

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 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 octubre de 2010.

Síntesis del mes^{1/}

Las cifras de actividad se enmarcan dentro del escenario previsto en el IPoM de septiembre, consolidando un crecimiento robusto de la economía y una cierta moderación de la demanda. Sin embargo, la inflación ha evolucionado por debajo de lo esperado, con sorpresas puntuales en la trayectoria de vestuario y tabaco. Asimismo, las expectativas inflacionarias privadas muestran una leve reducción. En el plano externo, se ha ido consolidando un panorama de crecimiento más débil en las economías desarrolladas, que contrasta con mayor dinamismo en las emergentes y alzas en los precios de las materias primas. En este contexto, han surgido expectativas de implementación de nuevas medidas de política monetaria no convencionales en las economías desarrolladas. Todo lo anterior ha tensionado los mercados internacionales de divisas, provocando una depreciación generalizada del dólar, así como la aplicación de medidas administrativas o de intervención cambiaria en algunas economías. Las perspectivas de los analistas señalan que la economía chilena seguirá dinámica, pero con bajos registros de inflación en los próximos meses. Las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) son algo menores a las vigentes hace un mes, especialmente para las reuniones de este año. Así, para esta reunión el mercado prevé un aumento de la TPM de 25 puntos base (pb), e incrementos posteriores que situarían la TPM algo por encima de 3,0% en diciembre (entre 3,2 y 3,5% el mes pasado).

En septiembre, la variación mensual del IPC fue de 0,4% y estuvo en línea con el consenso de las proyecciones de mercado. Las principales alzas se registraron en alimentos y transporte, mayormente explicado por el servicio en buses interurbanos. Estos aumentos fueron contrarrestados, en parte, por caídas en el precio de los combustibles. Las medidas subyacentes también mostraron registros mensuales positivos. El IPCX tuvo la misma variación que el IPC, mientras el IPCX1 y el IPC sin alimentos y energía aumentaron 0,3% respecto de agosto. En términos de variación anual, el IPC e IPCX retrocedieron a 1,9% (2,6% en agosto) y a 1,6% (1,9% en agosto), respectivamente. El IPCX1, por su parte, se mantuvo por tercer mes consecutivo en -0,5% anual. La velocidad de expansión de todos los indicadores de inflación se moderó en el margen.

Las proyecciones de inflación de mercado en el plazo a un año se han corregido a la baja. En particular, la mediana de las expectativas recogidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre anticipa una variación de 0,2% mensual (0,2% en septiembre), de este modo la inflación anual del IPC alcanzaría a 2,1%. A diciembre del 2010 y a un año plazo las expectativas de la EEE disminuyen a 3,1% (ambas 3,3% en septiembre). A diciembre del 2011 se mantienen en 3,1% y a dos años en 3%.

Los antecedentes del sector real reafirman el escenario base contemplado en el IPoM de un crecimiento vigoroso de la actividad y cierta moderación de la demanda. El Imacec de agosto creció 7,6% anual (-0,2 % mes a mes desestacionalizado), levemente por debajo de las expectativas de mercado de los últimos días, que esperaban un valor más cercano a 8%. Esta cifra se explica principalmente por el favorable desempeño de comercio, transporte e industria. La moderación en algunos indicadores parciales de consumo está en línea con las proyecciones implícitas en el último IPoM. Las compras de bienes durables, excluido autos, muestran una leve reducción en su velocidad de expansión, así como las importaciones de bienes de consumo. No obstante, las expectativas de los consumidores vuelven a la zona optimista después de haber estado en la zona pesimista desde marzo. En septiembre, de acuerdo a información preliminar, las colocaciones de consumo registraron aumentos en torno a 9% anual, mientras que las tasas de interés con mayor representatividad de estas operaciones aumentaron en torno a 100pb respecto de agosto.

