

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2012



**BANCO CENTRAL  
DE CHILE**

---

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 13 de agosto de 2012.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las mayores novedades del último mes se concentran en la actividad interna. Con los datos de Imacec conocidos, el crecimiento del segundo trimestre se ubicó en 5,4%, superando lo previsto en el IPoM de junio y lo considerado en las expectativas de mercado. En esto ha incidido principalmente un dinamismo más allá del anticipado de la demanda interna, particularmente del consumo privado y la variación de existencias. Por el lado de la inflación, el registro de julio fue nulo y las expectativas de mercado de corto plazo muestran vaivenes acordes con los movimientos de los precios de los combustibles y las cifras conocidas. A mediano plazo siguen en torno a 3%. En el plano externo, se ratifica la desaceleración de las economías emergentes, en especial China, y la debilidad del mundo desarrollado. El consenso de mercado anticipa que la TPM se mantendrá en esta reunión. Asimismo, en los próximos dos años prevé que la TPM se mantendrá en 5% o que tendrá recortes transitorios de una magnitud menor a la considerada en meses pasados.

En junio, el Imacec creció 6,2% anual, cifra por sobre lo esperado por el mercado que, posterior a la publicación de las cifras sectoriales, proyectaba un aumento entre 4,6 y 5,7% (4,6% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de julio). Este resultado reflejó el dinamismo en los sectores relacionados con el consumo privado, en particular el del comercio y los servicios. También incidieron factores transitorios, como el mayor uso del recurso hídrico que generó un mayor valor agregado de la generación eléctrica y algunos aumentos puntuales en la industria. Utilizando el promedio de los Imacec de los últimos tres meses, la variación a junio fue de 1,5% respecto del trimestre previo (1,4% en marzo).

Considerando la variación anual promedio del Imacec de abril, mayo y junio, la economía creció 5,4% en el segundo trimestre, cifra por sobre lo previsto en el escenario base del IPoM de junio. Para el resto del año, las expectativas que se deducen de la EEE de agosto muestran que la actividad se expandiría a tasas anuales por debajo de 5%. Para el tercer trimestre esta encuesta anticipa 4,6% (4,5% en julio), mientras para el año en su conjunto prevé 4,9% (4,8%). En el caso del tercer trimestre, se debe recordar que la base de comparación provocará efectos relevantes en las cifras anuales. En julio y agosto, por los paros que afectaron parte de la gran minería en el 2011 y, en septiembre, por la menor cantidad de días hábiles que tendrá este año.

En cuanto a la demanda interna, los sectores ligados al consumo privado han continuado con un importante dinamismo, en especial aquellos relacionados con los bienes durables. Las ventas de autos nuevos reportadas por la ANAC mostraron tasas de variación al alza. Su incremento mensual —eliminada estacionalidad— fue de 8,1% (1,1% en junio) y su variación anual de 8,7% (0,6% en junio). Las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, han seguido mejorando, principalmente por la mejor percepción respecto del momento para la compra de artículos para el hogar. Con todo, los determinantes del consumo hacen prever que su dinamismo se moderará. En lo principal, por la reducción en el crecimiento anual de la masa salarial. Por un lado, la tasa de variación en doce meses de los salarios nominales, independiente de su medición, ha seguido retrocediendo. Por otro lado, las cifras que reporta el INE muestran un menor crecimiento del empleo respecto del trimestre móvil anterior y de comienzos de año: 1,3% anual en el trimestre móvil terminado en junio (2,7% en el trimestre móvil terminado en marzo). La tasa de desempleo, en tanto, se mantiene en cifras similares a las de los meses previos: 6,6% (6,7% en el trimestre móvil anterior). La encuesta publicada por la Universidad de Chile también da cuenta de una tasa de desempleo relativamente estable: 7,1% en junio, descontada la estacionalidad (7,3% en marzo). Por el lado de las condiciones financieras no se aprecian mayores cambios. El crecimiento anual de las colocaciones de consumo sigue en torno a 14%, mientras que las tasas de interés para este tipo de créditos no muestran mayores variaciones<sup>2/</sup>.

---

<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 julio y al 13 de agosto de 2012.

<sup>2/</sup> Se exceptúa el incremento de las tasas para créditos de consumo entre 0 y 200UF que ha aumentado sistemáticamente a lo largo del año. En todo caso, estos créditos representan una fracción menor del total de colocaciones de consumo.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la inversión, sigue resaltando el importante dinamismo en el componente de construcción y obras. Las ventas de viviendas, tanto las que reporta la Cámara Chilena de la Construcción como Collect, continuaron aumentando a junio, creciendo a tasas anuales entre 20 y 30%. Los indicadores de despacho de materiales siguen creciendo en torno a 10% anual. En cuanto al componente de maquinarias y equipos, el crecimiento anual del valor de las importaciones de bienes de capital volvió a situarse por sobre 10% en julio (0,7% en el primer semestre). No obstante, parte de este aumento se debe a factores específicos, como la internación de vagones de metro que se verificó en el mes. Por otro lado, el catastro de inversión (CBC) de junio mostró una corrección a la baja en la inversión prevista para el 2012, pero al alza para el período 2013-2014. Para este último período, destacan los nuevos proyectos mineros. Las expectativas empresariales, medidas por el IMCE, han seguido retrocediendo en el agregado, aunque permanecen en la zona optimista. Por sectores, se aprecia una mejora marginal en el comercio y la industria. Las colocaciones comerciales, en tanto, siguen mostrando tasas de crecimiento anual al alza, las que alcanzan a 17%. En el agregado, las tasas de interés para este tipo de operaciones no muestran cambios relevantes.

