

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2012



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

Este documento es preparado por la Gerencia División Estudios. Los antecedentes contenidos en él consideran información públicamente disponible hasta el 16 de octubre de 2012.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes, el escenario macroeconómico general no ha mostrado cambios relevantes. La economía nacional sigue creciendo en torno a su tendencia y la inflación, aunque con un incremento mensual elevado en septiembre, continúa por debajo de 3% anual. Las expectativas de inflación se mantienen en 3% a dos años plazo. Persiste la elevada incertidumbre en el ámbito externo, en particular, respecto de la implementación de los anuncios en la Eurozona, a la vez que el escenario de crecimiento global no presenta grandes modificaciones. Las expectativas de mercado anticipan en su amplia mayoría la mantención de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en esta reunión. Además, con pequeñas discrepancias, prevén que la tasa se mantendrá en el entorno de su nivel actual por los próximos dos años.

En cuanto a la actividad local, en agosto, el Imacec creció 6,2% anual. Esta cifra estuvo en la parte alta del rango de proyecciones de mercado y de las consideradas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de septiembre (5,1%). Considerando el promedio de junio, julio y agosto, y descontada la estacionalidad, el Imacec aumentó 1,1% respecto del trimestre previo (1,3% en el trimestre terminado en mayo). Al igual que en los meses anteriores, en agosto el mayor aporte al crecimiento provino de sectores ligados a la demanda interna: el comercio y los servicios; a lo cual se agregó un crecimiento importante en minería, por la baja base de comparación respecto del año anterior. En el caso del sector manufacturero, se aprecia una desaceleración mayor que en meses previos, explicada por una acumulación menos intensa de inventarios y por un menor dinamismo de las ramas exportadoras. Para septiembre, se esperan bajos registros de actividad debido a la menor cantidad de días hábiles en ese mes respecto del año anterior. Las cifras de comercio exterior mostraron una importante contracción de las importaciones, asociada mayormente a una menor cantidad de días hábiles. También influyó el paro de trabajadores portuarios en San Antonio. La EEE de octubre anticipa un crecimiento del Imacec de 4,8% en septiembre, idéntica a las expectativas para el cuarto trimestre. Con ello, las perspectivas para el año se ajustaron a 5,1% (5,0 en la EEE de septiembre). Para el 2013, las expectativas subieron a 4,7% (4,5% en la EEE anterior).

Por el lado de la demanda, en agosto, las ventas de bienes durables —autos y productos electrónicos— continuaron con un crecimiento elevado, ubicándose en torno a 15% anual en la medición del INE. A ello se sumó un mayor crecimiento de las ventas de bienes no durables, cuya tasa de crecimiento anual alcanzó a cerca de 10%. Los determinantes del consumo privado han apoyado esta trayectoria y hacen anticipar que el consumo privado mantendrá un dinamismo importante. Por una parte, las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, mejoraron en todos sus componentes y, en el agregado, siguen en la zona de optimismo. Asimismo, si bien el crecimiento del empleo ha disminuido y se ubica en 1,0% anual en el trimestre móvil terminado en agosto (1,4% en el trimestre móvil terminado en julio), los salarios reales continuaron aumentando su tasa de crecimiento anual en agosto, ubicándose algo por sobre 4%. Con ello, la masa salarial mantiene un elevado dinamismo. Se suma que la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre muestra una demanda por créditos de consumo más dinámica que en el trimestre precedente. No obstante, esta misma encuesta señala condiciones de oferta de créditos algo más restrictivas para consumidores y las colocaciones de consumo han reducido su tasa de expansión anual (a valores bajo 13% en sus últimos registros que se comparan con un promedio de casi 17% el primer trimestre del año).

En relación con la inversión, se mantiene el panorama de meses anteriores, con un elevado dinamismo en el componente de construcción y obras, a lo cual se agrega un repunte en la inversión en maquinaria y equipos. Las expectativas que se derivan del IMCE siguieron mejorando en el agregado y registran aumentos en particular en el sector de la construcción asociados a las buenas perspectivas de demanda. Sin embargo, para

^{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 septiembre y al 16 de octubre de 2012.

BANCO CENTRAL DE CHILE

algunos indicadores adelantados para este sector, como los despachos de materiales y de cemento, se verifica una desaceleración importante en septiembre, que en todo caso podría estar afectada por la menor cantidad de días hábiles. Con todo, las condiciones financieras que se desprenden de la ECB del tercer trimestre no muestran cambios significativos en las condiciones de oferta de créditos para empresas, pero sí se observan condiciones algo más restrictivas para empresas constructoras e inmobiliarias. Uno de los factores que explican este comportamiento es el aumento en el riesgo de la cartera. Asimismo, la mayor restrictividad se aprecia en cambios en los requisitos y plazos de los créditos, no en las tasas de interés asociadas. Esto último es coherente con la evolución de las tasas cobradas en los distintos tipos de créditos, que han tenido movimientos acotados. Por otra parte, la demanda por crédito se percibe más dinámica que en el trimestre previo en todos los segmentos. Con todo, el crecimiento anual de las colocaciones comerciales se moderó y las colocaciones hipotecarias se mantuvieron en torno a 11% en septiembre.

