

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 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 octubre de 2011.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes, las mayores novedades del escenario macroeconómico provienen de los cambios en el entorno internacional. Los problemas fiscales y financieros en algunas economías de la Eurozona han continuado acrecentándose y los mercados han seguido mostrando una fuerte volatilidad. Los valores bursátiles, monedas, precios de materias primas y tasas de interés han mostrado marcados movimientos a la baja en el último mes. Además, a pesar de la acción coordinada realizada por los principales bancos centrales a mediados de septiembre, las condiciones de liquidez se han mantenido estrechas en Europa. En el mercado local, las condiciones de liquidez en los mercados monetarios e interbancarios locales se han mantenido estables. También en el plano local, las cifras de inflación de septiembre se enmarcaron dentro del escenario previsto en el IPoM de septiembre, con lo que la inflación anual evoluciona en torno a la meta. El crecimiento de la actividad se ha moderado algo más rápido que lo anticipado en el IPoM, a diferencia de lo que ha sucedido con el gasto interno. Para esta reunión las encuestas de expectativas anticipan una mantención de la TPM, pero hacia fines de este año, las medidas de expectativas contemplan al menos un recorte.

Dentro de las principales novedades del último mes, destaca que la discusión se ha centrado en la necesidad de recapitalizar el sistema bancario europeo. Las principales autoridades de la región han anunciado el propósito de avanzar en esta dirección, lo que fue recogido positivamente en los mercados, pero los detalles de este plan se darán a conocer a comienzos de noviembre. Además, algunos gobiernos de la comunidad acordaron un paquete de rescate para un banco franco-belga. En cuanto, al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, al cierre de esta minuta se conoció el rechazo de Eslovaquia a su ampliación, con implicancias aún no conocidas. Resalta también que las agencias rebajaron las clasificaciones de riesgo de España e Italia, así como de varios bancos europeos. Los premios de crédito de los bancos europeos y los soberanos continuaron aumentando. Por último, está el anuncio del gobierno de Grecia respecto del probable incumplimiento de la meta del déficit fiscal acordada para este año con la comunidad europea y el FMI. Esta situación elevó las expectativas del mercado respecto de una cesación de pagos de ese país, con alcances directos e indirectos sobre la confianza en la situación financiera de bancos y soberanos en otros países de la Eurozona.

En comparación con la reunión de septiembre, las bolsas mundiales mostraron pérdidas importantes durante las últimas semanas, mostrando indicios de recuperación solo en los últimos días. Utilizando los índices MSCI en moneda local, los índices bursátiles de las economías desarrolladas tuvieron una variación casi nula, pero retrocedieron 1,2% en dólares, mientras los de las economías emergentes cayeron 4,9% en moneda local y 8,1% en dólares. Lo anterior ha coincidido con una salida de flujos de capitales de las economías emergentes, principalmente de renta variable. La bolsa local, medida a través del IPSA disminuyó 3,6% en pesos, lo que se amplió a 11,2% en dólares.

Los premios soberanos y crediticios continuaron su tendencia al alza, aunque esta vez se sumó el incremento de los premios soberanos de las economías emergentes. Para una muestra de países emergentes el aumento, medido a través de la prima pagada por los seguros de crédito (*Credit Default Swap* o *CDS*) a cinco años, varía en un rango que va entre 15 puntos base (pb), por ejemplo en el caso de Perú y México, y 95pb Hungría. El de Chile subió algo más de 30pb respecto de la reunión anterior. El dólar se apreció de manera generalizada frente al resto de las monedas, en torno a 2% respecto de septiembre. En cambio, el peso, coincidiendo también con la caída del precio del cobre, se debilitó marcadamente frente al dólar, transándose en cerca de \$510 al cierre de esta minuta, luego de alcanzar niveles por sobre \$530 a comienzos de octubre. No obstante, la pérdida de valor del peso respecto del dólar estadounidense, desde su nivel máximo alcanzado durante el 2011, no es muy distinta a la que han tenido las monedas de otros países exportadores

^{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 septiembre y al 11 de octubre de 2011.

BANCO CENTRAL DE CHILE

de productos básicos y de economías emergentes. Así, desde la última reunión, el peso se depreció 10% frente al dólar. En términos multilaterales, la depreciación ha sido algo menor, de 8%, y considerando los cinco principales socios comerciales 9%. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de septiembre se ubicó en 91,04 (en su medida 1986=100).

