

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2016



**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 junio de 2016.

Síntesis del mes^{1/}

La información conocida desde el cierre estadístico del IPoM de junio es, en líneas generales, coherente con el escenario base allí planteado. Por un lado, los primeros datos del segundo trimestre dieron cuenta de un acotado crecimiento de la actividad y de varios de los componentes de la demanda. En particular, el débil desempeño del sector minero y de aquellos más ligados a la inversión incidieron en el pobre registro del Imacec de abril, el que se ubicó significativamente por debajo de lo esperado por el mercado. La inflación de mayo fue algo menor que lo previsto, aunque su variación anual sigue sobre 4%, en línea con lo previsto en el IPoM de junio. Destacó la desaceleración de la inflación de bienes del IPCSAE, asociada a un tipo de cambio que no ha vuelto a subir con la fuerza que lo hizo entre el 2013 y mediados del 2015. Las expectativas de inflación no muestran grandes cambios, y se ubican cerca de 3% a un año plazo y en 3% a dos años plazo. En el escenario internacional, los movimientos de los mercados financieros han estado en gran medida determinados por las noticias provenientes de EE.UU., especialmente por el impacto que tienen en la trayectoria esperada para la tasa *Fed Funds*. En China, los indicadores económicos han apoyado el panorama de crecimiento en el corto plazo, pero se mantiene una elevada preocupación por los desarrollos en su sistema financiero y la sostenibilidad de los planes de estímulo. A los riesgos asociados a estos dos temas de la economía mundial, se agrega la proximidad del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea. En este contexto, las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) apuntan a una mantención para esta Reunión y no esperan un alza de tasa en lo que resta del año. Con todo, en línea con lo planteado en el IPoM, el mercado sigue esperando dos aumentos de 25 puntos base (pb) dentro del horizonte de proyección.

En el ámbito externo, los movimientos de los mercados financieros estuvieron en gran parte determinados por las noticias de EE.UU. y sus efectos sobre las expectativas de los movimientos futuros de la tasa *Fed Funds*. Pevio a la publicación de la minuta de la reunión del FOMC de abril, las expectativas de mercado apuntaban a que la próxima alza de tasa ocurriría hacia fines de año y que la *Fed* actuaría con mucha gradualidad. Sin embargo, la minuta de abril dio cuenta que el FOMC prefería una senda de normalización para la política monetaria más rápida que lo anticipado por el mercado, visión que fue rápidamente traspasada a los precios de activos. No obstante, tras conocerse la baja cifra de creación de empleo a comienzos de junio, las perspectivas de alza nuevamente se postergaron, de manera que el próximo movimiento de tasa se anticipa se efectuaría a fines del 2016. A esto se ha sumado en lo más reciente las dudas sobre el resultado del referéndum en el Reino Unido, y la posibilidad que este salga de la Unión Europea. Todo esto ha llevado a vaivenes importantes en los mercados, sobre todo de las paridades frente al dólar, las tasas de largo plazo y las bolsas. Con todo, las condiciones financieras no son muy distintas de las que prevalecían para la Reunión previa.

En Chile, el tipo de cambio tuvo un comportamiento similar al del resto de las monedas de países emergentes. Al cierre de esta minuta, la paridad peso/dólar se ubicaba algo por debajo de \$690, lo que significó una leve apreciación respecto de la Reunión anterior (-0,4%), aunque en el intertanto varió entre \$675 y 695. El tipo de cambio real (TCR) se ubicó en 96 en mayo, aumentando 1,5% respecto del mes previo. Al cierre estadístico, más allá de los vaivenes en el mes, las tasas de largo plazo, la bolsa local y los *spreads* soberanos y corporativos (CDS a 5 años y CEMBI) no mostraron mayor variación respecto de la Reunión de mayo.

El panorama de crecimiento e inflación mundial no reviste mayores cambios. En EE.UU., las medidas de inflación subyacente siguen en torno a la meta de la autoridad monetaria. Comparada con otras economías

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 17 de mayo y al 14 de junio de 2016.

BANCO CENTRAL DE CHILE

desarrolladas, destaca la mayor inflación de servicios, lo que, unido al comportamiento del mercado del trabajo, da cuenta de las menores holguras de capacidad en EE.UU.. Por otro lado, los datos conocidos durante el mes señalan que esta economía habría retomado un mayor ritmo de expansión durante el segundo trimestre, luego del bajo crecimiento del primero. Ello, de la mano de la mayor fortaleza del consumo privado y del mejor desempeño de los servicios, que han compensado la desaceleración del sector manufacturero.

En China, los diferentes indicadores económicos se enmarcaron dentro del panorama de crecimiento delineado en el IPoM de junio, aunque se mantienen los riesgos asociados a importantes desbalances en algunos sectores claves de su economía. En particular, se mantiene la preocupación por el alto apalancamiento corporativo, por los verdaderos niveles de riesgo que ha asumido el sector financiero, por la baja inversión privada y por las debilidades en parte de su mercado inmobiliario. Con todo, el mercado espera un aumento del estímulo monetario, especialmente, considerando que la inflación ha evolucionado ya por varios trimestres por debajo de la meta de su Banco Central. En la Eurozona y Japón las autoridades mantuvieron los estímulos monetarios, en medio de registros de inflación que permanecen bajos. En la Eurozona, el crecimiento del primer trimestre fue revisado al alza, liderado por la inversión y el sector externo. En Japón, por su parte, el crecimiento fue impulsado por el sector fiscal. Respecto de esta economía, el mercado ha mejorado las perspectivas de corto plazo por la postergación del aumento del IVA para el 2019. En los países más ligados al ciclo de los precios de las materias primas, como Australia y Nueva Zelanda, destacó la fortaleza del sector externo que ha compensado el aporte negativo de la inversión no residencial en el primer trimestre del año.

