

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 2013



**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 9 de julio de 2013.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las noticias del último mes se enmarcan en lo descrito en el IPoM de junio. En lo interno, el gasto siguió desacelerándose —principalmente en la inversión— aunque en menor medida que en el primer trimestre. En cuanto a la inflación, de acuerdo con lo previsto, el IPC de junio se aproximó al rango de tolerancia y las expectativas a dos años plazo siguen en torno a 3%. En el plano externo, persiste la volatilidad en los mercados financieros y el precio del cobre retrocedió. En este contexto, las expectativas de mercado anticipan en su totalidad una mantención de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en esta reunión.

En el ámbito local, el Imacec creció 3,5% anual en mayo, cifra inferior a lo previsto en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio (4,5%). Tomando en cuenta el promedio de marzo, abril y mayo, y descontada la estacionalidad, el Imacec varió -0,3% respecto del cuarto anterior (2% en el trimestre terminado en febrero). Al igual que en los meses previos, la expansión de la actividad estuvo principalmente determinada por el dinamismo del comercio, en tanto la producción del sector minero mostró un desempeño más débil, en parte debido a paralizaciones transitorias en algunas faenas extractivas. Las exportaciones mineras, por el contrario, han continuado mostrando dinamismo, llevando a una desacumulación de inventarios del sector. La EEE de julio anticipa un crecimiento del Imacec de 4,0% anual para junio. Para el 2013, las expectativas se mantienen dentro del rango proyectado en el último IPoM: 4,4% (4,6% en la EEE de junio).

En cuanto a la demanda interna, los indicadores más recientes confirman que la desaceleración de la inversión ha proseguido en lo que va del segundo trimestre, pero con menor intensidad que en el primero. Las cifras del último mes siguieron reflejando un comportamiento mixto. Las ventas mayoristas del comercio, más ligadas a este componente del gasto, moderaron su ritmo de expansión. Las internaciones de bienes de capital exhibieron cierta recuperación en el último mes. En el sector inmobiliario, los despachos de cemento y hormigón de junio mostraron una mejora en el margen y el empleo de la construcción continúa en dinámico. Sin embargo, las expectativas empresariales (IMCE) del sector construcción cayeron bajo el umbral neutral. El crecimiento anual de las colocaciones comerciales continuó cayendo, a 7,7% anual (9,8% en mayo), mientras que las tasas de interés para estos créditos menores a 30 días disminuyeron 55 puntos base (pb), y entre 181 días y un año, aumentaron 59pb. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre indica condiciones más restrictivas en la oferta de créditos comerciales y a empresas inmobiliarias y constructoras. La demanda de estos créditos se percibe más debilitada, excepto para las grandes empresas.

En contraste, el consumo mantuvo su crecimiento, reflejado en el repunte de las ventas minoristas de bienes de consumo habitual, así como el dinamismo que mantienen las de bienes durables. En términos anuales, en junio destacó el aumento de las importaciones de estos últimos, especialmente automóviles. Las condiciones del mercado laboral no consignaron grandes cambios y continúan respaldando el crecimiento del consumo. La tasa de desempleo, según la medición del INE, permaneció en 6,4%. En mayo, los salarios mantuvieron su tasa de crecimiento anual en torno a 6 y 6,5% nominal (entre 5 y 5,5% real). La confianza de los consumidores (IPEC) volvió a disminuir en el último mes, pero sigue en la zona de expansión. Asimismo, las condiciones financieras se mantienen estables, en términos de volúmenes prestados y tasas cobradas, tanto para los préstamos de consumo como de vivienda. La ECB del segundo trimestre dio cuenta de condiciones de demanda y oferta más restrictivas, con excepción de las condiciones de otorgamiento para créditos hipotecarios.

---

<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 13 de junio y al 9 de julio de 2013.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

El IPC en junio tuvo una variación mensual 0,6%, por sobre las expectativas de mercado. En particular, la EEE de junio y la de operadores financieros (EOF) de la segunda quincena junio proyectaban una variación mensual de 0,3% y 0,5%, respectivamente. Este resultado se explica principalmente por el aumento del precio de la electricidad —como resultado del esperado término de las reliquidaciones por ajuste tarifario—, la gasolina y algunas frutas y verduras frescas. Estos incrementos fueron parcialmente contrarrestados por bajas en el precio del transporte en bus interurbano, vestuario y equipamiento de vivienda. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía—no tuvo variación en junio. Así, el IPC sumó 0,1 puntos porcentuales (pp) en los últimos tres meses (-0,1pp en mayo) y el IPCSAE no tuvo variación en el mismo lapso (0,2 pp en mayo). En términos anuales, el IPC aumentó su tasa de crecimiento a 1,9% (0,9% en mayo) y el IPCSAE la redujo levemente a 0,8% (0,9% en mayo). Por componente, la inflación de bienes del IPCSAE mantuvo su tasa de variación anual en -2,4%, mientras que la de servicio del IPCSAE la disminuyó a 2,9% (3,1% en mayo).