En lo referente a la inflación, en julio el IPC no presentó variación en términos mensuales (2,5% anual), registro que estuvo algo por sobre lo esperado por las expectativas de mercado. Entre las mayores alzas destacan los alimentos, principalmente las frutas y las verduras frescas, y los servicios como transporte y salud. Estos incrementos contrarrestaron la caída de los precios de prendas de vestir, calzado y combustibles. El IPC sin alimentos y energía (IPCSAE) aumentó 0,1% en el mes (2,5% anual). En la evolución de esta medida subyacente permanece el contraste entre el comportamiento de los precios de los bienes y de los servicios. Los primeros continuaron con variaciones mensuales negativas (-0,6%) y los segundos siguieron aumentando mes a mes (0,5%). Estos últimos mantienen un crecimiento anual cercano a 5%, reflejando el dinamismo de la economía interna. Con esto, en los últimos tres meses el IPC acumuló una disminución de 0,3% (-0,2% el mes pasado) mientras que el IPCSAE acumuló 0,1% en los últimos tres meses (0,3% el mes pasado).

Las expectativas de inflación de corto plazo muestran vaivenes acordes con los movimientos de los precios de los combustibles y las cifras conocidas. A mediano plazo siguen en torno a 3%. La EEE de agosto mantiene su proyección en 2,9% a un año y en 3,0% a dos años. La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de agosto la sube levemente desde: 2,5 a 2,6% a un año y de 2,9 a 3,0% a dos años. Para agosto, la EEE anticipa una variación de 0,2%.

En el plano internacional, las novedades se han centrado en las mayores señales de desaceleración de las economías emergentes. Estas provienen de una menor demanda externa que se ha reflejado en una continua desaceleración de la actividad industrial y de una baja de las exportaciones de varias de ellas. Así, las exportaciones chinas crecieron 1% anual en julio (11,3% en junio), fuertemente afectadas por la caída de 16,2% de sus envíos al mercado europeo. Además, en esa economía destacó la debilidad de los datos de colocaciones y la importante caída de la inflación. La actividad en el mundo desarrollado ha seguido dando cuenta de debilidad, resaltando la contracción de la economía británica en el segundo trimestre y también las magras cifras del sector industrial alemán. Si bien en Estados Unidos los datos del mercado laboral sorprendieron positivamente, al registrar una creación de 163 mil empleos, la evaluación sigue siendo de una lenta recuperación de esta economía. Esto último también se recoge de las comunicaciones de autoridades de la Reserva Federal y han estado tras las expectativas del mercado de que esta entidad tome medidas adicionales para impulsar el crecimiento de la economía norteamericana en el corto plazo.

Los mercados financieros internacionales han estado algo más optimistas ante las señales de las autoridades europeas de su disposición a implementar las medidas adicionales que sean necesarias para evitar un escenario extremo. Con todo, medidas como el otorgamiento de una licencia bancaria para el ESM o la

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Agosto 2012

ampliación de este fondo no cuentan con un apoyo unánime, lo que mantiene las tensiones latentes. De todas formas, en el último mes se ha observado una nueva ola de bajas de las primas por riesgo, alzas de las bolsas, la apreciación de la mayoría de las monedas con respecto al dólar y renovadas entradas de flujos de capitales a las economías emergentes. El mercado chileno ha tenido un comportamiento distinto al promedio de las economías comparables, afectado por fenómenos idiosincrásicos. Medida en dólares, la bolsa chilena perdió 1,5% en el mes (4,0% en pesos), mientras el promedio de las bolsas mundiales y de las latinoamericanas aumentaron 5,2 y 6,0%, respectivamente. El tipo de cambio, a su vez, tuvo una apreciación mayor a la de otras monedas. Así, tanto la paridad peso/dólar como las distintas medidas multilaterales tuvieron caídas superiores a 3% en el mes. Ello también se reflejó en la evolución del TCR. En su medida 1986=100, el TCR de julio bajó hasta 89,7 (91,8 en junio).

Las materias primas han tenido un comportamiento disímil en el mes. El cobre no ha mostrado grandes fluctuaciones, transándose actualmente en valores cercanos a US\$3,4 la libra. Donde sí se han observado movimientos más importantes es en el petróleo, con alzas del orden de 14 y 9% del precio del Brent y el WTI en comparación con los valores vigentes hace un mes. Parte de ello se explica por el incremento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y otra parte a algunos problemas de oferta. Los precios de los granos han seguido afectados por problemas en la oferta y expectativas de que las cosechas de esta temporada en el hemisferio norte serán bastante menores. Así, el precio del trigo ha seguido subiendo (cerca de 5% en el mes), con lo que las alzas desde el último IPoM a la fecha son del orden de 40%.

Como resultado de estas novedades, las expectativas de mercado respecto de la TPM anticipan, en su gran mayoría, una mantención prolongada de su nivel actual. En las que aún prevén reducciones, su magnitud disminuyó. Por el lado de las encuestas, la EEE de agosto, al igual que el mes pasado, pronostica que la TPM se mantendrá en 5% durante los próximos dos años. La EOF de la primera quincena de este mes anticipa que en seis meses más el nivel de la TPM será 4,75% (4,5% en julio). A dos años plazo, lo ubica en 5% (4,75% en julio). Las expectativas que se deducen de los precios de los activos financieros muestran con menor claridad una posible baja de la TPM. A seis meses plazo, la forward anticipa un TPM en 4,89%, valor que se ubicaba en 4,62% el mes pasado.