

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ENERO 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 11 de enero de 2011.

Síntesis del mes^{1/}

Los desarrollos macroeconómicos del último mes se enmarcan en el escenario base del IPoM de diciembre. La mayor novedad del mes la constituyó la depreciación del peso a partir del anuncio de compra de reservas que realizó el Banco Central, el 3 de enero. Las cifras de actividad de noviembre confirman que la economía chilena tuvo en el 2010 una expansión anual de algo más de 5%, mientras la inflación cerró dicho año con una variación anual de 3%. En el escenario externo, el panorama de crecimiento muestra leves cambios y continúa la preocupación por el incremento en el precio de los alimentos. En algunas economías, los registros de inflación y las proyecciones de consenso muestran estos efectos. Internamente, se observa un traspaso acotado de los mayores precios de los alimentos, pero es un factor de riesgo a considerar. Las medidas de expectativas y compensación de inflación a uno y dos años muestran aumentos, y en particular la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de enero, muestra que la inflación esperada a dos años plazo es levemente mayor que 3%. Bajo este panorama, para esta reunión las opiniones respecto de la decisión de política monetaria están divididas entre una nueva alza de 25 puntos base (pb) y una pausa. A dos años plazo, las expectativas para el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) se corrigen al alza independiente de su medición.

La principal novedad del mes fue el inicio de un programa de compra de divisas para fortalecer la posición de liquidez internacional del Banco Central. Tras el anuncio del 3 de enero, la paridad peso dólar revirtió la apreciación que exhibía desde la reunión anterior, cotizándose ligeramente bajo \$500 al cierre de esta minuta. Respecto del momento de la reunión previa, el peso se depreció casi 5% tanto frente al dólar como en términos multilaterales. Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de diciembre se ubicó en 86,7 (en su medida 1986=100), cifra que, con el nivel spot de tipo de cambio nominal, podría aumentar entre 1,5 y 2%.

En conjunto con el anuncio de compra de divisas, se comunicó el programa de deuda del Banco Central. Las tasas de interés de estos instrumentos, especialmente aquellas en pesos, mostraron un incremento. Entre las tasas de bonos en pesos, los mayores aumentos se dieron a 2 y 10 años plazo, que subieron entre 40 y 50pb desde la reunión anterior, aunque la mayor parte de esta alza se verificó luego del 3 de enero. Las tasas de interés reajustables de más largo plazo aumentaron entre 20 y 30pb respecto de la reunión previa, excepto las del BCU-2 que cayeron 20pb.

Respecto de la actividad interna, en noviembre el Imacec creció 6,2% anual (1,3% mes a mes desestacionalizado), cifra por sobre lo esperado por las proyecciones privadas. Según la EEE de enero, el mercado anticipa que en diciembre el Imacec habría aumentado 6,0% anual. Con ello, según esta misma encuesta, el PIB habría crecido 5,3% en el 2010 —0,1 punto porcentual (pp) por sobre lo esperado en diciembre—. Para el primer trimestre del 2011, la EEE de enero considera que el PIB aumentará 7,0% anual, mientras que para el año como un todo el crecimiento sería de 6,0%.

Al igual que en los meses anteriores, en noviembre el crecimiento de la actividad se debió en gran parte a la expansión de los sectores de servicios, como comercio, transporte y comunicaciones y electricidad, gas y agua (EGA). Esto refleja el dinamismo que exhibieron los indicadores asociados al consumo. De acuerdo con la información del INE, las ventas de bienes durables y no durables crecieron 36,9 y 12,2% anual en noviembre, respectivamente, mientras las importaciones de bienes de consumo continuaron con una tendencia creciente, superando los máximos de comienzos del 2008. El dinamismo del consumo es respaldado por la evolución del mercado laboral, las condiciones crediticias y expectativas favorables. En el mercado laboral, según cifras

^{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 diciembre de 2010 y al 11 de enero de 2011.

BANCO CENTRAL DE CHILE

del INE, la tasa de desempleo cayó a 7,1% en el trimestre móvil septiembre-noviembre, mientras el empleo continuó aumentando. Los salarios nominales continúan aumentando en los últimos meses, con variaciones anuales entre 4,5 y 5,5%. Las expectativas de los consumidores, que se extraen del Índice de Percepción Económica (IPEC), se mantuvieron en la zona optimista, aunque volvieron a registrar un descenso respecto del mes anterior. En todo caso, tanto la percepción en cuanto a la situación futura (a 12 meses) como la de si es un buen momento para comprar artículos para el hogar, mostraron un repunte durante el mes. Las condiciones crediticias siguen flexibilizándose. De acuerdo con la Encuesta sobre Créditos Bancarios del cuarto trimestre del 2010 la demanda por créditos se fortaleció y la mayoría de las instituciones bancarias señaló que continuaban flexibilizando sus condiciones de acceso al crédito. El stock total de colocaciones continuó creciendo —de acuerdo con información preliminar de diciembre— anotando una variación anual de 9% en términos nominales. Por categoría, las de consumo siguieron aumentando en torno a 10% anual y sus tasas de interés para plazos entre 180 días y un año subieron alrededor de 70pb respecto del mes anterior, mientras que para plazos mayores a tres años disminuyeron cerca de 20pb.

