

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 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 11 de noviembre de 2011.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes, se han mantenido vigentes los riesgos locales y externos identificados en el IPoM de septiembre. En el plano internacional, los problemas fiscales, financieros y políticos de la Eurozona continúan provocando tensión en los mercados internacionales. A pesar de los anuncios recientes de medidas de estabilización, se ha acrecentado la preocupación respecto de bancos y soberanos en Europa, notablemente de Italia, cuya importancia sistémica supera largamente a Grecia. Los premios por riesgo bancarios han seguido aumentando en la región y las condiciones de liquidez han continuado estrechándose. Las cifras económicas en otras regiones han cumplido con las expectativas o han evolucionado algo mejor, en particular en Estados Unidos, y las bolsas y precios de las materias primas mostraron aumentos en el mes. En el plano local, las cifras de inflación y actividad conocidas desde la última reunión estuvieron algo por sobre lo esperado, mientras que el gasto interno se mantuvo en una trayectoria de dinamismo algo mayor al previsto en septiembre. La combinación de noticias internas y externas ha provocado un ajuste de las expectativas de mercado respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria (TPM), postergándose la oportunidad o moderándose la magnitud de eventuales recortes de esta tasa. Para esta reunión, la mayoría espera una mantención.

Las novedades económicas continúan centradas en el entorno externo y la situación europea. En los últimos días, el foco de atención se ha ido centrando en Italia. El progresivo incremento de su costo de endeudamiento refleja dudas crecientes sobre la sostenibilidad de sus cuentas fiscales y el cumplimiento de sus obligaciones financieras en un ambiente de bajo crecimiento. Por su parte, otras economías, como Francia, han anunciado medidas adicionales de ajuste fiscal para evitar un deterioro en su clasificación de riesgo soberano, lo que también frenaría el crecimiento de la región. Los anuncios de la comunidad europea para fortalecer la estabilidad financiera de la región —aprobación del fondo de rescate y medidas para aumentar sus recursos, capitalización de los bancos de la región y recorte voluntario de la deuda griega— han tenido efectos mixtos, pero sin lograr reducir significativamente la tensión financiera en la región.

Las condiciones de liquidez en la Eurozona se han seguido estrechando. Las primas por riesgo y las medidas de volatilidad de los mercados siguen en niveles elevados. Fuera de la Eurozona retrocedieron desde sus *peaks* del mes pasado. En cuanto al mercado bursátil, las plazas mundiales tuvieron retornos positivos con respecto a la última reunión, aunque mostraron vaivenes en el mes. Los mayores aumentos se dieron en las bolsas de las economías emergentes. Así, utilizando los índices MSCI, las bolsas de las economías desarrolladas subieron en promedio cerca de 2% tanto en dólares como en moneda local. Las de las emergentes subieron 5,8% en dólares (5,3% en moneda local). La bolsa chilena, medida a través del IPSA, tuvo un incremento mayor: 9% en dólares (8% en moneda local). Las monedas mostraron un comportamiento mixto, con una depreciación del euro y del yen frente al dólar y una apreciación de la libra esterlina. Con todo, respecto de sus principales socios comerciales, el dólar se mantuvo prácticamente estable. El peso chileno mostró vaivenes durante el mes, coincidiendo con la volatilidad del precio del cobre y de los mercados internacionales en general. Desde la última reunión, el peso se apreció 2% frente al dólar y al cierre de esta minuta se transa en torno a \$500 por dólar. En términos multilaterales, la apreciación de la moneda fue algo menor, de 1,7%. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de octubre se ubicó en 96,17 (en su medida 1986=100).

Los precios de los productos básicos tuvieron vaivenes en el mes, aunque comparado con sus niveles de la reunión pasada, la mayoría se ubica en valores superiores. Al cierre de esta minuta, el precio del petróleo WTI se transa en torno a US\$97 el barril, cerca de 15% sobre el cierre anterior. La gasolina, en el principal

^{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 octubre y al 11 de noviembre de 2011.

