

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 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 12 de julio de 2011.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

La información macroeconómica del último mes es coherente con el escenario base del IPoM de junio. Las cifras de actividad interna confirman que el ritmo de crecimiento económico se modera hacia tasas sostenibles, mientras que la inflación sigue mostrando variaciones mensuales acotadas y su incremento anual se mantiene algo por sobre 3%. Las mayores novedades han provenido del ámbito externo, en particular por las noticias de las economías periféricas de Europa y sus repercusiones en el resto de ese continente. Con todo, los riesgos contemplados en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio acerca de la actividad local y el escenario externo siguen plenamente vigentes. Tras el incremento de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en junio y la publicación del IPoM, la mayoría de las expectativas de mercado sobre la TPM se inclinan por una pausa para esta reunión y un alza en la siguiente. Para diciembre las diversas medidas de expectativas se alinean en una TPM en 5,75%.

En el exterior, los principales acontecimientos del último mes han estado relacionados con la agudización de los problemas fiscales de algunos países de la Eurozona, en particular Grecia. Ello se ha reflejado en la fuerte alza de los premios por riesgo soberano y bancario de algunas de estas economías. El premio soberano de Grecia alcanzó un nuevo máximo histórico a fines de junio y al cierre de esta minuta se encuentra cerca de 600pb por sobre el nivel de la reunión pasada. El mayor optimismo que generó la aprobación del nuevo plan de austeridad fiscal se diluyó rápidamente, por la incertidumbre sobre otros aspectos del programa de financiamiento del gobierno, particularmente la participación del sector privado. El premio por riesgo soberano de Portugal se ubica en su máximo nivel, aumentando cerca de 300pb desde la última reunión. Esto coincidió con la rebaja en la clasificación crediticia de su deuda, debido a la creciente probabilidad de que este país requiera de un segundo programa de apoyo financiero. En lo más reciente, los premios soberanos de Italia e Irlanda también llegaron a sus máximos —290 y 1.000pb, respectivamente—. Resalta la rebaja en la clasificación de la deuda de Italia y las perspectivas negativas que algunas compañías de clasificación han puesto a algunos bancos de Italia y Francia. Otro factor de incertidumbre es que continúa pendiente la autorización del Congreso de Estados Unidos para elevar el techo de la deuda pública en este país, en coherencia con las necesidades del Tesoro. Todo lo anterior ha repercutido en una fuerte volatilidad en los mercados financieros en los últimos días, especialmente por el temor de que los cuestionamientos fiscales se extiendan a otras economías que, hasta ahora, habían estado alejadas del foco directo de atención.

La evolución de la actividad económica continúa siendo dispar entre países desarrollados y emergentes. Asimismo, sigue vigente la incertidumbre acerca de las implicancias de los indicadores más débiles del segundo trimestre del año: efectos pasajeros producto del mayor precio del petróleo y el terremoto en Japón, o efectos más duraderos como consecuencia del proceso de desapalancamiento de gobiernos, bancos y consumidores en las economías avanzadas. Las proyecciones de consenso no mostraron cambios sustantivos en junio, pero sí se observaron indicadores mixtos en actividad. Las encuestas de expectativas del sector industrial en Estados Unidos y Japón mostraron una mejora, acorde con la recuperación de las disrupciones causadas por el terremoto. Sin embargo, estas encuestas mostraron un retroceso en la Eurozona y China. Las cifras del mercado laboral en Estados Unidos fueron peores a lo anticipado, con una baja creación de empleo. En cuanto a las bolsas, durante el mes, los índices bursátiles fueron al alza, aunque en lo más reciente han caído parcialmente producto de la mayor aversión al riesgo. Así, las plazas latinoamericanas experimentaron un alza de 0,6% y las mundiales de 2,3%. En el caso de la bolsa local, el incremento fue de 1,9% equivalente a 2,3% en dólares.

---

<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 junio y al 12 de julio de 2011.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

Los precios de las materias primas mostraron movimientos mixtos respecto de la reunión de junio. El precio del barril de petróleo WTI disminuyó 2,5% en el mes, ubicándose en torno a US\$97 al cierre de esta minuta, mientras el petróleo Brent cayó 1,3%, transándose en US\$117. Contrario a lo anterior, el precio internacional de la gasolina aumentó 3,5% en línea con la reducción de inventarios. El precio del cobre subió 7% en el mes, transándose en alrededor de US\$4,3 la libra en los últimos días. A su vez, el índice de alimentos informado por la FAO para junio aumentó levemente con respecto a mayo, debido al fuerte incremento del precio del azúcar (14%) que más que compensó el descenso de los cereales (-1%). En todo caso, en lo que va de julio, la caída de los precios de cereales, principalmente trigo y el maíz, se ha profundizado asociado a inventarios mayores que lo esperado por el mercado. De este modo, comparados con la fecha de la reunión pasada, el trigo y maíz cayeron cerca de 15%. Con todo, los contratos futuros siguen apuntando a que los precios de estos se mantendrán en niveles elevados, aunque inferiores a los de un mes atrás.

