

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MAYO 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 15 de mayo de 2012.

Síntesis del mes^{1/}

El escenario macroeconómico del último mes continúa mostrando una marcada diferencia entre la evolución del escenario interno y externo. Por un lado, en lo externo han aumentado las tensiones en los mercados financieros, especialmente por la situación política en la Eurozona, al mismo tiempo que los datos de actividad han mostrado un comportamiento más débil del previsto. Algunas economías emergentes relevantes, como Brasil y China, siguen desacelerándose. Los precios de las materias primas, el cobre y el petróleo entre ellos, han descendido en línea con estas novedades. En lo interno, el crecimiento del PIB en el primer trimestre —considerando los datos publicados para el IMACEC— habría sido superior a lo previsto en el IPoM. No obstante, medido en términos trimestrales se aprecia una menor velocidad de crecimiento que la observada a fines del 2011. La demanda interna habría continuado evidenciando una desaceleración. La inflación, a su vez, estuvo en la parte baja de las expectativas de mercado. En este contexto, las expectativas de inflación a un año plazo han descendido, mientras que a dos años se han mantenido en torno a la meta. Por su parte, el mercado ha retrasado y disminuido la oportunidad y magnitud del aumento previsto de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Para esta reunión, el consenso de las expectativas espera una mantención.

Durante el último mes, se han acrecentado las tensiones derivadas de la compleja situación fiscal y financiera en la Eurozona. Por un lado, los resultados eleccionarios en Francia y Grecia han provocado dudas en el mercado sobre la continuidad de los planes de austeridad fiscal ya comprometidos y, en el caso de Grecia, incluso se han vuelto a generar especulaciones sobre la posibilidad de su salida del Euro. Por otro lado, el rescate de un importante banco español nuevamente levantó temores sobre la situación del sistema bancario de este país, lo que se une a su precario crecimiento y al exigente calendario de necesidades de financiamiento que tiene su gobierno. Así, se ha generado una renovada aversión al riesgo y la volatilidad de los mercados financieros se ha intensificado. Las primas por riesgo aumentaron, las bolsas retrocedieron de manera generalizada y el dólar se apreció en los mercados internacionales. En particular, las bolsas de las economías emergentes y de las desarrolladas cayeron, especialmente en los últimos días. Medidas por los índices MSCI, cayeron en promedio 3,5 y 4,5% en moneda local, respectivamente (-5,3 y -2,9% en dólares, respectivamente), mientras el IPSA descendió alrededor de 2,5% en pesos (3,6% en dólares). El peso chileno, en tanto, se ha depreciado frente al dólar (0,7% en comparación con la RPM anterior), mientras que respecto de otras monedas —tipo de cambio multilateral descontado el dólar— tuvo una leve apreciación. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de abril se ubicó en 89,5 (en su medida 1986=100).

Coherente con la mayor preferencia por activos seguros, las tasas de interés de los bonos de gobierno nominales a diez años de Estados Unidos y Alemania cayeron, ubicándose al cierre de esta minuta cerca y en su mínimo histórico, respectivamente. En el mercado local, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería en pesos disminuyeron entre 15 y 20 puntos base (pb) desde la reunión anterior. En tanto, las tasas de los instrumentos en UF tuvieron movimientos mixtos, con leves alzas en las de corto plazo y bajas en las de largo.

Otro factor que alimentó la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales fue la publicación de indicadores de actividad más débiles de lo anticipado en varias economías. En Estados Unidos destacó el informe del mercado laboral de abril —con una creación de 115 mil empleos— y el crecimiento de 2,2% del PIB del primer trimestre, con una importante desaceleración de la inversión. En China, el PIB del primer cuarto también dio cuenta de una desaceleración, al registrar un crecimiento de 8,1% anual (8,9% en el trimestre anterior). Considerando el menor dinamismo de la economía, sus autoridades recortaron los

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 17 de abril y al 15 de mayo de 2012.

BANCO CENTRAL DE CHILE

requerimientos de reserva a comienzos de esta semana. En Australia, Brasil e India, los bancos centrales redujeron sus tasas de política monetaria como respuesta, entre otras, al débil crecimiento de sus economías.

Tanto el aumento de las tensiones financieras como las expectativas de una menor demanda se reflejaron en caídas de la mayoría de los precios de las materias primas. El petróleo retrocedió algo menos de 10% en el mes, bajando de US\$95 el barril en el caso del WTI y bordeando US\$112 el barril en el caso del Brent. De igual modo, el precio internacional de la gasolina cayó más de 10% en el mismo período. Aunque el precio del cobre actualmente es similar al vigente para la reunión de abril, en torno a US\$3,6 la libra, durante el mes llegó a transarse casi a US\$3,9. En línea con la caída de los precios del petróleo, las proyecciones para el 2012 y 2013 que se extraen de los contratos futuros se ajustaron a la baja.

