

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 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 11 de agosto de 2015.

Síntesis del mes^{1/}

La evolución del escenario macroeconómico sigue apuntando a un panorama en que la actividad tendrá un desempeño menos favorable que el previsto y la inflación se ubicará en niveles por sobre 4% por más tiempo que el esperado en el IPoM de junio. El Imacec de junio resultó por sobre lo anticipado por las expectativas privadas, pero los indicadores coyunturales de consumo e inversión continúan apuntando a un débil desempeño. Se agrega un nuevo, y significativo, deterioro de las expectativas empresariales y de consumidores. La inflación de julio estuvo en torno a lo previsto, con un componente subyacente sin mayores sorpresas. Sin embargo, los mayores registros de inflación pasados y la nueva depreciación del peso han elevado las expectativas de inflación a plazos más cortos. A dos años plazo siguen en 3%. En el ámbito externo se redujo la volatilidad en los mercados financieros, aunque sus niveles continúan por sobre los observados a principios de año. Los precios de las materias primas, en particular el cobre y el petróleo, han tenido importantes descensos. Esto, a la vez que el dólar ha seguido fortaleciéndose a nivel global y ha aumentado la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de China y el mundo emergente. En este contexto, las expectativas de mercado para la TPM que se deducen de los precios de los activos financieros muestran algún adelanto del momento en que se producirá el primer aumento de la tasa, mientras que las encuestas siguen indicando que dicho incremento se dará en el segundo semestre del 2016. Para esta Reunión, el consenso prevé una mantención.

En julio, la variación mensual del IPC fue 0,4%, cifra dentro del rango de valores esperados por el mercado, cuyas proyecciones fluctuaban entre 0,3 y 0,4% (Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de julio, Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena del mismo mes y seguros de inflación). En el agregado, el principal aporte provino de los componentes de alimentos y energía. En este último grupo el producto de mayor incidencia fue la gasolina (0,1pp del IPC en julio), la que volvió a subir de la mano de la depreciación del peso. En general, el elevado nivel de la inflación anual sigue siendo en buena medida consecuencia de la significativa alza del tipo de cambio en los últimos trimestres. La inflación total aumentó a 4,6% en doce meses (4,4% en junio), impulsada fundamentalmente por la aceleración de los precios de los bienes SAE (4,8% anual; 4,3% en junio) —y en menor medida por una contribución menos negativa de la energía—. Con ello, sumado a que los servicios SAE mantuvieron un ritmo de avance similar al del mes previo, el indicador subyacente elevó su incremento anual a 4,9% en julio (4,7% en junio).

La importante depreciación del peso en las últimas semanas siguió elevando las perspectivas inflacionarias para los plazos más inmediatos. A diciembre de este año, la EEE de agosto anticipa un IPC anual de 4,2% (3,8% en julio), en tanto a un año plazo prevé un aumento de 3,5% (3,2% en julio). Para el mismo lapso, la EOF de la primera quincena de agosto proyecta que la inflación anual alcanzará 3,4% (3,3% en su estimación previa), mientras que los seguros de inflación también se acercaron a ese valor luego de ubicarse algo por debajo de 4% en algunos momentos del mes. A dos años, la EEE y la EOF permanecen en 3%. Para agosto, las encuestas —EEE y EOF— prevén que el IPC mensual sería de 0,3%.

Sobre la actividad, en junio el Imacec creció 2,7% anual (1,1% mes a mes desestacionalizado), cifra que superó las estimaciones de mercado (1,9% en la EEE de julio y algo sobre 2% tras la publicación de las cifras sectoriales). En el resultado incidió mayormente la actividad manufacturera y la minería. Con ello, considerando los Imacec ya publicados, en el segundo trimestre del 2015 la actividad se habría expandido 1,7% anual^{2/}, por debajo de lo previsto en el IPoM de junio y de lo que indicaba la EEE hace unos meses

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 14 de julio y al 11 de agosto de 2015.

^{2/} Conforme al calendario de difusión de las cifras de Cuentas Nacionales, los resultados preliminares del PIB correspondientes al segundo trimestre del año, así como las revisiones al primer trimestre, serán difundidos el próximo 18 de agosto.

(2,0% en la encuesta de junio). Pese a que en junio el incremento del Imacec superó lo previsto por el mercado, las expectativas privadas no muestran una mejora en la proyección de crecimiento para el año. En efecto, si bien la estimación de la EEE para el tercer trimestre del 2015 subió a 2,5% (2,3% en julio), para el año en su conjunto volvió a retroceder: 2,2% (2,3% en julio). Lo mismo ocurre con el crecimiento proyectado para el 2016, que se reduce a 2,8% (3,0% en julio).

