

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 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 9 de septiembre de 2014.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Los datos conocidos en la última semana estuvieron en línea con el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. La actividad creció 0,9% anual en julio, por sobre las expectativas de mercado previo a la publicación del dato, pero ratificando la debilidad que ha mostrado la economía en los últimos meses. La inflación de agosto llegó a 0,3% mensual, resultado algo por sobre lo esperado por el mercado, afectado por aumentos de precios específicos. La inflación esperada por el mercado a fines de este año aumentó, aunque las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en torno a 3%. En el mercado laboral, sigue descendiendo la tasa de crecimiento anual del empleo, mientras que la tasa de desempleo se mantiene y la expansión anual de los salarios nominales subió, aunque en parte importante explicado por el adelantamiento del incremento del salario mínimo respecto del año previo. El escenario internacional sigue sin mostrar mayores cambios. Las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) tampoco se han movido mayormente en las últimas semanas, previendo un mínimo alrededor de 3% en los próximos meses. Para esta reunión apuntan a que la TPM se reducirá en 25 puntos base (pb).

En lo interno, la actividad de julio se expandió 0,9% anual, manteniendo la debilidad que mostró en el segundo cuarto del año. El crecimiento anual del Imacec fue superior a lo proyectado por las expectativas de mercado los días previos a la publicación del indicador. En el resultado incidió, principalmente, el bajo desempeño de la industria manufacturera, con la mayoría de sus ramas mostrando reducciones. Asimismo, el comercio continuó restando impulso a la actividad, aunque a un ritmo algo menor, asociado a una caída más leve del comercio mayorista respecto de lo visto en meses anteriores, pero que fue parcialmente compensada por un ajuste más marcado del comercio minorista. Por otro lado, los servicios y la minería lideraron la acotada expansión anual de la actividad. Las expectativas contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de septiembre consideran que la actividad habría crecido 1% en agosto. Esta misma medida de perspectivas contempla expansiones para el tercer trimestre y todo el 2014 de 1,2 y 2% (2 y 2,5%, respectivamente en la EEE de agosto).

Respecto de la demanda interna, los datos conocidos durante el último mes confirman el débil panorama del consumo privado. Por un lado, las expectativas de los consumidores volvieron a descender y siguen en terreno pesimista. Por otro, en julio, la variación anual de las ventas minoristas de bienes habituales (IVCM) siguió cayendo, aunque a un ritmo menor que en meses previos, lo mismo que las ventas de bienes durables. Asimismo, las importaciones de bienes de consumo siguieron retrocediendo en agosto (-14,1% anual). En el mercado laboral, a julio la tasa de crecimiento del empleo continuó disminuyendo. Esto, principalmente, por la importante reducción en la expansión anual del empleo por cuenta propia, en tanto el crecimiento del empleo asalariado persiste en niveles acotados. Con todo, la tasa de desempleo no varió respecto del trimestre móvil finalizado en junio y persiste en 6,5%, nivel bajo en comparación histórica. En todo caso, la percepción de las personas y las empresas respecto de la creación de empleo siguió empeorando y se mantiene en terreno pesimista. Resalta el mayor crecimiento de los salarios nominales en julio: 7,6 y 7,3% anual en sus distintas medidas (7,1 y 6,6% en junio, respectivamente), variación que podría estar afectada tanto por el reajuste del salario mínimo como por la indexación habitual. Por otro lado, las colocaciones de consumo y para la vivienda se desaceleraron en el margen, pese a que prosigue disminuyendo, aunque levemente, el costo de esos tipos de créditos.

El panorama de la inversión persiste frágil. Las importaciones de bienes de capital siguieron con tasas de expansión negativas de dos dígitos en agosto. La construcción continúa con indicadores que dan cuenta de su

---

<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 14 de agosto y al 9 de septiembre de 2014.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

debilitamiento, ampliándose la caída de la producción de hormigón, cemento y la venta de proveedores. De igual forma, los servicios empresariales y el comercio mayorista ligado a ese sector continuaron cayendo en el margen. Además, las expectativas empresariales del sector, como también del comercio y la industria, se volvieron más pesimistas en agosto. Respecto de las condiciones financieras, no obstante la disminución de los costos, las colocaciones comerciales prosiguen con tasas de expansión anual menores que meses previos.

En cuanto a la inflación, en agosto el IPC tuvo una variación mensual de 0,3%, sobre la estimación de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de agosto y la proyección que se extrae de la EEE de igual mes (ambas 0,1%). La mayor inflación del mes se explicó, principalmente, por factores puntuales, como un mayor precio de los cigarrillos, del servicio de transporte aéreo y algunas frutas y verduras. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía— tuvo una variación mensual de 0,4%. Así, en los últimos tres meses, el IPC y el IPCSAE acumularon incrementos de 0,6 y 0,3 puntos porcentuales (pp), respectivamente (0,6 y 0,1pp en julio). El IPC mantuvo su variación anual referencial en 4,5% y el IPCSAE la aumentó a 4,0% (3,7% en julio). Los componentes del IPCSAE también subieron su tasa de crecimiento anual referencial: 2,3% la inflación de bienes y 5,2% la de servicios (1,8 y 4,9% en julio, respectivamente).

En este escenario, la EOF de la primera quincena de septiembre y la EEE del mismo mes, mantuvieron las expectativas para la inflación a dos años plazo en 3,0%. Para diciembre del 2014, esta última aumenta su proyección desde 3,8 a 4,2% anual. Para este mes, la EEE estima una variación mensual del IPC de 0,5% y la EOF de 0,6%.

