

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MARZO 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 marzo de 2012.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes las principales novedades se han originado en el ámbito interno. Por un lado, en febrero las distintas medidas de inflación subyacente confirmaron un ritmo de aumento más rápido que lo observado hacia el último trimestre del 2011, mientras que los precios de frutas y verduras presentaron movimientos, que contrastan con su patrón estacional habitual. Por otro lado, pese a que la actividad de enero mostró una tasa de crecimiento anual mayor a la de meses previos, su velocidad de expansión disminuyó. En lo externo, con ciertos vaivenes, se sigue apreciando una situación más calmada en los mercados financieros y las proyecciones de crecimiento mundial no muestran nuevas correcciones significativas. El precio del petróleo, en todo caso, ha vuelto a aumentar. Las novedades del escenario macroeconómico han incrementado las expectativas de mercado de inflación de corto plazo —las expectativas de mediano plazo se mantienen en torno a 3%— y han modificado las de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Así, ahora se incorpora la posibilidad de que la TPM no registre nuevas bajas. Para esta reunión, la totalidad de los analistas espera una mantención.

En febrero, la inflación fue 0,4% (4,4% anual), cifra por sobre lo anticipado por el consenso del mercado. Las mayores alzas se registraron en la subclase de transporte de pasajeros y multimodal (0,22 puntos porcentuales (pp)) y las verduras y carnes, frescas y congeladas (0,16pp). Esto llevó a que las medidas subyacentes también registraran aumentos similares a los del IPC: 0,5% el IPCX (3,5% anual) y 0,4% el IPCX1 (2,8% anual). Parte de las alzas fueron compensadas por bajas en la división de alojamiento, agua, electricidad y gas y otros combustibles. No obstante, la mayor sorpresa del mes resultó del comportamiento del precio de las frutas y verduras frescas, que tuvieron movimientos de precios distintos de los que su estacionalidad regularmente muestra, llevando a una inflación por sobre lo previsto. El mayor nivel de estos precios es un fenómeno que se ha mantenido por varios meses y que, junto con la normalización más rápida de las medidas subyacentes, ha provocado que la inflación total se ubique por sobre lo previsto en el IPoM de diciembre.

Las expectativas de inflación mostraron incrementos a un año plazo, pero a dos años se mantuvieron en torno a la meta. A un año plazo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) sube a 3,2% (3,0% en febrero) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) aumenta a 3,5% (3,1% en febrero). Las expectativas de inflación que se deducen del Indicador de Confianza Empresarial (IMCE) para los siguientes doce meses se mantuvieron durante el último mes en 3,7%. En tanto, el porcentaje de encuestados en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) que responde que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses subió a 60% en febrero (54% en enero). Para marzo, la EEE y la EOF anticipan una inflación de 0,5% mensual, con la cual la variación anual esperada alcanzaría a 4,1%.

En cuanto a la actividad, en enero el Imacec aumentó 5,5% anual (0,3% mes a mes desestacionalizado y 7,0% trimestre a trimestre móvil desestacionalizado y anualizado), cifra que se ubicó por sobre las expectativas de mercado. Dentro de la actividad del mes destacó el crecimiento de la industria y los servicios. Pese a que el incremento anual del Imacec fue el más alto de los últimos cuatro meses —influido también por un día hábil más que en enero del 2011—, la velocidad de expansión de la actividad —con los vaivenes habituales de esta serie— descendió luego de la aceleración que mostró en noviembre y diciembre pasados. Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo mantienen un comportamiento congruente con la evolución de las expectativas y el crecimiento de la masa salarial. Las expectativas medidas por el IPEC volvieron a aumentar en febrero, llegando cerca del límite neutral. El mercado laboral continúa mostrando signos de estrechez, con una tasa de desempleo nacional que llegó a 6,6% en marzo, de acuerdo con los datos del INE. Sigue resaltando la composición del empleo, con un crecimiento, en términos anuales, de la parte asalariada y una

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 14 de febrero y al 13 de marzo de 2012.

BANCO CENTRAL DE CHILE

caída de la porción por cuenta propia. Por último, la tasa de expansión anual de los salarios siguió aumentando según la información a enero: entre 6,7 y 7,7% (entre 2,3 y 3,3% en términos reales). En todo caso, en los últimos meses tanto la tasa de expansión anual de los indicadores de consumo, habitual y durable, como del empleo han declinado.

Por el lado de la inversión, se observa un mayor dinamismo del componente de construcción y obras y uno menor del de maquinaria y equipos. Así, mientras las ventas de insumos relacionados con la construcción y los permisos de edificación han mostrado aumentos importantes en los últimos meses, el nivel de las importaciones de bienes de capital —aunque con vaivenes relevantes— se ha estabilizado en valores altos. Con todo, varios indicadores de demanda, entre ellos las mencionadas importaciones de bienes de capital, así como otros relacionados con el consumo durable (importaciones de autos) muestran que el proceso de desaceleración de la demanda interna continúa y apoyan la tesis de que este se haría más visible en los próximos meses.

Otro elemento que puede favorecer la desaceleración de la demanda interna es la evolución reciente de las condiciones crediticias. Según información preliminar a febrero, las colocaciones de consumo redujeron su velocidad de expansión, al mismo tiempo que disminuyeron su variación anual a 16% (17% en enero). También se registraron aumentos de las tasas cobradas para este tipo de crédito, de entre 130 y 180 puntos base (pb) en los tramos más relevantes. En cuanto a las colocaciones de vivienda y comerciales, en febrero estas mantuvieron sus tasas de crecimiento anual en torno a 13 y 16%, respectivamente. Las tasas de interés de los créditos comerciales disminuyeron 59pb para plazos entre 30 y 89 días, mientras que para plazos entre 181 días y un año subieron 101pb. Las tasas de interés para la vivienda se mantuvieron prácticamente estables (-1pb).