Por el lado de la demanda, los indicadores de junio y julio —a pesar del mejor desempeño de la actividad en junio— no dan cuenta de una mejoría en la inversión y el consumo privado. Por un lado, parte del mejor desempeño de las ventas del comercio en junio se relacionó con la compra de bienes habituales —vestuario y calzado— mientras que en el resto de los sectores, en particular de bienes durables, las compras se mantuvieron con un crecimiento anual acotado. Se suma que en julio la tasa de variación anual de las ventas de automóviles nuevos (ANAC) se volvió más negativa y dicha asociación revisó a la baja las ventas previstas para el año completo (desde 275 a 258 mil unidades, que se comparan con 338 mil unidades vendidas el 2014). Asimismo, las importaciones de bienes de consumo, en general, siguen estancadas. Resalta que las expectativas de consumidores (IPEC) volvieron a deteriorarse en julio, caída que se observó de manera generalizada en los subcomponentes que conforman el índice: situación actual del país, situación de la economía y momento para la compra de bienes durables. El mercado del trabajo no muestra mayores cambios respecto del mes anterior. La tasa de desempleo que recogen las encuestas de la Universidad de Chile y del INE se mantuvieron en torno a 6,5% en su última medición. Según el INE, el crecimiento anual del empleo se ubicó en 1,5% (1,2% en el trimestre móvil anterior). La encuesta de la Universidad de Chile reportó un crecimiento anual del empleo en el Gran Santiago de 2,2%, pero, a diferencia del INE, señala que el empleo asalariado cayó de manera significativa. El crecimiento anual de los salarios nominales tuvo movimientos marginales, situándose en un rango entre 6,3 y 6,7% según la medición (6,2 y 6,6% el mes previo). El crecimiento de los salarios reales disminuyó en función del incremento de la inflación, fluctuando entre 1,8 y 2,2% (2,1 y 2,5% en mayo).

Por el lado de la inversión, el catastro de la CBC de junio corrigió a la baja los montos previstos para las obras de ingeniería en construcción para el año, mayormente por revisiones en el rubro energético. Además, en julio las importaciones de bienes de capital, en términos desestacionalizados, se sostuvieron en niveles bajos. Su tasa de variación anual fue levemente positiva, mayormente por la baja base de comparación de igual mes del año anterior. El sector de vivienda sigue siendo una excepción positiva dentro de los sectores ligados a la inversión, pues la actividad en construcción y las ventas de inmuebles se mantuvieron dinámicas. En cuanto a la confianza, en julio se verificó un nuevo, y significativo, deterioro de las expectativas empresariales medidas por el IMCE. Este abarcó a todos los sectores, incluida la construcción. Además, tanto en la industria como en el comercio, la caída se acompañó por un aumento de la percepción de que el nivel de inventarios está por sobre lo deseado, a lo que se agrega que, según el IMCE, el uso de la capacidad instalada en la industria se encuentra en torno a los niveles mínimos de varios años.

Sumado a lo anterior, el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto dio cuenta de que para la mayoría de las empresas consultadas, el desempeño de sus negocios se deterioró o estancó en el segundo trimestre, con percepciones que se fueron haciendo más negativas en el curso del período. Destaca que esta evaluación es transversal entre sectores (destinados al mercado interno o las exportaciones), con la excepción del rubro de construcción e inmobiliario, y que existe una preocupación generalizada por el desempeño de la economía en el segundo semestre del 2015, con expectativas que se han deteriorado y no prevén una recuperación relevante respecto de los niveles actuales. Este mismo hecho ha dado paso, según los entrevistados, a ajustes de costos relevantes, incluido la dotación de personal, y la detención de posibles inversiones. Resalta también un aumento significativo en la preocupación por los efectos del ambiente político en el desempeño económico.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Agosto 2015

En cuanto a las condiciones financieras, a julio las tasas de interés de las colocaciones de consumo y comerciales descendieron respecto del mes previo (en torno a 50 y 20pb, respectivamente), alcanzando mínimos de los últimos diez y cinco años, respectivamente, mientras las de los hipotecarios se mantuvieron en niveles similares en el mismo lapso (las que en todo caso ya estaban en torno a sus mínimos de los últimos diez años). Por su lado, con datos provisorios a julio, el crecimiento real de las colocaciones de este tipo de créditos continúa con el mismo ritmo de expansión anual que en junio, destacando el acotado aumento del crédito de consumo y comercial, y el aumento por sobre 10% que muestra el crédito hipotecario desde hace varios trimestres.

En el plano externo, destacó el descenso generalizado de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo y del cobre. Ello ha respondido a una combinación de factores financieros, ligados mayormente a la apreciación del dólar a nivel global, y a elementos propios de sus mercados. En el caso del cobre, su precio continuó disminuyendo, acumulando una caída de 7,5% desde la Reunión anterior, alcanzando al cierre de esta Minuta niveles cercanos a US\$2,30 la libra. Esta evolución se dio además en medio de un aumento de inventarios en las bolsas de metales y algunos indicadores débiles de actividad manufacturera e importaciones de China. Las proyecciones de analistas privados se han ido ajustando a la baja, sugiriendo una visión de mercado menos estrecha para el metal. El precio del petróleo retrocedió en torno a 16% para sus variedades Brent y WTI, cotizándose ambas por debajo de US\$50 el barril al cierre de esta Minuta. Esta trayectoria estaría definida por el exceso de oferta mundial de petróleo y elevados niveles de inventarios. Respecto de otras materias primas, los precios de los alimentos disminuyeron respecto de la Reunión anterior.