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 16 de septiembre y al 12 de octubre de 2010.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Según las cifras del INE, la industria en agosto creció 6,9% anual, por sobre las expectativas privadas. Con ello, el sector alcanzó el nivel de producción previo al terremoto, incluso algunas ramas, asociadas a productos transables, ya superan ese nivel. Destaca también el crecimiento de las ramas ligadas a la inversión (materiales de construcción). Esto está en línea con el mayor uso de la capacidad instalada que detecta la encuesta IMCE. Asimismo, la situación actual de inventarios del sector, medida por esta misma encuesta, indica que estos siguen por debajo de lo deseado.

Indicadores parciales del sector construcción comienzan a dar señales de recuperación. Las ventas de viviendas nuevas están aumentando, con el consiguiente descenso del stock y de los meses para agotarlo, los que ya se ubican en niveles de marzo del 2008. Las tasas de interés para créditos de vivienda disminuyeron en el margen durante septiembre, alcanzando su menor nivel desde fines del 2004, y las colocaciones de este tipo de operaciones crecen 13% anual. Además, destacan la mejora en las expectativas del sector construcción, medidas por el IMCE, que alcanzan su valor neutral, después de varios meses de estar en la zona pesimista. Las perspectivas de inversión, bajo esta misma medida, han continuado mejorando. No obstante, las importaciones de bienes de capital han retrocedido. Las expectativas empresariales, en el agregado, siguen en la zona optimista, creciendo respecto de agosto en todos los sectores. En tanto, las condiciones de financiamiento de las empresas siguen favorables: las colocaciones comerciales crecen 6% anual y las de comercio exterior recuperan dinamismo. A su vez, las tasas de interés de los créditos comerciales registran alzas cercanas a 70pb en los plazos menores a 180 días, pero disminuciones de más de 100pb para plazos superiores. Los resultados de la encuesta sobre créditos bancarios del tercer trimestre arrojan que la mayoría de los bancos continúan flexibilizando sus condiciones de acceso al crédito, al tiempo que perciben un fortalecimiento de la demanda tanto de personas como de empresas.

Las proyecciones del sector privado incluidas en la EEE consideran un Imacec de 7,0% anual para septiembre. Para el año, las perspectivas de crecimiento para la actividad se ubican en 5,4% (5,3% en septiembre). Para el 2011, se mantienen en 6%.

Respecto del mercado laboral, de acuerdo a las cifras del INE, la tasa de desempleo en el trimestre móvil de junio-agosto se mantuvo en 8,3% por segundo mes consecutivo. El empleo continúa dinámico, registrando un crecimiento mensual de 0,4% en promedio en lo que va corrido del año. Las cifras de empleo entregadas por otras fuentes, como la Asociación Chilena de Seguridad y la SOFOFA, también muestran un crecimiento en el empleo mes a mes en sus niveles desestacionalizados. De igual manera, el índice de puestos de trabajo del INE, que considera las empresas de la encuesta de remuneraciones, arrojó un incremento mensual de 0,4% en agosto y de 2,7% anual. Las perspectivas para el empleo contenidas en el IMCE continúan en la zona optimista, y subiendo desde julio. Respecto de los costos laborales, los salarios nominales (usando los índices referenciales base 2009) continuaron aumentando mes a mes en agosto. En términos de variación anual, el costo de la mano de obra creció 4,5% (4,4% en julio) y las remuneraciones por hora se redujeron a 3,7% (3,9% en julio). Los salarios reales disminuyeron en su tasa de variación anual.

En el plano externo, en materia de actividad económica, se asienta con más fuerza la percepción de la diferenciación en el ritmo de crecimiento de las economías desarrolladas comparado con el de las emergentes. Desde la reunión anterior, diversos antecedentes confirman la desaceleración de las economías desarrolladas, incluyendo datos de producción industrial, creación de empleo, confianza empresarial y de los consumidores. En el caso de EE.UU., destacó la destrucción de empleos en septiembre. Los premios por riesgo soberano de Irlanda y Portugal se han acentuado desde la última reunión.

