

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MAYO 2017



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 16 de mayo de 2017.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias recientes siguen mostrando un escenario macroeconómico en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. La actividad cerró el primer trimestre con una variación anual cercana a 0% según los Imacec conocidos, combinando una fuerte caída de la actividad minera y un aumento cercano a 1% del resto de los sectores económicos. Los indicadores de demanda continúan mostrando estabilidad en los datos de consumo, con un repunte significativo del consumo durable, pero una marcada debilidad de la inversión en construcción y otras obras. Por el lado de la inflación, el incremento anual del IPC se volvió a ubicar en 2,7%, sin que el IPC de abril mostrara mayores diferencias respecto de las proyecciones privadas. Tampoco hay grandes cambios en las expectativas de inflación, las que tanto a fines de este año como a uno y dos años plazo se ubican en o próximas a 3%. En lo externo, los datos y las proyecciones de crecimiento siguen apuntando a un mejor panorama para este año, aunque los precios de las materias primas, en general, cayeron en el mes. En este contexto, las expectativas de mercado contemplan que la Tasa de Política Monetaria (TPM) tendrá una reducción de 25 puntos base (pb) en el corto plazo, tras lo cual se espera una mantención por un período prolongado.

Respecto de la actividad, en marzo, el Imacec no minero se expandió 2,2% anual, impulsado por el crecimiento del comercio y la industria manufacturera. En tanto, el Imacec de minería se contrajo 22,7% anual, lo que llevó al Imacec total a 0,2% anual (-0,2% mes a mes desestacionalizado). Esta cifra estuvo algo por sobre lo esperado por el mercado (0,0% en la EEE de abril). Considerando los Imacec publicados, en el primer trimestre la actividad se habría expandido 0,1% anual^{2/}, lo que se enmarca dentro del escenario base del IPoM.

Para el segundo trimestre, las encuestas de mercado (EEE) siguen anticipando un crecimiento anual de 1,3%, con un incremento de 1% anual para el Imacec de abril. Para el 2017, 2018 y 2019 no se aprecian cambios en el crecimiento previsto en la EEE: 1,6%, 2,5 y 3%, respectivamente. En el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo, la mayoría de los entrevistados mantuvo sus perspectivas para el 2017, y señalaron que, luego de la debilidad inicial, se verá una mejoría en el transcurso del año. Para el 2018, además, esperan que dicha recuperación continúe, con una porción considerable de encuestados que dice tener proyectos en carpeta y estar esperando las definiciones electorales para decidir respecto de su concreción. Sectorialmente, quienes participan en la construcción se muestran, en general, más negativos en sus percepciones, mientras que en el sector comercio y de servicios, se señaló que el turismo, principalmente argentino, ha ayudado a mejorar los resultados de sus negocios.

Los indicadores coyunturales se enmarcan, en lo grueso dentro del escenario del IPoM. Medidas por el Índice de Actividad del Comercio al por Menor (IACM) real de bienes, en marzo las ventas de bienes durables crecieron 19,7% anual (13,5% en febrero), mientras que las de no durables lo hicieron en 1,9% anual (-3,9% en febrero). En los durables, las ventas de vehículos crecieron cerca de 30% anual (25% en febrero) y en torno a 14% anual las ventas de equipamiento de hogar (cerca de 8% anual en febrero). En abril, las ventas de vehículos se mantuvieron dinámicas, como se recoge de las cifras de la ANAC. Para igual mes, las importaciones de bienes de consumo nominales crecieron en 21,1% anual (24,1% en marzo), expansión que en mayor medida se asocia al incremento de las internaciones de vehículos. Por el lado de los determinantes del consumo, las expectativas de consumidores, medidas por el IPEC, han mostrado alguna recuperación, que se ha reflejado en forma más generalizada en todos sus componentes en el último mes. En el agregado, de todas formas, su nivel sigue en la zona de pesimismo. En el mercado laboral, la creación de empleo asalariado exhibió una caída anual menor al registro previo: 0,4% en el trimestre móvil finalizado en marzo (-2,1% en la encuesta anterior). En tanto, el empleo por cuenta propia subió 6,6% anual (8,1% en la encuesta previa). De todos modos, la tasa de desempleo

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 13 de abril y al 16 de mayo de 2017.

