

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2015



**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 junio de 2015.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Los datos de inflación y actividad conocidos tras el cierre del IPoM de junio se enmarcan dentro del escenario base allí descrito. El IPC aumentó 0,2% en el mes, con una inflación anual que bajó a 4%. Las expectativas de inflación no muestran mayores cambios y, a dos años plazo, siguen en 3% anual. La actividad de abril resultó menor que las proyecciones de mercado y los indicadores de gasto privado continúan dando cuenta de una mayor debilidad en el margen. Los índices de confianza de empresas y consumidores siguen en terreno negativo. Mientras el primero volvió a caer, el segundo mostró un alza marginal. En el plano externo ha destacado la mayor volatilidad en los mercados externos, resaltando una nueva apreciación del dólar a nivel global, la que ha sido seguida por el peso chileno. Las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) no muestran mayores variaciones. Para esta Reunión, el consenso anticipa una mantención de la TPM.

En mayo, el IPC aumentó 0,2% mensual, lo que estuvo dentro de lo previsto por las expectativas de mercado: 0,2% según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo y 0,3% de acuerdo con la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes. La medida subyacente (IPCSAE) aumentó 0,1%. A esto, se sumó un alza del precio de la gasolina y aumentos estacionales del precio de los alimentos perecibles. En el IPCSAE, las principales incidencias positivas se dieron en la división de Bienes y servicios diversos, Salud y Vivienda y Servicios básicos, que mostraron incrementos mensuales por sobre los del IPC y que, en parte, siguen reflejando el importante efecto de la indexación a la inflación pasada. Parte de las alzas se contrarrestaron con caídas del precio del transporte interurbano. En términos anuales, la inflación del IPC alcanzó 4,0% (4,1% en abril) y la del IPCSAE 4,2% (4,3% en abril).

Las expectativas de inflación se han mantenido prácticamente estables en el último mes en un contexto de depreciación cambiaria importante e indicadores de actividad y demanda interna que muestran un bajo desempeño. En los plazos más inmediatos se enmarcan dentro del escenario base presentado en el IPoM de junio. Así, a diciembre de este año, la EEE de junio se mantiene en 3,5%. A un año plazo, la EEE bajó a 3,0% (3,1% en mayo) y la EOF de la primera quincena de junio se mantuvo en ese mismo valor. A dos años plazo, ambas encuestas mantuvieron la inflación esperada en 3%. Para este mes, la EOF y los seguros de inflación anticipan una variación mensual del IPC de 0,3%, mientras que la EEE prevé una de 0,2%.

En cuanto a la actividad, el Imacec creció 1,7% anual en abril, cifra por debajo de las proyecciones del mercado (2% en la EEE de mayo). El sector servicios siguió contribuyendo mayormente al desempeño de la actividad, lo que fue en parte compensado, por la caída del comercio mayorista. La EEE de junio anticipa un crecimiento del Imacec de 2% anual en mayo. Para el segundo trimestre y el año en su conjunto las proyecciones se han ajustado a la baja a 2,0 y 2,6%, respectivamente (2,3 y 2,7% en mayo).

Por el lado de la demanda, los indicadores más recientes siguen dando cuenta de la debilidad del gasto privado. En el consumo, durante abril las ventas minoristas (IVCM) de bienes no durables y durables continuaron en niveles bajos. En la inversión, a marzo el Imacon mostró una tasa de variación anual que volvió a ser levemente positiva, con niveles que también se recuperaron. Datos parciales de abril, como los despachos de materiales y cemento (CChC) muestran alguna reversión de este incremento. Las importaciones de mayo mostraron un desempeño bastante negativo, aunque es difícil establecer cuánto obedece a un debilitamiento genuino de los indicadores, cuánto al efecto del cierre de los puertos producto de las marejadas en la primera quincena del mes y cuánto al paro aduanero. En cuanto a los fundamentos del consumo y la inversión, la confianza de empresas siguió deteriorándose, mientras que la de consumidores casi

---

<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 mayo y al 9 de junio de 2015.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

no varió, con lo cual ambos indicadores siguen en terreno negativo. El IMCE bajó a 46,4 en mayo (48,5 en abril), influido por el retroceso de los sectores industria y construcción. Esto último, debido especialmente a las magras perspectivas del empleo en el sector. Las condiciones financieras no muestran mayores cambios, con tasas de interés que siguen en niveles similares a los de meses previos. En las colocaciones, se observó un aumento del crecimiento anual de las comerciales y un descenso de las de consumo, motivados por operaciones de compraventa en el sistema bancario<sup>2/</sup>.

Las condiciones del mercado del trabajo no muestran cambios significativos. La tasa de desempleo persiste en niveles bajos (6,1% en el trimestre móvil finalizado en abril). El empleo continúa creciendo en torno a 1% anual, con una composición entre empleo asalariado y por cuenta propia que muestra una diferencia importante. Mientras el primero crece por sobre 2% anual, el segundo cae a tasas de similar magnitud. Como en meses previos, destaca la débil creación de empleo asalariado en los sectores más ligados al estado del ciclo económico, como la construcción y la industria. Por el lado de los salarios, en abril su variación anual nominal se redujo a entre 6,4 y 6,8% (7,1 y 7,2% en marzo) y los reales disminuyeron entre 2,2 y 2,6%, dependiendo de la medida (2,8 y 2,9% en marzo).