El IPC tuvo una variación mensual de 0,8% en septiembre (2,8% anual), levemente por sobre las expectativas de mercado (la EEE y Encuesta de Operadores Financieros (EOF) anticipaban 0,6%). Las principales alzas se registraron en los alimentos (hortalizas y papas), gasolina, gas licuado y el servicio de transporte en bus interurbano (debido a factores estacionales). Entre los precios que tuvieron descensos, resaltó el gas por red y la electricidad. El IPC subyacente (IPCSAE) aumentó 0,5% en el mes (2,0% anual). En la evolución de esta medida destacó el incremento de la inflación anual de servicios, que subió a 4,4% (0,5% mensual) en septiembre, luego de haberse reducido en agosto a 4,2% anual desde valores en torno a 5,0% durante varios meses. La inflación subyacente de bienes siguió con variaciones anuales negativas: -1,3%, aunque en términos mensuales tuvo una variación positiva por primera vez desde febrero de este año: 0,4%. Con esto, en los últimos tres meses, el IPC acumuló un aumento de 1,0% (-0,1% el mes pasado) mientras que el IPC subyacente acumuló 0,1% (-0,3% el mes pasado).

Las expectativas de inflación permanecen en torno a 3,0% en el mediano y largo plazo. En particular, la EEE de octubre mantiene la inflación en 3,0% a uno y a dos años plazo. La EOF de la primera quincena de octubre la baja levemente desde 3,0 a 2,9% a un año y la mantiene en 3,0% a dos años.

En el escenario externo, los mercados financieros internacionales reflejaron algún mayor grado de pesimismo a lo largo del mes. Si bien en Europa se inauguró formalmente el ESM por un monto de €500 mil millones, aún persisten las dudas respecto de su implementación. Además, han surgido interrogantes sobre el grado de acuerdo entre los países miembros acerca de la forma que debiera tener la unión bancaria y qué tanta influencia tendrán las instituciones de supervisión locales de los países participantes. Por otra parte, aunque la estimación que hicieron las auditoras externas del monto necesario para la capitalización de la banca española, de €60 mil millones, fue inferior a lo considerado en un principio (€100 mil millones), persiste la duda de si este país solicitará un paquete de rescate a la comunidad financiera internacional. Las expectativas respecto de esto último han ido creciendo, más aún considerando que al cierre de esta minuta España solo había refinanciado 25% de los €32 mil millones de vencimientos de deuda soberana que tiene en octubre. Finalmente, aún no se recibe la evaluación de la comisión tripartita sobre el cumplimiento de los planes de ajuste en Grecia y si se le otorgará más tiempo para realizar los cambios necesarios.

De esta forma, se deshicieron parte de las mejoras de los indicadores en los mercados financieros desarrollados que se dieron principalmente con posterioridad a los anuncios del Banco Central Europeo del mes previo. Las primas por riesgo detuvieron las bajas que habían mostrado o volvieron a elevarse, las bolsas cayeron en su mayoría y las monedas tendieron a depreciarse respecto del dólar. Por otra parte, tras el anuncio de la Reserva Federal de Estados Unidos de implementar QE3 se observaron efectos en los mercados de las economías emergentes. Así, las bolsas de las economías desarrolladas, medidas por los índices MSCI, bajaron 0,7% en moneda local (0,8% en dólares), mientras que las de las economías emergentes aumentaron en promedio 1,5% en moneda local (1,9% en dólares). En Chile, el IPSA subió 1,6% en moneda local y 1,9%

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Octubre 2012

en dólares. Durante el mes, el peso mostró vaivenes, sin embargo considerando el cierre de esta minuta y la reunión anterior, la paridad peso/dólar y las medidas multilaterales no tuvieron mayor variación. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de septiembre se ubicó en 87,1 (en su medida 1986=100).

En materia de crecimiento global, las señales no varían en demasía respecto del mes previo, con un mundo desarrollado que sigue mostrando debilidad y economías emergentes que si bien crecen a tasas más elevadas que las desarrolladas siguen en un proceso de desaceleración, destacándose el menor dinamismo de China. En esta última, los indicadores de ventas minoristas y producción industrial han seguido una trayectoria descendente y sus autoridades han vuelto a inyectar liquidez al mercado. En esta misma línea, el Fondo Monetario Internacional corrigió a la baja sus proyecciones de crecimiento mundial e incrementó la probabilidad de que este se ubique por debajo de 2%.

Los precios de las materias primas han tenido comportamientos disímiles. El precio del cobre se ha ubicado por sobre US\$3,7 la libra la mayor parte del mes e incluso alcanzó a estar en US\$3,8 a mediados de septiembre. Con todo, en comparación con los valores vigentes hace un mes, su valor actual es casi 1% más alto. Los precios de otros metales subieron —destaca el alza del precio internacional del hierro—, lo que estaría influido por el plan de infraestructura anunciado en China. El petróleo, luego de mostrar bajas hasta fines de septiembre, ha subido en los últimos días considerando las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. Con todo, al cierre de esta minuta, el Brent y el WTI se ubican en US\$115 y US\$92 el barril, respectivamente.

Para esta reunión, las expectativas en su totalidad apuntan a una mantención de la TPM. Las que se obtienen de las encuestas no muestran cambios significativos en el último mes. La EEE de octubre estima que la TPM seguirá en 5% por un período prolongado, esperándose un aumento de 25 puntos base (pb) en dos años más. La EOF de la primera quincena de octubre anticipa que la TPM seguirá en 5,0% por los próximos dos años. Las expectativas que se extraen de los activos financieros prevén una baja transitoria de 25pb entre enero y octubre del 2013. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,9 y 5,24% (4,9 y 5,19% en septiembre) y a dos años plazo en 5,0 y 5,5% (5,0 y 5,4% en septiembre).