

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 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 15 de octubre de 2013.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Durante el último mes ha continuado la volatilidad de los mercados internacionales, afectados por la sorpresiva decisión de la Reserva Federal de no modificar su programa de compra de activos y, en las últimas semanas, por la incertidumbre respecto de las negociaciones fiscales en Estados Unidos. Respecto del panorama de crecimiento mundial no hay grandes cambios y el precio de los combustibles ha seguido retrocediendo. En Chile, la inflación del IPC se ubica en la parte baja del rango de tolerancia, mientras que la medida subyacente sigue acotada y las expectativas, a pesar de mostrar un descenso, se mantienen en torno a 3% en el horizonte de política. La actividad económica ha seguido evolucionando de acuerdo con lo proyectado, mientras que la demanda final ha mostrado una desaceleración, aunque menor a la anticipada. Durante el tercer trimestre ha persistido la desacumulación de inventarios, lo que ha acentuado la desaceleración de la demanda interna y ha mejorado el saldo de la balanza comercial respecto de lo proyectado. Las expectativas de mercado continúan anticipando una trayectoria descendente para la Tasa de Política Monetaria (TPM), aunque el consenso del mercado espera una mantención para esta reunión.

Las noticias del plano internacional han estado marcadas tanto por la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de no alterar su programa de compra de activos como por la falta de acuerdo entre el Gobierno y el Congreso para extender el presupuesto fiscal extraordinario y elevar el techo de la deuda pública, el que se alcanzaría en los próximos días. La decisión de la Reserva Federal trajo como consecuencia la depreciación del dólar en términos multilaterales y la baja de las tasas de interés de los bonos de gobierno de este país, la que supera 20 puntos base (pb) en el mes. En los últimos días, algunos organismos de gobierno han debido cerrar temporalmente ante la negativa del Congreso de extender el presupuesto fiscal extraordinario. En los mercados financieros, la incertidumbre ha ido aumentando ante las consecuencias reales y financieras que podría implicar la falta de acuerdo político para subir el techo de la deuda pública.

En los mercados emergentes, se han registrado apreciaciones de las monedas y una recuperación de las entradas de capitales, mientras las bolsas muestran movimientos mixtos pero acotados. El peso chileno se apreció 1,6% desde la reunión anterior y al cierre de esta minuta, la moneda chilena se transaba bajo \$500 por dólar. En términos multilaterales, la apreciación fue algo menor, entre 0,5 y 0,7% dependiendo de la medida. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de septiembre se ubicó en 90,8 (en su medida 1986=100). En línea con lo sucedido en la mayoría de los países de América Latina, en Chile el IPSA descendió 0,8% en moneda local, pero se mantuvo estable medido en dólares.

En cuanto a las tasas de interés de los documentos del Banco Central, las tasas de interés de los instrumentos en pesos entre 2 y 10 años disminuyeron entre 6 y 13pb desde la reunión anterior, mientras que las de los bonos en UF aumentaron, 11pb las de 2 años y 25pb la de 5 años- y a 10 años se encuentran en niveles similares a los de la reunión anterior. Estos movimientos son coherentes con un leve descenso de las expectativas de inflación en el horizonte relevante para la política monetaria.

No hay grandes novedades en materia de crecimiento mundial, manteniéndose la visión de un proceso de recuperación gradual de las economías desarrolladas y de desaceleración de las emergentes. En China se han ido asentando las señales de estabilización de la economía y el último mes dio cuenta de mejores cifras de ventas minoristas, producción industrial y confianza de consumidores. Las proyecciones de crecimiento mundial del Fondo Monetario Internacional se corrigieron a la baja, alineándose con las del consenso de

---

<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 septiembre y al 15 de octubre de 2013.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

mercado, denotando un recorte más marcado de sus estimaciones de corto y mediano plazo para las economías emergentes.

En este contexto, los precios de las materias primas retrocedieron en su mayoría desde la reunión de septiembre. El petróleo WTI y el Brent lo hicieron en torno a 6 y 1%, respectivamente, con lo que al cierre de esta minuta el barril de WTI se transa en algo más de US\$100 y el de petróleo Brent en valores del orden de US\$110. Con ello, las proyecciones de precio que se extraen de los contratos futuros también se ajustan a la baja. La gasolina tuvo un ajuste cercano a 4% en el mes. Por su parte, el precio del cobre se mantuvo en niveles similares a los de hace un mes, cotizándose en torno a US\$3,2 la libra, mercado en el que en todo caso destaca la caída de los inventarios en bolsa.

En el plano local, el Imacec de agosto creció 4,1% anual, en línea con lo previsto en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de septiembre. En términos desestacionalizados, considerando el promedio de junio, julio y agosto, el Imacec varió 1,5% en relación al trimestre previo (-0,2% en el cuarto terminado en mayo). Al igual que en los últimos meses, la principal incidencia provino de los sectores comercio y minería. Respecto de este último, su desempeño estuvo determinado por el repunte de la producción de cobre en una faena importante, así como por la extracción de mineral de mayor ley en otros yacimientos. De igual forma, las exportaciones mineras han persistido en niveles elevados en los últimos meses, lo cual ha redundado en menor acopio de existencias del sector. Las perspectivas contenidas en la EEE de octubre anticipan una expansión anual de 4,4% en septiembre y un 4,2% para el cuarto trimestre. Para este año la proyección se mantiene en 4,3%, mientras que para el próximo se corrige levemente a la baja 4,4% (4,5% en la EEE de septiembre).

