

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 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 día 15 de febrero de 2011.

Síntesis del mes^{1/}

Las cifras conocidas durante el último mes se enmarcan dentro del escenario macroeconómico delineado en el IPoM de diciembre. El 2010 habría cerrado con un crecimiento anual de la actividad de 5,2%, mientras la inflación de enero se ubicó en 2,7% anual, ambas cifras en línea con lo previsto en el citado informe y lo considerado por la generalidad de las expectativas de mercado. El escenario de crecimiento mundial ha mejorado, en especial en las economías desarrolladas. No obstante, la mayor novedad del último mes se ha centrado en el aumento de las perspectivas privadas de inflación, en gran parte por el incremento del precio internacional de los alimentos y los efectos que su posible traspaso pueda tener en la inflación. Así, tanto en Chile como en otras economías se ha observado un aumento de la inflación esperada en el 2011. En este contexto, varios bancos centrales han continuado retirando el impulso monetario a sus economías. En Chile, las distintas medidas de expectativas aumentaron el nivel esperado de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Para esta reunión, la totalidad de las encuestas prevé un aumento de 25 puntos base (pb) en la TPM, mientras que para mediados de este año la TPM prevista es 50pb mayor que hace un mes.

Como se indicó, la principal novedad del mes es el cambio, relativamente generalizado, hacia perspectivas de mayor inflación a nivel local y externo por parte del sector privado. Este incremento surge de diversos factores. Uno de los más relevantes es la creciente preocupación por el aumento del precio de los alimentos, hecho que se ha dado en un escenario de oferta más ajustado. El índice agregado de precios de alimentos informado por la FAO alcanzó un nuevo máximo histórico en enero, aumentando 3,5% respecto del mes previo. Dentro de este índice, destaca que varios precios de alimentos se acercan a los niveles alcanzados el 2008 como los cereales y el aceite, mientras que el azúcar ya superó el máximo alcanzado a inicios del año pasado. En el caso del trigo y el maíz, resalta la corrección a la baja de la proyección de producción e inventarios para el bienio 2010-2011. Por su parte, si bien el precio del petróleo WTI ha caído algo más de 7%, transándose en US\$84,2 el barril al cierre de esta minuta, el precio de sus derivados ha aumentado, específicamente la gasolina y el *heating oil* subieron alrededor de 1 y 4% desde la última reunión, respectivamente. Ello, en línea con el aumento del *crack spread* que se encuentra en niveles cercanos a US\$20 el barril. La evolución del precio del barril de WTI se ha diferenciado de modo importante de lo sucedido con el barril de Brent. Este último, aumentó en torno a 4% en el último mes superando los US\$100, principalmente por la incertidumbre proveniente del escenario político de Egipto.

En Chile, las distintas medidas de expectativas inflacionarias del mercado aumentaron en el último mes. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de febrero prevé que la inflación anual del IPC para diciembre de este año será 4%, que se contrasta con el 3,6% de enero y el 3,2% de diciembre pasado. A un año plazo, las expectativas de esta encuesta sitúan la variación anual del IPC en 3,8%, lo que se compara con 3,6% hace un mes y con 3,2% en diciembre pasado. A dos años plazo, la EEE vuelve a indicar que la inflación anual superará el 3%, ubicándose nuevamente en 3,2%. La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de febrero anticipa que a un año plazo la inflación anual del IPC será de 4%, siete décimas por sobre lo previsto en las encuestas de diciembre. Las expectativas a un año que se extraen del IMCE pasaron de 3,2% en diciembre a 3,5% en enero, mientras el porcentaje de encuestados en el IPEC que responden que la inflación subirá “mucho” en los próximos meses sube de 43% en diciembre a 51% en su medición de enero. Las medidas de compensaciones inflacionarias que se extraen de los diferenciales de papeles nominales y reajustables también suben. Destaca el desplazamiento al alza de la curva de rendimiento en pesos, que no ha sido acompañado de un movimiento similar en la curva de papeles reajustables. En todo caso, se debe considerar que las tasas de los bonos en pesos están afectadas por el anuncio y las emisiones de deuda ya efectuadas para la esterilización del programa de acumulación de reservas internacionales.

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 13 de enero y al 15 de febrero de 2011.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Externamente, las expectativas de inflación también han aumentado en la mayoría de las regiones, especialmente en las economías emergentes. Destaca el ajuste hecho por *Consensus Forecasts* para las expectativas de inflación de Asia emergente de 3,6% en noviembre del 2010 a 4,4% en enero para este año.

En este contexto, varios bancos centrales siguen el proceso de normalización de su política monetaria, mientras que en Estados Unidos y la Zona Euro aún se mantienen tasas de interés en niveles mínimos y medidas de estímulo adicional. En todo caso, en la Zona Euro las expectativas de mercado ya comienzan a considerar la posibilidad de aumentos de la tasa de interés de referencia durante este año. En los bancos centrales que han incrementado sus tasas de interés de política, se aprecia una preocupación extendida por el posible impacto sobre la inflación del mayor precio de los alimentos y energía. Destacan los aumentos decretados en los últimos meses por China, Polonia, Hungría, Israel, Brasil, Perú, India e Indonesia.