En lo más reciente, los mercados financieros han mostrado mayor calma tras un mes muy volátil, marcado, principalmente, por los desarrollos en el mercado bursátil chino. Con todo, la volatilidad sigue por encima de los niveles observados a principios de año. Así, se mantienen las salidas de capitales desde economías emergentes y sus monedas se han depreciado ante el mayor fortalecimiento del dólar. Resaltó el aumento de la volatilidad en la bolsa y premios por riesgo de Brasil dada la creciente incertidumbre política. Hacia el cierre de esta Minuta destacó el anuncio de devaluación del yuan por parte de la autoridad china, los mercados internacionales reaccionaron con caídas generalizadas de las bolsas, depreciaciones adicionales de las monedas emergentes y menores precios de las materias primas. Durante el mes, las tasas de interés de los bonos de gobierno de largo plazo continuaron disminuyendo en los mercados desarrollados, retornando a niveles similares a los observados a fines del año pasado. En su evolución han incidido de manera importante las apuestas de mercado respecto del momento exacto de la inminente normalización de la política monetaria en EE.UU. En Chile, la bolsa medida en moneda local retrocedió algo menos de 1% desde la Reunión previa. Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería tuvieron movimientos, principalmente en los plazos más cortos (2 y 5 años), y fueron disímiles dependiendo de si son en pesos o en UF. Así, mientras las tasas de interés nominales aumentaron desde la Reunión anterior (26 y 9 puntos base (pb) en los plazos de 2 y 5 años, respectivamente), las tasas en UF se ajustaron a la baja (-20 y -12pb en 2 y 5 años, respectivamente).

Por su parte, la paridad peso/dólar se depreció algo más de 5% desde la Reunión de julio. Con importantes fluctuaciones diarias, el tipo de cambio se ubicó en torno a \$680 por dólar al cierre de esta Minuta. La evolución del peso no fue muy distinta a la de otras monedas de países de América Latina y exportadores de productos básicos. De hecho, en términos multilaterales, la depreciación del peso fue menor y cuando se considera la medida sin incluir el dólar estadounidense, TCM-X, el tipo de cambio aumentó 3,1%. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de julio se ubicó en 97,6 (en su medida 1986=100).

En cuanto a la actividad mundial, la primera estimación de la expansión de la economía de EE.UU. en el segundo cuarto (2,3% trimestral anualizado) confirmó un crecimiento sólido y la transitoriedad de su magro

BANCO CENTRAL DE CHILE

resultado en el trimestre previo, el cual de todas maneras fue ajustado al alza a +0,6% trimestral anualizado. Los últimos datos del mercado laboral apuntan a que el consumo continuará dinámico. Por su parte, la Eurozona mantiene un panorama de recuperación gradual, a pesar de algunos datos de actividad coyunturales que sorprendieron a la baja. Además, destaca el escaso contagio que tuvo sobre las economías de la periferia europea la agudización de la situación de Grecia. En China, el crecimiento del segundo trimestre alcanzó a 7% anual, impulsado por el sector servicios. A ello habría contribuido la serie de medidas de estímulo promovidas por la autoridad. Sin embargo, indicadores más coyunturales de actividad manufacturera y comercio exterior darían cuenta de menores perspectivas para esa economía. En América Latina, tanto las cifras de actividad como las perspectivas han seguido declinando, afectadas por las peores expectativas para China y los bajos precios de las materias primas.

A excepción de América Latina, para el resto de las economías la inflación se mantiene baja, a lo que habría contribuido la disminución del precio del petróleo y otros productos en dólares, habiendo más que contrarrestado el efecto en la inflación de la depreciación de las monedas locales. En EE.UU., tanto las proyecciones de la Reserva Federal como las expectativas de mercado apuntan a una primera alza de tasas en la última parte del 2015, la que de todos modos sería gradual de acuerdo con la Fed. Para el resto de las economías, desde la Reunión anterior prevalecieron los movimientos expansivos de política monetaria, destacando Canadá y Nueva Zelanda. Brasil, en cambio, y en un contexto de inflación elevada, subió su tasa de instancia 50pb en su última reunión.

En este panorama de mayor inflación a plazos más inmediatos, las expectativas para la TPM tuvieron algunos cambios. Por un lado, las que se deducen de los precios de los activos financieros se ajustaron al alza respecto del mes pasado, adelantando el momento en que se producirá la primera alza hacia el primer trimestre del 2016. Por otro, las encuestas de mercado siguen indicando que el primer aumento se produciría en el segundo semestre del 2016. Con esto, teniendo en cuenta las distintas medidas de expectativas, la TPM se ubicaría, a un año plazo, entre 3,0 y 3,5% (entre 3,0 y 3,4% en julio) y, a dos años plazo, entre 3,5 y 4,2% (entre 3,5 y 4,1% en julio). Para esta Reunión, el consenso prevé una mantención.