Por el lado del gasto, tanto la inversión como el consumo se mantienen en una trayectoria de desaceleración, aunque algo más lenta de lo esperada, lo que ha sido más que compensado por la menor acumulación de inventarios. Los resultados de la encuesta IMCE muestran que en el comercio ha aumentado la percepción de inventarios excesivos. En la inversión, se observan indicadores mixtos. Las ventas de vivienda han mostrado una recuperación respecto de trimestres previos, pero en niveles similares a los observados un año atrás. El empleo en el sector construcción ha continuado creciendo con dinamismo, pero los despachos de cemento y hormigón mostraron un descenso en el último mes y las ventas mayoristas vinculadas a la inversión se desaceleraron. La serie desestacionalizada de importaciones de bienes de capital se sostuvo en niveles similares a los de los meses anteriores, pero inferiores a los observados en igual período del 2012. La confianza empresarial (IMCE) se recuperó en septiembre, destacando la mejora en el sector construcción. En cuanto a las condiciones financieras, las colocaciones comerciales siguieron expandiéndose en torno a 11% anual y las tasas de interés para este segmento aumentaron en promedio 35pb. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer cuarto muestra que las condiciones de otorgamiento de créditos comerciales continúan restrictivas, mientras que la demanda por este tipo de créditos se fortaleció durante el período, especialmente por parte de pequeñas y medianas empresas.

El consumo ha mostrado una desaceleración gradual, reflejando un mayor dinamismo de las ventas minoristas, tanto de consumo habitual como durable, que contrasta con la desaceleración de los servicios. Las expectativas de los consumidores (IPEC) mostraron un repunte durante el último mes. Las internaciones de automóviles han reducido su variación anual en los últimos meses, pero la de otras importaciones de bienes durables se ha incrementado. Algunas cifras del mercado laboral mostraron cierta mejora en el margen. Los salarios nominales normalizaron su rango de expansión anual a entre 5,5 y 6,5% tras la entrada en vigencia del reajuste del salario mínimo durante agosto (entre 3 y 4% en términos reales). Por su parte, la tasa de desocupación para el trimestre móvil terminado en agosto, según la medición del INE, permaneció en 5,7%, manteniéndose la tendencia de meses previos de un mayor crecimiento del empleo por cuenta propia respecto del asalariado. Con ello, los ingresos laborales incrementaron su dinamismo. Las condiciones crediticias para

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Octubre 2013

el consumo no reportan grandes novedades tanto en tasas de interés como volúmenes prestados, situación que también aplica en el caso de los créditos hipotecarios. La ECB, en tanto, señala un fortalecimiento de la demanda por créditos de consumo e hipotecarios. Por el lado de la oferta, las condiciones de otorgamiento de estos últimos se tornó más restrictiva.

El IPC en septiembre tuvo una variación mensual de 0,5%, en línea con la proyección que contenía la EEE de septiembre y algo por sobre la de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de igual mes (0,4%). Entre los principales productos que incidieron positivamente en el mes destacaron el automóvil nuevo, el servicio de transporte en bus interurbano, las carnes y las papas, debido a factores estacionales propios de septiembre. Entre las disminuciones resaltó la baja del precio de la gasolina. El IPC subyacente, IPCSAE —que excluye los alimentos y la energía—, tuvo una variación mensual de 0,7%. Así, en los últimos tres meses el IPC acumuló 1 punto porcentual (pp) (1,1pp en agosto) y el IPCSAE sumó 0,8pp (no tuvo variación en agosto). En términos anuales, el IPC mantuvo su tasa de crecimiento en torno a 2% y el IPCSAE la aumentó a 1,4% (1,2% en agosto). Los componentes del IPCSAE también aumentaron su tasa de variación anual: -1,6% la inflación de bienes y 3,4% la de servicios (-2,0 y 3,3% en agosto, respectivamente)

En este escenario, las expectativas de inflación corto plazo se ajustaron a la baja, aunque sin alejarse de la meta en el horizonte de proyección. Así, la EEE de octubre sigue proyectando que la inflación anual se ubicará a uno y dos años plazos en 2,8 y 3,0%, respectivamente, mientras que a diciembre de este año, las expectativas se ajustaron a la baja desde 2,5 a 2,3%. La EOF de la primera quincena de octubre se ajustó a la baja desde 2,8 a 2,5% a un año, y a dos años se redujo marginalmente a 2,9%. Para octubre, la EEE estima una variación mensual del IPC de 0,1%.

Para esta reunión, las expectativas apuntan a una mantención de la TPM. Las expectativas para la TPM que se derivan de la EEE han continuado moderando los recortes de tasa, ajustándose levemente al alza en el corto plazo respecto de la reunión anterior, mientras que en el largo plazo se mantienen iguales. La EOF, en tanto, contempla dos bajas en seis meses plazo, para mantenerse allí en el horizonte de proyección. Las expectativas que se derivan de los precios financieros se han ajustado a la baja respecto de la última reunión. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,4 y 4,8% (4,5 y 5,0% en septiembre) y a dos años plazo entre 4,5 y 5,2% (4,8 y 5,3% en septiembre).