^{2/} Conforme al calendario de difusión de las cifras de Cuentas Nacionales, los resultados preliminares del PIB correspondientes al primer trimestre del año serán publicados el próximo 18 de mayo.

BANCO CENTRAL DE CHILE

nacional aumentó hasta 6,6% (6,4% en la encuesta previa), en respuesta a la nula expansión de los ocupados y el incremento de los desocupados (4% anual). Respecto del costo de la mano de obra, en marzo, los salarios nominales crecieron entre 4,3 y 4,9%, tasa de expansión anual similar a la del mes previo. En tanto, los salarios reales se sostuvieron por debajo de su promedio histórico: en 1,5 y 2,1% anual, sin mayores cambios respecto de febrero.

El panorama de inversión se ha mantenido débil, especialmente en lo que se refiere al componente de construcción y otras obras. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital de marzo revisó marginalmente a la baja los proyectos para el año, pero corrigió al alza los planes para el 2018 y 2019, impulsado por los sectores de energía e inmobiliario. Respecto de este último, las cifras de la Cámara Chilena de la Construcción aún muestran un alto stock disponible de viviendas nuevas, pero un volumen de ventas en el primer trimestre que se ha sostenido en niveles próximos a los del cuarto previo, y superior al de hace un año. En cuanto a la inversión de maquinaria y equipo, en abril las importaciones de bienes de capital totales siguieron con una contracción anual: -11,4% nominal (-9,2% en marzo), mientras que descontado los vehículos no regulares se expandieron 3,1% nominal (13,7% en marzo). En lo que va del año, este último componente ha promediado un aumento de 8% anual (4% anual en el cuarto trimestre del 2016). Por el lado de las expectativas empresariales, las medidas por el IMCE volvieron a deteriorarse en el agregado. Por sectores, recogen una mejora de la percepción en el comercio, ubicándose algo por sobre el pivote de expansión, aunque por debajo de sus promedios históricos. De todos modos, en los sectores de la industria y construcción los niveles nuevamente se deterioraron.

Respecto de las condiciones financieras internas, el crecimiento real anual del crédito se mantiene por debajo de lo registrado a fines del 2016, más allá de los movimientos en el margen. Este alcanzó 4,5, 6,5 y 2,6% en abril para las carteras de consumo, hipotecaria y comercial (5,1, 6,5 y 2,2%, respectivamente, en marzo). El incremento en el segmento comercial obedeció básicamente a un efecto cambiario. Por el lado de las tasas de interés, la evolución fue dispar. Mientras en los créditos de consumo revirtieron parcialmente la baja estacional de marzo (+81pb), en los comerciales nuevamente disminuyeron (-70pb) afectadas de algún modo por factores de composición. El costo de los préstamos hipotecarios casi no cambió.

En cuanto a la inflación, en abril el IPC aumentó 0,2%, en línea con la generalidad de las expectativas del mercado. El IPCSAE también anotó una variación mensual de 0,2%, principalmente por la parte de servicios que subió 0,4% en el mes. Esto, en gran medida, por la mayor incidencia del ítem de salud, tras los reajustes habituales en esta época del año. Por su lado, los bienes del IPCSAE tuvieron una contracción de 0,1% mensual, retomando los datos negativos de los últimos meses y en coherencia con la evolución del tipo de cambio hasta abril. En los más volátiles, resaltaron los alimentos y bebidas no alcohólicas, debido a que presentaron la mayor incidencia en el IPC total. En términos anuales, por tercer mes consecutivo la inflación se ubicó en 2,7%. No obstante, el IPCSAE retrocedió hasta 2,1% anual (2,2% en marzo). Dentro de este, los bienes continuaron reduciendo su variación anual, ubicándose en terreno negativo: -0,2% anual (0,3% en marzo), mientras que la de los servicios subió hasta 3,5% anual (3,3% en marzo). En los no SAE, destacó que las frutas y verduras frescas volvieron a retomar variaciones anuales similares a sus promedios históricos, mayormente porque no repitieron los descensos mensuales de la magnitud de un año atrás.

