

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 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 13 de octubre de 2015.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las noticias del último mes reafirman, en lo grueso, el escenario previsto en el IPoM de septiembre. La actividad y la demanda continúan mostrando un crecimiento débil, respecto de lo previsto en dicho Informe, las mayores sorpresas se concentran en la minería. El negativo desempeño de este sector llevó a que el Imacec de agosto creciera 1,1% anual, por debajo de las expectativas privadas. Con todo, las perspectivas de mercado para el crecimiento del PIB en el 2015 y el 2016 se volvieron a recortar. Los índices de confianza empresariales y de consumidores tuvieron un leve repunte en la zona pesimista. En cuanto a la inflación, si bien en septiembre se ubicó por debajo de lo previsto, su nivel sigue elevado, situándose en 4,6% anual. La variación de la parte subyacente —IPCSAE— se mantuvo en 4,9% anual. A dos años plazo la inflación esperada por los analistas consultados en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se mantuvo en 3%, mientras que la de Operadores Financieros (EOF) volvió a ese valor. En el plano internacional, en las últimas semanas se observó una disminución de la volatilidad de los mercados financieros. Sin embargo, es de esperar que las noticias provenientes de China, los cambios en las expectativas respecto del próximo accionar de la Reserva Federal y la evolución de la economía brasileña sigan siendo fuentes relevantes de incertidumbre en los mercados financieros globales. Este mes también registró aumentos del precio del petróleo y del cobre en los mercados internacionales. Respecto de las expectativas para la TPM, en esta Reunión el mercado está dividido entre una mantención y un aumento de 25 puntos base (pb).

En el plano interno, el IPC aumentó 0,5% mensual en septiembre (4,6% anual), menos de lo que preveían las encuestas de mercado —EEE de septiembre y EOF de la segunda quincena de ese mes— y los seguros de inflación en los días anteriores a la publicación de la cifra (0,7%). En el dato de inflación por debajo de lo esperado incidió tanto el comportamiento de los componentes más volátiles de la canasta, en especial combustibles y alimentos distintos de frutas y verduras, como el de algunos bienes. La inflación subyacente (IPCSAE) se mantuvo en 4,9% anual (0,5% mensual; 0,4% en agosto), como consecuencia tanto de la transmisión de la depreciación cambiaria al valor final de los productos importados, como a los efectos de la inflación pasada vía indexación de los precios de diversos bienes y servicios.

Respecto de la Reunión pasada, las expectativas inflacionarias de más corto plazo se moderaron levemente, en línea con la sorpresa negativa del IPC de septiembre y con un tipo de cambio que descendió respecto de fines de ese mes. Para diciembre de este año, la EEE de octubre apunta a una inflación anual de 4,6% (4,7% en septiembre), mientras que los seguros de inflación cayeron a cerca de 4,5% anual. A un año plazo, estos últimos también disminuyeron hacia valores en torno a 3,2% anual. La EEE y la EOF de la primera quincena de octubre prevén una inflación de 3,5 y 3,3% anual en cada caso (3,7 y 3,4% en sus mediciones previas). Por otro lado, a dos años plazo la EEE permaneció en 3,0% y la EOF retornó a ese valor (3,2% en la encuesta precedente). Asimismo, las compensaciones inflacionarias para igual lapso (*swaps* promedio cámara 1 en 1) retrocedieron y se ubican algo por sobre 3,0%. Las compensaciones inflacionarias a plazos más largos (*swaps* promedio cámara 3 en 2 y 5 en 5) también se encuentran en torno a 3%. Para octubre, el IPC que estiman los sondeos y los seguros de inflación se sitúa en 0,3% mensual.