En este contexto, las expectativas de inflación son similares a las de la reunión anterior. En particular, la EEE de julio mantiene su expectativa para diciembre de este año en 2,4%. A uno y dos años plazos, tanto la EEE como la EOF siguen proyectando que la inflación anual se ubicará en 2,8% y 3,0%, respectivamente. Para julio, la EEE anticipa una inflación mensual de 0,3% y la EOF de 0,2%.

Las noticias de actividad mundial fueron coherentes con el escenario descrito en el último IPoM. Los indicadores de corto plazo más recientes continúan mostrando mayor dinamismo en las economías desarrolladas, particularmente de Estados Unidos, y la desaceleración de las emergentes, especialmente de China, lo que ha impactado con más intensidad a los países exportadores de materias primas. Haciendo eco de este escenario, las perspectivas manufactureras se ubican en terreno expansivo en las economías desarrolladas y señalan contracción, o menor crecimiento, para las emergentes. En Estados Unidos destaca el mayor ritmo de creación de empleos de junio, que estuvo por sobre lo esperado por el consenso de mercado.

Las materias primas, en general, continúan la tendencia descendente. Sin embargo, el precio del petróleo aumentó (7,6 y 4,1% el WTI y el Brent, respectivamente) tras el recrudecimiento de los conflictos políticos en Egipto y señales de mayor actividad en Estados Unidos que se han reflejado en menores inventarios. Los precios de los metales cayeron debido a débiles perspectivas manufactureras de China y la apreciación del dólar estadounidense. Así, el cobre disminuyó 4,1% desde la última reunión y actualmente se transa algo sobre US\$3 la libra.

La atención de los mercados sigue puesta en la Reserva Federal y el futuro de su programa de compra de activos. Otros bancos centrales de las economías avanzadas, como el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, reafirmaron su compromiso con una política monetaria expansiva por un tiempo prolongado. En este contexto, los mercados financieros mantuvieron la volatilidad de los meses previos. Las tasas de interés de los bonos de gobierno de largo plazo siguieron aumentando y las monedas se depreciaron de manera generalizada con respecto al dólar estadounidense. Sigue destacando la importante salida de capitales desde las economías emergentes. En estas últimas, los mercados bursátiles continuaron retrocediendo y, aunque con vaivenes, en las desarrolladas se mantienen en niveles similares a los reportados en la reunión pasada. En línea con los mercados internacionales, en Chile el IPSA descendió 3,7% en moneda local.

El peso chileno se depreció 0,9% desde la reunión anterior y al cierre de esta minuta, la moneda se transaba en \$508 por dólar. La depreciación del peso con respecto al dólar estadounidense fue menor a la que exhibieron otras monedas, lo que se refleja en que, en términos multilaterales, el peso se apreció cerca de 1%, dependiendo de la medida. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de junio se ubicó en 91,4 (en su medida 1986=100).

## **Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2013**

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería tuvieron movimientos mixtos. Las tasas de interés de los bonos en UF entre 2 y 10 años disminuyeron entre 6 y 20pb, mientras que las tasas de interés de los instrumentos en pesos entre 2 y 10 años aumentaron entre 1 y 7pb desde la reunión anterior. Así, este aumento ha sido menor en comparación con otros países emergentes.

En cuanto a las expectativas para la TPM, estas se ajustaron al alza en lo más reciente y ya no esperan un recorte para esta reunión. Con todo, se siguen esperando recortes para los meses siguientes. La EOF anticipa que la TPM disminuirá 25pb en el tercer trimestre de este año y al igual que la EEE considera que la TPM se ubicará 50pb por debajo de su nivel actual en diciembre de este año. Las expectativas que se derivan de los precios financieros también se ajustaron al alza en el más corto plazo, especialmente luego de la publicación del IPoM. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,4 y 4,9% (4,3 y 4,8% en junio) y a dos años plazo en 4,8 y 5,3% (4,7 y 5,3% en junio).