

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2013



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia de División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 11 de junio de 2013.

Síntesis del mes^{1/}

Durante el mes las noticias locales siguieron dando cuenta de la desaceleración de la actividad. En el caso de la demanda interna, los indicadores de la inversión han sido mixtos, mientras los de consumo siguen robustos. Por el lado de la actividad, el menor dinamismo en el margen se debe tanto a sectores de recursos naturales como a sectores resto, particularmente aquellos relacionados con la inversión. Las medidas de inflación total y subyacente continúan con registros en torno a 1% anual, pero las expectativas a 2 años que se derivan de las encuestas siguen en 3%. En el ámbito externo, continúa el proceso de rotación del crecimiento mundial —con mejor desempeño en Estados Unidos y Japón y síntomas de debilidad en el mundo emergente—, lo que ha estado acompañado con un reacomodo de los portafolios en los mercados financieros internacionales y vaivenes de los precios de las materias primas.

En el ámbito local, el Imacec creció 4,4% anual en abril, cifra por debajo de las proyecciones del mercado (4,8% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo). Considerando el promedio de febrero, marzo y abril, y descontada la estacionalidad, el Imacec cayó 0,5% en relación al trimestre precedente (2,4% en el cuarto finalizado en enero). El comercio fue uno de los principales impulsores al crecimiento de la actividad, pero otros sectores de servicio mostraron un bajo dinamismo. A su vez, la minería se desaceleró respecto del alto crecimiento registrado el primer trimestre. La EEE de junio anticipa un crecimiento del Imacec de 4,5% anual en mayo. Para el segundo trimestre y el año en su conjunto las proyecciones se han ajustado a la baja a 4,5 y 4,6%, respectivamente (4,9 y 5% en mayo).

En cuanto a la demanda interna, luego de la importante desaceleración de los indicadores de inversión en el primer trimestre, las cifras más recientes han sido mixtas. Las importaciones de bienes de capital, dentro de su volatilidad habitual, siguen moderándose, aunque se han mantenido en niveles elevados. En el sector inmobiliario se observó un menor ritmo de expansión anual de los despachos de materiales, pero los permisos de edificación y el empleo en de la construcción mostraron una recuperación. A su vez, la confianza de las empresas (IMCE) permanece en la zona de expansión, pero continuó disminuyendo en el agregado durante el mes, influida especialmente por el fuerte retroceso de los sectores construcción e industria. Por otra parte, las ventas mayoristas del comercio —más ligados a la inversión— han aumentado en el margen. Respecto de las condiciones financieras, como ha sido la tónica de los últimos meses, el crecimiento anual de las colocaciones comerciales se redujo, mientras que las tasas de interés, en los tramos relevantes, consignaron descensos acotados. Así, las colocaciones comerciales redujeron su tasa de crecimiento anual a 8,2% (10,6% en abril) y las tasas de interés para estos créditos menores a 30 días disminuyeron 8 puntos base (pb), y entre 180 días y un año, cayeron 76pb.

Por su parte, el consumo se mantiene robusto aunque con una evolución dispar entre sus componentes. Las ventas de bienes durables continúan creciendo con fuerza, impulsadas tanto por las de automóviles como por las de equipamiento para el hogar. En contraste, el consumo habitual exhibe tasas de crecimiento menores. Las importaciones de bienes de consumo, tanto en términos anuales como en su serie desestacionalizada, se observan algo menos dinámicas, no obstante continúan en niveles elevados. Las condiciones del mercado del trabajo no muestran cambios significativos y se mantienen como el principal soporte del consumo. La tasa de desempleo persiste en bajos niveles y los salarios reales siguieron aumentando su tasa de expansión anual a valores en torno a 5,5%. Así, en términos reales, la variación anual de la masa salarial fue cercana a 8%. La confianza de los consumidores (IPEC) se mantuvo en terreno optimista en el agregado, aunque la totalidad de sus componentes mostraron descensos acotados. Las colocaciones de consumo disminuyeron su tasa de crecimiento a 10,8% anual (11,6% en abril), mientras que las de vivienda siguieron expandiéndose en torno a

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 16 de mayo y al 11 de junio de 2013.

BANCO CENTRAL DE CHILE

10% anual. En cuanto a las tasas de interés de créditos de consumo, en su tramo más relevante —a más de 3 años— aumentaron 73pb respecto de abril. Las tasas de interés para la vivienda se han mantenido prácticamente iguales.

En mayo, el IPC no tuvo variación en términos mensuales, lo que estuvo levemente por debajo de las expectativas de mercado (EEE de mayo y EOF de la segunda quincena de mayo indicaban una variación mensual de 0,1%). Las principales disminuciones se registraron en el precio de la electricidad, autos usados, gas licuado y gasolina —aunque el precio de la gasolina subió a partir de la última semana de mayo, esto se reflejará en la cifra de junio—. Estas bajas fueron contrarrestadas principalmente por incrementos del precio de algunas frutas y verduras frescas, de la carne y del servicio de transporte en bus interurbano. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía—, tuvo una variación mensual de 0,1%. Así, el IPCSAE sumó 0,2 puntos porcentuales (pp) en los últimos tres meses (0,3pp en abril), mientras que el IPC retrocedió 0,1pp (0,0 pp en abril). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE siguieron con tasas de crecimiento en torno a 1%. En cuanto a los componentes del IPCSAE, el de bienes mantuvo su tasa de variación anual en -2,4%, mientras que el de servicio la aumentó a 3,1% (2,9% en abril).