Las expectativas del mercado siguen apuntando a un descenso de la inflación anual en los meses venideros y una recuperación hacia registros cercanos a 3% a fines de año, para oscilar en torno a este último valor en adelante. Los seguros de inflación al cierre estadístico señalan una inflación que reducirá su variación anual hasta 2,1% en los meses siguientes (2,4% al cierre estadístico de abril), pero sigue cerca de 3% a diciembre del 2017. A un año plazo, la EEE de mayo adelanta un valor de 2,9%, mientras que la EOF de la primera quincena de igual mes y las compensaciones inflacionarias al cierre actual prevén que la inflación se ubicará en 2,6%. A dos años plazo, tanto la EOF como EEE continúan sin cambios en relación al mes pasado, adelantando valores

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Mayo 2017

de 2,9 y 3%, respectivamente. Para mayo, las distintas medidas de expectativas se encuentran divididas: 0% las compensaciones inflacionarias al cierre estadístico; 0,1% la EOF de la primera quincena de mayo; 0,2% la EEE de este mes.

En el ámbito externo, la actividad mundial continúa mostrando señales de recuperación —pese a algunas sorpresas mixtas en las economías desarrolladas—, al mismo tiempo que las perspectivas de crecimiento para el 2017 muestran cambios acotados. En EE.UU. el PIB del primer trimestre del año registró una desaceleración, principalmente por un menor consumo durable y de servicios. No obstante, los fundamentos del consumo apuntan a que este comportamiento sería transitorio, en particular por la fortaleza del mercado laboral y las expectativas de los consumidores. Por otro lado, destacó el dinamismo de la inversión y perspectivas manufactureras y de servicios que continúan en terreno expansivo. En la Eurozona, el PIB del primer trimestre del 2017 ratificó el buen desempeño que adelantaban los indicadores parciales, lo que se debería mantener según la nueva información de corto plazo. Algo similar ocurre en Japón, que sigue con una mejora moderada de su actividad. El crecimiento del Reino Unido también se debilitó en el primer cuarto, en gran medida por los servicios. Se suman las dudas que plantean las siguientes etapas del Brexit. En China, pese a que el PIB del primer trimestre resultó superior a lo esperado por el mercado, algunos indicadores de corto plazo conocidos recientemente —comercio exterior, producción industrial y perspectivas manufactureras y de servicios— plantean ciertos riesgos de ralentización de la actividad en el segundo trimestre. En tanto, el panorama de actividad para América Latina permanece débil, en un contexto en que aún quedan ajustes pendientes en algunos países de la región y en que las expectativas de crecimiento para este año se han ajustado a la baja en algunas economías.

El panorama de inflación mundial también mostró algunas sorpresas mixtas. Por un lado, en EE.UU. el IPC total y subyacente se desaceleró en abril, por menores precios de energía y servicios, al igual que el PCE de marzo. El mercado sigue anticipando dos alzas en la tasa de los Fondos Federales en lo que resta del año, sin embargo las conversaciones sobre la reducción de balance de la Reserva Federal hacia fines del 2017 plantea ciertas dudas respecto de la trayectoria de normalización de su tasa rectora. Por otra parte, en la Eurozona la cifra preliminar de inflación de abril sorprendió al alza, destacando el repunte de servicios. El Banco Central Europeo mantuvo su programa de estímulo monetario, toda vez que el mercado continúa asignando una alta probabilidad a un aumento de tasas para inicios del segundo semestre del 2018. La variación de los precios en Japón permanece en niveles bajos y no da mayores signos de repunte. En América Latina, la inflación ha continuado cediendo en varias de las economías, dando paso a que algunos bancos centrales comiencen a entregar mayor estímulo monetario, como en el caso de Perú, o lo sigan incrementando, como en Brasil y Colombia. En México, por el contrario, la inflación ha vuelto a aumentar, tanto por los efectos rezagados de la depreciación de su moneda como por el alza en el precio de productos agrícolas.