Por el lado de la actividad, durante agosto el Imacec creció 1,1% anual (-1,0% mes a mes desestacionalizado), lo que resultó bastante por debajo de las proyecciones de la EEE de septiembre (2,5% anual), y de lo esperado por el mercado tras la publicación de las cifras sectoriales del INE a fines del mes pasado (en torno a 2%). Respecto del escenario base del IPoM, los datos de los últimos meses dan cuenta de un desempeño de la minería bastante más bajo. En los sectores resto, su evolución ha ido acorde con lo proyectado. El crecimiento

---

<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 septiembre y al 13 de octubre de 2015.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

del Imacec estuvo determinado, principalmente, por el mayor valor agregado de los servicios, efecto que fue contrarrestado por el menor dinamismo del comercio y la caída de la industria manufacturera y la minería. De acuerdo con el INE, la actividad minera cayó 9,3% anual en agosto, en parte debido a paralizaciones en algunas faenas, pero también al menor plan de producción anunciado por Escondida. Tras la publicación del Imacec, las perspectivas de crecimiento para el año se revisaron a la baja: a 2,0% para el año en su conjunto (2,2% en la EEE de septiembre). Para el 2016, el crecimiento proyectado también continuó reduciéndose, llegando a 2,4% (2,7% en septiembre; 2,8% en agosto). Para la actividad de septiembre, la EEE de octubre contempla una expansión de 1,8% anual y de 2,0% para el cuarto trimestre del 2015.

Respecto de la demanda, los indicadores más coyunturales siguen las tendencias descritas en el IPoM de septiembre, mostrando un lento dinamismo del consumo y un bajo desempeño de la inversión. En esta última, en el rubro inmobiliario y de la construcción algunos indicadores comenzaron a revertir el crecimiento de trimestres anteriores. En septiembre, las importaciones de bienes de capital mostraron un repunte, coincidiendo con las mayores internaciones de vehículos de transporte, factor que seguirá abultando las cifras de los próximos meses. Descontando este factor, las importaciones de bienes de capital siguen en los niveles más bajos de los últimos años. Las expectativas empresariales (IMCE) subieron en todos los sectores respecto del mes previo, pero continúan en la zona de pesimismo. Por el lado del consumo, destacó la moderación de las ventas minoristas (IVCM), en particular de bienes no durables. En el caso de los bienes durables, más allá de algunos vaivenes en los últimos meses, el panorama sigue mostrando debilidad. De hecho, la ANAC anticipa una caída de las ventas de vehículos nuevos para el 2016 respecto del 2015. Asimismo, las importaciones de bienes de consumo siguieron cayendo en niveles durante septiembre. Las expectativas de los consumidores (IPEC) tuvieron un leve repunte, aunque permanecieron en terreno pesimista y en niveles cercanos a sus mínimos históricos.

En cuanto al mercado laboral, de acuerdo con el INE, la tasa de desempleo para el trimestre móvil finalizado en agosto disminuyó marginalmente a 6,5% (6,6% en el trimestre móvil previo), manteniéndose en niveles bajos en comparación con su promedio histórico. De todos modos, la mayor creación de empleo respondió a un aumento del empleo por cuenta propia (4,3% anual; 1,3% mes previo), mientras que el asalariado mantuvo su ritmo de expansión (2,4% anual). Además, descontados los servicios, en los sectores como la industria y la minería la variación anual de la creación de empleo se mantuvo en torno a 0%. El crecimiento anual de los salarios nominales se redujo en agosto a un rango 6,4 y 5,8% (6,9 y 6,2% en julio), lo que además se dio de manera generalizada entre los sectores. En términos reales, los salarios también retrocedieron entre 1,3 y 0,8% anual en igual plazo (2,2 y 1,5% en julio), manteniéndose con un crecimiento por debajo de su promedio histórico.

