

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 2016



**BANCO CENTRAL  
DE CHILE**

---

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 12 de julio de 2016.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Los datos conocidos desde la publicación del IPoM de junio han sido coherentes con el escenario base ahí planteado. El dinamismo de la actividad sigue bajo, pero en línea con lo esperado. La inflación anual ha descendido gradualmente y se espera retorne al rango de tolerancia durante el tercer trimestre. La mayor novedad del mes fue el resultado del referéndum en el Reino Unido, situación que generó un significativo aumento de la aversión al riesgo y de la volatilidad en los mercados financieros. Con todo, a pesar del incremento de la incertidumbre política y económica en Reino Unido y Europa, la situación ha tendido a calmarse con el paso de los días. En Chile, tras la volatilidad inicial, el peso se ha apreciado, la bolsa local ha mejorado y las tasas de largo plazo han descendido algo, en línea con sus contrapartes externas. En este contexto, las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) han tenido cambios, aplazando su concreción hacia la segunda mitad del 2017 o 2018, y reduciendo el número de las futuras alzas a una en el plazo a dos años considerando los precios de los activos financieros y la EOF.

En el ámbito externo, el foco de atención se centró en los desarrollos posteriores al Brexit. En un inicio, el resultado del referéndum provocó un aumento de la aversión al riesgo y una alta volatilidad en los mercados financieros mundiales, con los mayores efectos en Europa y especialmente en Reino Unido. Luego, los vaivenes en los mercados globales se fueron reduciendo, de la mano de una visión de mercado que considera una mayor disposición de los principales bancos centrales a entregar más estímulo monetario y que los efectos reales de este evento en el resto del mundo serán acotados. Eso sí, las perspectivas económicas para el Reino Unido se han deteriorado significativamente, a lo que se añade la salida de flujos de capitales que ha acentuado la depreciación de la libra esterlina. El sector bancario se vio especialmente afectado, con importantes caídas en el valor del precio de sus acciones e incrementos en las tasas interbancarias (spread Libor - OIS). El panorama de expansión para la Eurozona también se ha debilitado, lo que ha generado mayor preocupación por la sostenibilidad de su recuperación, y, especialmente, por el impacto que la menor actividad tendrá en el sector bancario, en un contexto de tasas negativas, curva de rendimiento plana y donde los niveles de riesgo de algunas entidades es alto. Preocupa especialmente la situación de algunos bancos en Italia. En Japón, la apreciación del Yen tras el Brexit sorprendió por su intensidad, lo que fue seguido por el anuncio de una ampliación de los planes de estímulo.

Con todo, el FMI recortó la proyección de expansión en la Eurozona en dos décimas para el 2017. No obstante, se debe reconocer que los efectos del Brexit sobre el panorama de crecimiento mundial son bastante inciertos, de modo que no se puede descartar que un deterioro más sistémico en Europa o problemas financieros derivados de este evento se traspasen hacia el resto del mundo.

La búsqueda por activos más seguros y las medidas y/o señales entregadas de los principales bancos centrales se reflejaron en caídas generalizadas en las tasas de interés de más largo plazo en el último mes. En particular, la tasa de los bonos del gobierno a 10 años plazos en EE.UU. bajó cerca de 15 puntos base (pb) respecto de la Reunión previa, al igual que la del bono alemán—ubicándose en terreno negativo— y la de Japón retrocedió 10pb en igual lapso. En Chile, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería en su mayoría mostraron retrocesos, especialmente las a 10 años que cayeron alrededor de 15pb tanto en pesos como en UF.

En cuanto a las monedas, el dólar estadounidense multilateral se apreció marcadamente tras el Brexit, tendencia que se fue deshaciendo en las semanas posteriores, finalizando en un nivel no muy distinto al

---

<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 16 de junio y al 12 de julio de 2016.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

vigente al momento de la Reunión anterior. Este resultado es producto de una apreciación del dólar respecto del euro (1,5% en el último mes) y la libra esterlina (8,5%) y una depreciación respecto del yen japonés (2,6%) y varias monedas emergentes y algunos países exportadores de productos básicos. El peso chileno, tras depreciarse de modo importante posterior al Brexit, comenzó una senda de fortalecimiento, con una apreciación cerca de 4% respecto de la Reunión previa, ubicándose por debajo de \$660 pesos por dólar al cierre de la Minuta. En términos multilaterales, la ganancia de valor del peso fue un poco mayor. Con ello, el tipo de cambio real (TCR) —medido por el índice 1986=100— se ubicó en 96 en junio (-0,2% respecto de mayo).