Los precios de las materias primas también han tenido descensos importantes, que a diferencia de meses previos se generalizó a todo tipo de productos. El precio del cobre, tras caer a valores levemente sobre US\$3 la libra a comienzos de mes, se cotiza en torno US\$3,3 al cierre de esta minuta, lo que equivale a una reducción de 16,8% respecto de la reunión de septiembre. Los precios de los alimentos retrocedieron entre 2 y 20%, destacando las caídas en el valor del maíz, trigo y azúcar. El petróleo WTI se transa en alrededor de US\$85 el barril, lo que representa una baja de 5% en igual lapso. La gasolina, a su vez, casi no varió.

Los indicadores confirman que las economías desarrolladas continúan en una dinámica de crecimiento muy lento o estancamiento. En la Eurozona, se observa un deterioro adicional y significativo en la confianza de consumidores y empresarios, así como mayores señales de restricción financiera. En Estados Unidos, los antecedentes relacionados con el consumo muestran un deterioro adicional, mientras que otros indicadores relacionados con la confianza de negocios, inversión y creación de empleo se sostienen, aunque en niveles deprimidos. En el caso de las economías emergentes, los indicadores sugieren cierta moderación de la actividad coherente con lo contemplado en el escenario base de septiembre. En particular, en China las políticas de retiro de estímulo monetario y fiscal han contribuido en esta dirección. De hecho, las expectativas de empresarios de septiembre se sitúan levemente bajo el pivote de expansión por tercer mes consecutivo.

Las proyecciones de crecimiento que se han ido conociendo han sufrido nuevos recortes. No obstante, destaca que las perspectivas de crecimiento del FMI para el 2011 y 2012 están en línea con las consideradas en el escenario del IPoM de septiembre. Las expectativas de inflación del consenso de mercado también muestran correcciones a la baja para el 2011 y 2012 en la mayoría de las regiones. Ante este escenario, gran parte de los bancos centrales de las economías emergentes mantuvo la instancia monetaria en el último mes. Los desarrollados, en cambio, implementaron nuevas medidas de estímulo monetario. La Reserva Federal de Estados Unidos anunció que privilegiará la inversión en bonos del Tesoro de largo plazo, en sustitución de títulos de corto o mediano plazo, y además que mantendrá sin cambios su portafolio de títulos relacionados con el mercado hipotecario, sustituyendo los vencimientos. El Banco Central de Europa reanudó la compra de bonos de gobierno y también amplió la disponibilidad de financiamiento de largo plazo, un año, para los bancos de la región. El Banco de Inglaterra aumentó el plan de compra de bonos del Tesoro. Todo lo anterior ha incidido en que las tasas de interés de más largo plazo se sitúen en mínimos históricos en las economías desarrolladas.

En Chile, la mayoría de las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería continuaron su tendencia a la baja. Las caídas son más pronunciadas en los instrumentos en pesos de menor plazo. Respecto de septiembre, las tasas de interés de BCP a 2 y 10 años disminuyeron entre 5 y 40pb, mientras que las tasas de los bonos en UF a iguales plazos retrocedieron hasta 20pb.

En lo interno, la actividad de agosto aumentó 4,6% anual, ligeramente por debajo de lo esperado por el mercado (4,8% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de septiembre). La serie desestacionalizada no registró variación respecto de julio. En el mes destacó el dinamismo del comercio minorista, en particular las ventas de automóviles, que fue compensado por la caída de la actividad minera. La industria sigue mostrando un bajo dinamismo. Las perspectivas contenidas en la EEE de octubre estiman un Imacec para septiembre de 4,8% y un PIB de 6,3% para el 2011. Para el próximo año, el crecimiento que anticipa la encuesta se corrige a la baja, en 0,2 puntos porcentuales (pp), ubicándose en 4,5%.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Octubre 2011

