

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2010



**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 14 de septiembre de 2010.

Síntesis del mes^{1/}

Desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre se dio a conocer el Imacec de julio y la inflación de agosto. Ambas cifras sorprendieron al mercado, pero en sentidos opuestos, pues la actividad fue mayor a lo esperado y la inflación estuvo por debajo. En el plano externo, en los últimos días ha vuelto la preocupación a los mercados respecto de la banca en Europa, lo que se suma a las debilitadas perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense. Con todo, el escenario base delineado en el IPoM sigue vigente. Las expectativas de mercado se ajustaron a este escenario, especialmente en materia de actividad. En cuanto a las proyecciones de inflación del mercado, hay discrepancias entre las expectativas de mercado y el IPoM en el corto plazo, pero hacia el 2011 y el horizonte habitual de proyección, estas diferencias desaparecen. En general, las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) son similares a las vigentes al momento de la publicación del IPoM, con lo que el mercado prevé un aumento de 50 puntos base (pb) en esta reunión e incrementos posteriores graduales que la ubicarían entre 3,2 y 3,5% en diciembre de este año.

En agosto, la inflación anual del IPC siguió aumentando, sin embargo la variación mensual fue de -0,1% (2,6% anual) y estuvo por debajo de lo previsto por el consenso de las proyecciones de mercado. En el mes, las proyecciones se habían ido ajustando a la baja desde 0,4 a 0,2%. En el resultado del IPC incidió la baja en el gasto financiero (-0,5 puntos porcentuales) ante la reducción del impuesto de timbres y estampillas, las caídas en transporte (servicio en buses interurbanos, servicio aéreo, y combustibles), recreación y cultura, y comunicaciones, elementos que fueron parcialmente compensados por el incremento de los precios de tarifas eléctricas y alimentos. Estos últimos se reflejaron mayormente en el IPC de bienes y en el IPC de transables que subieron 0,2% y 0,6% en el mes, respectivamente. El IPCX cayó 0,1%, en tanto el IPCX1, que excluye el gasto financiero, tuvo una variación nula. En términos anuales, el IPCX alcanzó a 1,9%. El IPCX1, en tanto, se mantuvo en -0,5% anual. La velocidad de expansión de todos los indicadores de inflación continuó aumentando.

Las proyecciones de mercado se han corregido a la baja, especialmente tras la publicación del IPC de agosto. En particular, la mediana de las expectativas recogidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de septiembre anticipa una variación de 0,4% mensual para este mes (0,5% en agosto), con lo cual la inflación anual del IPC volvería a 1,9%. A diciembre del 2010 y a un año plazo, las expectativas de la EEE disminuyen a 3,3% (3,6 y 3,5%, respectivamente en agosto). A diciembre del 2011 retroceden a 3,1% (3,3%). A dos años se mantienen en línea con la meta de 3%.

En términos de actividad, las noticias han estado dentro del marco del escenario base del IPoM. El Imacec de julio creció 7,1% anual (1,3 % mes a mes desestacionalizado), por sobre las expectativas de mercado, que esperaban una variación de entre 6,0 y 6,4%. Este crecimiento nuevamente es el resultado del buen desempeño de EGA y servicios en general, donde destaca comercio. Ello se refleja en los indicadores de consumo que continúan en niveles elevados, pero con una moderación en su ritmo de expansión. Esto en un contexto en que las condiciones que sustentan el gasto siguen mejorando. La confianza de los consumidores ha aumentado y se encuentra prácticamente en su valor neutral. Las tasas de interés de los créditos de consumo de agosto disminuyeron en todos los plazos, con descensos de entre 50 y 70pb para plazos superiores a 180 días con respecto a su promedio de julio. Respecto de la inversión, indicadores asociados al sector construcción exhiben comportamientos mixtos. Por un lado, las ventas de viviendas nuevas se han mantenido bajas —en un contexto en que las tasas de los créditos para la vivienda mantienen prácticamente sin cambios— y los meses para agotar stocks siguen altos, aunque con una reducción en el margen. Por otro lado, indicadores como despachos de cemento y permisos de edificación han comenzado a crecer en sus niveles desestacionalizados. El entorno financiero para las empresas sigue favorable. De hecho, las

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al cierre estadístico del IPoM de septiembre y al 14 de septiembre de 2010.