La inflación ha continuado aumentando en la mayoría de las economías desarrolladas y se mantiene en niveles elevados en las emergentes. Destaca que, en junio, la inflación de China aumentó hasta 6,4% anual (5,5% en mayo), impulsada por mayores precios de alimentos. Para el 2011, el consenso no muestra cambios en la inflación esperada en las economías desarrolladas, mientras que se ajusta a la baja en América Latina. Para Asia emergente y Europa del Este aumentan ligeramente. Varias de las autoridades de los bancos centrales que han subido su tasa de política monetaria en el último mes, justifican su accionar por el temor a las presiones inflacionarias. El Banco Central Europeo subió su tasa de política monetaria en 25pb, tal como lo esperaba el mercado, ubicándola en 1,5%. Los bancos centrales de las economías emergentes, aunque con pausas, han continuado con la normalización de sus tasas de referencia. Resalta que China aumentó, por tercera vez en el año, la tasa de política monetaria. Hacia adelante, la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria de los países desarrollados se ajustó levemente a la baja. Los mercados financieros siguen muy susceptibles a los datos coyunturales, lo que se evidencia en un alza de las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas al inicio del periodo que se ha ido deshaciendo en los últimos días, conforme a la creciente preferencia de los inversionistas por activos más seguros. Con ello, respecto de los valores vigentes al momento de la reunión de junio, prácticamente no registran cambios las de Estados Unidos y Japón, mientras que las de la Eurozona caen 25pb. En Chile, las tasas de interés de los documentos del Banco Central tanto reales como nominales se ubican en niveles muy similares a los vigentes hace un mes, con excepción de las tasas de interés de los documentos denominados en UF de más corto plazo.

En este contexto, el valor internacional del dólar prácticamente se mantuvo inalterado respecto de sus principales socios comerciales. No obstante, durante gran parte del mes, conforme se incrementaba la incertidumbre respecto de la situación europea, el euro y varias monedas de economías emergentes se depreciaron respecto del dólar. Una vez aprobado el plan de austeridad fiscal en Grecia, la mayoría de las paridades de economías emergentes retomaron la trayectoria de apreciación que venían observando previamente. Comparando los tres días previos a la reunión pasada y al cierre estadístico de esta minuta, el peso se apreció 0,8% respecto del dólar, trayectoria que también coincidió con el aumento del precio del cobre. En términos multilaterales la apreciación fue similar. Con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de junio se ubicó en 90,7 (en su medida 1986=100).

En cuanto a la actividad local, en mayo el Imacec creció 7,3% anual, sorprendiendo al mercado que esperaba, según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio, una variación de 6,1%. El crecimiento del mes estuvo en parte importante determinado por el dinamismo del comercio y la industria y, en menor medida, por el transporte. Se agregó la existencia de dos días hábiles más comparado con el mismo mes del año anterior. Medido en términos desestacionalizados, el Imacec tuvo una variación mensual de 0,4%, con lo que el bimestre abril-mayo promedia una expansión de 0,35%, inferior al promedio del primer trimestre (0,54%). Con ello da cuenta de una disminución en el ritmo de expansión respecto de meses anteriores.

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2011

Indicadores parciales del consumo y sus determinantes, como las ventas minoristas del INE y de la Cámara Nacional de Comercio, las importaciones de autos, las importaciones de bienes de consumo, el empleo y las colocaciones de consumo, dan cuenta de una moderación en su ritmo de expansión o estabilización de niveles respecto de meses previos. Lo mismo se ratifica en base a información casuística recogida en algunas regiones del país. Las expectativas de los consumidores siguen deteriorándose. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) de junio volvió a caer, ubicándose en 44,1 puntos (zona de pesimismo), ante un deterioro de las expectativas respecto de la situación de la economía nacional. Si bien el stock de los préstamos de personas sigue creciendo en mayo —consumo 16% anual y vivienda 13%—, los de consumo presentan un menor aumento en el margen respecto de meses anteriores. Las tasas de interés de los créditos de consumo cayeron (entre 55 y 80pb en los tramos más relevantes), mientras las tasas de interés de los créditos para la vivienda se mantuvieron prácticamente sin cambios. De acuerdo con la Encuesta sobre Créditos Bancarios del segundo trimestre, sigue observándose una flexibilización en las condiciones de acceso al crédito, al mismo tiempo que la demanda se fortalece.

