

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 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 11 de julio de 2017.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

La principal novedad del mes fue el bajo registro de inflación de junio que llevó a la variación anual del IPC a 1,7%. El dato, que se ubicó por debajo de las expectativas de mercado, estuvo fuertemente influido por los precios de frutas y verduras frescas, muy bajos en relación a su estacionalidad usual, y por el comportamiento de ciertos precios específicos. Comparado con el IPoM de junio, la inflación SAE se ubica en torno a lo previsto, mientras que la inflación total se encuentra alrededor de 50 puntos base (pb) por debajo, principalmente por la evolución en frutas y verduras frescas. Con todo, a dos años plazo las expectativas de inflación se ubican en torno a 3%, mientras que para fines del 2017 y a un año plazo han descendido. Por el lado de la actividad, los datos de mayo y junio confirman que el bajo registro de abril estuvo muy asociado al efecto de la menor cantidad de días hábiles. Al mismo tiempo, el empleo asalariado aumentó su tasa de expansión anual, lo mismo que los salarios nominales y reales. En lo externo, no se aprecian mayores novedades y el peso muestra poca variación respecto de otras monedas. Las expectativas para la TPM que se deducen de los precios de los activos financieros han comenzado a considerar una rebaja de la TPM hasta 2,25%, lo mismo que la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de julio. En cambio, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de julio arroja que la TPM se mantendrá en 2,5% por un período prolongado.

La inflación de junio fue -0,4%, por debajo de lo esperado por la totalidad de las expectativas del mercado: 0,1% la EEE de junio, 0% la EOF de la segunda quincena de igual mes y -0,1% los seguros de inflación en los días previos a la publicación del dato. El IPCSAE también anotó una variación de -0,4%, determinada, mayormente, por el componente de bienes que retrocedió 0,9% (incidencia de -0,25pb en la inflación del mes), mientras que los servicios mostraron prácticamente una nula variación. En los bienes, si bien los bajos registros de inflación continúan siendo la tónica, resaltó el ítem de paquete turístico que volvió a mostrar un comportamiento muy volátil, devolviendo, en gran parte, el alza observada el mes anterior. Ello, de acuerdo a lo informado por el INE, tanto por estrategias comerciales más agresivas de las agencias de turismo como por un dólar promedio más bajo. Algo similar ocurrió en los servicios, donde el ítem de gasto común deshizo el aumento del mes anterior (incidencia de -0,05 y +0,05pb en junio y mayo, respectivamente). En los elementos más volátiles, los alimentos nuevamente mostraron una incidencia negativa, al igual que el mes previo, principalmente por frutas y verduras frescas, cuyos precios se han visto afectados por el aumento de la oferta de productos que se encuentran en plena temporada de cosecha.

En términos anuales, la inflación mostró una desaceleración relevante, llegando a 1,7% (2,6% en mayo), luego de mantenerse prácticamente estable durante los últimos meses. La menor inflación anual se observa tanto en el componente subyacente como en el más volátil. Así, el IPCSAE alcanzó un incremento anual de 1,8% (2,5% en mayo). Por componentes, los bienes retomaron una variación anual negativa (-0,2%; igual que en abril) luego del alza en mayo (0,8%), mientras el incremento anual de los servicios bajó hasta 3,1% (3,6% en mayo). Los más volátiles también redujeron su variación anual, destacando los alimentos (1,3 y 2,6% en junio y mayo, respectivamente), principalmente por la contracción anual de las frutas y verduras frescas de 9%, su menor registro en los últimos diez años. En cuanto a las expectativas de inflación, a un año plazo la EOF mantuvo la inflación esperada en 2,5%, mientras que la EEE la redujo hasta 2,7% (2,9% en junio). A dos años plazo no muestran novedades, manteniéndose en 2,8% la EOF y 3% la EEE.

Respecto de la actividad interna, en mayo el Imacec aumentó 1,3% anual, con un componente minero que bajó 4,6% anual y uno no minero que creció 1,9%. Este último dando cuenta del repunte esperado en los

---

<sup>1/</sup> Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 15 de junio y al 11 de julio de 2017.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

sectores que en abril estuvieron afectados por la menor cantidad de días hábiles, en particular el comercio y la industria manufacturera. El resultado del Imacec fue mayor a lo esperado por las encuestas del mercado de hace un mes (1% en la EEE de junio), pero menor a lo previsto tras conocerse las cifras sectoriales (1,7% en la encuesta de Bloomberg). Las expectativas de crecimiento de la EEE para este año y los dos siguientes no muestran cambios respecto del mes anterior. Así, dicha encuesta proyecta un aumento de 1,5% el 2017, 2,5% el 2018 y 3% el 2019.

