

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 2014



**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 2014.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Los datos del último mes se enmarcan, en lo grueso, dentro del escenario descrito en el último IPoM. Esto es, una actividad y demanda que se aprecian debilitadas y una inflación cuyos registros mensuales han descendido respecto de la primera parte del año. En mayo, la actividad creció por debajo de las proyecciones de mercado, mayormente por un desempeño menos favorable del comercio mayorista. La inversión continúa mostrando debilidad y el consumo privado sigue perdiendo dinamismo. La inflación de junio también resultó menor a las previsiones de mercado, aunque afectada por factores específicos. En el horizonte de política, las expectativas se mantienen en 3%. El escenario internacional no muestra cambios sustantivos respecto de sus tendencias de los últimos meses. En este contexto, la mediana de las expectativas de mercado anticipa que la TPM se reducirá en esta Reunión.

Respecto de la actividad interna, en mayo el Imacec creció 2,3% anual, por debajo de la proyección del mercado (2,6% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio). Las mayores diferencias volvieron a concentrarse en los sectores más ligados al desempeño de la demanda interna, en particular el comercio mayorista. En el sentido opuesto, compensó parcialmente un mejor resultado de la actividad minera. Las perspectivas contenidas en la EEE de julio consideran que la actividad habría crecido 2,6% anual en junio. El menor crecimiento de mayo respecto de lo previsto, también implicó una revisión a la baja en el aumento proyectado para el año en la EEE, que ahora se sitúa en 2,9% (3% en la EEE de junio).

Por el lado de la demanda, los indicadores más recientes siguen dando cuenta de la debilidad de la inversión, al mismo tiempo que muestran un consumo privado que pierde dinamismo. Respecto de la inversión, en junio las importaciones de bienes de capital mostraron algún repunte de sus niveles, principalmente por la internación de material de transporte. El valor del resto de estas importaciones sigue en niveles menores que los de hace un año, y con algún descenso en el margen. Por el lado de construcción y obras, los indicadores apuntan a una sostenida debilidad, reflejada en el comportamiento de los despachos de insumos y el empleo. Respecto del mercado inmobiliario, destaca la caída de las tasas de interés para créditos hipotecarios, acordes con el menor valor de las tasas de largo plazo en los últimos trimestres. En este panorama, las expectativas empresariales (IMCE) de todos los sectores han seguido retrocediendo y, a junio, el índice agregado volvió a ubicarse en la zona pesimista. Por sectores, solo minería sigue en la zona optimista, resaltando el descenso que ha tenido la construcción. El crecimiento anual de las colocaciones comerciales nominales continúa retrocediendo, alcanzando a 7,7% en junio (11% en enero). La información recogida en julio, en el marco del Informe de Percepciones de Negocios, apunta a una debilidad bastante extendida en la evaluación que las empresas hacen sobre el desempeño de sus negocios en el segundo trimestre, lo mismo que las perspectivas para el tercero, lo que se aprecia con mayor énfasis en el norte y centro del país.

En cuanto al consumo privado, la nueva información es coherente con la mayor debilidad de esta parte de la demanda, en especial en lo que se refiere a su componente durable. En particular, las ventas de automóviles nuevos muestran tasas de variación anual negativas significativas. El comportamiento de las ventas de durables coincide con el deterioro que han tenido las expectativas de los consumidores respecto de la intención de compra de este tipo de bienes. El componente habitual del consumo privado también muestra un menor dinamismo respecto de hace unos meses, aunque su desaceleración ha sido menos marcada que la del durable. En mayo, las ventas de no durables reportadas por el IVC del INE crecieron 5,6% anual (6,9% promedio el 2013).

---

<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 12 de junio y al 11 de julio de 2014.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

