

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MARZO 2011



**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 marzo de 2011.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las noticias del último mes han seguido aumentando las perspectivas inflacionarias de corto plazo. La principal novedad ha sido el incremento del precio del petróleo y sus derivados en el mercado internacional. Este ya se ha traspasado al mercado interno y ha hecho aumentar las expectativas de inflación de marzo y del año en su conjunto. El Imacec de enero, aunque por encima de las expectativas privadas, se enmarcó dentro de lo observado en los últimos meses, mientras los indicadores de demanda siguen mostrando un alto dinamismo. En lo externo, las cifras efectivas de actividad se aprecian mejores en las economías desarrolladas y las proyecciones de crecimiento del consenso de mercado se han corregido al alza en concordancia con ello. No obstante, el mayor precio del petróleo y el terremoto y maremoto en Japón sugieren alguna corrección a la baja en el crecimiento mundial. En todo caso, la preocupación por la evolución de la inflación sigue dominando la discusión acerca de la política monetaria en muchas economías. En Chile, las expectativas privadas respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM) anticipan una mayor velocidad de retiro del estímulo monetario y ya no se esperan pausas durante el primer semestre. Para esta reunión, se anticipa un alza de 25 puntos base (pb), que en algunas opiniones de mercado y precios de activos financieros podría ser incluso de 50pb.

Las principales novedades del último mes se han concentrado en el escenario externo. Las tensiones en Medio Oriente y el norte de África han incrementado significativamente el precio del petróleo y sus derivados, lo que se ha traducido en importantes aumentos de las expectativas de inflación en el corto plazo y ha reforzado la preocupación global acerca de la evolución de la inflación. El precio del petróleo WTI ha subido 17% en el mes, transándose algo por debajo de US\$100 el barril al cierre de esta minuta. El precio de sus derivados también es mayor. La gasolina y el *heating oil* han subido en torno a 20% comparado con los precios vigentes a fines del 2010 —15 y 10% en el último mes, respectivamente—.

Las alzas del precio internacional de los combustibles se han ido traspasando a los precios locales, llevando a un incremento significativo de las expectativas de inflación de corto plazo. A comienzos de marzo, el precio en pesos de la gasolina subió hasta niveles nominales del orden de 5% inferiores al máximo que alcanzó el 2008. Esto, pese a que en los mercados de referencia externos se transa a un valor en dólares nominales cercanos a 20% por debajo del máximo del 2008. Así, para marzo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) ubican la inflación mensual en 0,7%. Esta cifra no se observaba hace meses, pero responde en gran medida al citado aumento del precio de la gasolina. A plazos mayores, las expectativas siguieron con la tendencia creciente que habían mostrado los meses anteriores. Para diciembre de este año, la EEE arroja una inflación de 4,4% anual (4% el mes pasado y 3,2% en la medición de diciembre). A un año plazo, las expectativas también siguieron creciendo, pasando a 4,0% (desde 3,8% el mes previo y 3,2% en la medición realizada en diciembre). Las expectativas que se extraen de la EOF de la primera quincena de marzo apuntan a que la inflación a un año plazo será de 4,5%, medio punto por sobre lo esperado hace un mes. A dos años plazo, la EEE ubicó, por tercer mes consecutivo, la inflación por sobre la meta, en 3,2% anual, mientras la EOF la situó en 3,8%. Las expectativas a un año plazo que se extraen del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) de febrero pasaron a 3,6% (desde 3,5% en enero), mientras el porcentaje de encuestados en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) que responden que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses subió desde 51% en enero a 62% en febrero. Las compensaciones inflacionarias tuvieron comportamientos variados. A más corto plazo (entre el año 1 y 2) no presentaron cambios en el mes, y a plazos más largos, la expectativa entre los años 3 y 5 inclusive, cayó algo más de 10pb, mientras que la expectativa entre los años 6 y 10 inclusive, subió casi 40pb.

---

<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 17 de febrero y al 15 de marzo de 2011.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

Ante las mayores perspectivas de inflación, el mercado ha ido ajustando las expectativas respecto de la velocidad a la que será retirado el estímulo monetario durante este año. Ahora se anticipan alzas sucesivas en todas las reuniones del primer semestre y un retiro con más pausas intermitentes en la segunda parte. A un año plazo, el nivel de la TPM esperada se ubica en 6% según la encuesta a analistas (EEE) y la a los operadores financieros (EOF), nivel que no es muy distinto de la reunión anterior (5,75% y 5,63%, respectivamente). A dos años plazo, las encuestas mantienen su estimación de 6%. Para esta reunión, las encuestas, EEE y EOF, y la curva *forward* indican un aumento de 25pb, en tanto que las expectativas que se deducen de los contratos *swap* muestran un alza de 50pb.