Los mercados bursátiles emergentes, tras una caída inicial se ubicaron en niveles mayores de hace un mes, en particular para América Latina subieron 5,4% medidos por el MSCI en moneda local (2,5% para las emergentes). Los premios por riesgo en mercados emergentes también siguieron esta trayectoria, y retrocedieron de sus valores de hace un mes, liderando por América Latina. La bolsa local (IPSA) tuvo una variación positiva desde la Reunión pasada (2,2%), en tanto que los premios por riesgo soberano (CDS a 5 años) y corporativo (CEMBI) disminuyeron 30 y 12 pb, respectivamente.

En otro ámbito, en EE.UU. los indicadores de actividad siguieron dando cuenta de un sostenido dinamismo del sector de servicios, que también se reflejó en los datos de creación de empleo y en el mayor crecimiento en los precios de los servicios. De todos modos, la inflación subyacente se ha mantenido en la vecindad del 2% y la inflación total por debajo de ese valor. No obstante la relativa solidez de la recuperación de la economía americana, las expectativas de mercado han continuado ajustando a la baja la trayectoria prevista para la tasa *Fed Funds*, situación que se intensificó tras los acontecimientos en la Eurozona. Hoy los precios de los activos no incluyen movimientos hasta el 2018. Con ello, el diferencial entre las expectativas de mercado y la tasa prevista por la Reserva Federal se ha ido ampliando, lo que coincide con premios por plazos de las tasas de los bonos a 10 años que alcanzaron mínimos históricos. En América Latina las economías siguen en gran parte inmersas en un proceso de ajuste, con importantes desafíos de política fiscal y monetaria. En México destacó el aumento de 50pb de la TPM y el anuncio de recortes fiscales en medio de un proceso de depreciación cambiaria que ha exhibido el país.

Los precios de las materias primas mostraron un comportamiento mixto. Los precios de los metales se recuperaron en el mes. El precio del cobre subió 4,4% en el período, ubicándose niveles más próximos de US\$2,20 la libra al cierre de la Minuta. Este aumento en parte se debió a las expectativas de mayores estímulos en China. En tanto, el precio del petróleo Brent bajó 3,3% y el petróleo WTI lo hizo en 4,0% en parte afectado por una mayor oferta.

En el plano interno, en junio la variación mensual del IPC fue 0,4%, algo por sobre el 0,3% que esperaba el mercado según las distintas fuentes (Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de junio y los seguros de inflación los días previos a la publicación del dato). En este resultado destacó el incremento del precio de los productos considerados más volátiles, como la gasolina y las frutas y verduras frescas. Pese a ello, la principal incidencia positiva se dio en el precio del transporte aéreo, un ítem perteneciente a los servicios del IPCSAE. El componente subyacente —IPCSAE— mostró un incremento mensual de 0,3%, con una parte de bienes que subió 0,1% y una de servicios que lo hizo en 0,4%. De esta forma, en línea con una evolución del peso chileno que no ha vuelto a mostrar las significativas depreciaciones de trimestres pasados, la inflación anual del IPCSAE de bienes volvió a descender: 3,5% en junio (4,3% en marzo). Al mismo tiempo, la inflación anual del IPCSAE de servicios, coherente con su inercia habitual, se ubicó en 4,6% en junio, algo menor a lo observado en marzo (5%).

Las estimaciones del mercado para julio señalan una variación mensual del IPC de 0,1 o 0,2%. Lo primero es considerado por los seguros de inflación al cierre de esta Minuta y la EOF de la segunda quincena de julio,

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2016

mientras lo segundo por la EEE de julio. Esta última, sigue adelantando una variación anual de 3,5% para diciembre. A un año plazo, las distintas medidas han recortado sus proyecciones, siendo esto más evidente en los seguros de inflación. Así, a un año, la EEE y la EOF recortaron sus previsiones en una décima hasta 3,1 y 3%, respectivamente. Por su parte los seguros al cierre estadístico anticipan 2,7% (3% hace dos semanas). A dos años plazo, todas las medidas de expectativas persisten en 3%.

En cuanto a la actividad local, en mayo el Imacec creció 1,8% anual (0,7% mes a mes desestacionalizado), cifra por sobre el 1,6% anual proyectado en la EEE de junio y lo esperado por el mercado tras la publicación de las cifras sectoriales del INE (en torno a 1,5% anual). Por sectores, el Imacec minero cayó 2% anual, mientras que el no minero aumentó 2,3% anual. En este último incidieron positivamente los servicios y el comercio. En cuanto a las perspectivas, la EEE mantuvo el crecimiento esperado para el 2016 en 1,7%, por quinto mes consecutivo. Al mismo tiempo, volvió a reducir la proyección para el 2017, ahora a 2,1% (2,3% el mes anterior).

