



GRUPO DE
POLÍTICA MONETARIA

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Lunes 13 de junio de 2011

**MANUEL AGOSIN, JUAN EDUARDO COEYMANS, ALEJANDRO FERNÁNDEZ,
Y GONZALO SANHUEZA**

Considerando que los niveles de actividad siguen firmes aunque empiezan a desacelerarse, que las expectativas de inflación empiezan a ceder y que todavía la TPM en términos reales se encuentra en un nivel expansivo, el GPM recomienda por unanimidad seguir subiendo la TPM, pero a un ritmo menor de 25 puntos base, alcanzando un nivel de 5,25%. En los actuales niveles de la TPM, se acerca el momento en que el Banco Central podría hacer una pausa en el proceso de convergencia hacia una tasa de política monetaria neutral.

Las alzas de la tasa de política monetaria registradas durante los últimos 12 meses y sus efectos sobre las tasas cortas de captación y colocación, junto con un freno al aumento del gasto fiscal, han logrado contrarrestar las presiones inflacionarias generadas por los aumentos de los precios externos de combustibles y alimentos y por la expansión de la demanda interna. En efecto, el IPC durante el mes de mayo registró una tasa de variación de 0,4%, explicada principalmente por factores de oferta, donde los aumentos de precios de los alimentos, cigarrillos y gas jugaron un rol principal. En doce meses, el IPC registra un aumento de 3,3%. El IPCX registró un aumento de 0,3% durante mayo y 2,5% en doce meses, mientras que el IPCX1 aumentó 0,3% en mayo y 1,1% en doce meses. El IPC de los no transables, que refleja en mayor medida el efecto de las presiones de demanda interna, registró un aumento de 0,4% en mayo, mientras que la variación en doce meses se ha reducido desde 5,5% en marzo, a 5,2% en abril y mayo.

Las expectativas de inflación para el año han continuado su corrección a la baja, lo que es muy relevante para la determinación de la inflación efectiva. Según la encuesta del Banco Central, la inflación diciembre-diciembre llegaría a 4,2%, mientras que dos meses atrás alcanzaba un 4,4%. La inflación esperada para el horizonte de 23 meses también se redujo ubicándose en 3%, que es el centro de la banda meta. Por otro lado, las expectativas de inflación reflejadas por las diferencias entre las tasas de captación en pesos y reajustables, de 90 días a un año, revelan un quiebre importante. En efecto, la inflación esperada implícita ha continuado cayendo desde 4,70% en marzo, a 3,88% en mayo. Por otro lado, las expectativas de inflación medidas por las diferencias de tasas de uno a tres años han seguido disminuyendo desde 5,06% en marzo, a 4,09% en abril y 3,55% en mayo. Por su parte, la inflación esperada para los próximos doce meses de acuerdo a la encuesta quincenal de los operadores financieros ha continuado reduciéndose, bajando otras dos décimas en la última quincena, llegando a 3,5% en la primera quincena de junio.

Por el lado de la actividad interna, las cifras recientemente publicadas de las Cuentas Nacionales muestran un gran dinamismo de la demanda interna que en el primer trimestre de 2011 aumentó

14,6% respecto al mismo trimestre del año anterior, donde, aparte de los inventarios, la inversión en capital fijo fue el componente de mayor crecimiento con un 19,3%; el consumo de las personas le siguió con un 12,6%. En el mismo período el PIB creció 9,8%. Esta última cifra está fuertemente influenciada por el efecto recuperación post recesión y post terremoto y, por lo tanto, no sería sostenible a futuro. Así, las expectativas de crecimiento del PIB para el año completo de acuerdo a la encuesta del Banco Central se ubican en 6,3%.

Aunque los datos mensuales tienen un grado de volatilidad significativo y deben tomarse con cautela, la última cifra publicada sobre el IMACEC registró un crecimiento en 12 meses de 6,3%, mientras que el mismo indicador desestacionalizado mostró un aumento de 0,3% respecto al mes anterior y 6,9% en 12 meses. Algunos indicadores sectoriales post primer trimestre también revelan que el crecimiento puede haber empezado un proceso de desaceleración. Así, por ejemplo, el aumento en doce meses de las ventas de bienes de consumo no durables, según la última cifra de abril del INE, fue de 7,0%, mientras que los bienes de consumo durable tuvieron una desaceleración a 15,7%. Las ventas de comercio en abril, última cifra disponible, mostraron un aumento en doce meses de 8,7%, lo que revela todavía una fuerte dinámica; sin embargo, ello también muestra un freno de la velocidad de crecimiento, ya que es cerca de la mitad de lo registrado durante los últimos 11 meses. Por otro lado, sin embargo, las cifras de superficie autorizada sugieren una fuerte expansión de la construcción en los próximos meses. Estas cifras revelan que si bien la actividad sigue a un ritmo suficientemente elevado como para que el crecimiento del PIB supere el 6% en este año, la actividad se estaría empezando a moderarse en el margen y no debiera seguir al mismo ritmo durante el próximo año.

El crecimiento en 12 meses del índice del costo real de las remuneraciones fue de 3,4% en abril, último registro disponible, bajando 4 décimas respecto del mes anterior. Dicho aumento por ahora es coherente con una economía creciendo al 6,3% y un crecimiento esperado del empleo durante los próximos meses difícilmente superior al 3%. Al respecto, cabe hacer notar que el fuerte crecimiento del empleo en doce meses observado a partir de marzo de 2010 no es sostenible a futuro, ya que ese ritmo está muy influenciado por un efecto de recuperación del empleo post recesión 2008-2009. No obstante lo anterior, los bajos niveles a los que ha llegado la tasa de desempleo, 7% en abril, sí constituyen un riesgo de transformarse en un detonante de presiones salariales más allá de lo compatible con los aumentos esperados de la productividad media y marginal del trabajo.

En el ámbito externo, se mantiene un escenario favorable para el crecimiento de la economía chilena. A pesar de la situación de algunos países del Mediterráneo, especialmente la de Grecia, que constituyen alguna preocupación para la estabilidad financiera global, el crecimiento mundial sigue a un ritmo mayor que el promedio histórico. Los términos de intercambio son muy favorables para Chile, ya que el alto precio del cobre más que compensa el aumento del precio del petróleo. La evolución de este último, sin embargo, impacta directa y muy rápidamente al IPC, por lo que su volatilidad e impredecibilidad derivada de las turbulencias políticas en el Medio Oriente y Norte de África constituyen un factor de riesgo para alcanzar la meta inflación en el horizonte de política.

Considerando que los niveles de actividad siguen firmes aunque empiezan a desacelerarse, que las expectativas de inflación empiezan a ceder y que todavía la TPM en términos reales se encuentra en un nivel expansivo, el GPM recomienda por unanimidad seguir subiendo la TPM, pero a un ritmo menor de 25 puntos base, alcanzando un nivel de 5,25%. En los actuales niveles de la TPM, se acerca el momento en que el Banco Central podría hacer una pausa en el proceso de convergencia hacia una tasa de política monetaria neutral.