se compara con el 2,6% previsto en junio. Asimismo, las proyecciones para el 2016 y 2017 se revisan a la baja: 3,0 y 3,5%, respectivamente (de 3,4 y 3,7% en junio).

Respecto de la demanda, los indicadores parciales de mayo y junio siguieron dando cuenta de un debilitamiento del consumo y la inversión, resaltando que las importaciones de bienes de capital de junio continuaron mostrando variaciones anuales negativas, aunque con niveles desestacionalizados que se han mantenido sin mayores cambios por varios meses. La mayor debilidad de la inversión es, en parte, atenuada por indicadores ligados al sector construcción que indican un dinamismo algo mayor del segmento habitacional. En relación con los determinantes de la demanda, las expectativas de consumidores y empresas mostraron comportamientos divergentes en junio. Mientras las primeras tuvieron un nuevo deterioro, tanto en su componente de evaluación personal como país, las segundas mostraron un avance marginal. De todos modos, ambas persisten en niveles pesimistas y alejadas de sus promedios históricos. La evolución de las expectativas es coherente con un crédito comercial y de consumo que sigue creciendo a tasas reducidas y sin mayores cambios, pese a que el costo del mismo permanece en valores bajos desde una perspectiva histórica. No obstante, el crédito hipotecario muestra un crecimiento anual alto y estable. Los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre del 2015 también dan cuenta de una demanda por crédito que se ha seguido contrayendo, a excepción del segmento hipotecario (en personas) y el crédito para empresas inmobiliarias. Llama la atención la mayor contracción en la demanda de crédito de grandes empresas, cuya motivación, según la Encuesta, se asocia a menores proyectos de inversión.

Por su lado, el mercado laboral mostró un deterioro en los datos del trimestre marzo-mayo. Luego de varios períodos de estabilidad y algún descenso, la tasa de desempleo nacional subió a 6,6% (6,1% el trimestre móvil anterior). Ello fue resultado de un aumento en el crecimiento anual de la fuerza de trabajo, que más que compensó un leve incremento en el empleo. En este último, sigue destacando que el empleo asalariado crece por sobre 2%, con un empleo por cuenta propia cayendo del orden de 1,5% anual. Asimismo, se mantiene el comportamiento divergente entre el empleo asalariado ligado al sector público y el privado. Por el lado de los salarios nominales, en mayo su variación anual volvió a descender, hasta valores entre 6,2 y 6,6% (6,4 y 6,8% el mes pasado). En términos reales, el crecimiento anual mostró un cambio menor, situándose entre 2,1 y 2,5% (2,2 y 2,6% en abril).

En el plano externo, las noticias conocidas durante el mes han acrecentado los riesgos financieros internacionales, en lo principal por el desarrollo de la situación griega y del mercado bursátil chino. Respecto de Grecia, el efecto sobre los mercados financieros internacionales en términos de la volatilidad, ajuste en los precios de los activos y de los premios por riesgo, ha sido relevante, pero significativamente más atenuado que lo observado en los años 2011-2012. En ello ha contribuido la menor exposición de los bancos privados a la deuda griega, la recuperación económica de los países periféricos de Europa y que el Banco Central Europeo (BCE) tenga un mayor número de instrumentos con los que puede hacer frente a situaciones de contagio. Destaca el hecho de que desde hace ya algún tiempo el BCE se encuentra embarcado en un programa de compra de activos. De todos modos, como se mencionó en el último informe del WEO y en el IPoM de junio, los sucesos en torno al país heleno siguen presentando riesgos elevados, aunque sus efectos en la economía nacional podrían ser limitados. En la semana previa al cierre de la Minuta se ha sumado un nuevo foco de atención respecto de los desarrollos en el mercado de valores en China. En particular, la masiva venta de acciones en esa economía ha aumentado la volatilidad en los mercados financieros internacionales y resentido el precio del cobre. La bolsa de Shanghái ha tenido el mayor ajuste, con una caída que alcanzó 30% en el último mes. Ante esta situación, las autoridades tomaron una serie de medidas orientadas a inyectar mayor liquidez al mercado y contener la caída del precio de las acciones. Destaca la creación de un organismo estatal que provee mayor liquidez a las corredoras de bolsas y la ampliación de la participación de los fondos de

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2015

pensión en el mercado bursátil. Si bien la participación del mercado accionario en el PIB del país es menor a otros países, como EE.UU. y Japón, y las interrelaciones del mercado de valores con el resto de la economía parecen ser acotadas, los riesgos relativos a los desarrollos en China siguen siendo elevados, especialmente para las economías emergentes. En el agregado, los acontecimientos del mes se vieron reflejados en salidas generalizadas de los flujos de capitales desde las economías emergentes, caídas en las bolsas, marcadas depreciaciones de sus monedas y disminuciones del precio de los productos básicos, en particular del cobre. En tanto, las tasas de interés de los bonos de gobierno de largo plazo mostraron mayoritariamente movimientos a la baja en los mercados desarrollados.