Por el lado de la demanda, el consumo dio cuenta de un dinamismo levemente inferior con respecto al de meses previos y sus fundamentos continúan apuntando a un crecimiento algo más débil durante los próximos trimestres. En mayo, el Índice de Ventas del Comercio Minorista (IVCM) real mostró un menor ritmo de expansión. En particular destacó la moderación de su componente no durable en las ventas de vestuario y calzado, y líneas asociadas a materiales para la construcción, ferretería y bienes de consumo diverso. En el componente durable resaltó las menores ventas de productos de equipamiento para el hogar. Por otro lado, en junio, las importaciones nominales de bienes de consumo —corregidas por efectos estacionales— registraron un aumento por mayores internaciones de bienes no durables y, en menor medida, de durables. De todas formas, las importaciones de este tipo de bienes siguen en niveles bajos. En el mismo mes, las expectativas de los consumidores (IPEC) aumentaron marginalmente, con una leve mejora en las preguntas que conforman el indicador, pese a ello tanto el IPEC como sus componentes permanecen en la zona de pesimismo y en niveles históricamente bajos.

En cuanto al mercado laboral, sigue observándose un panorama más deteriorado que hace unos meses, pero que está en línea con lo previsto. La tasa de desempleo nacional subió hasta 6,8% en el trimestre móvil finalizado en mayo (6,4% en el trimestre móvil previo), principalmente por un incremento anual de los desocupados mayor al del empleo nacional. El crecimiento anual de este último disminuyó levemente, hasta 1,3%, explicado por el bajo ritmo de expansión que continúa exhibiendo el empleo asalariado (0,4% anual; 0,5% en el mes previo) y que sigue siendo compensado por el mayor dinamismo que muestra la creación de trabajo por cuenta propia (6,5% anual; 5,3% en el mes previo). El incremento anual de los salarios nominales se situó en un rango entre 5,3 y 5,9% (5,3 y 5,8% en el mes previo), mientras que los reales se ubicaron entre 1 y 1,6% (1,1 y 1,6% en el mes previo). Con todo, el crecimiento anual de la masa salarial real volvió a reducirse en el margen, en gran medida por el bajo aporte que sigue entregando la creación de empleo.

La inversión y sus fundamentos siguen débiles. En mayo, las importaciones nominales de bienes de capital —descontando la estacionalidad— mostraron un crecimiento, aunque descontando las internaciones de vehículos de transporte no comunes, un ítem que ha resultado ser particularmente volátil, las cifras permanecen en niveles bajos. En ese mismo mes, las expectativas de los empresarios (IMCE), excluyendo minería, se mantuvieron en la zona de pesimismo y registraron un leve repunte, en particular en el comercio y la industria. Por su parte, las perspectivas para la construcción se volvieron más pesimistas y se ubican en su menor registro histórico, de la mano del deterioro más bien generalizado que han sufrido sus subcomponentes en los últimos meses. El crecimiento anual del empleo asalariado en la construcción también se ha moderado.

Respecto de las condiciones crediticias internas, en junio el crecimiento anual de las colocaciones no mostró mayores cambios. Las de consumo y comerciales siguen aumentado algo por debajo de 5% anual, y las hipotecarias próximas a 9% anual. Las tasas de interés de este último segmento prácticamente no variaron,

## **BANCO CENTRAL DE CHILE**

mientras que las de los créditos de consumo aumentaron en torno a 25pb y las de los comerciales cayeron 30pb. Esta baja provino de los sobregiros, producto en el que se incrementó la incidencia de los préstamos de mayor volumen cuyas tasas son más acotadas.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre del 2016 dio cuenta de condiciones de otorgamiento crediticio que se mantienen restrictivas para los distintos sectores. En el segmento de consumo y grandes empresas, la proporción de bancos que reporta condiciones más restrictivas subió respecto del trimestre previo, mientras que para las Pymes no existieron mayores cambios. Asimismo, en el rubro de la construcción e inmobiliario se aprecia una mayor fracción de bancos señalando condiciones más restrictivas, percepción que en este último sector se ha ido intensificando hace más de un año. Por el lado de la demanda, se aprecia un debilitamiento respecto del trimestre anterior, especialmente para los créditos de consumo e hipotecario y para las constructoras. En tanto, para las grandes empresas como Pymes continúa la percepción de una demanda atenuada.

Sobre las expectativas para la TPM, según se desprende de los precios de los activos financieros y la EOF, la principal novedad es el recorte de las alzas previstas de dos a una en el plazo a dos años, mientras que la EEE sigue contemplando dos incrementos en igual lapso. Además, todas las medidas de expectativas han aplazado el aumento de la TPM. La EEE y la EOF la ubican a partir de la segunda mitad del 2017, mientras que los precios de los activos financieros la sitúan en la segunda mitad del 2018.