En el plano externo, las mayores novedades se han concentrado en la volatilidad de los mercados financieros globales, con importantes movimientos en las tasas de interés de largo plazo y las paridades de monedas. Desde la Reunión anterior, las tasas de bonos de gobierno a 10 años de Alemania aumentaron 20pb, mientras que las de EE.UU. lo hicieron en 15pb. El dólar, por su parte, volvió a fortalecerse a nivel global, con una apreciación cercana a 2% respecto del momento de la Reunión previa. En Chile, estos cambios se evidenciaron con distinta intensidad. Por una parte, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería no tuvieron mayores movimientos, con la excepción de los BCP2 que cayeron casi 20pb en el mes. Por otra parte, con vaivenes importantes, el peso tuvo una depreciación significativa: 4,5% entre el cierre de esta Minuta y la Reunión previa. Al cierre de esta Minuta, la paridad peso/dólar se ubicó en niveles en torno a \$625, tras haberse situado por sobre \$635 en los días previos. En términos multilaterales, el peso también se depreció, aunque el movimiento fue menor. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de mayo se ubicó en 93,1 (en su medida 1986=100).

Los precios de las materias primas también perdieron nivel respecto de hace unas semanas. Así, el precio del cobre disminuyó cerca de 7,5% entre la Reunión previa y el cierre de esta Minuta, ubicándose por algunos días por debajo de US\$2,7 la libra. El precio del petróleo Brent y WTI, con vaivenes, finalizó con una baja de 5 y 2%, respectivamente, transándose al cierre de esta Minuta en US\$64 y US\$60. Esto, en medio de disminuciones de inventarios de crudo en EE.UU. y el anuncio por parte de la OPEP de mantener su cuota de producción.

En materia de actividad mundial, destacó la corrección a la baja de la cifra de crecimiento del PIB del primer trimestre de EE.UU., que bajó a -0,7% t/t anualizado (+0,2 t/t anualizado en la primera entrega). Con todo, se mantiene la visión de una recuperación sostenida en lo que queda del año, lo que se apoya en datos de actividad más coyunturales, en su mayoría sobre lo esperado por el mercado (creación de empleos de mayo, expectativas de consumidores y de gerentes de compra y precios y ventas de viviendas nuevas). En la Eurozona, los indicadores recientes confirman su proceso de recuperación gradual, aunque se observan menos sorpresas positivas. Continúa la preocupación por la situación de Grecia que enfrenta vencimientos de deuda importantes este mes. Japón volvió a sorprender positivamente al mercado al corregir su cifra de crecimiento del PIB en el primer trimestre del año, a lo que contribuyó una inversión y un consumo privado más dinámico. Por su parte, la encuesta de perspectivas económicas de mayo resultó sobre el pivote y algo por

---

<sup>2/</sup> [http://www.bcentral.cl/publicaciones/estadisticas/dinero-banca/pdf/im2015/emf\\_junio.pdf](http://www.bcentral.cl/publicaciones/estadisticas/dinero-banca/pdf/im2015/emf_junio.pdf)

## **Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Junio 2015**

sobre las expectativas de mercado. El mundo emergente no registra mayores novedades en esta materia, especialmente desde la publicación del IPoM de junio. China continúa mostrando una desaceleración generalizada en sus indicadores. Las ventas minoristas, producción industrial, importaciones y colocaciones de crédito siguen moderándose. En América Latina, las cifras de actividad se mantienen deprimidas, mientras que la inflación permanece en niveles elevados. Brasil registró el primer cuarto del año una contracción de actividad de 1,6% anual. En Perú y Colombia, indicadores parciales de actividad confirman su debilidad, aunque en el margen muestran algunas sorpresas positivas.

Respecto de las decisiones de política monetaria, predomina la mantención de las tasas de referencia en la mayoría de los bancos centrales. Las excepciones en el mes fueron los movimientos expansivos de tasas de referencia en India y Hungría, en todo caso esperadas por el mercado. En cambio, Brasil subió nuevamente su tasa de instancia en 50pb en su última reunión.

En Chile, las expectativas para la TPM no muestran mayores cambios desde la Reunión previa. Las encuestas de expectativas de mercado (EEE y EOF) siguen señalando que la TPM sería 25pb superior en el plazo de un año. Por su parte, las expectativas que se recogen de los precios de los activos financieros sugieren que la TPM comenzaría a aumentar entre fines de este y comienzos del próximo año. Con esto, considerando las distintas medidas, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,25 y 3,7% (entre 3,25 y 3,8% en mayo) y hacia fines del horizonte de proyección entre 3,5 y 4,4% (entre 3,75 y 4,6% en mayo). Para esta Reunión, el consenso espera una mantención de la TPM.