El mercado chileno se plegó a estos movimientos, con un peso que volvió a depreciarse, una bolsa que disminuyó y tasas de largo plazo que han tenido alguna caída. De todos modos, es difícil separar el impacto de estos eventos de factores locales, como las sorpresas en el Imacec y el IPC, los que también provocaron efectos en el mercado. Así, el peso chileno se depreció algo más de 3% respecto del dólar estadounidense desde la Reunión de junio. En los días previos al cierre de esta Minuta alcanzó valores por sobre \$650 por dólar, luego de tocar un piso cercano a \$625 al cierre de la anterior. En términos multilaterales el peso también se depreció. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de junio se ubicó en 95,9 (en su medida 1986=100).

En cuanto a la bolsa chilena, esta tuvo una caída de 4,2% medida en moneda local (-0,8% el MSCI global; -1,7% el MSCI Latinoamericano). Por su lado, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería cayeron en sus plazos de 2 y 5 años, en tanto no mostró cambios a 10 años plazo. El descenso fue algo más marcado en los papeles reajustables: -29 y -22 puntos base (pb) a 2 y 5 años, respectivamente (-17 y -12pb a iguales plazos, en su contraparte nominal).

En materia de actividad mundial, el panorama en general sigue enmarcado dentro del escenario previsto en el IPoM de junio. Los indicadores más coyunturales de China siguen dando cuenta de un proceso de moderación gradual en todos sus componentes y no hay grandes cambios en las perspectivas de crecimiento para el año. Algo similar sucede con Europa, donde las perspectivas de expansión del PIB para el año se han sustentado por los buenos resultados en los indicadores más coyunturales de actividad interna como del sector externo, aunque no se puede descartar que la crisis griega tenga un efecto mayor al previsto.

En EE.UU, la cifra de crecimiento del PIB del primer trimestre se revisó al alza, principalmente por un mayor consumo privado. Los indicadores que se han conocido para el segundo trimestre han sido acordes con una mayor velocidad de expansión de la actividad que a comienzos de año. De todos modos, las perspectivas de crecimiento del mercado para el año se han ido corrigiendo a la baja. Medido por Consensus Forecasts, la proyección del crecimiento del PIB en el último mes pasó de 2,5 a 2,2% para el 2015. En tanto, el FMI revisó su estimación desde 3,1 a 2,5% entre abril y julio, respectivamente. En el mercado laboral, la tasa de desempleo sigue retrocediendo aunque la creación de empleo resultó por debajo de lo esperado por el mercado, y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo fueron mayores que las previstas. En tanto, la confianza de consumidores y del sector manufacturero han ido subiendo en la zona de expansión y los indicadores reflejan el dinamismo del consumo privado. De todas formas, la inflación subyacente se ha mantenido contenida y las nuevas proyecciones de la Reserva Federal (Fed) dan cuenta de una velocidad de ajuste más pausada de la tasa Fed *Funds*. Respecto del momento de la primera alza de tasa, las expectativas de mercado se han ajustado durante el último mes, desde la última parte del 2015 hacia comienzos del 2016. Las declaraciones de la Fed, al cierre de esta Minuta, la han situado para antes de fin de año. Respecto de la decisión de política monetaria en otros bancos centrales, en general estos han mantenido la tasa de instancia inalterada, la excepción fue el recorte en Noruega, Suecia, Rusia y de Hungría.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a las materias primas, como se mencionó, el precio del cobre cayó significativamente: -8% desde la Reunión anterior. Si bien al cierre de la Minuta se recuperó en parte, los días previos había alcanzado niveles en torno a US\$2,40 la libra. De todas formas, las proyecciones de los analistas privados no han tenido grandes cambios y siguen indicando un valor del precio del cobre para el 2016 superior al actual. Además, los inventarios se encuentran en menores niveles respecto de hace unos meses y la estructura de costos da poco sustento a los bajos precios actuales. El precio del petróleo mostró caídas mayores a las del cobre en el último mes, en lo que contribuyó una mayor oferta de crudo en el mercado. Así, el precio del petróleo WTI retrocedió 14% en el último mes y el Brent lo hizo en 11%, cotizándose en US\$53 y 58 el barril, respectivamente, al cierre de esta Minuta. En tanto los precios de los alimentos mostraron un comportamiento mixto. Los precios de los granos subieron desde la Reunión anterior, debido a las condiciones climáticas más adversas en algunos países productores, mientras que el precio de la leche cayó al igual que el del azúcar.

En este escenario, las expectativas de mercado para la TPM indican que la tasa permanecería en 3% por un tiempo mayor al estimado previamente. Las encuestas (EEE y EOF) desplazaron el momento en que la TPM iniciaría un proceso de normalización, contemplando ahora el tercer trimestre del 2016 como la fecha más probable. Por su parte, las expectativas que se recogen de los precios de los activos financieros sugieren que la TPM comenzaría a aumentar durante la primera parte del próximo año. Con esto, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo la TPM se ubicaría entre 3,0 y 3,4% (entre 3,25 y 3,7% en junio) y hacia fines del horizonte de proyección entre 3,5 y 4,1% (entre 3,5 y 4,4% en junio). Para esta Reunión el mercado adelanta una mantención de la TPM.