BANCO CENTRAL DE CHILE

mercado de referencia, bajó algo más de 6%. El precio del petróleo Brent también bajó. Su diferencia respecto del WTI radica en que este último está afectado por problemas de transporte que han determinado un elevado *crack spread* en los últimos meses, lo que ha tendido a corregirse paulatinamente. El precio del cobre se sitúa en US\$3,4 la libra, con un incremento cercano a 3% respecto de octubre. En cuanto a los alimentos, las mayores alzas se registraron en el precio del trigo, maíz y la carne, con incrementos cercanos a 7%. El precio del arroz retrocedió en torno a 7%.

En cuanto al crecimiento mundial, los indicadores coyunturales de actividad y de confianza confirman el débil desempeño del mundo desarrollado y dan cuenta de matices en las economías emergentes. En la Eurozona, las cifras más recientes señalan una rápida desaceleración, sin descartar la posibilidad de una recesión. En este contexto, el Banco Central Europeo redujo su TPM en 25 puntos base (pb), dejándola en 1,25% y el mercado no descarta un nuevo recorte antes de fin de año. En Estados Unidos, las cifras siguen dando cuenta de un crecimiento bajo, en particular por la modesta creación de empleo y la evolución del mercado de la vivienda, pero sin entrar en terreno recesivo. En las emergentes, las cifras coyunturales muestran matices. En general, se aprecia una desaceleración del crecimiento acorde con lo previsto en el IPoM. China muestra un desempeño sin mayores cambios, mientras que en Brasil algunos indicadores apuntan a una desaceleración más marcada. En este contexto, los bancos centrales han reducido o mantenido su instancia monetaria.

En cuanto a la actividad local, el Imacec creció 5,7% anual en septiembre, cerca de un punto porcentual por sobre lo esperado por el mercado (4,8% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre). Con ello y considerando el promedio de los Imacec del trimestre, la economía se habría expandido 4,8% anual en el tercer cuarto. En términos desestacionalizados, la actividad de septiembre creció 0,9% respecto del mes previo. El resultado del mes se explicó en parte por el dinamismo del comercio, lo que concuerda con señales de una moderación más lenta de la demanda. La industria, en cambio, muestra un débil desempeño, lo mismo que la actividad minera. En todo caso, algunos indicadores adelantados del cuarto trimestre, como las importaciones de bienes de consumo y de capital, muestran una desaceleración algo más marcada.

El dinamismo del gasto interno en el tercer trimestre se explicó por el desempeño del consumo privado y la inversión en maquinaria y equipos. El consumo de bienes durables siguió dinámico, con ventas de autos nuevos que continuaron aumentando en su última medición. El stock de colocaciones de consumo, según información preliminar de octubre, sigue subiendo y en los tramos más relevantes, las tasas de interés de estos créditos disminuyeron, resaltando la caída en 100pb respecto de septiembre para plazos entre 180 días y un año. En el mercado laboral, tanto las estadísticas como información casuística siguen entregando señales de estrechez. En todo caso, respecto de unos meses atrás, la intensidad de estas señales de estrechez ha disminuido en varias zonas del país. Para septiembre, la tasa de desempleo de la encuesta de la Universidad de Chile dio cuenta de una disminución de 0,9 puntos porcentuales respecto de igual mes del 2010 y se ubicó en 7,8% descontada la estacionalidad. La cifra publicada por el INE para el trimestre móvil julio-septiembre se mantuvo en 7,4%. Dentro de las ramas con mayor creación de empleo destaca el comercio, lo que concuerda con el dinamismo del sector. En cuanto a los salarios, no se observa un comportamiento muy diferente respecto de meses anteriores, con variaciones mensuales positivas y tasas de crecimiento entre 5,8 y 7,0% anual (entre 2,6 y 3,6% en términos reales). Las perspectivas de los consumidores publicadas en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) de octubre se mantienen bajo el pivote de 50 puntos.

