

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2012



**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 10 de febrero de 2012.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Desde la última RPM han ocurrido novedades tanto en el ámbito externo como en la economía local. En lo externo, se produjeron sorpresas favorables en la evolución del mercado laboral en EE.UU. y continúan las negociaciones con Grecia para materializar el próximo paquete de rescate financiero. En este contexto, se ha observado una mayor calma en los mercados, con un descenso de los premios por riesgo, una apreciación generalizada de las monedas frente al dólar estadounidense y un aumento de los precios de las materias primas. Las proyecciones de crecimiento mundial del consenso del mercado y del FMI para el 2012 y 2013 se sitúan algo por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre. En el ámbito interno, la principal novedad fue el crecimiento de 5,3% del IMACEC de diciembre, que superó las expectativas de mercado. Con esta cifra, los IMACEC acumulados dan cuenta de un crecimiento para el año 2011 de 6,3% algo por sobre lo previsto en el último IPoM. Asimismo, las cifras del mercado laboral continúan mostrando una situación de estrechez. Con todo, algunos indicadores adelantados para enero muestran una moderación en el dinamismo de la demanda. La inflación anual retrocedió en enero, en línea con lo previsto, y las expectativas de inflación no muestran cambios significativos. Para esta reunión, las expectativas de mercado apuntan a una mantención de la Tasa de Política Monetaria (TPM).

En el último mes, las cifras del mercado laboral en Estados Unidos y algunas medidas de confianza de consumidores y de empresas en economías desarrolladas resultaron mejores de lo esperado. Otros datos, relacionados con la inversión, aún se mantienen deprimidos. Por su parte, la producción industrial de Alemania en diciembre muestra una caída. Las últimas proyecciones de crecimiento mundial del consenso del mercado y del FMI vuelven a corregirse a la baja para el 2012 y 2013, situándose algo por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre. En el caso particular de la Eurozona se anticipa una recesión más profunda para este año.

La Reserva Federal de Estados Unidos publicó sus proyecciones para la tasa de política monetaria, anticipando la mayoría de sus miembros que no se producirán modificaciones respecto de su nivel actual hasta 2014. El Banco Central de Inglaterra amplió la compra de bonos junto con mantener la instancia monetaria en su nivel actual y el Banco Central Europeo disminuyó los requerimientos para acceder a nuevos préstamos. Otros bancos centrales mantuvieron o recortaron sus instancias monetarias. Una excepción fue el Banco de la República de Colombia, que aumentó su tasa de referencia.

Al cierre de esta minuta, continúan las negociaciones sobre el canje de la deuda griega y las medidas que este país debe adoptar para recibir el próximo tramo del paquete de rescate por €130 mil millones. En este contexto, hubo un descenso generalizado de los premios por riesgo bancarios, corporativos y soberanos, y también de los premios por liquidez. Junto con esto se dieron alzas de las bolsas mundiales. De acuerdo con el MSCI, las plazas emergentes subieron 8% y las desarrolladas 5%, ambas en moneda local (12% y 6% en dólares, respectivamente). A su vez, se produjo una depreciación generalizada del dólar estadounidense, en torno a 3%, y la mayoría de los precios de las materias primas aumentaron. El precio del cobre se cotiza cerca de US\$4 la libra al cierre de esta minuta, con un incremento de 10% respecto de la reunión previa. En el caso de los alimentos, destacaron las alzas del precio del trigo (4%) mientras que el arroz cayó 3% en igual lapso. El precio de la gasolina en el mercado de referencia del Golfo de México aumentó cerca de 10%, en tanto que el petróleo *Brent* lo hizo en 5%. Por último, el precio del barril de petróleo WTI disminuyó cerca de 2%, cotizándose en torno a US\$99 al cierre de esta minuta.

---

<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 enero y al 10 de febrero de 2012.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito interno, la principal sorpresa del mes fue el crecimiento de 5,3% del Imacec de diciembre (1,3% mes a mes en términos desestacionalizados), tasa por sobre lo proyectado por el mercado (4,0% en la EEE de enero). Al igual que en meses anteriores, el crecimiento de la actividad se verificó con mayor fuerza en los sectores del comercio y comunicaciones, a lo que se sumó un incremento de la actividad de la minería. Considerando las cifras de actividad ya publicadas, el PIB del 2011 habría crecido 6,3%<sup>2/</sup>. Para el primer trimestre del 2012, las expectativas de crecimiento del PIB contenidas en las Encuestas de Expectativas Económicas (EEE) se corrigen al alza desde 3,8% en enero a 4,0% en febrero, mientras que para el año el crecimiento esperado aumenta a 4,1% (4,0 en enero).

