

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MAYO 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 10 de mayo de 2011.

Síntesis del mes^{1/}

La información del último mes se enmarca dentro de lo considerado en el escenario base del IPoM de marzo. La actividad interna sigue creciendo mes a mes y los indicadores de consumo siguen dinámicos. Las perspectivas privadas de crecimiento para el año se corrigen levemente al alza. La inflación de abril se ubicó algo por debajo de lo previsto por el mercado, y la generalidad de las medidas de expectativas de inflación muestra estabilidad o algún retroceso en términos anuales. En lo externo, la novedad está marcada por la evaluación negativa que el mercado ha hecho de algunas cifras de actividad de las economías desarrolladas, generando dudas respecto de su ritmo de recuperación. Ello ha llevado a disminuciones de las tasas de interés de largo plazo y de los precios de las materias primas. La mayoría de las expectativas de mercado apuntan a un incremento de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en esta reunión, pero no se descarta la posibilidad de un incremento de 50 pb.

En abril, el IPC aumentó 0,3% mensual (3,2% anual), cifra por debajo de las proyecciones de mercado. Destacó el alza de los precios de los alimentos, en especial de productos lácteos y carnes que se compensó con caídas en los precios de vestuario y artículos para el hogar. Las medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, subieron 0,3 y 0,1%, respectivamente en el mes, y sus variaciones anuales se mantuvieron en 2,4 y 0,7%, respectivamente. Para mayo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) anticipa una variación de 0,4% mensual.

Las distintas medidas de expectativas de inflación se mantuvieron o disminuyeron respecto del mes anterior. Las que se recogen de las compensaciones inflacionarias cayeron, especialmente las de más corto plazo, destacando el descenso cercano a 60 pb de la compensación uno en uno. Las expectativas de la EEE de mayo disminuyeron levemente a dos años plazo, desde 3,2% en abril a 3,1%. A un año plazo se mantienen en 4,0% desde marzo. La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de mayo mostró un descenso de las expectativas de inflación tanto a uno como a dos años respecto del mes anterior. Las expectativas contenidas en el Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) cayeron levemente, mientras que se mantuvieron en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC).

En cuanto a la actividad local, en marzo el Imacec creció 15,2% anual, con una variación mensual de 0,3% en términos desestacionalizados. Como se anticipó, la abultada variación anual respondió principalmente a la baja base de comparación, producto del terremoto de fines de febrero del 2010. En todo caso, la cifra se ubicó por sobre las expectativas de mercado, que esperaban un crecimiento en torno a 13%, según la información contenida en la EEE de abril. La EEE de mayo anticipa un crecimiento de 6,0% para el segundo trimestre (6,0% el mes anterior) y de 6,3% para el año (6,2% el mes anterior).

Los distintos indicadores de consumo siguen mostrando un crecimiento importante, con un mercado laboral dinámico, condiciones financieras sin grandes cambios y colocaciones de consumo que se aceleran, lo que contrasta con un deterioro de las expectativas de los consumidores. Las ventas de bienes de consumo habitual, durables y ventas de automóviles continúan en niveles elevados. En cuanto a las condiciones financieras, el stock total de las colocaciones nominales mostró un importante repunte mes a mes en marzo, mayormente por el incremento de las de consumo y de empresas. Las colocaciones de consumo aumentaron su tasa de crecimiento anual a cerca de 15% y las comerciales a 8%. Las colocaciones de vivienda siguen creciendo a tasas del orden de 12% anual. Las tasas de interés de mercado, en general, mostraron alzas durante abril. Para los créditos de consumo, en los tramos más relevantes —entre 181 días y 1 año y a más de 3 años—, aumentaron entre 80 y 140pb respecto de marzo. Las tasas de interés de los créditos para la

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 12 de abril y al 10 de mayo de 2011.

BANCO CENTRAL DE CHILE

vivienda, en tanto, disminuyeron en el margen (-8pb) y los créditos comerciales aumentaron entre 20 y 30pb en los tramos de mayor participación. Las perspectivas de los consumidores, contenidas en el IPEC de abril empeoraron por sexto mes consecutivo, manteniéndose en la zona de pesimismo. En el mercado laboral, según información del INE, la tasa de desempleo en el trimestre móvil enero-febrero-marzo se mantuvo respecto de la medición anterior en 7,3%. Al igual que en trimestres móviles anteriores, destacó el cambio de composición del empleo desde cuenta propia a asalariados. Por su parte, la Encuesta de Ocupación y Desocupación para el Gran Santiago de la Universidad de Chile registró una tasa de desempleo de 8,7% en marzo, 0,8 puntos porcentuales (pp) mayor que en diciembre pasado. No obstante, eliminada la estacionalidad, disminuyó 0,2pp entre ambas mediciones. En marzo, los salarios nominales continuaron aumentando en términos anuales. El Índice de Costo de Mano de Obra (ICMO) creció 3,8% real en doce meses. Por su parte, el Índice de Remuneraciones (IR) subió 2,8% en términos reales anuales. Las medidas de salarios nominales crecieron entre 6 y 7% anual.

