

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MAYO 2013



**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 mayo de 2013.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias del último mes confirman la desaceleración de la actividad y la demanda interna en el primer trimestre del año, la que habría sido mayor a lo implícito en las proyecciones del IPoM. La inflación volvió a ubicarse en valores cercanos a 1% anual y las expectativas de mercado se han ajustado a la baja, aunque a dos años las encuestas siguen apuntando a 3%. En lo externo, se ha evidenciado con mayor claridad la desaceleración en el mundo emergente, lo que ha redundado en menores precios de las materias primas. En este contexto, las expectativas de mercado para la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han ajustado a la baja y para esta reunión en particular, prevén mayoritariamente una mantención.

En cuanto a la actividad local, el Imacec creció 3,1% anual en marzo, lo que estuvo por debajo del rango de proyecciones del mercado (4,8% la mediana en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de abril). Ese mes, la actividad estuvo impulsada principalmente por el crecimiento del sector minero y del comercio, lo que fue compensado en parte por una caída de la producción industrial. Así, los Imacec publicados promedian un crecimiento de 4,4% anual en el primer trimestre, por debajo de lo implícito en las proyecciones del último IPoM. De acuerdo con los Imacec, la velocidad de expansión se redujo a 1% en el primer trimestre (1,4% en diciembre). Para abril, la EEE de mayo anticipa un crecimiento del Imacec de 4,8% anual. Para el 2013, las perspectivas se ubican en el centro del rango proyectado en el IPoM de marzo: 5% (5,1% en la EEE de abril).

Los indicadores del primer trimestre apuntan a una desaceleración de la demanda interna mayor a lo implícito en las proyecciones del IPoM. Las cifras más coyunturales dan cuenta de que la moderación de la inversión ha proseguido en lo más reciente, sin embargo, en cuanto al consumo la evidencia es menos concluyente. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de marzo revisó a la baja la inversión prevista para el período 2013-2016, donde los principales ajustes provinieron del sector minero, debido a la postergación y/o suspensión de proyectos. Además, los indicadores de ventas de viviendas y despachos de materiales dan cuenta de un menor dinamismo del sector inmobiliario. Las ventas mayoristas, ligadas a la inversión, siguen retrocediendo en su tasa de expansión anual. Las importaciones de bienes de capital, considerando el promedio móvil de los últimos tres meses, muestran tasas de crecimiento anuales menores a las del cuarto trimestre del 2012, aunque estas cifras habitualmente tienen una alta volatilidad. La confianza empresarial (medida por el IMCE) ha mostrado retrocesos, con excepción de minería, pero se ha mantenido en la zona de expansión. Respecto de las condiciones financieras para empresas, el crecimiento anual de las colocaciones bancarias siguió decreciendo. Con todo, resalta el mayor número de emisiones de bonos corporativos de empresas locales en el mercado interno y en el extranjero. Las tasas de interés de los créditos comerciales se encuentran en niveles similares a los de hace un mes.

Por el contrario, los indicadores ligados al consumo privado se han mantenido dinámicos, en particular aquellos relacionados con el consumo de bienes durables. Ello se aprecia en las ventas de vehículos y las importaciones de estos bienes, las que han igualado los niveles máximos del 2010. Las condiciones del mercado laboral siguen dando sustento al consumo: La tasa de desempleo, medida por el INE, se mantuvo en torno a 6,0% para el trimestre móvil finalizado en marzo, al igual que en la medición de la Universidad de Chile —ajustando por estacionalidad—. La masa salarial real se ha sostenido con un crecimiento cercano a 6% anual. Además, las expectativas de los consumidores (medidas por el IPEC), han seguido aumentando, destacando el repunte de la percepción de que este es un buen momento para la compra de artículos para el hogar. Las condiciones financieras se mantienen relativamente estables, sin grandes cambios en el crecimiento de las colocaciones de consumo ni en las tasas de interés cobradas.

^{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 abril y al 14 de mayo de 2013.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En abril el IPC tuvo una variación mensual del -0,5%, por debajo de las expectativas de mercado. En particular, la EEE de abril y la de Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena abril proyectaban una variación mensual de 0,1% y -0,2%, respectivamente. Este resultado estuvo determinado principalmente por caídas del precio de la electricidad, la gasolina y el servicio de transporte en bus interurbano. Las disminuciones fueron parcialmente compensadas por aumentos del precio de la salud y algunos alimentos, en especial frutas y verduras frescas. La medida subyacente, el IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía—, tuvo una variación mensual de -0,1%. Así, en los últimos tres meses el IPCSAE acumuló 0,3 puntos porcentuales (pp) (0,4pp en marzo) y el IPC no tuvo variación en el mismo lapso (0,7pp en marzo). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE disminuyeron su tasa de variación a 1,0 y 0,8%, respectivamente (1,5 y 1,1% en marzo). Los componentes del IPCSAE también disminuyeron su tasa de crecimiento anual: -2,4% la inflación de bienes y 2,9% la de servicios (-2,3 y 3,5% en febrero, respectivamente). Otras medidas de inflación subyacente muestran la misma trayectoria.

En este contexto, las expectativas de inflación que se derivan de las encuestas se han corregido a la baja en el corto plazo. Para mayo, la EOF espera que el IPC tenga una variación mensual nula, mientras que la EEE proyecta un aumento de 0,1%. A plazos mayores, la última EEE ajusta sus expectativas para diciembre del 2013 a 2,5% (desde 2,8%) y a un año plazo a 2,9% (desde 3,0%). Las expectativas de la EOF a un año plazo se ubican en 2,7%. A dos años plazo ambas encuestas mantienen sus proyecciones en 3,0%. Por su parte, las expectativas que se deducen de las compensaciones inflacionarias se ajustaron a la baja para el mediano plazo, siendo inferiores a 3,0%. Sin embargo, este resultado puede estar influenciado por factores idiosincráticos del mercado de renta fija.