Destacan las señales y expectativas de que se podría iniciar una segunda fase de implementación de medidas de política monetaria no convencional en las economías desarrolladas. En particular, la autoridad monetaria de Japón, junto con bajar la tasa de referencia al mínimo, anunció que establecerá un fondo para la compra de

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Octubre 2010

activos financieros. En EE.UU., la Reserva Federal en su último comunicado indicó que, de ser necesario, estaba preparada para proveer liquidez adicional al sistema para apoyar la recuperación. Estas perspectivas han reducido las tasas de interés de largo plazo a sus mínimos históricos en las economías desarrolladas. Así, comparado con los niveles vigentes hace un mes, en EE.UU. las tasas de interés de los bonos de gobierno a diez años son ahora cerca de 50 pb inferiores. En la Zona Euro y Japón acumulan caídas cercanas a 20 pb en igual período. Por su parte, el dólar se ha depreciado de manera generalizada en los mercados internacionales, lo que en algunas economías ha dado pie a intervenciones en sus mercados cambiarios. Estas van desde la compra directa divisas a medidas administrativas. La depreciación del dólar en el mes alcanza a 6,4% respecto del euro y 3,5% respecto del yen, mientras que respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. es cercana a 3%. El peso no ha sido la excepción entre las monedas: desde la RPM de septiembre la paridad peso dólar se ha apreciado algo más de 2%. En términos multilaterales, la apreciación es más acotada. Al cierre de esta minuta, el peso se transaba bajo \$480 por dólar.

También destacó en el mes la persistente alza de los precios de las materias primas, con aumentos superiores a 8% en el cobre y el petróleo. Así, el cobre se transaba al cierre de esta minuta en US\$ 3,7 la libra, mientras el petróleo WTI lo hacía en US\$82 el barril. Entre los factores que pueden explicar estos movimientos, sobresale la depreciación del dólar en los mercados internacionales. En el caso del cobre, se suma el mayor dinamismo de las economías asiáticas, importantes consumidores de este metal. Cabe destacar, no obstante, que el precio del trigo presentó una baja en el mes —cercana a 3%—. Además, los contratos futuros de este grano también se ajustaron a la baja. En medio de este panorama macroeconómico, la inflación en las economías desarrolladas permanece contenida, mientras que en varias economías emergentes han continuado con una trayectoria alcista desde los bajos niveles observados en el último año. Con todo, en términos de política monetaria, varias economías han postergado el inicio del ciclo de alzas, en otras, las pausas se han extendido y solo unas pocas han seguido subiendo tasas.

En Chile, las tasas de interés de los instrumentos libres de riesgo en pesos se han movido a la baja en la última semana, especialmente tras la publicación de la minuta de la RPM, revirtiendo en parte las alzas de las semanas previas. Por su lado, las tasas de interés de los instrumentos en UF, en línea con perspectivas de menor inflación, mostraron una trayectoria creciente en el mes en toda la curva.

La bolsa local ha caído 2,5% medida en pesos desde la última RPM, mientras que medida en dólares permanece relativamente estable. El desempeño del mercado bursátil chileno contrasta con el de otras plazas de América Latina y el mundo, las que aumentan 7 y 4,5%, respectivamente, medidas a través de los MSCI correspondientes.

Tras la publicación del Imacec de agosto y la minuta de la RPM de septiembre, las expectativas de mercado sobre la TPM para esta reunión se ajustaron a la baja en torno a 25 puntos base (pb) en todas sus estimaciones. Así, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de octubre y la EEE de octubre, anticipan un alza de 25 pb para esta reunión, al igual que las expectativas que se extraen de los precios de los activos financieros, medidas a través de la curva *forward* y los contratos *swap*. Con todo, de acuerdo a las diferentes medidas de expectativas, a diciembre de este año la TPM se ubicaría entre 3 y 3,25%. A un año plazo entre 4,5 y 5,25% y hacia fines del horizonte de proyección entre 5 y 6,25%.