En este contexto, las expectativas de inflación no han mostrado grandes cambios en el mes. En particular, la EEE de junio ajusta sus expectativas para diciembre de este año a 2,4% (2,5% en mayo) y a un año plazo a 2,8% (2,9% en mayo). En cambio, la EOF a un año plazo se ubica en 2,8% (2,7% en mayo). A dos años plazo ambas encuestas mantienen sus proyecciones en 3,0%. Para junio, la EEE anticipa una inflación mensual de 0,3% y la EOF de 0,4%.

En el ámbito externo, varias noticias se conjugaron para incrementar la volatilidad de los mercados. Estos se mantienen atentos a las señales de la Reserva Federal de Estados Unidos respecto del eventual inicio del proceso de retiro del estímulo monetario en esa economía, así como las señales del Banco de Japón respecto de la ejecución de su plan. A ello se sumaron cifras de actividad y perspectivas más débiles en China. Lo anterior llevó a caídas de las bolsas (de 3 y 6% en los mercados desarrollados y los emergentes, respectivamente), aumentos de las tasas largas de los bonos de gobierno (hasta 30pb en los bonos a 10 años plazo de las principales economías desarrolladas), e incrementos de los premios por riesgo soberano y bancario. Además, la mayoría de las monedas en las economías emergentes se depreciaron en el mes, lo mismo que las monedas de los países exportadores de productos básicos.

En línea con lo acontecido en los mercados internacionales, en Chile el peso se depreció y la bolsa cayó. Al cierre de esta minuta, la moneda chilena se transaba en \$504 por dólar, depreciándose 5,6% desde la reunión anterior. En términos multilaterales, la depreciación fue menor. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de mayo se ubicó en 88,1 (en su medida 1986=100). En cuanto a la bolsa chilena, el IPSA descendió 4,9% en moneda local (8,8% en dólares). Con todo, resalta el comportamiento de las tasas de largo plazo de los bonos nominales de la Tesorería y el Banco Central, los que no han seguido los movimientos en los mercados externos. Así, estas tasas de interés subieron hasta 150pb en algunas economías emergentes, mientras que en Chile lo hicieron solo en aproximadamente 10pb.

En materia de crecimiento mundial, como se mencionó, las principales novedades se dieron en China, al tiempo que los indicadores en las principales economías desarrolladas apuntan a la continuación de las tendencias observadas en meses previos. En China, decepcionaron los datos de comercio exterior, con contracciones de exportaciones e importaciones, al igual que las expectativas empresariales. Además, resaltó la corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento que realizó el Fondo Monetario Internacional para esta economía. En otras economías emergentes también continuaron las señales de desaceleración, lo que en varias de ellas ha llevado a reducciones de sus tasas de política monetaria. En Estados Unidos, el ritmo de creación

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Junio 2013

de empleos, 175 mil nuevos puestos en mayo, contrastó con el deterioro de las expectativas empresariales para el sector manufacturero, que bajaron del pivote de expansión. Finalmente, las cifras en Japón dieron cuenta del mejor pie en que se encuentra esta economía, destacando la corrección al alza del PIB del primer trimestre e indicadores más coyunturales.

El petróleo Brent, aunque con vaivenes, se ubica en niveles similares a los de hace un mes. Tanto el petróleo WTI como la gasolina subieron cerca de 1% en igual lapso influenciado por factores de oferta del mercado norteamericano. En tanto, el precio del cobre mostró fluctuaciones en el mes, aunque al cierre de esta minuta también se transaba a un nivel similar al de mayo. El precio de este metal ha estado afectado además por el cierre de un yacimiento importante en Indonesia, lo que contrapesó los datos más débiles de China. El precio de los granos se incrementó desde la reunión anterior, principalmente debido a factores de oferta.

En este escenario, las expectativas para la TPM se siguieron ajustando en el mes y ahora todas incorporan la posibilidad de recortes en el transcurso del año. La EEE anticipa que la TPM disminuirá el próximo mes 25pb, mientras que la EOF de la primera quincena de junio, anticipa que la TPM disminuirá 25pb el tercer trimestre de este año. Con todo, ambas encuestas estiman un recorte de 25pb adicionales en diciembre. Por su lado, las expectativas que se derivan de los precios financieros se han ajustado a la baja en el corto plazo, aunque que en el horizonte de proyección se han corregido al alza. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,3 y 4,8% (4,3 y 5,0% en mayo) y a dos años plazo en 4,8 y 5,3% (4,5 y 5,2% en mayo).