BANCO CENTRAL DE CHILE

colocaciones de bonos corporativos totalizan cerca de UF9 millones en lo que va del mes. En tanto, las tasas de interés de los créditos comerciales de agosto, comparadas con los promedios de julio, registran alzas en todos los plazos y en aquellos de mayor representatividad fluctúan entre 80 y 140pb.

Las perspectivas de crecimiento recogidas por la EEE de septiembre se corrigen al alza y contemplan un Imacec de 6,7% para agosto. Para el trimestre en curso pasan de esperar una variación anual de 6,1 a 6,9%. Para el año anticipan un PIB de 5,3% (5,0% en agosto), cifra dentro del rango contemplado en el IPoM. De igual manera, para el 2011 la proyección también es superior, esperando ahora un crecimiento de 6% (5,8% en agosto).

El escenario internacional no presenta mayores cambios desde la publicación del IPoM, aunque en los últimos días ha vuelto a resurgir algún grado de preocupación respecto de la situación de la banca europea. Ello, entre otros, ante noticias que apuntan a la necesidad de algunos bancos alemanes y griegos de levantar capital y la extensión del plan de garantías de la banca en Irlanda. De este modo, los *spreads* soberanos de las economías periféricas de Europa se ubican en niveles similares a los máximos de mayo pasado.

En materia de crecimiento, la información conocida sigue corroborando la debilidad en la recuperación del crecimiento de las economías desarrolladas. Se observan desaceleraciones en varios indicadores de actividad y de confianza empresarial. Aunque en EE.UU. las cifras del mercado laboral fueron algo mejores a lo esperado por el mercado, el Libro Beige destaca que el ritmo de la recuperación de la economía ha disminuido en los últimos meses.

Los precios de las materias primas han mostrado movimientos mixtos en los últimos días. El precio del cobre se ha mantenido en niveles similares a los del cierre del IPoM (pero ha subido cerca de 5% desde la reunión de agosto), mientras que el petróleo presenta un aumento de 3%, transándose el barril de WTI en US\$77 (sin embargo, respecto de la reunión anterior es levemente inferior). El trigo en tanto, ha mantenido la trayectoria alcista observada en los últimos meses, con lo que su precio supera en 3% su valor al cierre del IPoM (cerca de 4% comparado con la reunión de agosto).

Bajo este contexto, las tasas de interés de largo plazo externas se han mantenido cercanas a sus mínimos históricos en las principales economías desarrolladas, aunque con algunos vaivenes en Estados Unidos, relacionadas con las cifras de déficit fiscal mejores a las anticipadas por el mercado. En Chile, las tasas de interés de los documentos libres de riesgo, en general, han aumentado respecto del cierre del IPoM.

El dólar se ha mantenido relativamente estable en los mercados externos en lo que va del mes. El peso ha seguido apreciándose, pero en una magnitud menor, 0,8% desde principios de mes. Al considerar otras monedas, el fortalecimiento del peso es algo menos de la mitad. Al cierre de esta minuta el peso se transaba en torno a \$495.

La bolsa local ha continuado al alza desde el cierre del IPoM, rentando algo más de 3% medida tanto en dólares como en moneda local. Esta evolución es levemente superior a la del resto de la región y a la del mercado global, ambos medidos a través del MSCI.

Desde la publicación del IPoM de septiembre, las expectativas para la TPM no muestran cambios sustanciales. La EEE de septiembre, la curva *forward* y la Encuesta de Operadores Financieros de la primera quincena de septiembre anticipan un alza de la TPM de 50pb para esta reunión. Según estas, a diciembre de este año la TPM se ubicará entre 3,2 y 3,5%. A un año plazo entre 5 y 5,25% y hacia fines del horizonte de proyección entre 5,50 y 6,25%. Cabe señalar, que la curva *forward* construida usando solo tasas de contratos *swap* hasta dos años se ha ajustado al alza, con esto las expectativas que se deducen de ella se han acercado a los valores que se extraen de otras medidas.