En el mercado laboral, el empleo no registró cambios respecto de la cifra del mes previo, con una variación anual de 6,8%. Por segundo mes consecutivo se apreció una disminución del empleo asalariado *vis a vis* un aumento del empleo por cuenta propia. La tasa de desempleo del trimestre móvil marzo-mayo se ubicó en 7,2%, levemente por sobre el trimestre móvil anterior (7,0%). Las perspectivas para el empleo, contenidas en el Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), registran un aumento respecto de mayo y se mantienen en la zona optimista, pero esto obedece solo a las expectativas del sector minero. La percepción de desempleo que se recoge en el IPEC es más pesimista que el mes previo. Por el lado de los salarios, destaca que las distintas mediciones de salarios reales crecieron entre 2 y 3% anual durante mayo, disminuyendo el ritmo de crecimiento respecto de meses previos. En términos nominales, las medidas de salarios también fueron menores que en los meses previos, el Índice de Remuneraciones (IR) bajó a 5,3% anual y el de Costo de la Mano de Obra (ICMO) a 6,2% (6,3 y 7,4% en marzo, momento de su *peak* más reciente, respectivamente). Fuentes de información casuística, señalan que encontrar trabajadores en algunos sectores o regiones del país se ha tornado cada vez más complejo y no descartan presiones salariales.

De acuerdo con indicadores parciales, la inversión en construcción y obras de ingeniería aumentó su ritmo de expansión en los datos más recientes. Según la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), en mayo, el Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (Imacon) registró un nuevo repunte, alcanzando un máximo histórico. Entre sus componentes, presentan importantes incrementos los permisos de edificación y las ventas reales de materiales de construcción. Las ventas de viviendas nuevas del Gran Santiago crecieron 81% anual (40% en abril) y los meses para agotar stock se mantienen en torno a 14, el nivel más bajo desde enero del 2007. En cuanto a la inversión en maquinaria y equipos, las importaciones de bienes de capital, descontando estacionalidad, se mantienen en niveles elevados y su crecimiento anual se situó en 27%. Las perspectivas de las empresas, contenidas en el IMCE de junio, presentan cambios mínimos respecto de mayo, ubicándose en 60,5. Cabe destacar que casi todos los sectores registraron un repunte, con excepción de comercio. De todas formas, la totalidad se encuentra en la zona de optimismo. Las tasas de interés de los créditos comerciales aumentaron en junio (hasta casi 90pb en el tramo más relevante). El stock total de las colocaciones nominales siguió subiendo en términos anuales y mensuales en mayo.

Para junio, la EEE de este mes anticipa un Imacec de 6,0%. Para el tercer trimestre, la misma encuesta prevé que el crecimiento anual del PIB será de 5,5%, con lo que el año cerrará en 6,5% (6,3% en junio).

En cuanto a precios, en junio el IPC aumentó 0,2% (3,4% anual), levemente por debajo de las proyecciones de mercado. Destacó el alza de los precios de la electricidad y de los alimentos —en particular de los productos lácteos, pan y de algunas frutas y verduras, estas últimas respondiendo a su estacionalidad habitual—, que se compensó con caídas de los precios de vestuario, gasolina y artículos para el hogar. Las

## BANCO CENTRAL DE CHILE

medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, tuvieron alzas mensuales de 0,1%, por lo que sus variaciones anuales siguen acotadas, en 2,4 y 0,9%, respectivamente.

La generalidad de las distintas medidas de expectativas de inflación siguió disminuyendo respecto de meses previos. Las que se recogen de las compensaciones inflacionarias se mantienen relativamente estables, solo las de dos a cinco años caen en torno a 20pb. Según la EEE, la inflación anticipada a dos años plazo se mantiene en 3,0% anual. Cabe notar que, para diciembre de este año y para un año plazo se redujeron desde 4,2 a 4,0% y desde 3,7 a 3,5%, respectivamente. De acuerdo con la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de julio, la inflación esperada a un año plazo descendió a 3,4% (3,5% en la primera quincena de junio). Para los siguientes doce meses, pasó desde 3,35 a 3,2% en iguales mediciones. Para julio, la EEE anticipa un aumento de 0,3%, mientras que la EOF uno de 0,2%. Las expectativas contenidas en el IPEC, medidas por el porcentaje de encuestados que responde que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses bajaron de 63% en mayo a 58% en junio. Las expectativas de inflación que compila el IMCE se mantienen inalteradas, esperándose para los próximos doce meses que la inflación esté en 4,0% anual.

Las expectativas de mercado para la TPM no sufrieron grandes modificaciones en el mes, esperándose, en general, una mantención de la TPM en esta reunión y que a fin de año se ubicará en 5,75%. En particular, tanto la EOF de la primera quincena de julio como la EEE de julio anticipan una mantención en esta reunión y una TPM en 5,75% para diciembre de este año. Las expectativas que se deducen de los contratos *forward* y *swap* también apuntan a una mantención en esta reunión, mientras que para fin de año ubican la TPM en 5,7 y 5,6%, respectivamente.