Respecto de la inversión, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de abril corrigió a la baja, respecto de enero, la inversión privada efectuada y prevista para el bienio 2010-2011. Esto corresponde a una postergación de proyectos, por lo que para el trienio 2012-2014 se presentan correcciones positivas de la inversión, especialmente hacia fines del periodo. Las perspectivas de las empresas, contenidas en el IMCE de abril, mejoraron levemente, aunque con divergencias sectoriales. Comercio e industria disminuyeron respecto del mes previo, mientras que construcción y minería aumentaron. De todas formas, los distintos sectores productivos se mantienen en la zona de optimismo. En abril, si bien las importaciones de bienes de capital registran una disminución en el margen, se mantienen dinámicas. Por su parte, en marzo la construcción mostró aumentos en los permisos de edificación y los despachos de materiales. Por el lado de las ventas inmobiliarias, estas registraron resultados mixtos dependiendo de la fuente de información. Según los datos de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) a marzo y considerando cifras desestacionalizadas, estas se contraen y los meses para agotar stock aumentan. En contraste, el catastro de ventas de vivienda elaborado por Collect registra un importante aumento en las ventas, también considerando cifras desestacionalizadas. Ambas mediciones registran una disminución de la oferta inmobiliaria para el periodo.

En el ámbito externo, se observa una moderación de las expectativas respecto del dinamismo de las economías desarrolladas. En particular, la evolución reciente de las encuestas a los gerentes de compra anticipan un debilitamiento del ritmo de crecimiento. Al respecto se citan las consecuencias del terremoto de Japón sobre la cadena productiva, el lastre del mayor precio del petróleo y la posibilidad de restricciones adicionales en la política fiscal de algunas economías desarrolladas. Asimismo, algunas declaraciones recientes de autoridades monetarias se han interpretado como más acomodaticias de lo esperado por el mercado. Con todo, las cifras efectivas de producción industrial aún no muestran un cambio en la velocidad de recuperación y las cifras del mercado laboral en Estados Unidos sorprendieron positivamente.

Las expectativas de una recuperación menos dinámica en las economías desarrolladas se reflejaron en caídas de las tasas de interés de largo plazo durante el mes (entre 20 y 40 pb en Japón, Zona Euro y Estados Unidos). En igual lapso, el dólar se depreció cerca de 1% respecto de sus principales socios comerciales y algo más de 4% respecto del yen japonés, mientras que se apreció 0,7% frente al euro. El peso, en línea con lo sucedido a nivel global, continuó apreciándose frente al dólar durante buena parte de abril, alcanzando niveles en torno a \$460 por dólar. En las últimas semanas, el peso se depreció, transándose en algo menos de \$470 por dólar al cierre de esta minuta. Esta tendencia ha coincidido con el menor precio del cobre y los movimientos que otras paridades han registrado frente al dólar estadounidense. Con ello, desde la última reunión, el peso se apreció 0,8% frente al dólar. En términos multilaterales la apreciación fue menor: 0,3% el TCM y 0,2% el TCM-X. Con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de abril se ubicó en 89,51 (en su medida 1986=100).

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Mayo 2011

La inflación, total y subyacente, siguió aumentando a nivel global. Lo mismo que las expectativas de inflación del consenso del mercado. No obstante, las comentadas dudas sobre la fuerza de la recuperación, y las declaraciones de las autoridades monetarias, hicieron que las expectativas de mercado ajustaran a la baja la trayectoria esperada para las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas. En el mundo emergente ha continuado el retiro de los estímulos monetarios. Respecto de la situación de las economías de la periferia europea, destacó en el mes el acuerdo del paquete de ayuda a Portugal de organismos internacionales y las crecientes preocupaciones por la situación griega.

La percepción de menor crecimiento en las economías desarrolladas también estuvo detrás de la baja de los precios de las materias primas, la que se verificó con más fuerza en los últimos días. El petróleo y el cobre cayeron algo menos de 10% en el mes, con lo que el primero volvió a transarse en torno a los US\$100 el barril, mientras que el cobre se cotiza actualmente cerca de US\$4,0 la libra. Con todo, en el caso de la gasolina, las caídas en los últimos días no compensaron las alzas previas relacionadas con problemas en la refinación, por lo que el precio internacional de este combustible es actualmente cerca de 6% superior al vigente hace un mes. Los precios de los alimentos tuvieron movimientos mixtos en el mes, con caídas en maíz y trigo, pero alzas en el arroz.

Durante gran parte del mes las expectativas de mercado respecto de la TPM se mantuvieron sin grandes cambios. No obstante, hacia fines de la semana pasada, período que coincidió, entre otras noticias, con la percepción de menor actividad en el mundo desarrollado, la caída del petróleo y la publicación del IPC de abril, la mayoría del mercado ajustó a la baja sus expectativas respecto de la velocidad de retiro del estímulo monetario. Con todo, el nivel previsto de la TPM para fin de año se mantiene en torno a 6%. Para esta reunión, el consenso de mercado anticipa un alza de 25pb, tal como se desprende de las encuestas de expectativas como de lo que se deriva de los precios financieros. En todo caso, una fracción del mercado no descarta la posibilidad de un incremento de 50pb.