Más allá del incremento de las expectativas y del alto registro que se espera para marzo, en febrero la inflación del IPC fue de 0,2% mensual (2,7% anual), en línea con lo esperado por el mercado. La evolución del mes estuvo explicada, en lo principal, por el alza de prendas de vestir y calzado ante el inicio de temporada. Otra parte obedeció al incremento del pasaje del Transantiago. Las medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, también tuvieron alzas mensuales de 0,2%, con lo que en términos anuales siguen mostrando variaciones acotadas (2,1 y 0,4%, respectivamente).

En el mundo, la inflación en las economías desarrolladas ha ido repuntando y en las economías emergentes continúa con una trayectoria ascendente. Las expectativas de inflación para el 2011 han seguido al alza en todas las regiones. Los bancos centrales de las economías emergentes, con algunas pausas, continuaron con el proceso de normalización de sus tasas de política monetaria. En las economías desarrolladas, si bien mantuvieron sin cambios sus tasas de política monetaria, algunas de sus autoridades han señalado la preocupación por el incremento de la inflación y la posibilidad de iniciar el ciclo de normalización antes de lo previsto.

La situación en Medio Oriente y el norte de África también ha tenido impactos sobre los mercados financieros internacionales. Más recientemente, se sumó el impacto del terremoto y maremoto en Japón. Las tasas de interés de largo plazo de los bonos del Gobierno de Estados Unidos disminuyeron en 25pb, como consecuencia de la búsqueda de refugio en instrumentos seguros por parte de los inversionistas. Las bolsas mundiales también cayeron por estos factores. En las economías desarrolladas se anotó una baja de 3% medida en dólares y 4% en moneda local. En las economías emergentes hubo comportamientos mixtos: en Europa emergente aumentaron, en tanto que las plazas en Asia Emergente se mantuvieron prácticamente estables y en América Latina retrocedieron 1,5% en moneda local (-1,2 en dólares). La bolsa local, medida a través del IPSA, mostró un descenso de casi 4% en pesos, lo que se amplió a algo más de 5% en dólares. Si bien en lo que va del año, la caída del IPSA expresada en dólares ha sido mayor al resto de las plazas (16%), esta se encuentra dentro del promedio que experimentaron otras economías emergentes desde el segundo semestre del 2010, con un rango que va desde 10 a 30% si se considera una muestra de 20 países.

Las cifras de actividad mundial han seguido dando cuenta de mejores desempeños, principalmente en las economías desarrolladas. En concordancia, las proyecciones de consenso de mercado se han ajustado al alza para el 2011. No obstante, el mayor precio del petróleo ha reavivado los temores por sus efectos en el crecimiento mundial. Los datos del consenso de mercado disponibles son previos al aumento más reciente del valor del crudo, por lo que no consideran su impacto. El precio del cobre cayó casi 9% en el mes, ubicándose en torno U\$4 la libra al cierre de esta minuta. Ello, coincidiendo con la incertidumbre sobre el efecto del aumento del precio del petróleo en la demanda mundial, pero también con un incremento de 3% de los inventarios. El terremoto y maremoto en Japón también ha elevado la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial, en especial por la magnitud del impacto inicial y las dudas sobre la velocidad de recuperación de la economía nipona.

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Marzo 2011

Las tensiones en los mercados de deuda pública han resurgido en Grecia, España y Portugal. Las primas por riesgo de estas economías han aumentado, cerca de 130pb en Grecia y 50pb en Portugal. Resalta la rebaja de la clasificación crediticia de España. Estas mayores tensiones, aunque han provocado algunos movimientos en los mercados financieros, no se han traspasado a los indicadores de riesgo o volatilidad global.