Como ya se ha destacado en meses previos, la evolución del consumo resulta coherente con el deterioro de algunos de sus determinantes. En particular, el crecimiento anual del empleo asalariado sigue reduciéndose, llegando a 0,2% en el trimestre móvil finalizado en mayo (2,3% en diciembre). Esto ha ido de la mano con un aumento del empleo por cuenta propia, razón por la cual, el aumento de la tasa de desempleo se ha moderado: a 6,3% en mayo (5,7% en diciembre). En este cuadro del mercado laboral, la expansión anual de los salarios nominales volvió a aumentar, situándose en mayo en un rango entre 6,5 y 7,0% (6,2 y 6,7% en marzo). Por el contrario, el aumento de la inflación en los últimos meses hace que, medidos en términos reales, la variación anual de los salarios siga cayendo: entre 1,0 y 1,5% en mayo (2,2 y 2,7% en marzo). Otro factor que ha coincidido con el menor crecimiento del consumo privado es el deterioro en la confianza de los consumidores. El IPEC acumula varios meses de descenso y, luego de varios trimestres en la zona optimista, en mayo se ubicó en la zona pesimista (49,2%). En cuanto a las condiciones financieras, el crecimiento anual de las colocaciones de consumo no muestra mayores cambios.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre del 2014 muestra condiciones crediticias más restrictivas para todo tipo de empresas, siendo incluso algo más para las empresas constructoras e inmobiliarias, lo que atribuyen principalmente al deterioro en el entorno económico y sus perspectivas. Respecto de personas, también se reportaron condiciones más estrechas, siendo algo mayores en los créditos de consumo. En cuanto a la demanda, las solicitudes de créditos de las empresas han disminuido, siendo más intensa esta reducción en el caso de las inmobiliarias y constructoras. Esto lo atribuyen a la baja en el dinamismo y ventas del sector inmobiliario. Por su parte, las solicitudes de créditos de consumo continuaron debilitándose, mientras que en los créditos hipotecarios se observan respuestas mixtas, aunque en el neto, se debilitaron levemente.

En cuanto a la inflación, en junio el IPC tuvo una variación mensual de 0,1%, cifra algo por debajo de las expectativas que se extraen de la EEE de junio y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes (0,2% ambas). Entre los principales productos y servicios que incidieron positivamente en el mes, resalta el servicio de arriendos, producto del reajuste de las tarifas de estos. Entre las disminuciones, sobresale el costo de los gastos comunes. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— tuvo una variación prácticamente nula. Así, en los últimos tres meses, el IPC y el IPCSAE acumularon 1,0 y 0,9 puntos porcentuales (pp), respectivamente (1,8 y 1,7pp en mayo). En términos anuales, el IPC y el IPCSAE disminuyeron su variación anual a 4,3 y 3,6%, respectivamente (4,7 y 3,8% en mayo). Por componente, la inflación de bienes y servicios del IPCSAE redujo su crecimiento anual referencial a 1,7 y 4,9%, respectivamente (1,8 y 5,1% en mayo).

Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantuvieron estables en el mes. La EOF de la primera quincena de julio mantiene su proyección para la inflación en 2,8% a un año plazo y en 3,0% a dos años. La EEE de julio mantuvo en 3% la inflación proyectada a uno y dos años plazo. En lo más inmediato, la EOF y la EEE estiman que la inflación de julio sería 0,2%.

En el ámbito externo, los mercados financieros internacionales continuaron exhibiendo una mayor calma, como ha sido la tónica en los últimos meses. En esto se ha conjugado la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) de proseguir con la reducción de los estímulos no convencionales de acuerdo con montos y plazos según lo esperado por el mercado, además de su compromiso de mantener la tasa de política monetaria en niveles mínimos por un tiempo prolongado. Se agrega la mayor expansividad de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo. Con todo, algo de mayor incertidumbre se apreció en Europa al cierre de esta minuta, dada la situación de la banca en economías periféricas. Así, los movimientos en los mercados financieros han sido acotados, lo que ha ocurrido de la mano de la leve disminución de la volatilidad y la aversión al riesgo. Con esto, aunque levemente, en el agregado el precio de las acciones subió y las tasas de interés de largo plazo cayeron tanto en el mundo desarrollado como emergente. Los flujos de

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2014

capitales han seguido entrando a las economías emergentes, pero se han moderado en la punta, y las monedas se apreciaron en este grupo de países. En Chile, el mercado bursátil, con vaivenes acotados hasta inicios de la semana pasada, finalizó con un aumento hacia el cierre de esta minuta en torno a 1,6% en pesos (1,8% en dólares). A su vez, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería, en su mayoría, continuaron disminuyendo, siendo esta tendencia más marcada en los documentos nominales: entre 15 y 25pb con respecto a la Reunión previa. Por su parte, los BCU a dos años aumentaron cerca de 20pb, reflejando menores expectativas de inflación y de TPM en el corto plazo. Los *spreads* de los bonos locales se mantienen en niveles bajos, especialmente de los bonos bancarios y del sector comercio. Asimismo, el costo de financiamiento externo de la banca disminuyó en el segundo trimestre del año. En cuanto a la paridad peso/dólar, no tuvo mayores variaciones comparada con su nivel al momento de la Reunión previa (0,2%). En términos multilaterales, la variación fue levemente mayor (entre 0,6 y 0,8%). Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) estimado de junio se ubicó en 97,2 (en su medida 1986=100).