En efecto, las tasas de interés de los documentos del Banco Central nominales disminuyeron en el mes. Las tasas de interés de los bonos en pesos entre 2 y 10 años cayeron entre 20 y 30 puntos base (pb) desde la reunión anterior. Las tasas de interés de los instrumentos reales tuvieron movimientos mixtos. Con todo, respecto de la reunión de abril, las tasas de interés de los bonos en UF entre 5 y 10 años se ubican algo por debajo de los niveles registrados al cierre de la reunión anterior, mientras que a dos años aumentó algo más de 20 pb.

En el ámbito externo, las noticias no modifican de manera sustancial el panorama descrito en el IPoM. En el mundo desarrollado, continúan las débiles perspectivas de crecimiento, aunque sigue resaltando el mejor desempeño de Estados Unidos. En esta economía el creciente aporte del consumo privado está apoyado por las mejoras en el mercado laboral e inmobiliario. Japón tiene perspectivas más favorables, debido al programa de compra de activos por parte de su banco central y el impulso fiscal anunciado a comienzos de año. Esto debiera plasmarse en mejores indicadores de actividad, aunque en lo inmediato las cifras han estado bajo lo esperado por el mercado. Por su parte, la Eurozona continúa en un escenario de recesión, pero con disparidades entre el centro y la periferia. Con todo, la debilidad en esta última ha terminado por contagiar de manera más evidente a las economías del centro, lo que sumado a datos efectivos y perspectivas para la inflación a la baja llevó a la autoridad monetaria a reducir la TPM.

En las economías emergentes, la heterogeneidad entre el desempeño de las regiones se ha ido atenuando y cada vez más países dan cuenta de signos de desaceleración. Destaca el caso de China, donde el crecimiento del primer trimestre alcanzó 7,7% anual, lo que se compara negativamente con las expectativas del mercado y el 7,9% del cuarto previo. No obstante, sorprendieron los mejores datos de comercio exterior y la mantención del crecimiento de las ventas minoristas. Las perspectivas del sector industrial, en tanto, dan cuenta de una desaceleración.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Mayo 2013

En este contexto los bancos centrales han continuado proveyendo amplia liquidez que han impactado positivamente los mercados financieros. Además de la mencionada acción del Banco Central Europeo (BCE), se redujeron las tasas de interés de política en Australia, Israel y Corea, entre otros. Los premios por riesgo bancarios y soberanos han disminuido, la volatilidad de los mercados bursátiles se ha mantenido, la que además ha estado acompañada por alzas de las bolsas mundiales. Así, las bolsas de las economías desarrolladas aumentaron en torno 4% con respecto a la última reunión, según el índice MSCI en moneda local. Las bolsas de las economías emergentes presentaron resultados mixtos. En particular, las bolsas de Asia emergente y Europa emergente, aumentaron en el mes alrededor de 4 y 1% en moneda local, respectivamente. No obstante, las bolsas de América Latina, disminuyeron casi 2% en promedio. La bolsa chilena, medida a través del IPSA en pesos, aunque con vaivenes, bajó cerca de 1%. Las tasas de interés de largo plazo de los bonos de gobierno de las principales economías desarrolladas aumentaron en las últimas semanas. Además, se observó una apreciación del dólar en los mercados internacionales. En particular, el peso chileno se depreció y al cierre de esta minuta se transaba en \$477 por dólar estadounidense. En términos multilaterales, la pérdida de valor ha sido similar. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de abril se ubicó en 87,1 (en su medida 1986=100).

La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento mundial, particularmente de las economías emergentes, y la reciente apreciación del dólar han contribuido a reducir los precios de materias primas. El cobre, con vaivenes, cayó 2,7% en el último mes, transándose actualmente en US\$3,3 la libra luego de alcanzar un mínimo cercano a US\$3,1 la libra. El repunte experimentado hacia el cierre de esta minuta se debió principalmente a los mejores datos de comercio exterior chinos. Con todo, los inventarios en bolsa siguen en niveles cercanos a sus máximos de los últimos años, lo que mantiene la cautela sobre los movimientos futuros de este precio. El precio del petróleo Brent se también se redujo en el último mes, del orden de 2%. A la mencionada perspectiva de menor demanda se sumó la mayor producción de la OPEP. Con todo, el petróleo WTI y la gasolina registraron alzas de precio, ligados principalmente a factores propios del mercado norteamericano, con lo que el *spread* entre el Brent y el WTI ha tendido a cerrarse. Las proyecciones para el crudo que se extraen de los contratos futuros también se han ajustado a la baja en el último mes.

En este escenario, las expectativas para la TPM se siguieron ajustando en el mes y ya no se esperan alzas. En particular, tanto la EEE de mayo como la EOF de la primera quincena de mayo consideran que la TPM se mantendrá en 5,0% hasta fines del horizonte de proyección (ambas 5,25% en abril). Las expectativas que se derivan de los activos financieros, esperan al menos un recorte de la TPM en el corto plazo y a dos años plazo han dejado de esperar valores sobre 5%. Con todo, como se mencionó, este resultado puede estar influenciado por factores idiosincráticos del mercado de renta fija. Así, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,3 y 5,0% (entre 4,9 y 5,3% en octubre) y hacia fines del horizonte de proyección ente 4,5 y 5,2% (entre 5,0 y 5,4%). Para esta reunión, las expectativas apuntan en su totalidad a una mantención de la TPM.