

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 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 16 de agosto de 2011.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las noticias del último mes han estado determinadas por los desarrollos del escenario internacional. Respondiendo a las débiles cifras económicas y a la incertidumbre en los mercados financieros, se han registrado fuertes descensos de las bolsas, caídas de las tasas de interés de largo plazo, movimientos de paridades y mayores primas por riesgo. Ello también ha deteriorado las perspectivas de crecimiento mundial, en especial de las economías desarrolladas. La economía chilena no se ha visto ajena a estas volatilidades, acumulando caídas en la bolsa, una depreciación del peso y descensos de las tasas de los documentos de largo plazo. Los mercados monetarios e interbancarios locales no se han visto afectados. En cuanto al escenario interno, los datos de actividad e inflación siguen acordes con lo previsto en el IPoM de junio. No obstante, el escenario externo y la caída de los precios de las materias primas han reducido las expectativas privadas de inflación, observándose descensos en las compensaciones inflacionarias y las distintas encuestas. Lo mismo ha ocurrido con las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) que, para esta reunión, anticipan una mantención.

Como se indicó, el último mes ha estado marcado por un significativo incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, como resultado de la agudización de los problemas financieros y fiscales de Europa y Estados Unidos; y expectativas de un crecimiento aún más lento de las economías desarrolladas. Ello se ha reflejado en caídas en las bolsas y en los precios de las materias primas. Asimismo, como consecuencia de la mayor preferencia por activos seguros por parte de los inversionistas, las tasas de interés de largo plazo disminuyeron en las principales economías desarrolladas, se produjo un nuevo máximo para el precio del oro y una apreciación del dólar estadounidense. Los premios por riesgo soberano en las economías de la periferia de Europa tuvieron aumentos importantes, y en algunos países alcanzaron nuevos máximos históricos como en España e Italia, que solo se revirtieron parcialmente tras la intervención del Banco Central Europeo. De igual manera, los premios por riesgo bancario, tanto de Estados Unidos como de Europa, registraron significativos incrementos. Además, hay señales de resurgimiento de problemas de liquidez, principalmente en Europa. Las medidas de riesgo y el costo de financiamiento externo también han aumentado en las economías emergentes, pero de una manera acotada. Para Chile, el premio por riesgo soberano aumentó, mostrando un comportamiento similar a lo acontecido en otras economías emergentes.

Las perspectivas de crecimiento del consenso de mercado recién comienzan a reflejar las consecuencias de estos episodios, por lo que aún es poco claro cuál será su impacto completo en la actividad mundial. Por lo pronto, los datos de consenso de comienzos de agosto ya mostraban una corrección importante en el crecimiento del 2011 de Estados Unidos (desde 2,5 a 1,8%), principalmente a causa de las peores cifras del segundo trimestre y el impacto que los recortes fiscales anunciados tendrían en esa economía. En Europa, las cifras de actividad del segundo trimestre y los indicadores parciales del tercero también han dado cuenta de un panorama de actividad bastante deprimido. En el mundo emergente, los datos conocidos señalan una disminución en el ritmo de expansión acorde con lo esperado.

Ante este panorama se han conjugado esfuerzos de las autoridades económicas y políticas en las principales economías desarrolladas, no obstante la volatilidad de los mercados ha seguido muy elevada. El Banco Central Europeo anunció la adquisición de deuda soberana de España e Italia. La Reserva Federal anunció que continuará con su tasa de fondos federales en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta mediados del 2013, sin descartar nuevas medidas de estímulo monetario, ante el menor crecimiento de su economía. En las economías emergentes, los bancos centrales que han tenido reuniones de política monetaria en lo que va 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 14 de julio y al 16 de agosto de 2011.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

agosto han optado por mantener sus tasas de interés, destacando la incertidumbre del escenario económico global.

