

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2014



**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 14 de febrero de 2014.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Los datos conocidos en el último mes confirman que en el cuarto trimestre del 2013 la desaceleración de la actividad y de la demanda fue algo mayor a la prevista en el IPoM de diciembre. Ello, como ya se ha mencionado en reuniones previas, debido a una desaceleración más intensa de la inversión, mientras que el consumo privado ha seguido con un ritmo de moderación gradual. Por el lado de la inflación, en enero el IPC registró una variación mensual de 0,2%, con una variación anual referencial<sup>2/</sup> de 2,8% para el IPC y de 2,4% para el IPC subyacente (IPCSAE). Las expectativas de inflación a dos años no tuvieron grandes cambios y siguen en torno a 3%. En el plano internacional, se observó un aumento generalizado de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros, afectados principalmente por indicadores de actividad bajo lo esperado por el mercado, especialmente de Estados Unidos y China, con una reversión parcial en la última semana. Las expectativas de mercado anticipan para esta Reunión una disminución de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) y la mayoría de los analistas de mercado y operadores financieros siguen previendo al menos una reducción más durante la primera mitad del año.

En cuanto a la actividad local, el Imacec creció 2,6% anual en diciembre (0,8% mensual desestacionalizado), tasa algo inferior a la proyectada por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de enero (3%). Al igual que en el mes previo, esto se explicó principalmente por el débil desempeño de los sectores ligados a la inversión, destacando la construcción y algunas ramas mayoristas del comercio. En relación con este último sector, en meses recientes además se ha notado un alza gradual de la percepción de inventarios (IMCE) por sobre el nivel deseado de las empresas. Considerando las cifras ya publicadas del Imacec, el PIB se habría expandido 4% en el 2013, por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre<sup>3/</sup>. Para el primer trimestre del 2014, las perspectivas consideradas en la EEE de febrero disminuyen a 3,2% (3,5% en enero), mientras para el año en su conjunto descienden a 3,8% (4% en enero).

La evolución de la demanda interna sigue marcada por la desaceleración de la inversión, en línea con el menor dinamismo de los sectores ligados a este componente del gasto. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de diciembre ajustó a la baja la estimación de inversión en construcción y obras de ingeniería del cuarto trimestre del año anterior y primer semestre del 2014. Tal como ha sido la tónica de los últimos catastros, las mayores correcciones a la baja en dicho período se observan en proyectos mineros y energéticos. Ello coincide con la información recopilada en distintos sectores económicos y regiones del país, toda vez que muchas de las empresas entrevistadas no contemplan inversiones relevantes para este año más allá de las destinadas a la mantención o reposición del capital ya instalado. Sin embargo, al igual que el catastro previo, el actual eleva las perspectivas de inversión para el bienio 2015-2016, de la mano fundamentalmente de la inclusión de nuevos proyectos energéticos e inmobiliarios. Respecto del sector construcción, las expectativas empresariales (IMCE) persisten en terreno contractivo, aunque otros indicadores como las compras de viviendas, en sus distintas mediciones (Collect y Cámara Chilena de la Construcción), se han mantenido relativamente estables en los últimos meses y los inventarios de unidades disponibles se encuentran en niveles relativamente bajos en relación con las ventas. Asimismo, el empleo en la construcción sostuvo un crecimiento anual similar al de noviembre. Por otro lado, en enero las importaciones de bienes de capital, en términos desestacionalizados, permanecieron en niveles más bajos que los alcanzados a lo largo de la mayor parte

---

<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 16 de enero y al 14 de febrero de 2014.

<sup>2/</sup> Para efectos de análisis, la variación anual del IPC y de su medida subyacente se calculan en relación con los correspondientes índices de enero 2013 de la base referencial 2013=100 informada por el INE.

<sup>3/</sup> Conforme al calendario de difusión de las cifras de Cuentas Nacionales, la estimación del PIB 2013, así como las revisiones al primer, segundo y tercer trimestre, serán difundidas el próximo 18 de marzo.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

del 2013, pero repuntaron respecto de lo observado en el último trimestre. En cuanto a las condiciones crediticias comerciales, tanto las colocaciones como las tasas de interés de dichos créditos aumentaron levemente en enero.