El índice de actividad del comercio al por menor (IACM) exhibió un crecimiento anual de 5,6%, impulsado por los bienes durables (22,6% anual) y en menor medida por los no durables (2,1% anual). En los bienes durables, el rubro automotriz fue el sector que lideró la expansión (cerca de 30% anual) a lo que se sumó el crecimiento de los ítems relacionados con el equipamiento para el hogar (alrededor de 19%). Para junio, las importaciones nominales de bienes durables siguieron dinámicas, con un crecimiento en torno a 20% anual, mientras que los semidurables (vestuario y calzado) continuaron por sobre esa tasa (cerca de 30% anual). Para igual mes, las expectativas de consumidores, medidas por el IPEC, siguen en una senda de paulatina recuperación, aunque su nivel aún se encuentra en la zona de pesimismo.

El mercado laboral continuó con un ajuste pausado, en línea con lo previsto en el escenario base del IPoM. La tasa de desempleo, en el trimestre móvil terminando en mayo, se ubicó en 7,0% (6,7% en abril y 6,8% hace un año), lo que se originó por un mayor crecimiento de la fuerza laboral en comparación con la expansión de los ocupados. El empleo total creció 1,7% anual (1,4% en abril), con un empleo asalariado que se expandió 1,2% anual (0,3% en abril) y uno por cuenta propia de 3,8% anual (5,0% en abril). En el empleo asalariado, la expansión estuvo liderada por el sector público, especialmente en educación y salud, mientras que el componente privado mostró un acotado crecimiento anual, y en términos de nivel se encuentra prácticamente estable. En mayo, los salarios nominales crecieron entre 4,4 y 5,1% anual (4,3 y 4,9% en el registro previo) y los salarios reales lo hicieron entre 1,8 y 2,5% anual (1,6 y 2,2% en su medición anterior). Todo lo anterior, llevó a sostener el crecimiento de la masa salarial real en torno a 3,5%.

El panorama para la inversión sigue débil en el componente relacionado a construcción y obras, mientras que el ligado a maquinaria y equipo ha continuado mejorando. Las importaciones nominales de bienes de capital tanto totales como descontado los transporte no regulares, continuaron subiendo en niveles, y en términos anuales, estos últimos se aproximaron a 25% (8,1% en mayo y cerca de 20% que promediaron en el primer trimestre), impulsado por el rubro no minero. Las expectativas que se recogen del IMCE se sostuvieron en la zona de pesimismo, con alguna baja en el nivel respecto de su medición anterior. Por sectores, de todos modos, el comercio mejoró su medición, mientras que en la construcción y la industria, se volvieron a deteriorar las expectativas.

En cuanto a las condiciones financieras internas, en junio las tasas de interés de las colocaciones de consumo y comerciales tuvieron alzas de 32 y 22pb, respectivamente, de nuevo muy afectadas por cambios en la composición de estas carteras. En los préstamos hipotecarios, esta se redujo marginalmente, como ha sido la tónica hace varios meses. Por el lado del crecimiento anual del crédito, todos los segmentos consignaron aumentos en términos reales, aunque incididos en buena parte por el efecto del registro de inflación negativo en junio. En su medición nominal, en tanto, este mostró cambios acotados de su tasa de expansión anual —la que incluso se redujo para la cartera de consumo—. Las condiciones de otorgamiento crediticio, según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre, persisten restrictivas para todos los segmentos, entre los cuales siguen destacando el sector inmobiliario y la construcción. La demanda se reporta más débil para la cartera comercial, aunque con menor intensidad para empresas de mayor tamaño, y se observa una incipiente mejora en las solicitudes hipotecarias.

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2017

El escenario internacional relevante para la economía chilena sigue muy alineado con lo planteado en el IPoM de junio, con una actividad creciente, condiciones financieras favorables y términos de intercambio superiores a los de años previos, destacando, en todo caso, el aumento de las tasas de interés en el mundo desarrollado ante la percepción de una política monetaria que se volvería menos expansiva en forma más rápida que lo anticipado. Así, en el mundo desarrollado, se sigue validando un escenario de recuperación de la actividad, más allá de la publicación de algunos indicadores coyunturales mixtos. En EE.UU. continúa destacando la fortaleza del mercado laboral: durante junio la economía creó más 200 mil empleos, lo que debiera seguir apoyando el consumo privado. Ello, junto con positivas perspectivas para el sector manufacturero y la aceleración de la inversión en activos fijos apuntan a que este año la economía tendrá una tasa de expansión superior a la del 2016. En otras economías desarrolladas también se continúa afianzando el panorama de mayor crecimiento de la actividad, destacando el incremento del dinamismo de la Eurozona, donde algunos indicadores como el PMI se ubican cerca de sus máximos de los últimos seis años. En materia de inflación, las cifras en la Eurozona y en Inglaterra mostraron nuevas alzas en sus componentes subyacentes, mientras que en EE.UU., si bien los registros han sido menores —asociados en parte a la baja de los precios de la energía—, las expectativas siguen apuntando a que ello sería solo temporal.

