

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ENERO 2010



**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 día 12 de enero de 2010.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias del último mes no modifican sustancialmente el escenario macroeconómico previsto en el IPoM de diciembre. La inflación IPC de diciembre no fue una sorpresa, aunque sus componentes más subyacentes tuvieron descensos por sobre lo esperado, con caídas generalizadas de precios. La actividad de noviembre tuvo un crecimiento relevante, aunque este se explicó en parte importante por lo sucedido con los sectores de recursos naturales. Las proyecciones privadas de crecimiento para el 2009 y 2010 se corrigieron al alza. Resalta que las expectativas de mercado respecto de la TPM han ido alineándose con el sesgo dado a conocer en el comunicado de la última reunión y en el IPoM. Así, tanto las expectativas que se deducen de los precios de los activos financieros como las que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) ubican la TPM en 2,5% o cerca de este valor para fines de año.

En el ámbito externo no se aprecian grandes novedades en el último mes, destacando, si algo, el incremento en el precio de las materias primas, matizado por factores de oferta como condiciones climáticas más adversas en el hemisferio norte y huelgas en yacimientos mineros. Al cierre de esta minuta, el precio de los combustibles aumentó, en promedio, 17% respecto de mediados de diciembre, con un precio *spot* del petróleo de US\$82 el barril WTI. El cobre, con oscilaciones, se transa algo por debajo de US\$3,5 la libra, lo que representa un incremento cercano a 10% desde el IPoM.

Las proyecciones de consenso de crecimiento mundial tampoco muestran cambios significativos, aumentando marginalmente para el 2010. Las cifras efectivas de producción y exportaciones continúan mejorando y los indicadores de confianza empresarial se ubican en la zona de expansión, incluso por sobre los valores de mediados del 2007. No obstante, el desempeño del mercado laboral y su impacto en el consumo de hogares sigue siendo un elemento de preocupación, lo que queda de manifiesto en el estancamiento y/o retroceso de los indicadores de confianza de consumidores.

En los mercados financieros los índices bursátiles han continuado aumentando, mientras los *Credit Default Swaps* (CDS) suben para aquellas economías con problemas en sus finanzas públicas. A su vez, los flujos de inversión de cartera hacia economías emergentes siguen, aunque a un ritmo algo menor que el de los meses previos. En las economías desarrolladas las tasas de interés de largo plazo se han incrementado en las últimas semanas, ante la confirmación del retiro de las medidas extraordinarias de liquidez —aun cuando parte de ellas ya no se usaban y los plazos de retiro estaban de cierta forma anticipados— y los indicadores de actividad. Los futuros anticipan que las tasas de interés de política monetaria de estas economías comenzarían a subir a partir de la segunda mitad de este año. Por su parte, los bancos que ya habían iniciado el ciclo de reducción del estímulo monetario han seguido con alzas graduales de 25 puntos base, como es el caso de Israel y Noruega. Por último, las perspectivas de inflación para el 2010 se ajustan al alza en una serie de economías, acorde con los mayores registros efectivos. El dólar, medido por el *Broad Index*, se ha mantenido relativamente estable en el último mes, aunque con cambios de composición. Así, se aprecia respecto del yen y el euro, pero se deprecia respecto de otras monedas.

En el ámbito interno, se sigue apreciando una menor restrictividad de las condiciones financieras. En diciembre, las tasas de interés de colocación cayeron en casi todos los segmentos de deudores. El grueso de las tasas de interés de consumo tuvo reducciones entre 35 y 85 puntos base, dependiendo del plazo del crédito. Asimismo, las tasas de los créditos comerciales de mayor ponderación en el total descendieron entre 15 y 50 puntos base. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios aumentaron en torno a 25 puntos base. Los *spreads* entre las tasas de colocación y de captación a todos los plazos se han reducido incluso por debajo 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 diciembre de 2009 y al 12 de enero de 2010.

BANCO CENTRAL DE CHILE

los promedios previo a septiembre del año pasado. Respecto del stock de colocaciones, en noviembre, descontada estacionalidad, no se observó cambio respecto del mes anterior en las de consumo, mientras que las de vivienda aumentaron y las comerciales disminuyeron.

En el último mes, las tasas de interés de los documentos del Banco Central bajaron para casi todos los plazos y denominaciones. Los bonos nominales lo hicieron entre 5 y 35 puntos base y los bonos reajustables lo hicieron entre 25 y 40 puntos base. Todo esto en un contexto en que se anunció el plan de emisión de deuda del Banco Central y de Hacienda (menor que lo previsto por el mercado).

