

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ABRIL 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 abril de 2012.

Síntesis del mes^{1/}

En los últimos días han resurgido las tensiones en los mercados financieros internacionales, con alzas de la volatilidad y las primas por riesgo y caídas generalizadas de las bolsas. Con todo, estas fricciones se enmarcan dentro de lo previsto en el escenario base del IPoM. Internamente, los datos de actividad e inflación sorprendieron al mercado en direcciones opuestas, sin modificar mayormente ni las expectativas de inflación ni las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria (TPM). Las distintas medidas de expectativas anticipan una mantención de la TPM para esta reunión y existe un consenso de que la primera alza ocurrirá en el curso del último tercio del 2012.

En el ámbito externo se han conjugado noticias de menor actividad en China, indicadores de empleo menos favorables en Estados Unidos y se han reavivado los temores respecto de la economía española, especialmente a partir de los inconvenientes que tuvo para colocar deuda pública. A su elevado déficit fiscal y las dificultades de esta economía para llevar a cabo los ajustes requeridos en un contexto de alto desempleo, se suman dudas respecto de ajustes pendientes en el mercado inmobiliario y la necesidad de recapitalización que podrían tener algunas instituciones financieras. Por su parte, el crecimiento del PIB de China da cuenta de la desaceleración de esta economía, al registrar una expansión de 8,1% anual en el primer trimestre de este año (8,9% en el último cuarto del 2011). Esta suma de novedades, como se indicó, ha reavivado las tensiones en los mercados financieros internacionales.

Así, la mayoría de las bolsas presentaron retornos negativos en el mes, con una tendencia que se agudizó en las últimas semanas. Las bolsas de las economías emergentes y de las desarrolladas, medidas por los índices MSCI, cayeron en promedio 2% en moneda local (-4,5 y -3,0% en dólares, respectivamente). En el mercado local, el IPSA se encuentra en niveles similares a los del cierre de la reunión anterior. Al mismo tiempo, los precios de las materias primas tuvieron caídas generalizadas. El precio del cobre y del petróleo *Brent* retrocedieron entre 3 y 4%. En el caso del petróleo, además de la percepción de una demanda mundial más débil, influyeron algunos factores de oferta, como la posibilidad de liberación de las reservas estratégicas de las economías desarrolladas y el hecho de que otros productores habrían suplido la menor oferta desde Irán. Con todo, las proyecciones de precio que se extraen de los futuros se ajustan solo marginalmente a la baja. En cuanto a las monedas, el dólar estadounidense se apreció en los últimos días, aunque con respecto a la reunión de marzo no registra mayores diferencias. Como contrapartida, el peso se depreció levemente frente al dólar desde la reunión anterior (+0,2%), lo que también ha coincidido con la caída del precio del cobre. Al cierre de esta minuta el peso se transaba en torno a \$485 por dólar. En términos multilaterales, la depreciación ha sido similar y algo mayor en el TCM-5 (+0,9%). Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de marzo se ubicó en 89,16 (en su medida 1986=100).

En el ámbito interno, el Imacec de febrero creció 6,1% anual, registro que sorprendió al alza las estimaciones de mercado previstas a comienzos de marzo —la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) contemplaba un crecimiento de 4,5%—. El efecto que tuvo el día adicional por el año bisiesto sobre el crecimiento anual de la actividad en el mes fue significativo. De hecho, eliminada la estacionalidad, el Imacec aumentó 0,1% mensual. Con esto, el crecimiento en el último trimestre móvil (diciembre-febrero) respecto del precedente alcanzó una tasa de 2,2% trimestral, aunque los registros de enero y febrero (-0,4% en promedio) mostraron una desaceleración respecto de diciembre (2,2%). Por el lado de la demanda, los indicadores disponibles de marzo muestran comportamientos mixtos. Por un lado, eliminada la estacionalidad, las importaciones de

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 15 de marzo y al 13 de abril de 2012.

BANCO CENTRAL DE CHILE

bienes de consumo han retomado una tendencia creciente. Por otro, las importaciones de bienes de capital y las colocaciones de consumo siguen reduciendo sus tasas de expansión anual. Los resultados de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del primer trimestre del 2012 muestran que, si bien las entidades bancarias perciben un fortalecimiento de la demanda por nuevos créditos, las condiciones de aprobación de crédito son más restrictivas para los créditos de consumo y de vivienda respecto del cuarto previo. Las expectativas empresariales y de consumidores también se mueven en direcciones opuestas, mejorando las primeras y deteriorándose las segundas. En todo caso, en estas últimas, la percepción sobre el momento para comprar bienes durables continúa mejorando. El mercado laboral sigue dando cuenta de señales de estrechez. La tasa de desempleo nacional, medida por el INE, bajó a 6,4% en el trimestre móvil terminado en febrero (6,6% en el trimestre móvil previo), mientras que el crecimiento anual del empleo asalariado volvió a aumentar: 5,4% (5%). Los salarios, en cambio, redujeron levemente sus tasas de variación anual. En cuanto a las perspectivas para la actividad, en la EEE de abril aumentó el crecimiento previsto para el PIB a 4,6% en el 2012 (4,4% el mes pasado). Para el 2013 se mantiene en 5%.

En cuanto a la inflación, en marzo la variación del IPC fue de 0,2% mes a mes, registro que estuvo por debajo de lo anticipado por el consenso del mercado (0,5% en la EEE de marzo y EOF de la segunda quincena de marzo). Las mayores alzas se dieron en la clase de alimentos —verduras y carnes frescas y congeladas, y tubérculos y productos derivados— y educación, que se compensaron parcialmente por bajas del costo del transporte (-0,18 puntos porcentuales (pp)) y de la electricidad (-0,14pp). Las medidas subyacentes tuvieron registros menores al del IPC. El IPCX fue 0,0% mensual, el IPCX1 0,1% y el IPC que excluye alimentos y energía -0,1%. En términos anuales, todas las medidas retrocedieron respecto del mes previo: 3,8% el IPC, 3,1% el IPCX, 2,6% el IPCX1 y 2,3% el IPC sin alimentos y energía. Las expectativas de inflación no muestran cambios significativos a uno y dos años plazo. La EEE a diciembre del 2012 se mantiene en 3,5% y a diciembre del 2013 en 3,0%. A un año plazo, la EEE aumenta a 3,3% (3,2% en marzo) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) baja a 3,4% (3,5% en la primera quincena de marzo).

Las expectativas de mercado para la TPM esperan en su totalidad una mantención para esta reunión. Las que se derivan de las encuestas de analistas y precios de los activos adelantaron el momento en que ocurrirá la primera alza de tasas. Así, esta se daría entre septiembre y diciembre de este año. Además, a uno y dos años plazo, las expectativas que se derivan de las encuestas prevén que la TPM se ubicará entre 25 y 50pb por sobre el nivel esperado en la reunión de marzo, alineándose la trayectoria esperada con el supuesto de trabajo del IPoM de marzo. Considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 5,5 y 5,7% (5,0 y 5,5% en marzo) y a dos años plazo entre 5,5 y 6,0% (entre 5,25 y 6,0%).