Internamente, los efectos de la situación internacional se han observado en los mercados financieros. La bolsa local, medida a través del IPSA, ha mostrado una alta volatilidad diaria, con alzas y caídas muy marcadas. Considerando el momento de la reunión de julio, el valor de la bolsa local ha caído, descenso que es similar e incluso algo menor al de las plazas de otras economías emergentes. En todo caso, tras fuertes descensos a comienzos de agosto, en los últimos días, el IPSA se ha ido recuperando.

En cuanto al mercado cambiario, en promedio, el dólar estadounidense se apreció, ganando 0,4% respecto de sus principales socios comerciales desde la reunión anterior. Respecto de monedas como el yen, el franco suizo y el euro tuvo movimiento en sentido opuesto. Siguiendo la tendencia de gran parte de las economías, el peso chileno se depreció frente al dólar transándose al cierre de esta minuta en niveles cerca de \$470 por dólar (+1,4% respecto de julio). En términos multilaterales, la depreciación fue similar. Con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de julio se ubicó en 90,15 (en su medida 1986=100).

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería, en pesos y UF, registraron caídas en forma generalizada a comienzos de agosto. Esto, coincidiendo con la mayor aversión al riesgo de los inversionistas, mayor exposición de los fondos de pensiones a estos instrumentos, y siguiendo en parte la tendencia del bono de Gobierno de EE.UU. Las caídas fueron más marcadas para las tasas en pesos que en UF. Además, en el mercado de los bonos nominales se verificó un importante aumento en los volúmenes transados. Respecto de la reunión previa, las tasas de interés de los BCP entre 2 y 10 años disminuyeron cerca de 55pb. Respecto de aquellas de los bonos denominadas en UF, la caída fue más acentuada para el BCU a 10 años: 25pb, mientras que las de los BCU a 2 y 5 años retrocedieron entre 2 y 13pb.

Destaca que pese a la volatilidad financiera internacional, las condiciones de liquidez en los mercados financieros monetarios e interbancarios locales no se han visto alteradas. El *spread* de la tasa de interés *on-shore* en dólares respecto de la *libo* entre 90 y 360 días se ha mantenido prácticamente estable en el último mes, similar a lo que sucedió con las tasas de los depósitos a plazo entre 30 y 180 días transados en bolsa.

En cuanto a la actividad local, en junio el Imacec creció 6,1% anual, ubicándose ligeramente por sobre las expectativas de mercado. En términos desestacionalizados, la variación mensual fue 0,7%. Considerando la variación anual promedio del Imacec de abril, mayo y junio, la economía creció durante el segundo trimestre 6,5%. Así, el crecimiento del primer semestre fue 8,1%. Las perspectivas contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto, anticipan un Imacec de 5,5% para julio y un crecimiento anual durante el tercer trimestre del año de 5,3%. En la misma medición, el crecimiento del 2011 sería de 6,5% (igual al mes anterior). Para el 2012, la estimación es de 5,0% anual, cifra que se han ido corrigiendo a la baja en los últimos meses (5,3% en julio, 5,5% en mayo).

En cuanto a los componentes de la demanda, en la inversión se aprecian indicadores mixtos. Por un lado, las importaciones de bienes de capital se mantienen en niveles y tasas de variación anual elevados, al mismo tiempo que el Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (Imacon) y los permisos de edificación siguen aumentando. Por otro lado, los despachos de materiales y de cemento muestran una moderación en sus dinámicas. Se suma que los datos del catastro de inversión en obras de ingeniería de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) mostraron a junio un importante desplazamiento de proyectos más allá del 2014, haciendo caer el valor de las obras previstas para el período 2011-2014. En todo caso, distintas fuentes de información dan cuenta de importantes proyectos en ejecución y en carpeta en varias regiones del país. Las perspectivas para los distintos sectores recogidas en el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE)

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Agosto 2011

de julio se mantienen en la zona optimista, aunque muestran un ligero descenso de la confianza empresarial, mayormente determinado por el sector minero.