En este contexto, el dólar se ha depreciado frente al euro y el yen, en cerca de 3%. La mayoría de las monedas de las economías emergentes han continuado apreciándose con respecto al dólar, aunque a una velocidad menor que en meses previos. El peso chileno mostró vaivenes durante el mes. Luego de alcanzar en febrero un nivel mínimo similar al registrado a fines del 2010, la paridad peso dólar se depreció. Esta pérdida de valor de la moneda se acentuó en los últimos días, transándose sobre \$480 por dólar al cierre de esta minuta. Con ello, el tipo de cambio se depreció 2,2% frente al dólar en el mes. En términos multilaterales, la depreciación del peso se amplió a: 3,0% el TCM y 3,4% el TCM-5. Con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de febrero se ubicó en 88,49 (en su medida 1986=100).

En cuanto a la actividad local, en enero el Imacec creció 6,8% anual, con una variación mensual de 1,3% en términos desestacionalizados. La cifra se ubicó por sobre las expectativas de mercado, que anticipaban un crecimiento en torno a 6% según la información contenida en la EEE de febrero. Al igual que en meses anteriores, el crecimiento de la actividad se verificó con mayor fuerza en las actividades del comercio, transporte y telecomunicaciones. Para febrero, las perspectivas contenidas en la EEE de marzo anticipan un Imacec de 6,4% anual. Para el primer trimestre del 2011, en tanto, esta misma encuesta corrige nuevamente al alza la estimación de crecimiento del PIB, desde 7,8% en febrero a 8,1% en marzo. Considerado el Imacec de enero y la proyección de febrero, esta cifra tiene implícito un crecimiento del Imacec del orden de 11% anual para marzo. Esta tasa de crecimiento interanual, comparativamente alta, está fuertemente afectada por la baja base de comparación del 2010, dado el 27-F, lo que también podría afectar el crecimiento de febrero. Aún más, no se puede descartar que el resultado de marzo muestre tasas de incremento anual superiores al resultado implícito en las expectativas como consecuencia de la base de comparación. Como referencia, de mantenerse el mismo nivel de actividad que en enero del 2011, es decir con variaciones mes a mes desestacionalizadas de cero en febrero y marzo, la actividad crecería 15% anual en el tercer mes del año. En todo caso, el crecimiento esperado por el mercado para el 2011 se mantiene en 6,0% anual desde septiembre del año pasado.

Por el lado de la demanda, el consumo continúa mostrando un importante dinamismo. Las ventas de bienes tanto durables como no durables se empinaron a niveles históricos durante diciembre y las ventas de autos nuevos continuaron aumentando en febrero. Las condiciones financieras siguen siendo favorables. El stock total de las colocaciones nominales en febrero —de acuerdo con información preliminar— creció ligeramente mes a mes, con aumentos en las de consumo y empresas, y una ligera caída en vivienda. Las tasas de interés de mercado aumentaron durante el mes. En los tramos más relevantes, las tasas de interés para los créditos de consumo a más de 3 años exhibieron las mayores alzas, alrededor de 100pb respecto de enero. Las tasas de interés para la vivienda se mantuvieron prácticamente estables, en tanto que aquellas para los créditos comerciales aumentaron en torno a 50pb en todos los plazos. Los datos del mercado laboral siguen apuntando a un continuo crecimiento del empleo y un cambio de composición hacia ocupación asalariada. Según cifras del INE, la tasa de desempleo en el trimestre móvil noviembre-enero se ubicó en 7,3%, ligeramente por encima de la medición del trimestre móvil anterior, 7,1% (9,7% en noviembre 2009-enero 2010). Los salarios continuaron aumentando en términos reales, registrando a enero una expansión entre 3 y 4% anual dependiendo de la medición. En contraposición a todo lo anterior, las perspectivas de los consumidores —medidas por el IPEC— han seguido deteriorándose, ubicándose en febrero por debajo del nivel neutral. Ello, al igual que en el 2007-2008, coincide con alzas significativas de precios en productos específicos y la mayor preocupación respecto de la inflación que se recoge en esta misma medición.

## **BANCO CENTRAL DE CHILE**

Las cifras de inversión siguen dando cuenta de un mayor dinamismo en la construcción. El Índice de Actividad de la Construcción (IMACON) de enero registró una nueva expansión, al igual que los despachos de cemento de febrero. Además, las perspectivas para la industria, el comercio, construcción y minería, recogidas en el IMCE de febrero, se mantienen en el nivel optimista, en línea con el indicador general, que anota un nuevo repunte, situándolo sobre 63 puntos. En cuanto al componente de maquinaria y equipos, destaca el crecimiento de las importaciones de bienes de capital durante febrero, que en cifras desestacionalizadas se expandieron cerca de 7% mes a mes.