

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 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 13 de septiembre de 2011.

Síntesis del mes^{1/}

Desde la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, las mayores novedades del escenario macroeconómico provienen del exterior, donde las tensiones por la situación de Europa se han acrecentado en los últimos días. En lo interno, las cifras de actividad confirman la moderación del ritmo de crecimiento económico, mientras que la inflación sigue mostrando variaciones mensuales acotadas, con una tasa anual que se mantiene en torno a 3%. Para esta reunión, las encuestas de expectativas de mercado anticipan una mantención de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Para el 2012, todas las medidas anticipan recortes en la TPM, pero con una mayor dispersión de la habitual en el caso de las encuestas.

En los últimos días se agudizaron las presiones sobre el mercado de la deuda en la Eurozona. Destaca la fuerte alza del premio por riesgo soberano griego, que se ubica sobre 4.000 puntos base (pb) —algo más de 2.000 pb de aumento respecto de la reunión pasada—. Esto, por la intensificación de los temores sobre su incapacidad para cumplir con sus compromisos financieros y realizar los ajustes fiscales necesarios para acceder al siguiente tramo del préstamo de asistencia del FMI y la Comunidad Europea. Las autoridades de varios países han seguido realizando esfuerzos para evitar el contagio al costo de la deuda de sus economías, resaltando las medidas adoptadas en España e Italia. Sin embargo, sus premios de riesgo soberano, al igual que el de otras economías europeas, se ubican en máximos históricos. Asimismo, las primas por riesgo de bancos también registraron importantes alzas en los últimos días, por su exposición a la deuda soberana europea. Las condiciones de liquidez en los mercados monetarios de las economías desarrolladas han seguido estrechándose, pero principalmente en Europa.

El aumento de los temores sobre la situación fiscal y financiera en Europa acentuó la preferencia por activos seguros a nivel mundial. Las bolsas volvieron a caer luego de una modesta recuperación entre la reunión de agosto y la primera semana de septiembre. Medidas por el MSCI, las de las economías desarrolladas, retrocedieron cerca de 3% en dólares respecto de la reunión de agosto, mientras que el promedio de las bolsas en economías emergentes descendió cerca 2% en dólares en igual lapso. Las tasas de interés de algunas economías desarrolladas registraron mínimos históricos y nuevamente se pospusieron las expectativas de alzas en las TPM, ello también relacionado con la percepción de mayor debilidad de la actividad en el mundo desarrollado. En este contexto, en Estados Unidos se anunció un nuevo paquete de estímulo fiscal enfocado a impulsar el empleo. En las economías emergentes también aumentaron los premios soberanos y corporativos, pero en menor magnitud que en las desarrolladas y también que en episodios anteriores de estrés financiero. El dólar estadounidense se apreció moderadamente frente a sus principales socios comerciales (1,5% respecto de agosto), pero lo hizo marcadamente ante el euro (5%) y el franco suizo (11%). En este último caso, el movimiento estuvo afectado por la decisión del Banco Nacional de Suiza de fijar un tipo de cambio mínimo en 1,2 francos suizos por euro, con el fin de frenar la marcada apreciación de su moneda. Cabe señalar que el tipo de cambio real de esta economía se encuentra cerca de 20% por debajo de su promedio de los últimos 15 años.

El precio del oro se mantuvo elevado en el mes. En general, los precios de otras materias primas, aunque con vaivenes, se ubican en valores por debajo de los del cierre estadístico del IPoM, movimientos que coinciden con el incremento de la incertidumbre a nivel internacional. Sin embargo, comparado con la reunión de agosto algunos están por encima. Así, el precio del cobre se ubica en niveles similares a los de la reunión de agosto, cotizándose en torno a US\$4,0 la libra. El precio del petróleo WTI se encuentra en torno a US\$90 el barril, lo que equivale a un aumento de 3,5% respecto de la reunión anterior. En agosto, el índice de

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 18 de agosto y al 13 de septiembre de 2011.

BANCO CENTRAL DE CHILE

alimentos de la FAO se mantuvo con respecto a julio. Los principales incrementos se dieron en cereales y carne. Los precios del azúcar, aceites y vegetales y productos lácteos disminuyeron.