En cuanto a los indicadores de actividad y demanda interna, la principal noticia del último mes fue el incremento del Imacec en noviembre: 3,1% anual y 1,2% mes a mes desestacionalizado. Este resultado estuvo determinado principalmente por el desempeño de sectores de recursos naturales. Indicadores parciales respecto de los inventarios apuntan a que el ciclo de desacumulación de existencias estaría cercano a revertirse. Desde hace algunos meses, las cifras del IMCE respecto de la percepción de inventarios se habrían estabilizado en niveles próximos a lo deseado, a la vez que los datos de producción y ventas industriales de noviembre se equipararon. Las expectativas de los consumidores medidas por el IPEC siguen ubicándose en niveles optimistas, destacándose las percepciones favorables para un año más. Las importaciones de bienes de consumo continúan subiendo en sus últimos registros. En el comercio, el minorista ha alcanzado niveles similares a los de mediados del 2008 y se ha apreciado un repunte relevante en las ventas de automóviles. Sin embargo, el comercio mayorista se mantiene con un desempeño débil en el margen. La información conocida en el mes respecto de la inversión es mixta. Las ventas de viviendas han redundado en una caída en los meses para agotar stock, pero indicadores como el IMACON no muestran una clara tendencia de recuperación. Las importaciones de bienes de capital aumentaron en noviembre, aunque su recuperación es aún incipiente. Las percepciones de empresas (medidas por el IMCE) siguen en terreno optimista, impulsados por Comercio y Minería. Las expectativas de crecimiento del sector privado se corrigen al alza respecto del mes pasado. Considerando los Imacec publicados y las expectativas para el dato de diciembre extraído de la EEE (3,0% anual), el crecimiento estimado para el 2009 alcanzaría -1,7% anual. Para el 2010 y el 2011, en tanto, las expectativas de la EEE pasan desde 4,5% para ambos años en diciembre a 4,6 y 4,7% en enero, respectivamente. El mercado laboral ha seguido dando muestras de recuperación. Cifras del INE muestran que, descontada estacionalidad, en el trimestre finalizado en noviembre la tasa de desempleo se redujo a 9,3% (desde 9,7% el trimestre inmediatamente anterior), mientras se completaron seis meses consecutivos de creación de empleo, aunque su velocidad se redujo respecto del mes previo. Sigue cambiando la composición del empleo, con un incremento en el empleo asalariado trimestre a trimestre móvil que reemplaza el empleo por cuenta propia.

Respecto de la inflación, en diciembre la variación mensual del IPC fue -0,3%, en línea con lo previsto por el consenso de las proyecciones del sector privado y con las proyecciones consideradas en el escenario base del IPoM de diciembre. Las medidas subyacentes tuvieron caídas mensuales menores que el IPC: -0,1% el IPCX e IPC sin alimentos y energía, y -0,2% el IPCX1 e IPCX1 sin alimentos. En términos de variación anual, a excepción del IPC, los distintos indicadores de inflación continuaron con su tendencia a la baja. La del IPC se ubicó en -1,4% (-2,3% en noviembre), el IPCX retrocedió hasta -1,8% (-1,6%) y el IPCX1 hasta -1,1% (-0,7%). Las velocidades del IPC y sus medidas subyacentes se ubicaron en torno a cero por ciento en diciembre.

Para enero, diferentes fuentes prevén que la variación mensual del IPC volverá a ser negativa. Específicamente, la EEE anticipa una variación de -0,1% para el mes. Para fines del 2010 y del 2011, las expectativas se mantienen en 2,5 y 3% anual, respectivamente. En todo caso, a partir de este mes el INE comenzará a calcular el IPC sobre la base de una canasta de precios que serán medidos a nivel nacional y no solo en la Región Metropolitana, como hasta ahora. El efecto o signo de estos cambios en la medición de la inflación no es posible de anticipar.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Enero 2010

Por el lado de los costos laborales, en noviembre la tasa de variación anual de los salarios continuó descendiendo: 5,4% (5,5% en octubre) y 6,0% (6,2%) para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra, respectivamente. La velocidad de expansión mes a mes de estos indicadores continuó oscilando entre 4 y 6% anualizado. Respecto de los costos externos, aunque con vaivenes, el peso se apreció en el mes, similar a lo ocurrido con otras monedas de países emergentes y de América Latina. Así, en los tres días hábiles previos al cierre de esta minuta el peso promedió algo más de \$490 por dólar, lo que equivale a una apreciación de 0,8% respecto del nivel de la reunión de diciembre. Indicadores multilaterales muestran variaciones algo mayores que las del tipo de cambio peso/dólar. En términos reales, considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre de esta minuta, el tipo de cambio real (TCR) en diciembre continuaría igual que al cierre del IPoM: 91 (en su medida 1986=100).

Las expectativas para la TPM se han alineado, en su mayoría, con el sesgo dado a conocer en el comunicado de la reunión de diciembre y el IPoM. En lo más próximo, varios analistas de mercado no esperan movimientos en el nivel de la TPM por lo menos hasta el tercer trimestre de este año. Para fines del 2010, el nivel esperado para la TPM que se deduce de la curva *forward* se ha reducido desde el mes pasado, ubicándose próximo a 2,5% (desde 3% al momento de la reunión de diciembre), alineándose con la EEE de enero. Esta, al igual que el mes pasado, arroja que la TPM se ubicaría en 2,5%. Para fines del 2011, las expectativas que se deducen de la curva *forward* también indican una TPM menor que el mes anterior, 5,4%, y las de la EEE una de 5,0%.