

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 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 12 de noviembre de 2010.

Síntesis del mes^{1/}

Las cifras del sector real conocidas en el mes reafirman el escenario base de crecimiento del IPoM de septiembre, aunque con matices en su composición: un consumo privado algo más dinámico y cierto rezago en inversión en construcción y obras. La inflación ha evolucionado por debajo de lo esperado, influida por factores puntuales, pero también por la apreciación del peso. Esta última se ha dado en el contexto de una depreciación del dólar en los mercados internacionales y de un precio del cobre cercano a su máximo histórico. Las economías emergentes continúan mostrando un dinamismo elevado, mientras que la recuperación de las economías desarrolladas avanza con lentitud. En este grupo de economías, el desempleo permanece elevado y los registros de inflación se mantienen reducidos. Esta situación dio pie a la implementación de nuevas medidas de relajamiento cuantitativo en Estados Unidos y Japón. Considerando todo este panorama, las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) en Chile contemplan un proceso de normalización algo más gradual que el observado un mes atrás. En particular, para esta reunión anticipan un aumento de 25 puntos base (pb).

En el plano externo, la evolución de los mercados financieros estuvo marcada por las expectativas y posterior anuncio de la implementación de la segunda fase de relajamiento cuantitativo por parte de la Reserva Federal. En Estados Unidos, la conjunción de un crecimiento económico débil e inflación por debajo de lo que se considera estabilidad de precios llevó al anuncio de nuevas compras de bonos del Tesoro por un monto de US\$ 600 mil millones, con compras mensuales de US\$75 mil millones hasta fines del segundo trimestre del 2011. Japón también implementó nuevas medidas de relajamiento cuantitativo, mientras que en otras economías las expectativas incorporaron una postergación del proceso de normalización de la tasa de interés de referencia y/o una trayectoria más gradual. Por el contrario, en algunas economías emergentes de Asia se adoptaron medidas de restricción monetaria. Cabe señalar que, el anuncio de la Reserva Federal era anticipado por el mercado, por lo que no produjo un efecto adicional a la baja sobre las tasas de largo plazo en dólares. Por el contrario, las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos subieron desde el mínimo alcanzado a principios de octubre. Comparando con los valores vigentes al momento de la reunión de octubre, las tasas de los bonos de gobierno a 10 años son algo más de 20 pb superiores. Cabe mencionar que, en lo más reciente, se han verificado alzas en las primas por riesgo de ciertas economías periféricas europeas, ante las dificultades que han tenido para implementar sus planes de consolidación fiscal.

En términos de crecimiento, se mantiene la diferencia en el ritmo de recuperación de las economías desarrolladas y las emergentes, con un desempeño más favorable de las segundas. No obstante ello, en el margen algunos indicadores de las economías desarrolladas han resultado algo mejores que lo anticipado por los mercados, mientras que en algunas emergentes se han observado signos de moderación de las cifras de producción industrial. En Estados Unidos, destacó la creación de empleo y las mejoras en las encuestas de confianza empresarial y de expectativas de consumidores. Sin embargo, en la Zona Euro el crecimiento del PIB del tercer trimestre estuvo por debajo de lo esperado. La inflación sigue contenida en las economías desarrolladas, especialmente en su versión subyacente, mientras que en algunas economías emergentes se constata un aumento. Con todo, las proyecciones de crecimiento mundial del consenso del mercado se han corregido al alza para el 2010, frente a mejores cifras efectivas de las economías emergentes, y se mantienen para el 2011.

Los precios de las materias primas siguen en niveles elevados, sostenidos por la fortaleza de la demanda, particularmente asiática, por factores puntuales de oferta y la depreciación del dólar. El precio del cobre continuó aumentando, superando US\$4 la libra en los últimos días y aproximándose a su máximo histórico

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 14 de octubre y al 12 de noviembre de 2010.