En el escenario internacional se ha seguido observando un ambiente de mayor tranquilidad respecto de meses previos. Durante el mes, gran parte de las noticias giraron en torno a la situación de la Eurozona, destacándose dos eventos. Por un lado, la operación de canje de deuda de Grecia, que luego de varias semanas de incertidumbre, finalmente logró los umbrales necesarios de participación del sector privado y alejó, al menos por ahora, la posibilidad de una moratoria de su deuda. Por otro lado, los préstamos a tres años otorgados por el BCE a los bancos de la Eurozona a través de las operaciones LTRO, que ha contribuido a subsanar los problemas de liquidez en el mercado bancario.

Previo a conocerse los resultados de la operación de canje de deuda de Grecia, los indicadores financieros dieron cuenta de las tensiones relacionadas con la adhesión que esta operación alcanzaría, pero una vez anunciados los resultados los indicadores se recuperaron. Con todo, respecto de la reunión de febrero, la volatilidad de los mercados financieros es menor, al igual que las primas por riesgo y liquidez. Las bolsas, en general, moderaron sus ganancias, mientras que continuaron fluyendo capitales externos hacia las economías emergentes, aunque más moderadamente en comparación con lo observado un mes atrás. En línea con los desarrollos en los mercados internacionales, el dólar mostró vaivenes, ubicándose al cierre de esta minuta en niveles similares a los de hace un mes. En el mercado financiero local, el peso mostró fluctuaciones en el mes, depreciándose en algo menos de 2% desde la reunión anterior. Luego de cotizarse en torno a los \$476 por dólar, la paridad peso dólar se depreció hasta valores algo por sobre \$490 por dólar. Al cierre de esta minuta se transaba en \$485 por dólar. Ello coincidió con los altos y bajos que también tuvo el precio del cobre y lo sucedido en los mercados financieros internacionales. Las medidas multilaterales son prácticamente iguales que hace un mes. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de febrero se ubicó en 89,4 (en su medida 1986=100). En cuanto al mercado bursátil, en el mes el IPSA aumentó en torno a 2% en moneda local (1,5% en dólares).

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Marzo 2012

En términos del panorama de crecimiento mundial, el mes trajo novedades mixtas. En Estados Unidos, las cifras publicadas siguen dando cuenta de una recuperación que continúa a pasos lentos. Si bien destacó la sólida creación de empleos, aún falta mucho para recuperar los empleos perdidos con la recesión del 2009. En la Eurozona, el PIB del cuarto trimestre del 2011 se contrajo 0,3% respecto del trimestre previo, mientras que diversos indicadores, como las expectativas empresariales, la evolución de su mercado laboral y los planes de ajuste fiscal en marcha en varias de ellas, apuntan a que esta economía seguiría en una recesión. En las economías emergentes, se han seguido conociendo indicadores que apuntan a que la desaceleración de sus economías sigue en marcha, destacándose la debilidad del PIB de Brasil y el menor dinamismo de China. Las proyecciones de crecimiento mundial del consenso de mercado se mantienen en el último mes.

Otro evento que ha resaltado en el escenario internacional ha sido la evolución del precio del petróleo. Respecto de los niveles de la reunión de febrero, tanto el petróleo Brent como el WTI han subido en torno a 7%. Con ello, el precio del barril de Brent se transaba al cierre de esta minuta en US\$126 y el WTI en US\$107. Las alzas en el mercado del crudo están relacionadas con las crecientes tensiones en Medio Oriente, aunque en los últimos días también se vio afectada por la volatilidad producida ante la incertidumbre por la evolución del canje de deuda griega. En línea con la evolución de los precios *spot*, las proyecciones de precio extraídas de los contratos futuros se han corregido al alza: US\$120 el barril de Brent para el 2012 (US\$111 en febrero). El precio del cobre, aunque mostró vaivenes en el mes, prácticamente se ubica en el mismo nivel que para la reunión de febrero.

La suma de novedades en el escenario macroeconómico ha generado cambios en las tasas de interés de los bonos del Banco Central, modificando también las expectativas sobre la evolución de la TPM. Respecto de febrero, las tasas de interés de los documentos del Banco Central nominales aumentaron entre 35 y 45pb dependiendo del plazo. Las tasas de interés de los bonos reajustables mostraron movimientos mixtos en el mes. Las tasas de interés de los bonos en UF entre 5 y 10 años aumentaron entre 5 y 15pb desde la reunión anterior, mientras que las de los bonos en UF a dos años retrocedieron 10pb. A su vez, las expectativas de mercado para la trayectoria de la TPM —provenientes de la encuesta de analistas (EEE y EOF) y los precios de los activos financieros— se han ajustado al alza y ya no esperan nuevos descensos. Para esta reunión anticipan, en su totalidad, una mantención. El mayor ajuste se observa en las expectativas derivadas de los precios de los activos financieros, que prevén que la primera alza de tasa será hacia fines de este año. En cambio, las expectativas que se deducen de la EEE esperan que la tasa se mantenga inalterada por lo menos hasta el tercer trimestre del 2013. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 5,0 y 5,5% (4,5 y 5,0% en febrero) y a dos años plazo entre 5,25 y 6,0% (entre 5,0 y 5,3%).