Los indicadores parciales de inversión también mostraron un dinamismo importante en el tercer trimestre, pero señalan una moderación en su ritmo de expansión según los datos conocidos del cuarto trimestre. En octubre, las importaciones de bienes de capital, desestacionalizadas, se contrajeron respecto del mes anterior. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de septiembre mostró una disminución de los proyectos energéticos y mineros, producto de una revalorización de sus costos. A su vez, la inversión en

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2011

construcción e ingeniería se corrigió al alza para el cuatrienio 2011-2014 respecto del catastro previo. De acuerdo con información recogida en regiones, algunos proyectos de inversión estarían comenzando a revisarse considerando la incertidumbre externa. Las expectativas recogidas en el Indicador de Confianza Empresarial (IMCE) de octubre también disminuyeron, aunque se mantienen en la zona optimista. Si bien las colocaciones comerciales siguen creciendo de acuerdo con la información preliminar de octubre, las tasas de interés de los créditos comerciales en los tramos más relevantes aumentaron entre 15 y 60pb dependiendo del plazo. Además, información casuística indica que las condiciones y los requisitos para el otorgamiento de crédito serían más restrictivos en ciertas instituciones y regiones del país. Respecto de la construcción, las cifras conocidas en el mes no cambian el panorama: las ventas de viviendas nuevas del Gran Santiago aumentaron en el último trimestre móvil y el stock de créditos para la vivienda habría seguido creciendo en octubre, con tasas de interés que se mantuvieron en niveles similares a los del mes anterior.

Las perspectivas contenidas en la EEE de noviembre anticipan un crecimiento del PIB de 6,4% este año (6,3% en octubre). Esta estimación incluye perspectivas de crecimiento del Imacec de 4,8% anual en octubre. El crecimiento estimado para el 2012 se mantiene en 4,5%.

Respecto de la inflación, en octubre el IPC aumentó 0,5% mensual (3,7% anual), por encima de las proyecciones de mercado. Destacó el alza de los precios de los alimentos —en particular de carne, pan y frutas—, del transporte y bienes y servicios diversos, que se compensó parcialmente con las caídas de los precios de la electricidad y del vestuario. Las medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, tuvieron alzas mensuales de 0,3 y 0,2%, respectivamente, con variaciones anuales que subieron a 2,5 y 1,9%, respectivamente.

En general, las medidas de expectativas de inflación se mantuvieron o aumentaron en el mes. Según la EEE de este mes, la inflación implícita a diciembre de este año aumentó a 3,6% anual (3,4% en la encuesta del mes pasado). A uno y dos años plazo se mantuvo en 3,0%. A un año plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de noviembre considera una inflación de 2,8% anual (2,7% el mes pasado) y en los siguientes doce meses de 3,0%. Para el IPC de noviembre, la EEE del mes y la EOF de la primera quincena de noviembre anticipan un aumento de 0,1%. Las expectativas de los consumidores aumentaron, mientras que las de los empresarios se mantuvieron. El porcentaje de encuestados en el IPEC que responde que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses subió de 50% en septiembre a 57% en octubre. Mientras, las expectativas de inflación para los próximos doce meses del IMCE se mantuvieron en 3,5% entre septiembre y octubre.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central, nominales y reajustables, aumentaron en el mes, deteniendo la tendencia a la baja que venían registrando desde agosto. Esto coincidió con los acuerdos a los que llegaron las autoridades europeas para el manejo de la crisis y las noticias locales de actividad. Sin embargo, en los últimos días, acorde con las sorpresas sobre inflación, las tasas de interés de los instrumentos en UF bajaron. Con todo, respecto de la reunión de octubre, las tasas de interés de los bonos en UF entre 2 y 10 años aumentaron entre 30 y 45 pb. En tanto, las de los bonos en pesos entre 2 y 10 años subieron entre 20 y 40 pb desde la reunión anterior.

En general, las distintas medidas de expectativas sobre la TPM han postergado la oportunidad o moderado la magnitud de los recortes que preveían hace un mes. Esto se observó más marcadamente en las expectativas que se derivan de los precios de los instrumentos financieros. Aunque las expectativas para la TPM provenientes de la EEE y de la EOF prácticamente se mantienen inalteradas respecto de octubre, destaca que la EEE ya no incorpora recortes para la TPM de aquí a fin de año. Así, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,4 y 4,8% (entre 4,0 y 4,5% en octubre) y hacia fines del horizonte de proyección entre 4,7 y 5,4% (entre 4,5 y 4,75%). Para esta reunión, las expectativas que se derivan de las encuestas esperan una mantención de la TPM.