Respecto del consumo, algunos indicadores parciales —ventas de autos, ventas de durables y no durables, importaciones de bienes de consumo— continúan dando cuenta de una moderación en su ritmo de expansión. Sobre sus determinantes, el mercado laboral sigue observándose estrecho. Según información del INE, en el trimestre móvil abril-mayo-junio la tasa de desempleo se mantuvo en 7,2% (-1,3pp respecto de igual lapso del 2010). La Encuesta de Ocupación y Desocupación para el Gran Santiago de la Universidad de Chile registró una tasa de desempleo de 8,1% en junio, 0,8pp menor que la de hace un año. En junio, los salarios nominales crecieron entre 5,8 y 6,5% anual (entre 2,3 y 2,9% en términos reales). Diversas fuentes de información siguen señalando las dificultades para encontrar mano de obra, con sus consecuentes alzas en los costos laborales. Las perspectivas de la economía contenidas en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) de julio, registraron una leve recuperación tras la caída de más de tres puntos registrada en junio, pero siguen en la zona pesimista. En cuanto a las condiciones financieras, el stock total de las colocaciones nominales, según información preliminar a julio, siguió aumentando mes a mes y no se observa un comportamiento muy distinto al de meses anteriores. Las colocaciones de consumo y de vivienda mantuvieron su tasa de crecimiento anual en torno a 17 y 13%, respectivamente, mientras que las comerciales aumentaron a 12% (10% en junio). También en julio, las tasas de interés de los créditos de consumo aumentaron entre 60 y 80 puntos base (pb) en los tramos más relevantes, mientras que aquellas de vivienda se mantuvieron sin cambios. Las tasas de interés para los créditos comerciales, en los tramos más relevantes, se mantuvieron sin cambios entre 30 y 90 días y subieron 55pb entre 181 días y un año.

Referente a la inflación, el IPC de julio registró una variación de 0,1% mensual (2,9% anual), levemente por debajo de las proyecciones de mercado. Destacó el alza de los precios de la electricidad, salud y los alimentos —en particular de productos lácteos y pan—, que se compensó con caídas en los precios de vestuario, transporte y artículos para el hogar (computadores y televisores). Las medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, tuvieron alzas mensuales de 0,2 y 0,1%, respectivamente, y sus variaciones anuales se ubican en 1,9 y 1,4%, respectivamente.

Las novedades del escenario internacional —principalmente la caída en el precio del petróleo— y los significativos ajustes en las tasas de interés incidieron en que las distintas medidas de expectativas de inflación disminuyeran con fuerza respecto del mes anterior. Las expectativas de inflación que se recogen de las compensaciones inflacionarias caen a todos los plazos entre 20 y 50pb. Según la EEE de este mes, la inflación para diciembre de este año y para un año plazo se redujeron desde 4,0 a 3,6% y desde 3,5 a 3,2%, respectivamente. Para el IPC de agosto, la EEE anticipa un aumento de 0,2%, en tanto la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) prevé un alza de 0,1%. Las expectativas de consumidores y empresarios se mantienen inalteradas. El porcentaje de encuestados que responde que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses del IPEC se mantiene en 58% en julio. Las expectativas de inflación para los próximos doce meses del IMCE se mantienen en 4,0% en julio.

Como resultado de este escenario, las expectativas de mercado para la TPM se han ajustado a la baja durante el mes. El cambio fue más marcado en la trayectoria que se deduce de los instrumentos financieros, ubicándose incluso algo por debajo de la TPM vigente en el horizonte de corto plazo, aunque es difícil distinguir la incidencia de las expectativas respecto de los premios financieros. Para esta reunión, la EEE de agosto y la EOF de la primera quincena del mes anticipan una mantención de la TPM en 5,25%. Hacia adelante —diciembre del 2011, uno y dos años plazo— anticipan que la TPM se situaría en un rango entre 5,25 y 5,50%.