Los precios de las materias primas mostraron aumentos durante gran parte del último mes, tendencia que se fue revirtiendo en los días previos al cierre de la Minuta. El valor del crudo WTI subió 3% respecto de la Reunión anterior, mientras que el petróleo Brent se ubica en niveles similares. Los movimientos de precios al alza durante el mes estuvieron acompañados por los anuncios de condiciones de oferta más restrictivas, como la menor producción de crudo en los países fuera de la OPEP y una menor acumulación de inventarios en EE.UU. El precio del cobre fluctuó en un rango entre US\$2,05 y 2,15 la libra durante el mes, ubicándose en la parte baja de este rango al cierre de esta Minuta (-2,9% desde la Reunión anterior). Otros precios de metales también exhibieron bajas respecto de la Reunión previa.

En el ámbito interno, el IPC de mayo varió 0,2% mensual, igual a lo considerado en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del mismo mes, pero por debajo de lo contemplado en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de mayo y de los seguros de inflación los días previos a la publicación del dato (0,3% en ambas mediciones). Los elementos más volátiles de la canasta fueron los que aportaron una mayor incidencia en el mes, resaltando las frutas y verduras frescas y la gasolina. En el lado opuesto, la incidencia negativa más importante del mes fue el precio de automóvil nuevo. En términos anuales, la inflación mantuvo una variación anual de 4,2% en mayo y el IPCSAE bajó hasta 4,3% (4,6% en abril). Esto último, producto del menor incremento anual de su componente de bienes que pasó de 4,4 a 3,8% entre abril y mayo. La inflación anual del IPCSAE de servicios continuó en 4,7%.

Las expectativas de inflación se han mantenido estables. La EEE de junio sigue adelantando 3,5 y 3,2% anual a diciembre y a un año, respectivamente. Por su lado, la EOF de la primera quincena de junio elevó en una décima la inflación a un año, a 3,1%. A dos años plazo, ambas mediciones continúan proyectando una inflación de 3%. Para este mes, el consenso del mercado anticipa que la inflación será 0,3% mensual.

En cuanto a la actividad local, el Imacec creció 0,7% anual (-1,3% mes a mes desestacionalizado), confirmando el panorama de dinamismo acotado planteado en el IPoM de junio. El resultado se ubicó por debajo del 1,8% anual proyectado en la EEE de mayo y de lo esperado por el mercado tras la publicación de las cifras sectoriales del INE (en torno a 1,9% anual). El Imacec minero cayó 5,8% anual, mientras que el no

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Junio 2016

minero aumentó 1,3% anual. Este último se vio incidido por el incremento de los servicios y el comercio minorista, efecto que fue parcialmente compensado por la caída de industria y el bajo desempeño del comercio mayorista. La EEE de junio anticipa un crecimiento de 1,6% anual para el Imacec de mayo y de 1,5% para el segundo trimestre. Las expectativas para el 2016 se mantuvieron en 1,7% anual por cuarto mes consecutivo, mientras que para el 2017 se corrigieron levemente a 2,3% anual (2,4% anual en EEE de mayo). Para el 2018 continúan en 3,0% anual.

Por el lado de la demanda, el consumo privado mantuvo un desempeño mejor al de la inversión, aunque sus fundamentos siguen apuntando a un crecimiento más débil durante los próximos trimestres. En mayo, las expectativas de los consumidores (IPEC) volvieron a caer, reflejo de un deterioro en casi todos sus componentes. A su vez, las importaciones nominales de bienes de consumo —corregidas por efectos estacionales— nuevamente se redujeron y se mantienen en niveles bajos, principalmente por menores internaciones de bienes no durables.

El mercado laboral sigue mostrando un deterioro respecto de meses previos. La tasa de desempleo nacional se ubicó en 6,4% en el trimestre móvil terminado en abril, mientras el empleo asalariado sigue con expansiones anuales bajas. Por el lado de los salarios, la tasa de crecimiento anual de los nominales disminuyó hasta 5,8 y 5,3% (6,2 y 5,4% en el mes previo), mientras que la de los reales se ubicó entre 1,6 y 1,1% (1,7 y 0,9% en el mes previo). Con esto, el crecimiento anual de la masa salarial volvió a reducirse.

La inversión y sus fundamentos se mantienen débiles. En mayo, el nivel de las importaciones de bienes de capital —eliminada la estacionalidad— no muestra mayores novedades y sigue en valores bajos. Por su parte, también en mayo, las perspectivas de los empresarios (IMCE), excluyendo minería, se tomaron más pesimistas.

En cuanto a las condiciones de financiamiento internas, las tasas de interés de las colocaciones de vivienda y comerciales tuvieron escasa variación en mayo, en tanto las de consumo cayeron alrededor de 45pb, en especial por bajas en las de los productos tarjetas de crédito y sobregiros. En cuanto al crecimiento real del crédito, en los dos primeros segmentos mencionados se redujo a 9,1 y 4,2% anual en mayo, respectivamente (9,8 y 5,2% en abril en cada caso). Las colocaciones de consumo incrementaron su expansión real anual (4,6% en mayo; 3,4% en abril), en buena parte por la desaparición de un efecto de base de comparación, dada la salida del sistema de una fracción de estos montos en mayo del 2015 tras su venta a una entidad no bancaria.

Respecto de las expectativas para la TPM, las distintas medidas —encuestas y precios de activos financieros— siguen previendo dos alzas en el horizonte de proyección. De todos modos, estas indican que no habrá un nuevo aumento de la TPM en lo que resta del 2016.