En cuanto a los mercados financieros, en las economías desarrolladas las bolsas continuaron con retornos positivos, sus monedas en general se apreciaron, exceptuando al yen japonés, y los premios por riesgo e índices de volatilidad siguieron bajos en perspectiva histórica, más allá de alguna reversión transitoria coincidente con algunos eventos políticos. A su vez, el buen desempeño y panorama para la actividad se sigue manifestando en tasas de largo plazo que mantienen el aumento alcanzado al cierre estadístico del último IPoM. Las condiciones financieras para las economías emergentes permanecen favorables. La mantención de la baja aversión al riesgo sigue favoreciendo la entrada de capitales, en particular hacia América Latina. En esta última región, las monedas en general se depreciaron y sus mercados bursátiles registraron incrementos. Se agregan premios por riesgo que, en general, continúan disminuyendo.

En el mercado local, la moneda se depreció algo más de 2% desde la Reunión pasada, en coherencia con un precio del cobre que retrocedió en el transcurso del mes y con un diferencial de tasas de interés —relativo a Estados Unidos— que ha tenido un descenso relevante recientemente. Al cierre de esta minuta, el peso chileno

BANCO CENTRAL DE CHILE

se transaba en las cercanías de \$665 pesos por dólar. Multilateralmente, la depreciación de este fue un poco mayor, sobre todo si se le compara con los principales países desarrollados. Con ello, el tipo de cambio real (TCR) estimado para abril es de 92,1 (índice 1986=100). Por otro lado, los premios por riesgo siguieron la tendencia global y cayeron desde la Reunión pasada, especialmente los corporativos (-15pb el CEMBI). Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería también se acoplaron a los movimientos internacionales y aumentaron para los plazos más extensos en pesos y en UF (alrededor de 20pb a 5 y 10 años), en tanto que las de más corto plazo prácticamente no cambiaron. El IPSA tuvo bastantes vaivenes en el último mes y cerró en valores no muy diferentes a los del cierre estadístico de abril, no obstante en dólares su variación fue mayor debido a la evolución del peso (cerca de -2,5%).

El valor de las materias primas, en general, presentó caídas respecto del cierre de la Reunión anterior. En el caso del petróleo se explica principalmente porque la producción estadounidense siguió aumentando y los inventarios en ese país continúan en niveles elevados en perspectiva histórica. Aun así, estos últimos han disminuido en el margen, lo que sumado a perspectivas de que la OPEP mantenga sus recortes de producción en el segundo semestre del año, han provocado que su precio recupere parte de la caída registrada en el mes, ubicándose cerca de US\$51 y 48 el barril de Brent y WTI, respectivamente. Así, su valor se contrajo entre 7 y 9% respecto de la Reunión anterior. El precio del cobre, como se indicó, cayó algo menos de 3% en el mes, situándose levemente por sobre US\$2,5 la libra al cierre de esta Minuta (US\$2,6 la libra en la anterior). Ello, coincidente con la debilidad reciente de los indicadores en China ya mencionada.

Las distintas expectativas de mercado para la TPM se alinearon en el último mes y anticipan un recorte adicional de 25pb, que tendría lugar en junio según las encuestas y en mayo acorde con los precios de activos financieros. Tras eso, las expectativas apuntan a que la TPM se mantendría en 2,5% por un período extenso. A dos años plazo hay algunas divergencias respecto del nivel en que se ubicará la TPM. La EEE y los precios de activos financieros la sitúan en 3,25%, mientras la EOF lo hace en 3%.