El consumo privado ha continuado moderando su dinamismo en forma gradual, lo cual ha sido más notorio en el componente habitual. Las ventas minoristas de bienes durables mantuvieron un elevado crecimiento en diciembre y siguen lideradas por las de automóviles, cuyas internaciones en todo caso son inferiores a las de un año atrás. Asimismo, las importaciones de bienes de consumo en el agregado redujeron su crecimiento a -0,5% anual (8,8% en diciembre). En el mercado laboral, se continúa observando un mayor dinamismo en la creación de empleo por cuenta propia en desmedro de los asalariados. La tasa de desempleo en el último cuarto del 2013, en sus distintas mediciones (Universidad de Chile e INE), persistió en torno a 6%. Otros indicadores como las vacantes disponibles e información de contactos de negocios revelan una percepción algo más holgada del mercado laboral. Las remuneraciones reales continuaron acotando su alza anual a un rango entre 2,4 y 2,9% en diciembre (2,9 y 3,5% en noviembre) —aunque en términos nominales exhibieron un comportamiento similar al de los meses previos—, acorde con el aumento del IPC en ese mes. Los ingresos laborales reales siguieron creciendo a un ritmo por debajo del observado hasta el tercer trimestre del 2013. Además, la confianza de los consumidores (IPEC), descontada la estacionalidad, descendió a niveles próximos al umbral neutral. En cuanto a las condiciones financieras para las personas, las colocaciones de consumo no mostraron cambios relevantes, en tanto que las hipotecarias incrementaron su expansión anual a 12,3% (11,3% en diciembre). Las tasas de interés para los préstamos de consumo subieron 35pb en promedio, mientras que las de vivienda se mantuvieron relativamente estables.

El IPC en enero —primer mes con la aplicación de la nueva canasta y metodología de cálculo— tuvo una variación mensual de 0,2%, en línea con la proyección de la EEE de enero y de la EOF de la segunda quincena de igual mes. Entre los principales productos que incidieron positivamente en el mes destaca, al igual que en diciembre, la gasolina, debido al aumento en el precio internacional de este combustible. Entre las disminuciones resalta, al igual que en el mes previo, el precio de las papas. El IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— tuvo una variación mensual de 0,3%. Así, en los últimos tres meses el IPC y el IPCSAE, en base al índice referencial, acumularon aumentos de 0,8 y 0,7 puntos porcentuales (pp), respectivamente (0,9 y 0,7pp en diciembre). En términos anuales, el IPC tuvo una variación anual referencial de 2,8%, mientras el IPCSAE de 2,4%. Por componente, la inflación referencial de servicios del IPCSAE registró una tasa de crecimiento anual 4,1% y la de bienes del IPCSAE de -0,2%.

En este escenario, la EEE de febrero y la EOF de la primera quincena de febrero mantuvieron las expectativas para la inflación a un año plazo en 3,0 y 2,8%, respectivamente y a dos años en 3,0%. Para febrero, la EEE estima una variación mensual del IPC de 0,2% y la EOF de 0,1%.

Desde la última Reunión, el escenario internacional se caracterizó por un aumento generalizado de la volatilidad y una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros globales, aunque con una reversión parcial en la última semana. La atención sigue puesta en la trayectoria de la reducción de los estímulos monetarios no convencionales de Estados Unidos por parte de la Reserva federal (FED) y sus efectos en las economías emergentes. A esto se sumaron algunas señales de desaceleración de la actividad en la economía china y cifras de la economía estadounidense que se ubicaron bajo las expectativas de mercado. En este contexto, se observó un menor apetito por riesgo de los inversionistas, acentuándose la salida de los flujos de capitales desde las economías emergentes a las avanzadas, en particular hacia activos de renta fija. Así, aunque con vaivenes, las tasas de los bonos de gobierno de largo plazo de esas economías disminuyeron y las de los países emergentes siguieron aumentando, las bolsas cayeron de manera generalizada, los premios por riesgo soberano aumentaron, especialmente en los emergentes, y las

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Febrero 2014

monedas de las economías avanzadas se apreciaron, mientras que las de la mayoría de las economías emergentes se depreciaron. En algunas de las economías emergentes más vulnerables sus monedas se han depreciado fuertemente, lo que ha gatillado medidas con la intención de contener dicha depreciación, tales como el aumento de las tasas de referencia de política monetaria e intervenciones cambiarias.

En línea con lo acontecido en los mercados internacionales, en Chile la moneda se depreció y la bolsa cayó. El peso chileno, alcanzó niveles en torno a \$560 en febrero. Al cierre de esta minuta, la moneda chilena se transaba en \$549 por dólar, depreciándose 4,5% desde la Reunión anterior. Ello, como ya se mencionó, en línea con lo sucedido en los mercados internacionales, a lo que se agrega el menor diferencial de tasas de interés externo e interno y la caída del precio del cobre. En términos multilaterales, la depreciación fue algo menor o similar: 3,4% el TCM, 3,2% el TCM-X, y 4,7% el TCM-5. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de enero se ubicó en 94,8 (en su medida 1986=100). En cuanto al mercado bursátil local, el índice IPSA descendió en torno a 4% en dólares y 1% en moneda local.