En Chile, la cifra de inflación de enero estuvo en línea con lo esperado por el consenso del mercado. La variación mensual del IPC de enero fue de 0,3%, con lo que la variación anual se ubicó en 2,7%. Las mayores alzas se registraron en las divisiones de bebidas alcohólicas y tabaco —principalmente debido al aumento del impuesto al tabaco—, transporte y la división de alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles. Estas últimas dos divisiones afectadas por las alzas del dólar en enero y por el aumento del precio internacional de los combustibles. Dichos incrementos fueron contrarrestados parcialmente por las divisiones de prendas de vestir y calzado y los alimentos perecibles. Las medidas subyacentes también registraron variaciones mensuales positivas de 0,1 y 0,2% para el IPCX y el IPCX1, respectivamente. Para este mes, tanto la EEE como la EOF anticipan una variación mensual de 0,2%.

En cuanto a la actividad local, en diciembre el Imacec creció 5,7% anual, con una variación mensual nula en términos desestacionalizados. Con la información disponible al cierre de esta minuta, el PIB del 2010 creció 5,2%, cifra que coincide con la considerada en el escenario base del IPoM de diciembre. El crecimiento anual de la actividad de diciembre fue ligeramente menor a la proyectada por el mercado, el cual anticipaba una expansión en torno a 6% anual. Al igual que en meses anteriores, el crecimiento de la actividad se verificó con mayor fuerza en los sectores del comercio, transporte y comunicaciones. Para enero, las perspectivas contenidas en la EEE de febrero anticipan un Imacec de 6,0% anual. Para el primer trimestre del 2011, en tanto, las expectativas de crecimiento del PIB se corrigen al alza desde 7% en enero a 7,8% en febrero, no obstante ello el crecimiento esperado para el 2011 se mantiene en 6,0%.

Por el lado de la demanda, continúa observándose un positivo comportamiento del consumo. En enero, las ventas de autos nuevos y las importaciones de bienes de consumo durable, descontada estacionalidad, registraron un nuevo repunte. Las expectativas de los consumidores se mantienen en la zona optimista, aunque en niveles inferiores a los de meses previos. En el mercado laboral, según cifras del INE, la tasa de desempleo en el trimestre móvil octubre-diciembre se ubicó en 7,1%, cifra igual a la del trimestre móvil anterior. Se volvió a apreciar un cambio de composición en el empleo desde ocupación por cuenta propia hacia asalariados. Por otra parte, según la Encuesta de Ocupación y Desocupación en el Gran Santiago de la Universidad de Chile, en términos desestacionalizados el desempleo disminuyó a 7,8% en diciembre del 2010, desde 8,8% en septiembre y 10,7% en diciembre del 2009. Ello en un contexto en que los salarios nominales siguen creciendo: la variación anual del CMO alcanzó a 5,9% en diciembre (desde 5,5% el mes previo), mientras el IREM creció 4,7% anual en diciembre (4,5%).

En cuanto a la inversión, destaca la actividad en la construcción. En diciembre, el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) aumentó 1,5% mes a mes desestacionalizado (más de 9% anual). Diversos indicadores ligados a la construcción dan cuenta de las buenas perspectivas de este sector, tales como los aumentos en los permisos de edificación, las ventas de viviendas nuevas e incremento del empleo ligado a esta rama de actividad. La información presupuestaria del Fisco durante el 2010 mostró un

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Febrero 2011

crecimiento mayor a lo esperado en los ítems de inversión y transferencias de capital, lo que habría afectado positivamente la actividad de fines del 2010 y se prolongaría hacia comienzos del 2011. Por otra parte, según información contenida en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de enero del 2011, la inversión privada en obras de ingeniería materializada en el 2009 y 2010 habría sido menor que la antes prevista. Para el 2011, las perspectivas de esta inversión también se corrigen a la baja, en lo principal por menores montos en los sectores de energía y minería. Parte de esta menor inversión en el 2011 se traslada para el bienio 2012-2013, período en que se prevé un mayor gasto por este concepto respecto del catastro previo. En enero, las importaciones de bienes de capital registran una disminución mes a mes en torno a 5% en términos desestacionalizados (10% anual), pero se mantienen en niveles elevados. En cuanto a la confianza empresarial, en enero el IMCE aumentó, más que recuperando la caída observada en diciembre.

