

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ENERO 2012



**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 10 de enero de 2012.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes, la principal novedad fue el alto registro de inflación de diciembre, que superó tanto lo considerado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre como las expectativas privadas. La mayor variación del IPC respondió a un conjunto de factores estacionales, incluyendo sorpresas en el precio de las frutas y verduras, así como una mayor contribución de precios que pueden asociarse al traspaso de la depreciación del peso en los últimos meses. Con todo, la evaluación de las cifras de inflación no es suficiente para modificar la trayectoria prevista en el IPoM de diciembre. Las expectativas de mercado muestran un aumento marginal de la inflación a un año, pero a dos años se mantienen en 3%. En cuanto a la actividad, los datos de noviembre mostraron una recuperación de sus niveles luego de la caída del mes previo, apoyando la hipótesis de una convergencia gradual del crecimiento de la economía hacia tasas de tendencia y de que no se ha visto afectada de forma significativa por el escenario externo. De hecho, los indicadores más adelantados del gasto, como las importaciones, siguen mostrando niveles elevados, en términos desestacionalizados. En el ámbito externo, durante el último mes las tensiones financieras se han mantenido sin mayores cambios. En cuanto a la actividad mundial, destaca la mejora de los indicadores de confianza empresarial para varios países y del mercado laboral en Estados Unidos. Los precios de los activos financieros internacionales y de las materias primas han aumentado. En el mercado financiero local, las fricciones que se exacerbaban hacia fines del mes pasado se han moderado. Respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM), las noticias internas, en particular el dato de inflación, modificaron las expectativas de mercado, postergándose en un mes el momento esperado para un recorte de la tasa. Así, para esta reunión, las encuestas de expectativas esperan una mantención.

Como se indicó, la mayor noticia del mes fue el registro de inflación IPC de diciembre, que alcanzó a 0,6% mes a mes (4,4% anual). Las proyecciones del IPoM de diciembre y las expectativas de mercado consideraban variaciones bastante menores. Las medidas subyacentes también mostraron aumentos importantes: 0,7% mensual el IPCX (3,3% anual) y 0,6% el IPCX1 (2,5% anual). Las principales incidencias del mes se anotaron en los componentes de transporte (0,3 puntos porcentuales), alimentos (0,14pp) y servicios básicos (0,05pp). Diversos factores contribuyeron a estos movimientos. En primer lugar, están presentes *shocks* de oferta que hicieron que la baja habitual de algunos alimentos perecibles en esta época del año no se diera, particularmente en las papas. Otros precios tuvieron aumentos estacionales algo mayores que lo esperado. Es el caso del transporte interurbano, aéreo y las matrículas escolares, cuyas alzas explicaron 0,27pp de la inflación de diciembre. Finalmente, están los aumentos de los precios de otros alimentos (mayormente incluidos en el IPCX1), como el pan, y de algunos bienes importados, como los autos, con precios al alza en los últimos meses.

Con todo, la evaluación sobre el escenario inflacionario y sus perspectivas no difiere mayormente de la considerada en el IPoM de diciembre. La observación en detalle de los precios de la canasta del IPC no arroja cambios fundamentales en las tendencias recientes. El número de precios que muestra aumentos o descensos cada mes no es sustancialmente distinto de meses previos. La evolución de la inflación de servicios sigue en la trayectoria de normalización que ha sostenido desde hace unos meses, influida por la evolución de los salarios y la estrechez en el mercado laboral a la que se ha aludido en meses anteriores en las minutas, comunicados e informes del Banco. En otros componentes de la inflación ha incidido la depreciación del peso de meses anteriores. Con todo, el mayor registro de inflación de diciembre es un antecedente relevante, considerando el estado de las holguras de capacidad en la economía. Sin embargo, no se debe dejar de lado que, en los últimos meses, las medidas de inflación subyacente se ubicaron persistentemente en niveles bajos, a pesar de la evaluación de un cierre de brechas de capacidad y de estrechez en el mercado laboral. Otro antecedente

^{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 diciembre de 2011 y al 10 de enero de 2012.