El panorama de actividad mundial de mediano plazo sigue apuntando a una recuperación gradual de las economías desarrolladas y una leve desaceleración de las emergentes. De hecho, el FMI revisó al alza las proyecciones de crecimiento mundial, en especial para el mundo desarrollado. No obstante, indicadores más coyunturales fueron mixtos. En EE.UU. el producto del cuarto trimestre creció 3,2% trimestre a trimestre anualizado, en línea con lo esperado por el mercado, siendo el consumo personal y las exportaciones netas el principal catalizador de este resultado. Asimismo, en su mayoría, los reportes de utilidades de las empresas han resultado por sobre las estimaciones del mercado. En tanto, los estándares de créditos de los bancos mostraron una relajación durante el cuarto trimestre. Sin embargo, las perspectivas manufactureras mostraron una moderación importante en enero, aunque permanecen sobre el umbral neutral, las ventas minoristas de enero se contrajeron y el mercado inmobiliario ha perdido impulso. En el mercado laboral, pese a que la creación de empleo en enero aumentó en relación con diciembre, por segunda vez consecutiva se ubicó bajo las expectativas de consenso, algo que por el momento se atribuye a factores climáticos. Esto, junto con la mantención de la fuerza de trabajo, hizo caer la tasa de desempleo a 6,6%. De todas maneras, la recién asumida presidenta de la FED, Janet Yellen, reafirmó que la tasa de política monetaria se podría mantener en el nivel actual aun cuando el desempleo se ubique por debajo del umbral de 6,5%, siempre que la inflación no sobrepase el 2,5% anual y corroboró que la decisión de continuar con la reducción del estímulo monetario no convencional dependerá de la evolución de los datos económicos. En esta misma línea, el Banco de Inglaterra modificó su orientación hacia delante de política monetaria eliminando su referencia al umbral de desempleo y señaló que considerará una gama más amplia de indicadores para evaluar el estado de la economía. En la Eurozona, las ventas minoristas de diciembre cayeron más de lo esperado, algo que se condice con la mantención de la tasa de desempleo en niveles elevados y la contención de la demanda de créditos de las personas. Además, la producción industrial cayó más de lo pronosticado en diciembre. Pese a esto, las perspectivas de las empresas de servicios y manufacturas mejoraron, ubicándose ambas sobre el umbral neutral. Se suma la mejora de la confianza de los consumidores.

Por otro lado, en las economías emergentes las perspectivas manufactureras se han moderado, situándose cerca del umbral neutral, a la vez que las perspectivas de los consumidores se mantienen estables. En China, el crecimiento fue de 7,7% anual el cuarto trimestre del 2013 (7,8% el cuarto anterior). Tanto la producción industrial de diciembre como las expectativas manufactureras de enero han sido menores que lo esperado y estas últimas permanecen por debajo del umbral que indica expansión. Con todo, los datos de comercio exterior dieron cuenta de un marcado repunte de las exportaciones e importaciones, atenuando en parte los temores de una desaceleración más pronunciada que la prevista para esta economía. En el mercado financiero, las tasas de interés de corto plazo volvieron aumentar, ante lo cual el

## **BANCO CENTRAL DE CHILE**

gobierno chino inyectó liquidez al mercado. Luego de ello, estas tasas se estabilizaron, aunque en niveles más elevados que el promedio de la última parte del 2013.

En relación con los precios internacionales de las materias primas, los de la energía se incrementaron desde la reunión anterior. El precio del WTI aumentó 6,9% y el del Brent 2,5%. El complejo escenario climático asociado a un invierno más duro del habitual en EE.UU. y en otras zonas de Europa ha impactado en la reducción de los inventarios. A ello se agregaron importaciones chinas de petróleo en montos récord y algunas restricciones temporales en la capacidad de extracción de crudo. Asimismo, el precio de la gasolina subió 6,6%, también afectado por el cierre temporal de algunas refinerías. El precio del cobre descendió 2,2%. La moderación de las perspectivas industriales en el mundo, especialmente en China, presionó el precio a la baja. Sin embargo, hacia el cierre de esta minuta se conoció el dato de importación de cobre desde China que resultó ser elevado, lo que revertió parte de la caída observada hasta entonces. El precio de los productos agrícolas aumentó luego de alcanzar un mínimo en dos años. Esto, principalmente por el incremento de los granos y cereales (3,0%, de acuerdo al índice GSCI).

En este contexto, las expectativas para la TPM apuntan a una reducción de 25pb para esta Reunión y siguen anticipando un recorte adicional de la misma magnitud dentro de este año. A seis meses y un año, las perspectivas para la TPM que se extraen de la EEE de febrero y la EOF de la primera quincena se mantienen en 4,0%. A dos años, la EEE la sigue ubicando en 4,5% y la EOF la redujo a 4,38% (4,5% en la EOF de la primera quincena de enero). Por su parte, las expectativas que se extraen de los precios de los activos financieros se ajustaron levemente a la baja.