Respecto de las condiciones financieras, en enero el stock de colocaciones nominales —de acuerdo con información preliminar— creció marginalmente mes a mes (cerca de 8% anual). El crecimiento anual de las colocaciones de consumo y de vivienda siguió subiendo, ubicándose entre 12 y 13% anual. En cuanto a las tasas de interés, no se observan movimientos significativos. Considerando los tramos más relevantes en cada una de ellas, se aprecian movimientos mixtos tanto en los créditos comerciales como de consumo y una relativa estabilidad en los de la vivienda.

En relación con las paridades de monedas, en el último mes el dólar tuvo un comportamiento mixto en los mercados internacionales. Frente al euro y las monedas de algunas economías emergentes del Este de Europa, como República Checa, Rusia y Hungría, la moneda estadounidense se depreció entre 2 y 4%. En cambio, frente a otras monedas de economías emergentes como Israel y Sudáfrica, se apreció entre 3 y 6%. Considerando una canasta de monedas de los principales socios comerciales de Estados Unidos, el dólar se depreció levemente (0,9%). El peso chileno se fortaleció respecto del dólar, apreciándose 4,6% desde la última reunión, situándose la paridad algo por sobre \$470 por dólar al cierre de esta minuta. En términos multilaterales, la apreciación del peso fue menor, de 3,9%, y considerando los principales socios comerciales, de 3,4%. Considerando un horizonte más amplio, la apreciación del peso respecto del dólar estadounidense, desde su nivel máximo a fines del 2008, no es muy distinta de la que observada tanto en otros países exportadores de productos básicos como en algunas emergentes que han efectuado intervenciones en su mercado cambiario: el dólar australiano se ha apreciado cerca de 40%, el dólar neozelandés alrededor de 35%, el real brasileño, el peso colombiano y el won coreano, al igual que el peso chileno, en torno a 30%. En todo caso, se han continuado implementado nuevas medidas cambiarias en algunas economías emergentes, destacando lo realizado por Brasil, Indonesia, Israel y Perú. Con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de enero se ubicó en 89,49 (en su medida 1986=100).

Respecto del crecimiento mundial, las cifras de actividad y confianza empresarial han seguido mejorando en las economías desarrolladas, lo que se ha traducido en aumentos de las tasas de interés de largo plazo y de sus indicadores bursátiles. Sin embargo, la confianza de los consumidores continúa por debajo de los niveles pre crisis, lo que coincide con la lenta recuperación del mercado laboral en estas economías. Por otro lado, las primas por riesgos de las economías europeas periféricas han disminuido, no obstante los *spreads* de Irlanda y Portugal se han incrementado en la última semana, ante el resurgimiento de las dudas sobre el cumplimiento de los planes de consolidación fiscal. En las economías emergentes, el crecimiento se ha moderado y se mantiene en línea con sus valores de tendencia, con la excepción de China que continúa mostrando un alto dinamismo. Ello, junto con la aplicación de medidas más restrictivas y mayores perspectivas de inflación, ha llevado a una salida de fondos de inversión en renta variable desde economías emergentes hacia desarrolladas. En estas últimas, utilizando los índices MSCI en dólares, se aprecia un aumento promedio de 3,5% en sus bolsas, mientras que en el promedio global de las plazas de las economías emergentes se observó un retroceso de 5,3%. En el mercado local, la caída en el IPSA fue menor: 1,8% en dólares (cerca de 6% en pesos). El

BANCO CENTRAL DE CHILE

precio del cobre aumentó alrededor de 5% en el mes, alcanzando un nuevo máximo nominal histórico de US\$4,6 la libra. Destaca el ajuste al alza de las proyecciones de la Comisión Chilena del Cobre para el 2011, que estima un precio promedio para la libra de cobre de US\$4,17 (entre US\$3,4 y 3,5 la libra en su publicación previa). Para el 2012 proyecta un precio promedio de US\$4,04 la libra.

Bajo el escenario de mayores perspectivas inflacionarias en Chile, todas las medidas de expectativas de mercado respecto de la trayectoria de la TPM —provenientes de encuestas a analistas (EEE), operadores financieros (EOF) y de los contratos futuros *forward* y *swap*— mostraron alzas a dos años plazo. Para esta reunión estas indican, en forma transversal, un aumento de 25pb. Para los meses siguientes anticipan que el ciclo de alzas seguirá de manera continua en la primera mitad del año. Así, para mediados del 2011 la TPM esperada por todas las medidas de expectativas es 50pb mayor que lo previsto el mes anterior. A dos años plazo, la EEE y la EOF muestran incrementos de 25pb y la curva *forward* de 40pb. Así, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo la TPM se ubicaría entre 5,6 y 6,2% (entre 5,0 y 5,7% el mes anterior) y a dos años plazo entre 6,0 y 7,0% (entre 5,75 y 6,63%). En todo caso, se debe considerar que parte del mayor aumento que muestran las expectativas que se extraen de la curva de contratos *forward* se explica por el antes comentado efecto que el programa de esterilización de la compra de reservas internacionales tuvo sobre las tasas de mercado.