En cuanto a las condiciones financieras, las tasas de interés de las colocaciones, aunque con vaivenes, siguen en o cercanas a sus niveles mínimos de varios años. Con información a septiembre, las tasas asociadas a los créditos comerciales y de consumo cayeron del orden de 70 y 30pb, respectivamente. En tanto, la de los hipotecarios no tuvo movimientos significativos. Las colocaciones comerciales incrementaron su expansión anual, tanto en términos reales como nominales (de 3,2 a 4,9% real anual). En tanto las colocaciones de consumo y de vivienda tuvieron un crecimiento anual similar al del mes previo, tanto en términos reales como nominales. Así, las hipotecarias, coherentes con el dinamismo del sector, crecieron en torno a 11% real anual (16% nominal). Por su lado, las de consumo lo hicieron en torno a 1% real anual, reflejo del débil panorama de la demanda interna.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre del 2015 dio cuenta de que las condiciones de otorgamiento de crédito se volvieron más restrictivas de manera generalizada entre los sectores, y con mayor fuerza que en períodos previos para las grandes empresas, las inmobiliarias y para las personas (consumo e hipotecario). Por el lado de la demanda de financiamiento, el panorama es más heterogéneo. Resalta la mayor

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

debilidad de la demanda de empresas inmobiliarias y constructoras respecto del trimestre previo, y el leve fortalecimiento por los créditos hipotecarios de las personas en igual plazo. Asimismo, se percibe una demanda levemente menos debilitada por los préstamos de consumo y de grandes empresas respecto de la encuesta previa, y una demanda más fuerte por parte de las Pymes.

En el plano internacional destacaron las noticias provenientes de Estados Unidos. Por un lado, la mantención de la tasa de instancia por parte de la Fed en su reunión de septiembre, sustentada principalmente en una menor presión inflacionaria ante el deterioro de las perspectivas globales, postergó la fecha en que el mercado espera se realice el primer aumento de tasas. Además, tanto el FOMC como el mercado revisaron a la baja la inflación esperada para el 2016. Por otro lado, en el mercado laboral, aunque la tasa de desempleo se mantuvo estable en 5,1%, la cifra de creación de empleos de septiembre resultó bastante menor que la esperada por el mercado: 142 mil, versus 203 mil esperado, a lo que se añadió la revisión a la baja de las cifras correspondientes a julio y agosto y un retroceso en el ritmo de crecimiento de los salarios en el segundo trimestre del año. Esto reforzó en el mercado la visión de una postergación en la primera alza esperada de tasas hacia el 2016.

En China, si bien los indicadores de actividad recientes confirman su gradual desaceleración, el pesimismo respecto de un deterioro más profundo de su crecimiento disminuyó en un contexto en que el WEO no modificó las perspectivas de expansión para esta economía en el 2016 y los precios de las materias primas mostraron una recuperación. Esto, junto con la postergación del aumento de tasas esperado de la Fed, tuvo un efecto positivo sobre los mercados financieros que mostraron mayor calma relativa, reflejado en una menor aversión al riesgo. Por un lado, si bien continuaron observándose salidas netas de capitales desde los mercados emergentes, en línea con su mayor debilidad económica, estas se atenuaron desde principios de octubre. A su vez, la volatilidad de los mercados disminuyó, las bolsas emergentes repuntaron, el dólar se depreció a nivel mundial y los premios por riesgo y tasas de interés de largo plazo bajaron en el margen. En Chile, el peso se apreció 1,2% respecto de la Reunión de septiembre. En ese lapso mostró vaivenes importantes, oscilando entre \$675 y 705 por dólar, para ubicarse más próximo a \$685 por dólar hacia el cierre estadístico de esta Minuta. Con el nivel de tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el tipo de cambio real (TCR) de septiembre se ubicó en 99,7 (en su medida 1986=100). Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central y la Tesorería, retrocedieron en torno a 15pb en promedio para duraciones de 2 a 10 años. En tanto, las denominaciones en UF —tras las sorpresas en la inflación y el crecimiento— aumentaron en los plazos más inmediatos y cayeron en los más largos (20 y -13 pb para los papeles a 2 y 10 años, respectivamente).