En el ámbito interno, en marzo el IMACEC tuvo un crecimiento de 5,2% anual, cifra superior a las proyecciones de actividad que el mercado manejaba luego de la publicación de los indicadores de actividad sectorial del mes, pero similar a la considerada en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de abril. Con esto, y considerando los IMACEC ya publicados, el PIB habría tenido un incremento de 5,6% en el primer trimestre del año, cifra que está por encima de lo considerado en el escenario base del IPoM de marzo. En todo caso, la velocidad de expansión de la actividad presenta un descenso en lo que va del año. Así, mientras el IMACEC del cuarto trimestre del 2011 creció 2,1% respecto del tercero en términos desestacionalizados, en el primer cuarto de este año dicha variación fue de 1,3%.

Por el lado de la demanda interna, los indicadores parciales disponibles son coherentes con una moderación en su crecimiento interanual, continuando la trayectoria de convergencia observada en trimestres anteriores. Se sigue observando un robusto crecimiento del consumo privado y de los indicadores relacionados con la inversión en construcción y obras. En el ámbito de las importaciones, también destaca que tras un débil marzo, las compras al exterior de bienes de capital tuvieron una recuperación en abril. El mercado laboral sigue sin mayores cambios. La tasa de desempleo aumentó levemente en el trimestre móvil finalizado en marzo, mayormente producto de factores estacionales, y se observa un ritmo de expansión del empleo más acotado que en meses previos. Los salarios nominales siguen creciendo a tasas anuales similares a las de los meses anteriores. Información casuística continúa indicando una creciente dificultad para la contratación de mano de obra en algunos sectores y regiones del país. En cuanto a las colocaciones, la información mensual muestra expansiones similares a las de meses previos, por debajo de las observadas en la segunda mitad del año anterior. Las tasas de variación anual de las colocaciones de consumo siguen descendiendo paulatinamente. Las tasas de interés de los créditos de consumo en los tramos más relevantes —entre 181 días y 1 año— aumentaron alrededor de 140pb respecto de marzo. Para plazos mayores a 3 años se encuentran en niveles similares a los de marzo. Las tasas de interés para la vivienda aumentaron levemente (8pb). Las de las colocaciones comerciales aumentaron entre 70 y 100 pb en los tramos de mayor participación.

Para abril, la EEE de mayo anticipa un crecimiento del IMACEC de 5%. Al mismo tiempo, prevé que el PIB aumentará 4,8% en el segundo trimestre (4,9% el mes pasado) y 4,8% en el año en su conjunto (4,6% el mes pasado).

En cuanto a la inflación, en abril la variación mensual del IPC fue de 0,1% (3,5% anual), registro que estuvo en la parte baja del rango proyectado por el mercado (0,1% la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de abril y 0,2% la EEE de abril). Tal como se esperaba, el precio de la electricidad incidió nuevamente en el bajo registro de la inflación (-0,3 puntos porcentuales (pp)) a lo que se sumaron caídas de los precios de los alimentos perecibles —frutas, verduras y carnes frescas y congeladas—. Estas caídas fueron compensadas por las alzas que se dieron, principalmente, en la división de transporte —combustibles y servicio de transporte de pasajeros (0,2 pp)— y de salud. Lo anterior se reflejó con más fuerza en el IPC de productos no transables, que aumentó 0,5% en el mes y con lo cual sigue creciendo en torno a 5% anual. El

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Mayo 2012

IPC sin alimentos y energía también fue mayor al IPC: 0,2% mensual y subió a 2,5% en términos anuales (2,3% el mes previo). Con esto, en los últimos tres meses el IPC acumuló un incremento de 0,60%, cifra que ha ido disminuyendo si se compara con el 0,64% que sumaba hasta el mes pasado. Asimismo, el IPC sin alimentos y energía retrocedió y acumuló 0,6% en los últimos tres meses (0,8% el mes pasado).

El escenario para la inflación previsto por el mercado para el horizonte de política monetaria no es muy distinto del de hace un mes. En el margen, se moderan las expectativas de inflación a un año plazo y se mantienen en torno a la meta a dos años. La EOF a un año plazo disminuye a 3,2% (3,4% en la primera quincena de abril) y la EEE se mantiene en 3,3% en igual lapso. La EEE a diciembre del 2012 retrocede a 3,3% (3,5% en abril) y a diciembre del 2013 se mantiene en 3,0%.

En este contexto, las expectativas de mercado respecto de la TPM han postergado la oportunidad y/o la magnitud de las alzas, dependiendo de la medida de expectativa. Con todo, las que se extraen de los activos financieros presentan una divergencia marcada respecto del momento en que se dará la primera alza de tasa. Mientras la curva *forward* prevé que esta se dará en el primer trimestre del 2013, la curva *swap* sitúa esta alza a fines de ese año. Las provenientes de las encuestas (EEE y EOF) anticipan que a uno y a dos años la TPM se ubicará 25pb por debajo del nivel esperado en la reunión anterior. Para esta reunión, en su totalidad esperan una mantención. Considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 5,0 y 5,4% (5,5 y 5,7% en abril) y a dos años plazo entre 5,4 y 5,7% (entre 5,5 y 6,0%).