La sorpresa en el dato de actividad estuvo acompañada por un marcado descenso de la tasa de desempleo. De acuerdo con información del INE, la tasa de desempleo del trimestre móvil octubre–diciembre del año pasado 2011 disminuyó a 6,6% (7,1% trimestre móvil previo). Asimismo, la encuesta de la Universidad de Chile indica una tasa de desempleo ajustada por estacionalidad de 6,5% en diciembre del 2011 (7,7% en septiembre). Estas tasas de desempleo se ubican por debajo de los promedios históricos y dan cuenta de una estrecha situación de las holguras de capacidad hacia fines del año pasado. En tanto, los salarios nominales han continuado mostrando dinamismo. El IREM creció 6,3% anual en diciembre (6,1% en el mes previo) mientras que el CMO lo hizo a una tasa de 7,2% (7,0% en noviembre). Medidos en términos reales, estas medidas se ubican entre 2 y 3%. La situación del mercado laboral y las sorpresas en actividad han coincidido con una mejora de las expectativas del sector privado. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) de enero registró un aumento en todos sus componentes. Destaca el aumento del subíndice referente a la percepción de la situación personal actual, que podría estar reflejando las favorables condiciones en el mercado laboral. No obstante, el índice total se mantiene en terreno pesimista, por debajo del pivote de 50 puntos. Las expectativas recogidas en el Indicador de Confianza Empresarial (IMCE) de enero también dan cuenta de mejoras, lo cual se observa en todos los sectores económicos.

Más allá de las sorpresas en la actividad a fines del 2011, algunos indicadores dan cuenta de una moderación en el ritmo de expansión de la demanda. En particular, las importaciones nominales de bienes de consumo y de maquinaria, con oscilaciones, han tendido a estabilizar sus niveles en los últimos meses. Datos de enero de ventas de autos nuevos muestran una caída mes a mes desestacionalizada de 8,6% y las importaciones de vehículos se mantienen por debajo de lo observado hasta mediados del año pasado. Por su parte, la evaluación de los inventarios medidos por el IMCE en el sector comercio siguen indicando un nivel por sobre el deseado. Esto sugiere que continúa el proceso de ajuste de existencias. Por otra parte, la información del Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de diciembre muestra la postergación de proyectos, en particular de minería y energéticos.

Las colocaciones bancarias han continuado creciendo mes a mes, con variaciones anuales que se mantienen relativamente estables. Las tasas de interés muestran movimientos mixtos. Las de los créditos de consumo en los tramos más relevantes –entre 181 días a 1 año y a más de 3 años— aumentaron entre 90 y 110 puntos base (pb) respecto de diciembre. Las tasas de interés de los créditos para la vivienda subieron cerca de 10pb. En tanto, las tasas de interés de los créditos comerciales disminuyeron entre 10 y 25pb en los tramos de mayor participación. En el contexto del aumento generalizado de bolsas en el mundo, el IPSA subió 4% en moneda local (10% medido en dólares). El peso chileno, por su parte, se ha fortalecido en torno a 6% desde la reunión anterior, transándose al cierre de esta minuta en \$478 por dólar. El movimiento del peso ha coincidido con la depreciación general del dólar y con el aumento del precio del cobre. En términos multilaterales la apreciación del peso fue menor: alrededor de 4% el TCM y cerca de 5% el TCM-5. Con el

---

<sup>2/</sup> Conforme al calendario de difusión de las cifras de Cuentas Nacionales, la estimación del PIB del 2011, así como las revisiones al primer, segundo y tercer trimestre, serán difundidas el próximo 19 de marzo. Estas cifras se publicarán sobre la base de la nueva Compilación de Referencia 2008 presentada en diciembre de 2011.

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Febrero 2012

nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) promedio de enero se ubicó en 92,7 en su medida 1986=100 (95,4 en diciembre).

La inflación de enero fue 0,1% mensual (4,2% anual), y estuvo algo por debajo de lo anticipado por el mercado. En el mes, las medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, aumentaron 0,1 y 0,3%, respectivamente (3,2 y 2,7% anual). El incremento de la inflación subyacente se explica por alzas en precios ligados a servicios e ítems afectados de manera rezagada por la depreciación cambiaria de los meses anteriores, como los autos. Por otra parte, se registraron caídas de las tarifas eléctricas por la entrada en vigencia de nuevos contratos entre generadoras y distribuidoras, de los precios de las carnes y de los precios de las frutas y verduras frescas por efectos estacionales.

Las expectativas de inflación a un año plazo muestran aumentos en el margen, pero a dos años se mantienen en torno a la meta. La EEE y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) anticipan una inflación mensual de 0,1 y 0,2% en febrero, respectivamente. A un año plazo, ambas encuestas prevén inflaciones de 3,1% anual (3,0% en la encuesta previa). Por su parte, las expectativas de inflación para los próximos doce meses del IMCE aumentaron desde 3,5% en diciembre a 3,7% en enero. Finalmente, el porcentaje de encuestados en el IPEC que responde que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses descendió de 57% en diciembre a 54% en enero.

En este contexto, las opiniones de mercado que se obtienen de la EEE y de la EOF se inclinan por una mantención de la TPM. A seis meses plazo, ambas encuestas indican que la TPM se ubicaría en 4,5%, similar a lo que muestran los precios de los activos financieros. Considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,5 y 5,0% (4,3 y 4,7% en enero) y a dos años plazo entre 5,0 y 5,3% (entre 4,7 y 5,1%).