BANCO CENTRAL DE CHILE

nominal de julio del 2008. El petróleo también registró alzas en el mes, algo superiores a 5% respecto de la reunión de octubre, superando US\$85 el barril. En el caso de los alimentos, los precios del arroz, el trigo y el maíz están cerca de 5% por sobre los de hace un mes, con algunas señales de estrechez de inventarios en el mercado internacional.

En los mercados de monedas han continuado las tensiones ante la depreciación generalizada del dólar. Varias economías han aplicado medidas administrativas, controles de capitales y/o comprado divisas directamente. El peso chileno se ha mantenido apreciado, aunque con fluctuaciones en el último mes. Tras el anuncio de la Reserva Federal de su programa de compras y el aumento del precio del cobre, la paridad peso/dólar cayó cerca de \$10 hasta el cierre de esta minuta. Sin embargo, el valor de la cotización de la divisa —en torno a \$480 por dólar— es prácticamente igual a la vigente para la reunión de octubre. En términos multilaterales, su comportamiento no es muy distinto. Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades vigentes al cierre de esta minuta, el tipo de cambio real (TCR) de octubre se ubicó en 88,2 (en su medida 1986=100).

En octubre, la variación mensual del IPC alcanzó a 0,1% (2,0% anual), estando algo por debajo de lo anticipado por el consenso de las proyecciones de mercado (0,2%). Las principales alzas se registraron en los alimentos, en especial los perecibles, influidas tanto por la estacionalidad habitual como por factores climáticos. El gas licuado y las tarifas eléctricas también presentaron alzas aunque menores, el primero afectado por los precios internacionales de los combustibles y las segundas por ajustes tarifarios. Estos aumentos fueron contrarrestados en parte por caídas en el precio de los equipos tecnológicos —afectados por la evolución del peso y los precios internacionales— y de las prendas de vestir. Los descensos se verificaron con mayor fuerza en las medidas subyacentes, las que de hecho tuvieron variaciones mensuales negativas. Así, tanto el IPCX como el IPCX1 bajaron 0,1%, mientras el IPC sin alimentos y energía disminuyó 0,2%. Con esto, en términos anuales el IPCX retrocedió a 1,5% (vs 1,6% en septiembre) y el IPCX1 se mantuvo por cuarto mes consecutivo en -0,5%. La velocidad de expansión de todos los indicadores de inflación retrocedió durante el mes.

Las proyecciones de inflación de mercado se han mantenido prácticamente estables a distintos plazos. En particular, para el IPC de noviembre, la mediana de las expectativas recogidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de noviembre anticipa una variación de 0,1% mensual (0,1% en octubre), con lo cual la inflación anual del IPC alcanzaría a 2,5%. A diciembre del 2010 las expectativas de la EEE disminuyen a 3,0% (3,1% en octubre), mientras que a un año plazo continúan en 3,1%. Finalmente, aunque a diciembre del 2011 suben a 3,2%, se mantienen en 3% a dos años.

En cuanto a la actividad interna, el Imacec de septiembre creció 6,5% anual (0,4% mes a mes desestacionalizado), en línea con las expectativas de mercado y el escenario base del IPoM de septiembre. Considerando los Imacec publicados para julio, agosto y septiembre, en el tercer trimestre la actividad habría aumentado 7,1% anual. Nuevamente el resultado del mes se debe al desempeño de comercio, transporte y comunicaciones. Ello acorde con el mayor dinamismo de indicadores asociados a consumo, en particular las compras de bienes durables y el crecimiento de las importaciones de bienes de esta categoría. Hacia adelante las perspectivas para el consumo siguen positivas. Por un lado, la confianza de los consumidores continúa mejorando. Por otro lado, de acuerdo a información preliminar de octubre, el stock de las colocaciones de consumo creció cerca de 10% anual en términos nominales y las tasas de interés más relevantes de estos créditos disminuyeron entre 50 y 100pb respecto de septiembre. Asimismo, la evolución del mercado laboral sigue siendo favorable, de acuerdo con las diversas fuentes de información. Según la encuesta de la Universidad de Chile, en septiembre la tasa de desempleo del Gran Santiago disminuyó a 9,0% en términos desestacionalizados (9,1% en junio). En tanto, el crecimiento del empleo aumentó 5,6% anual, aunque con cierta moderación en el margen (6,2% en junio), destacando el crecimiento del empleo por cuenta propia. Las