El mercado financiero local también dio cuenta de los acontecimientos internacionales. La bolsa, medida a través del IPSA, cayó 1,4% en moneda local respecto de agosto (-1% en dólares). El mercado de los bonos de renta fija se mantuvo con altos volúmenes transados. Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería en pesos y UF siguieron retrocediendo. Las tasas de interés del BCP, entre 2 y 10 años, se ubican por debajo de 5%. Las tasas de interés de los documentos en UF, se sitúan en niveles cercanos a 2%. El peso chileno se depreció, especialmente en la última semana, transándose al cierre de esta minuta en torno a \$475 por dólar. En cambio, en términos multilaterales el peso se apreció: cerca 2% el TCM y en torno a 2,5% el TCM-X. Con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de agosto se ubicó en 91,76 (en su medida 1986=100).

A pesar de la mayor aversión al riesgo en el escenario internacional, se colocaron bonos soberanos chilenos en el mercado internacional en condiciones favorables. El Gobierno emitió un bono a diez años por US\$1.000 millones a una tasa de 3,35% y uno en pesos por el equivalente a US\$350 millones a una tasa de 4,4%, ambos con tasas inferiores a las emisiones efectuadas por el Fisco el 2010.

Referente a la inflación, el IPC de agosto registró una variación de 0,2% mensual (3,2% anual), levemente por encima de las proyecciones de mercado. Destacó el alza de los precios de los alimentos —en particular de cereales y pan—, del vestuario y salud, que se compensó con caídas de los precios del gas por red y de artículos para el hogar (computadores y televisores). Las medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, tuvieron alzas mensuales de 0,2 y 0,1%, respectivamente (2,3 y 1,5% anual).

La mayoría de las medidas de expectativas de inflación disminuyeron en el mes. Las que se recogen de las compensaciones inflacionarias cayeron a todos los plazos entre 10 y 40pb desde la última reunión. Las de más corto plazo, aunque descendieron hasta el mínimo de 2,4% que habían registrado a comienzos del 2010, revirtieron esta tendencia a partir de fines de agosto. Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de este mes, la inflación para diciembre de este año y para un año plazo se redujeron desde 3,6 a 3,3% y desde 3,2 a 3,0%, respectivamente. Para el IPC de septiembre, la EEE anticipa un aumento de 0,4%.

En cuanto a la actividad local, en julio el Imacec creció 4,0% anual, cifra menor que la estimada por el mercado (5,5% en la EEE de agosto). En términos desestacionalizados, la serie cayó 0,3% respecto del mes previo. En parte, este indicador fue afectado por las huelgas y conflictos sindicales en algunas empresas mineras, además de un menor resultado de la industria manufacturera. Las perspectivas contenidas en la EEE de septiembre, anticipan un Imacec de 4,8% para agosto y un crecimiento del PIB de 6,5% para este año. Para el 2012, el aumento de la actividad se corrige a la baja en 6 décimas en esta encuesta, anticipando una expansión anual de 4,7%, dentro del rango del escenario base del IPoM de septiembre.

Respecto de la demanda, la información disponible a agosto sigue dando cuenta del dinamismo del componente de inversión, con importaciones de bienes de capital que, descontada la estacionalidad, registraron un nuevo aumento. Sobre condiciones financieras, en agosto las tasas de interés para los créditos de vivienda aumentaron marginalmente: +4pb respecto de julio. Las tasas de interés para los créditos comerciales, en los tramos más relevantes, aumentaron 55pb entre 30 y 90 días y retrocedieron 65pb entre 181 días a 1 año. Por su parte, cifras relacionadas con el consumo, como las ventas de autos nuevos y las importaciones de este tipo de bienes se moderaron en el margen. El mercado laboral sigue dando señales de estrechez, con una tasa de desempleo que se mantiene en niveles bajos y salarios nominales que en julio crecieron entre 5,8 y 7,2% anual (entre 2,9 y 4,1% en términos reales). En agosto, en los tramos más

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Septiembre 2011

relevantes, las tasas de interés de los créditos de consumo, retrocedieron cerca de 30pb entre 181 días y un año, mientras que aumentaron en torno a 25pb a plazos mayores de 3 años.

Durante el mes, las expectativas de mercado se fueron consensuando hacia un escenario de recorte de la tasa de instancia monetaria en el 2012. Para esta reunión, las expectativas que se deducen de las encuestas de mercado esperan una mantención de la TPM. Considerando las expectativas que se deducen de los precios de los activos financieros y de las encuestas de mercado, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,4 y 5% (entre 4,9 y 5,5% en agosto). A dos años plazos las expectativas también son menores: entre 4,6 y 5,25% (entre 5 y 5,5% en agosto). Con todo, cabe destacar que, en el caso de la EEE y de la EOF, la dispersión respecto de la TPM esperada para el 2012 aumentó respecto de agosto.