En relación con la actividad mundial, se mantiene el escenario de crecimiento descrito en el último IPoM. Este considera un afianzamiento del repunte gradual de las economías desarrolladas y una estabilización de la desaceleración en los emergentes para el segundo semestre de este año. En los desarrollados, Estados Unidos lidera el avance. En ese país, pese a que el dato de crecimiento más definitivo del primer trimestre mostró una contracción importante, los datos más coyunturales de actividad dan cuenta de un buen dinamismo. Así, la fuerte creación de empleo de junio redujo la tasa de desempleo a 6,1%, registro similar a los previos a la crisis. Adicionalmente, la confianza de los consumidores se incrementó por sobre lo esperado. Esto sustenta la positiva evaluación del consumo hacia adelante, lo que se ha hecho evidente en el progreso del consumo personal y la marcada alza de las ventas de viviendas en mayo. Por otro lado, en junio la producción industrial mostró una mejora más allá de las estimaciones del mercado y las perspectivas de servicios y manufacturas se mantienen en niveles encumbrados, todo lo cual apoya el esperado repunte de la actividad en lo venidero. La Eurozona presenta movimientos mixtos en sus indicadores de actividad. En Alemania, llama la atención cierta pérdida de dinamismo de su actividad en mayo. En el bloque europeo, el desempleo, aunque mejor a lo previsto en mayo, continúa elevado, lo que se condice con el estancamiento de la confianza del consumidor. Las perspectivas de manufactura y servicio de junio retrocedieron en el margen, sin embargo siguen adelantando expansión en estos sectores. Además, la mayor expansión monetaria anunciada en el bloque proveerá sustento a la actividad. En Japón, luego del aumento del IVA en abril, las ventas minoristas de mayo se recuperaron. Esto es coherente con la disminución del desempleo y el alza de la confianza de los consumidores, todos por sobre las expectativas de los agentes económicos.

Respecto de la actividad en el mundo emergente, destaca la estabilización de las cifras en China. Así, las ventas minoristas de mayo superaron lo previsto y el registro del mes anterior, lo que, junto con el marcado avance de las expectativas de los gerentes de compras del sector de servicios, adelanta un mayor impulso del consumo, además tanto la producción industrial de mayo como las exportaciones nominales de junio mostraron un desempeño positivo. Las últimas superaron el registro del mes previo, no así las expectativas. Resalta el hecho de que las perspectivas del sector de manufacturas de junio se ubicaron por sobre el pivote de expansión, tras varios meses de deambular por debajo de dicho umbral. En cuanto al resto de las regiones, América Latina sobresale por la debilidad de su industria.

En materia de inflación, no se observan cambios de relevancia en el agregado del mundo. No obstante, vuelve a destacar el retroceso marginal de las expectativas de inflación en Europa emergente y el aumento de las mismas en América Latina. En tanto en el primer caso se asocia al precio de los alimentos, en el segundo se debería al precio de la energía. Respecto de la política monetaria, no se observan movimientos significativos de las tasas de referencia. En algunos casos, donde la preocupación es la inflación, se observan aumentos de las tasas, en cambio, cuando la desaceleración de la actividad ha generado importantes holguras de capacidad,

## **BANCO CENTRAL DE CHILE**

se vislumbran bajas de los tipos de interés, como por ejemplo en Perú. Por último, en lo que dice relación con los precios de las materias primas, el precio del cobre repuntó con fuerza, en tanto los de los combustibles y productos agrícolas descendieron. En el caso del petróleo, el precio del Brent y del WTI cayó 3,3 y 2,5%, respectivamente. Esto, en lo principal, debido a la disminución de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, a lo que se suma anuncios de una mayor producción en algunos países petroleros importantes. En línea, el precio de la gasolina se redujo 3,1%. El precio del cobre repuntó con fuerza en el último mes, subiendo en torno a 6,6% desde la minuta anterior. Al cierre de esta, se transa en US\$3,24 dólares la libra. Ello, tras los positivos registros de producción industrial y la vuelta a terreno expansivo de las expectativas manufactureras de China, junto con la mantención en niveles elevados de estas perspectivas en EE.UU. Los productos agrícolas comprimieron su cotización en 9,4%, especialmente por los granos y cereales (-11,2%), ambos medidos por el índice de GSCL. Las buenas condiciones climáticas y el positivo avance de las cosechas incidieron en ese resultado.

Para esta Reunión, la mediana de las expectativas apunta a un recorte de 25pb de la TPM. A un año plazo, la TPM prevista por la EOF disminuyó a 3,5% (3,75% el mes pasado), mientras que a dos años plazo se mantuvo en 4%. Para los mismos plazos, la EEE de julio no muestra cambios (3,5% a un año y 4,0% a dos años plazo). Por su parte, las expectativas de TPM que se dependen de los activos financieros disminuyeron con respecto a la Reunión anterior: a un año plazo entre 3,45 y 3,6%, y a dos años plazo entre 3,8 y 4,4%.