Los indicadores de demanda, aunque con alguna moderación, continúan mostrando un dinamismo importante. En consumo, las ventas de bienes durables de agosto se mantienen en niveles altos al igual que las ventas de automóviles y las importaciones de bienes de consumo de septiembre. El mercado laboral sigue dando señales de fortaleza, con una tasa de desempleo que retrocedió a 7,4% en el trimestre móvil junio-agosto (7,5% el trimestre anterior), sorprendiendo al consenso del mercado que suponía un aumento del desempleo, acorde con la estacionalidad. La ocupación aumentó 4,8% anual, aunque con una tendencia decreciente. Por sectores destacan el dinamismo de los ocupados de pesca y minería que registran tasas de crecimiento anual sobre 10% durante gran parte del año. Los salarios nominales continuaron aumentando mes a mes en agosto. En términos de variación anual, las remuneraciones por hora subieron hasta 6,1% (5,9% en julio) y el costo de la mano de obra se mantuvo por segundo mes consecutivo en 7,2%. Los salarios reales equivalentes se redujeron respecto al mes previo, situándose en 2,8 y 3,9%, respectivamente. Las condiciones financieras se mantienen favorables, pero se aprecian algunos signos de menor expansividad en el margen. A septiembre, según datos preliminares, las colocaciones de consumo y vivienda mantuvieron su tasa de crecimiento anual de 17 y 12%, respectivamente. Las tasas de interés tuvieron movimientos mixtos en septiembre. En los tramos más relevantes, sobresale el alza respecto de agosto de 100pb de las tasas de interés de los créditos de consumo entre 181 días y un año, mientras que las tasas de interés para la vivienda se mantuvieron sin cambios. Destaca que los resultados de la Encuesta sobre Créditos bancarios del tercer trimestre indican que las entidades bancarias muestran condiciones más restrictivas de aprobación de créditos con respecto al trimestre anterior en la mayoría de los segmentos del crédito. En tanto, se percibe una demanda que continúa fortaleciéndose, tanto para créditos destinados a empresas como a personas. Finalmente, las expectativas de los consumidores, medidas por el Índice de Percepción de la Economía, aunque se mantienen en la zona pesimista, se recuperan en septiembre.

En cuanto a la inversión, las importaciones de bienes de capital volvieron a marcar un nuevo récord y los indicadores parciales de construcción, como los permisos de edificación, también sugieren que se mantendría alto el dinamismo de este componente de la demanda. El stock de créditos comerciales mantiene tasas de crecimiento superiores a 10% anual desde junio. Las tasas de interés de estas operaciones, en los tramos más relevantes, se mantuvieron prácticamente iguales. Las expectativas de los empresarios, medidas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial, prácticamente no presentan cambios en igual período, manteniéndose en la zona optimista. Resalta los anuncios del Gobierno en cuanto a que la ejecución efectiva del gasto sería menor que la presupuestada para el año. Con ello, el crecimiento del gasto fiscal sería inferior que lo previsto en el IPoM de septiembre. El presupuesto del 2012, en tanto, tendría un crecimiento del gasto del orden de 5% anual.

Respecto de la inflación, el IPC de septiembre registró una variación de 0,5% mensual (3,3% anual), en línea con las proyecciones de mercado. Ambas medidas subyacentes, IPCX e IPCX1, aumentaron 0,3% mensual, y sus variaciones anuales se ubican en 2,1 y 1,5%, respectivamente.

Las medidas de expectativas de inflación tuvieron comportamientos mixtos en el mes. Según la EEE de este mes, la inflación para diciembre de este año pasó desde 3,3 a 3,4% y para un año plazo se mantuvo en 3,0%. Para el IPC de octubre, la EEE anticipa un aumento de 0,3%. Según la EOF de la primera quincena de octubre la inflación del mes será de 0,2%, a un año plazo retrocederá a 2,7% (2,8% el mes pasado) y en los siguientes doce meses se mantiene en 3,0%. Las expectativas de consumidores y empresarios descendieron con fuerza. El porcentaje de encuestados que responde que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses del IPEC cayó de 61% en agosto a 50% en septiembre. Mientras, las expectativas de inflación para los próximos doce meses del IMCE descendieron desde 3,9% en agosto a 3,5% en septiembre. Las expectativas que se recogen de las compensaciones inflacionarias exhibieron un alza desde la reunión anterior, especialmente aquellas de mediano y largo plazo, aumentando entre 30 y 60pb.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Durante el mes, las expectativas de mercado para la trayectoria de la tasa de política monetaria han continuado ajustándose a la baja, ante el entorno de mayor incertidumbre a nivel global. Así, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo la TPM se ubicaría entre 3,9 y 4,5% (entre 4,4 y 5,0% en septiembre) y hacia fines del horizonte de proyección ente 4,4 y 4,75% (entre 4,6 y 5,25%). Para esta reunión, las expectativas que se deducen de las encuestas de mercado anticipan una mantención de la TPM en 5,25%. En cuanto a las expectativas que se deducen de los instrumentos financieros, sigue manteniendo una marcada trayectoria a la baja para la TPM.