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2010

cifras entregadas por el INE para este mercado muestran una tendencia similar. El índice de puestos de trabajo del INE creció 0,4% mensual en septiembre, 2,8% anual (2,7% en agosto). Respecto de los costos laborales, en septiembre, los salarios nominales (usando los índices referenciales base 2009) aumentaron mes a mes y en su variación anual. El costo de la mano de obra creció 5,1% anual (4,5% en agosto) y las remuneraciones por hora 4,2% anual (3,7%). Los salarios reales también aumentaron en su tasa de variación anual.

De acuerdo con indicadores parciales, la inversión continúa recuperándose. Sin embargo, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital corrigió a la baja la inversión proyectada para el período 2010-2012, principalmente por el aplazamiento de proyectos ligados a los sectores de minería y energía. Además, las ramas de industria asociadas a la inversión muestran una desaceleración en su último registro. Por el lado del sector construcción, aunque los despachos de cementos y materiales de construcción han caído en sus niveles desestacionalizados, existen perspectivas de recuperación hacia adelante. Ello, basado en que las ventas de viviendas nuevas de la Cámara Chilena de la Construcción han continuado aumentando y los meses para agotar stock se acercan a sus mínimos históricos. Se suma que los créditos para la vivienda siguen creciendo y sus tasas de interés, aunque con un alza de 14 pb respecto del promedio de septiembre, continúan en niveles por debajo de su promedio histórico. Además, las expectativas del sector construcción, medidas por el IMCE, continuaron mejorando, ubicándose en la zona optimista por primera vez desde febrero del 2008. Las expectativas empresariales, en el agregado, siguen en la zona optimista, aunque disminuyen con respecto a septiembre para todos los sectores excepto construcción. En tanto, las colocaciones comerciales mantienen variaciones anuales del orden de 6% y sus tasas de interés registraron movimientos acotados en octubre.

Las perspectivas de crecimiento contenidas en la EEE de noviembre anticipan un Imacec para octubre de 6,4%. Para el trimestre en curso, al igual que en la encuesta anterior, proyectan un crecimiento de la actividad de 6,2%. Para el año siguen esperando que el PIB aumente 5,4% y 6,0% el 2011.

En medio de este panorama, las medidas de expectativas de mercado para la TPM han mostrado cierta moderación en el corto plazo, especialmente aquellas que se extraen de los precios de los activos financieros. Cabe señalar que la trayectoria para la TPM que se desprende de las encuestas a los analistas y a los operadores financieros prácticamente se mantiene inalterada respecto del mes previo. Para esta reunión, las distintas estimaciones de TPM anticipan un alza de 25pb, coherente con una tasa de política a fines de este año entre 3 y 3,25%. Hacia delante las expectativas apuntan a la continuación del proceso de normalización de la TPM, con pausas en algunas reuniones. A un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,25 y 5,25% (entre 4,5 y 5,25% el mes anterior) y hacia fines del horizonte de proyección entre 5,0 y 6,25% (entre 5,0 y 6,25%).

Las tasas de interés de los bonos locales libre de riesgo se ubican en niveles inferiores o similares a los vigentes hace un mes, con caídas más marcadas en la última semana. En particular, las tasas de los bonos de más corto plazo retroceden cerca de 20 pb.

La bolsa local ha continuado con el buen desempeño registrado durante el año y desde la última RPM acumula una rentabilidad cercana a 4,7% medida en pesos, liderada por las empresas del sector comercio y materias primas.