En el plano externo, las tendencias en materia de actividad global están en línea con lo señalado en el último IPoM. EE.UU sigue liderando el crecimiento en el mundo desarrollado, observable en el avance continuo de las expectativas de las empresas y de los consumidores, así como en la evolución del mercado laboral, el que, sin embargo, mostró indicadores mixtos en el margen. En contraste, en la Eurozona el desempleo se mantuvo en máximos históricos en julio y las perspectivas de los distintos agentes económicos se deterioraron en el último mes. En Japón, la revisión del PIB en el segundo cuarto dio cuenta de una contracción mayor que la estimada con anterioridad, principalmente por el ajuste a la baja de la inversión. Las cifras de desempleo, gasto del consumidor y producción industrial en julio continuaron débiles.

En el bloque emergente, la heterogeneidad de los últimos datos de China es coherente con la estabilización en el crecimiento de esta economía. Resaltan las favorables cifras de exportaciones en agosto, aunque por el lado de las importaciones se observó una caída no anticipada. En el mismo mes, la confianza empresarial en los sectores de servicios mostró un alza significativa. En América Latina, la contracción de Brasil en el segundo cuarto y el deterioro de buena parte del resto de las economías de la región confirman la debilidad de la actividad y la demanda en gran parte de la región.

La disparidad de los datos de actividad entre EE.UU. y la Eurozona sigue reflejándose en su trayectoria de inflación —normalización hacia la meta en la primera y desaceleración en la segunda— y, a la vez, en la de política monetaria. Así, la Reserva Federal (Fed) mantuvo el ritmo gradual de retiro del estímulo monetario no cuantitativo, en tanto que declaraciones de su presidenta elevaron la probabilidad de un alza de tasas más pronta que lo previsto. El Banco Central Europeo (BCE) anunció el recorte de la tasa de referencia y el anuncio de un plan de alivio cuantitativo que comenzaría el próximo mes, que consiste en la compra de valores respaldados en activos y bonos garantizados. En el resto de los países, no hubo novedades relevantes en términos de política monetaria.

En este contexto, los mercados financieros internacionales, en general, mostraron mejoras acotadas en las últimas semanas, lo que se verificó en el desarrollo de las bolsas, los premios por riesgo soberanos y

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Septiembre 2014

corporativos, y los índices de volatilidad. La evolución de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas fue mixta, relacionada con el contraste entre las acciones de la Fed y el BCE. Con ello, mientras en EE.UU exhibieron una leve alza, en la Eurozona se muestran estables. En el mundo emergente, estas en su mayoría bajaron, lo que fomentó en parte la moderación de los flujos de capitales hacia estas economías en lo más reciente. Así, casi la totalidad de las monedas se depreció respecto del dólar estadounidense, especialmente hacia el final del período.

En Chile, las tasas de interés de largo plazo siguen en niveles bajos en comparación histórica. En particular, las tasas a 5 y 10 años plazo, nominales y reajustables, tuvieron aumentos de hasta 40pb respecto de la Reunión previa. En cuanto al tipo de cambio, el peso tuvo vaivenes significativos en el último mes, oscilando entre \$576 y 595 por dólar. Al cierre de esta minuta, se ubicaba en valores algo por sobre \$590. Comparando el cierre de esta minuta y la anterior, el peso se depreció 2,1% respecto del dólar, más de lo que lo hizo en términos multilaterales: 1,2% el TCM. Con esto, se estima que el TCR de agosto (en su medida 1986=100), llegó a 100,5. Al mismo tiempo, la bolsa chilena, medida por el IPSA en pesos aumentó algo más de 3% en el mes. Medida en dólares, la mayor depreciación del peso respecto de otras monedas, hizo que el índice aumentara algo por sobre 1% en el mes, mientras que el comparativo mundial aumentó algo más de 2% y el Latinoamericano lo hizo en cerca de 6%.

Los precios de las materias primas, en su mayoría, bajaron respecto de los valores vigentes para la Reunión de agosto. El petróleo WTI y el Brent disminuyó 4,1 y 2,6%, respectivamente, transándose el barril al cierre de esta minuta en valores en torno a US\$93 el WTI y US\$99 el Brent. En este descenso prevaleció la mayor producción en EE.UU y Libia, que más que contrarrestó los efectos asociados a los conflictos geopolíticos globales vigentes. El precio de los productos agrícolas (GSCI) siguió declinando (-2,9%), influido en lo principal por la baja de los cereales. El precio del cobre ha oscilado entre US\$3,1 y 3,2 la libra en el último mes, conjugándose cifras más positivas de EE.UU., el acotado desempeño de China y el deterioro de las perspectivas en la Eurozona. Respecto de otros metales, resaltó la importante caída del precio del hierro.

En este contexto, las medidas de expectativas para la TPM no han tenido mayores cambios. Si algo, en los últimos días las que se deducen de los precios de los activos financieros han ajustado algo al alza el nivel mínimo al que llegará la TPM, acercándolo a 3%. Para esta Reunión, las expectativas prevén que la TPM se reducirá en 25pb. De acuerdo con la EEE y la EOF, la TPM alcanzaría un nivel mínimo de 3,0% a fines de año. A dos años plazo, las diferentes expectativas ubican la TPM entre 3,5 y 4,1%.