En este contexto, las declaraciones de algunas autoridades de los bancos centrales en el mundo desarrollado fueron percibidas como algo más cautas respecto de la expansividad futura de sus políticas, lo que tuvo efectos en las expectativas del mercado respecto de la política monetaria, en las tasas de interés de largo plazo y en las bolsas. De hecho, luego de que en su última reunión el FOMC anunciara que comenzaría a reducir su balance durante este año, las minutas de esta reunión dieron cuenta de la posibilidad que ello ocurriera tan pronto como este trimestre. A ello se sumaron declaraciones del presidente del Banco Central Europeo que fueron percibidas por el mercado como un posible fin de las medidas cuantitativas y las del presidente del Banco de Inglaterra que apuntaban a la eventual necesidad de ajustar su política monetaria. Así, la tasa de interés del bono de gobierno de EE.UU. subió cerca de 20pb en el mes, mientras su equivalente de la Eurozona lo hizo en casi 30pb. Con todo, los indicadores de volatilidad permanecen contenidos y bajos, mientras que los flujos de capitales hacia las economías emergentes se han mantenido robustos.

En el mundo emergente, las noticias de actividad siguen apuntando a una estabilidad en el crecimiento de la economía china, mientras que en América Latina, se mantiene el panorama de debilidad. En esta última, con excepción de México y considerando cifras de inflación que siguen cediendo, los espacios para una política monetaria más laxa se han ampliado, aunque en un entorno político que se mantiene desafiante en algunas economías.

A nivel local, el peso chileno se depreció levemente frente al dólar de EE.UU. desde la reunión pasada (algo menos de 1%) y se ubicaba alrededor de \$665 al cierre de esta minuta. Similar variación tuvo la paridad frente a otras monedas desarrolladas, en tanto que otras medidas multilaterales más globales prácticamente no exhibieron cambios en el último mes (TCM y TCM-X). Así, en junio se estima que el tipo de cambio real (TCR) alcanzó 94,3 (índice 1986=100). Por su parte, el IPSA tuvo escaso movimiento desde la reunión anterior, lo mismo que el *spread* soberano. El corporativo se redujo cerca de 10pb. Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería aumentaron en sus distintas denominaciones, salvo la nominal a dos años que mostró una baja asociada al recorte de las expectativas para la TPM. El resto aumentó en línea con el alza de las tasas a nivel externo, destacando el incremento para los papeles a 2 años en UF (+33pb), asociado además al menor registro de inflación de junio.

Los precios de las materias primas, en general, mostraron alzas. Destaca el cobre que se ha mantenido la mayor parte del mes por sobre US\$2,6 la libra, respondiendo entre otras cosas a mejores cifras de producción industrial en el mundo y coherente con la evolución de los precios de otros metales. Por el lado del petróleo resalta la volatilidad que ha mostrado su precio en el último mes, en respuesta a noticias tanto de oferta,

## **BANCO CENTRAL DE CHILE**

especialmente de las plataformas petroleras en EE.UU., como de demanda. Con todo, al cierre de esta minuta el precio del petróleo se ubica algo por debajo de sus niveles de hace un mes y se encuentra entre 8 y 10% inferior a los valores vigentes al cierre del IPoM de junio.

Las perspectivas de mercado para la TPM retrocedieron desde la reunión previa, sobre todo tras la sorpresa negativa de la inflación en junio. Así, los precios de los activos contemplan una baja adicional de 25pb en lo que queda de este año, que se extendería durante la mayor parte del primer semestre del 2018, mientras que a dos años plazo retrocedieron a 3% (3,25% en la reunión de junio). Asimismo, la EOF prevé una rebaja de la TPM a 2,25% dentro de los próximos tres meses, volviendo a 2,5% dentro de un año. A 24 meses plazo sigue ubicando la TPM en 3%. La EEE anticipa que la TPM se mantendrá en 2,5% por un período largo, situándola en 2,75% a 17 meses plazo y en 3% a dos años plazo, todos resultados idénticos a los de la encuesta del mes anterior.