Respecto de la inversión, en diciembre el nivel de las importaciones de bienes de capital se mantuvo relativamente estable, pero en cifras elevadas. Descontada la estacionalidad, los despachos de cemento de diciembre y los materiales de construcción de octubre mostraron un aumento respecto al mes anterior. Hacia adelante, persisten las perspectivas de recuperación en línea con el descenso de los meses para agotar el stock de viviendas nuevas. En el último mes del 2010, las colocaciones para la vivienda se expandieron algo más de 12% anual y las tasas de interés de estas operaciones prácticamente no cambiaron respecto del mes previo, manteniéndose en niveles comparativamente bajos. La confianza empresarial medida a través del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) siguió en niveles optimistas, aunque al igual que en el caso de los consumidores su valor disminuyó respecto de meses previos. Los préstamos a empresas crecieron ligeramente en diciembre, acumulando un crecimiento anual de 7%. Las tasas de interés de los créditos comerciales aumentaron en los tramos más relevantes, con incrementos de entre 40 y 170pb. Medida en pesos, la bolsa local cayó 2% y, medida en dólares, la caída fue cercana a 7%. Por su parte, las bolsas de América Latina y el mundo, utilizando los respectivos índices MSCI, aumentaron 2,3 y 1,2%, respectivamente.

En lo referente a la inflación, en diciembre, la variación mensual del IPC fue de 0,1%, algo por sobre lo esperado por las expectativas privadas y de lo contemplado en el IPoM de diciembre. Con ello, en el 2010 alcanzó una variación de 3% anual. Las mayores alzas se registraron en transporte —mayormente afectado por la estacionalidad habitual, pero también por el alza en los combustibles— y educación. Estas alzas fueron contrarrestadas parcialmente por las divisiones de prendas de vestir y calzado además de recreación y cultura. Las medidas subyacentes también registraron variaciones positivas: 0,3 y 0,1% mensual el IPCX y el IPCX1, respectivamente. Destaca que con ello el IPCX1 volvió a tener una variación anual positiva (0,1%) luego de 13 meses en terreno negativo.

La evolución de los precios de los alimentos en los mercados mundiales sigue siendo un factor de preocupación. Entre la reunión de diciembre y el cierre de esta minuta, el índice agregado de precios internacionales de los alimentos informado por la FAO tuvo un incremento de 4,3%, alcanzando un nivel similar al máximo histórico de mediados del 2008. Destacan los aumentos de entre 7 y 8% del azúcar y el aceite. A nivel global, se siguen observando aumentos de la inflación que podrían asociarse a estos mayores precios. En Chile, no obstante, la inflación muestra efectos de un traspaso acotado. El grupo de carnes tuvo un incremento importante en diciembre, que en parte puede explicarse por factores estacionales. Como se indicó en el IPoM de diciembre, la situación de márgenes en el sector de alimentos ha permitido atenuar el traspaso de los mayores precios externos a los internos en la coyuntura actual. En todo caso, es relevante efectuar un seguimiento acabado de la evolución de estos precios y de otros determinantes de la inflación, en particular porque en varias economías emergentes se han observado aumentos de los registros y expectativas de inflación. Esto ha repercutido en que las autoridades de algunas economías emergentes —entre ellas

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Enero 2011

China, Perú y Hungría— hayan señalado explícitamente su preocupación por la inflación de alimentos y estén decretando alzas de sus tasas de política monetaria.

Respecto de las expectativas de inflación para Chile del mercado, en general estas apuntan a que la inflación anual del IPC aumentará más rápido que lo previsto hace un mes. A un año plazo, la mediana de las expectativas medidas por la EEE pasó de 3,2% en diciembre a 3,6% anual en enero. A dos años plazo también aumentaron. Para este mes, la EEE anticipa una variación mensual de 0,1% y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) una de 0,2%.

En el escenario externo, las cifras de actividad de las economías desarrolladas han resultado mejores que lo anticipado y resaltan los progresos de las encuestas de confianza empresariales y de consumidores. No obstante, en Estados Unidos el mercado laboral continúa deprimido, con una tasa de creación de empleo insuficiente para reducir significativamente el elevado nivel de desocupación, y en la Zona Euro se mantiene el lento proceso de recuperación de la región. En cuanto a las materias primas, más allá del comportamiento de los alimentos, el cobre se transa en US\$4,3 la libra al cierre de esta minuta, equivalente a un aumento de 3% respecto de la reunión de diciembre. El petróleo WTI se ha mantenido en torno a US\$ 90 el barril.

En cuanto al desarrollo de los mercados financieros, se ha apreciado una menor incertidumbre desde la última reunión, como resultado de las mejores cifras de actividad. Sin embargo, en los últimos días se han producido alzas en las primas por riesgos de algunas economías europeas, en particular de Portugal y España ante los rumores de la necesidad de estos países de pedir ayuda financiera. Las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años de Estados Unidos, la Zona Euro y Japón han disminuido entre 5 y 20pb.

Durante el período, el dólar tuvo un comportamiento mixto en los mercados internacionales. Respecto del euro la paridad se apreció 2,6% y respecto del yen se depreció 1,1%, a la vez que ha seguido depreciándose frente a las monedas de economías emergentes. Comparando con una canasta de monedas de los principales socios comerciales de Estados Unidos el dólar se depreció 0,3%. En algunas economías de América Latina se han implementado nuevas medidas cambiarias con la intención de atenuar el fortalecimiento de sus monedas, como en el caso de Brasil, Perú y Venezuela.

Bajo este contexto, respecto del mes previo y luego del anuncio de intervención, las medidas de expectativas de mercado para la TPM se corrigieron al alza en todos los plazos, la excepción viene dada por los resultados de la encuesta a analistas (EEE) que se mantiene prácticamente inalterada. Para esta reunión, tanto las encuestas como la curva *forward* indican que se decretaría un alza de 25pb, a diferencia de lo que se deriva de los contratos *swap*, los que señalan una mantención de la TPM. Para los meses siguientes, se esperan alzas con pausas intercaladas en las reuniones. Así, considerando las distintas medidas de expectativas, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 5,0 y 5,7% (entre 4,75 y 5,5% el mes anterior) y hacia fines del horizonte de proyección entre 5,75 y 6,63% (entre 5,5 y 6,25%).