Junto con la mayor calma registrada en los mercados financieros y factores de oferta en los mercados específicos, los precios de las materias primas revirtieron en parte la baja que habían registrado en meses anteriores. El petróleo WTI y Brent, tras oscilar en torno a US\$45 y 47 el barril en las últimas semanas de septiembre, al cierre de esta Minuta registraron alzas cercanas a 8% respecto de la Reunión previa. Anuncios de menor inversión mundial en petróleo por parte de la Agencia Internacional de Energía (AIE), así como tensiones geopolíticas en el Medio Oriente habrían afectado en parte esta trayectoria. La gasolina, con vaivenes, se ubica en el mismo nivel de la Reunión previa. En tanto, el precio del cobre, tras registrar caídas significativas hasta fines de septiembre, alcanzando valores cercanos a US\$2,2 la libra, al cierre de esta minuta se encontraba en torno a lo registrado en la Reunión del mes pasado: algo por debajo US\$ 2,4 la libra. En la evolución del precio del metal rojo habría incidido la depreciación del dólar a nivel mundial y las perspectivas de menor producción por parte de algunas empresas mineras. Con todo, las proyecciones del mercado para el precio del cobre se han ajustado a la baja para el 2016.

En cuanto a la actividad, en las economías desarrolladas continúa mostrando una lenta recuperación. No obstante, en la Eurozona las perspectivas empresariales, medidas por el PMI, resultaron algo menores que el

## BANCO CENTRAL DE CHILE

mes anterior y por debajo de lo esperado por el mercado. En Alemania resaltó el debilitamiento de algunos indicadores como la producción industrial, las ventas minoristas y las exportaciones de agosto, que mostraron una variación mensual negativa. En Japón, indicadores como el PMI manufacturero, la producción industrial y la encuesta sobre situación actual de Ecowatchers dieron señales de un menor dinamismo de la actividad. Los registros de inflación en el mundo desarrollado siguen bajos, afectados por la evolución de los precios de los combustibles. En este contexto, las políticas monetarias se han mantenido expansivas en la mayoría de ellos.

En las economías emergentes, la actividad continuó debilitándose y las perspectivas para América Latina se deterioraron aún más. Esto último fue ratificado por el WEO que destacó un mayor pesimismo, en especial para Brasil. La inflación, en tanto, continuó elevada en la región, a lo que habría contribuido el traspaso a los precios de las depreciaciones cambiarias. En cuanto a políticas monetarias, al aumento de la tasa de instancia de 25pb realizado por la autoridad peruana a principios del mes pasado, se añadió el realizado por el Banco de la República de Colombia. La tasa de instancia en Colombia subió 25pb, situándola en 4,75%, en un contexto de aumento continuo y mayor al esperado de la inflación en varias de sus medidas, así como por la aparición de señales de un posible desanclaje de expectativas de inflación. Por su parte, el reporte de inflación de Perú indicó que el alza de tasas de septiembre respondió al incremento de las expectativas de inflación, que se habían acercado al techo del rango meta.

En Chile, las expectativas para la TPM que se derivan del precio de los activos financieros retrocedieron hacia niveles similares a los que se presentaron en el IPoM de septiembre como supuesto de trabajo para la construcción de las proyecciones. Ello, tras la publicación de la minuta de la Reunión de septiembre, a lo que se agregaron las noticias del escenario internacional y las sorpresas internas de inflación y actividad. Las encuestas siguen apuntando a un incremento de la tasa de referencia en lo que resta del año. A un año plazo, las distintas medidas de expectativas se alinearon a un valor más cercano a 3,75% (entre 3,5 y 3,95% en septiembre), mientras a dos años, a un rango entre 3,75 y 4,09% (entre 4,0 y 4,39% en septiembre). Para esta Reunión, las apuestas respecto de la TPM se encuentran divididas, con la EEE asignando una mayor probabilidad a una mantención y tanto la EOF como los precios de los activos apostando a un aumento.