BANCO CENTRAL DE CHILE

relevante es que las expectativas de inflación no muestran modificaciones sustanciales tras conocerse el registro de inflación de diciembre. A un año plazo, tanto la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) prevén una inflación de 3,0% anual (2,9 y 2,7%, respectivamente en la encuesta previa). A dos años plazo, ambas encuestas continúan anticipando que la inflación se ubicará en 3%. Las medidas de expectativas de inflación que se extraen de los precios de los activos financieros exhibieron alzas a partir de la primera semana de enero, especialmente las de más corto plazo. El porcentaje de encuestados en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) que responde que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses subió de 52% en noviembre a 57% en diciembre. Mientras, las expectativas de inflación para los próximos doce meses del Indicador de Confianza Empresarial (IMCE) se han mantenido en 3,5% en los últimos cuatro meses.

En cuanto a la actividad, el Imacec de noviembre creció 4,0% anual, en línea con lo anticipado en la EEE de diciembre. En términos desestacionalizados, la serie creció 0,8% respecto del mes precedente, promediando 0,4% en el último trimestre. Ello es acorde con la hipótesis de una moderación gradual en el ritmo de crecimiento de la economía. Lo anterior también se reafirma al considerar la evolución de los indicadores de demanda —como ventas sectoriales e importaciones— que, en general, aún muestran niveles elevados.

El crecimiento anual de la actividad estuvo principalmente impulsado por el comercio y el sector telecomunicaciones, en tanto que la actividad minera cayó. Las perspectivas contenidas en la EEE de enero, anticipan un Imacec de 4,0% para diciembre del 2011, con lo que el año habría cerrado con un crecimiento del PIB de 6,2%. Para el 2012, el crecimiento del PIB se ajustó a 4,0% (4,2% en diciembre), mientras que para el 2013 aumentó a 5,0% (4,8%).

Como se mencionó, los indicadores de demanda no muestran un comportamiento muy distinto al de meses previos. Las ventas de bienes durables siguieron aumentando, en especial las ventas de autos nuevos. En este mercado, continúa la divergencia entre la evolución de las ventas y las importaciones, apoyando la visión de que las empresas continúan ajustando inventarios ante un eventual deterioro del escenario externo. La evaluación de los inventarios por parte de las empresas, medidos por el IMCE, siguen indicando un nivel por sobre el deseado. Pese a esto, las importaciones de bienes de consumo, en términos desestacionalizados, siguen en niveles elevados. Los determinantes del consumo tampoco muestran cambios significativos. Las perspectivas de los consumidores publicadas en el IPEC de diciembre se mantienen bajo el pivote de 50 puntos, aunque con un deterioro más marcado en las preguntas acerca de la situación futura del país. La tasa de desempleo publicada por el INE para el trimestre móvil septiembre–noviembre del 2011 disminuyó marginalmente: 7,1% (7,2% anteriormente). Los salarios nominales siguieron creciendo entre 6 y 7% anual (entre 2 y 3% en términos reales). Las colocaciones de consumo y de vivienda, según información preliminar a diciembre, continuaron expandiéndose mes a mes. En términos anuales, crecieron en torno a 18 y 16%, respectivamente. Las tasas de interés de los créditos de consumo, en los tramos más relevantes, aumentaron 65 puntos base (pb) respecto de noviembre para plazos a más de tres años, mientras que retrocedieron 51pb para plazos entre 181 días y un año. Las tasas de interés para la vivienda aumentaron 16pb, en igual lapso. Donde sí se ha apreciado algún cambio es en las condiciones para acceder al crédito. La Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre del 2011 mostró que las condiciones para el acceso al crédito se restringieron en los segmentos de créditos hipotecarios, pymes y grandes empresas. En los créditos de consumo no hubo cambios respecto de la encuesta anterior. La percepción de demanda por parte de los bancos se mantiene dinámica.

Por el lado de inversión, las importaciones de bienes de capital desestacionalizadas registraron un nuevo aumento en diciembre, recuperando los niveles de comienzos del trimestre. Indicadores parciales del cuarto trimestre ligados a construcción —permisos de edificación y despachos de cemento— también muestran incrementos. Las colocaciones comerciales siguieron creciendo mes a mes en diciembre, aumentando 16% en

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Enero 2012

términos anuales (15% en noviembre). Las tasas de interés de los créditos comerciales disminuyeron 126pb para plazos entre 181 días y un año, mientras que para plazos entre 30 y 89 días subieron 26pb. Por su parte, las expectativas recogidas en el IMCE de diciembre mostraron un retroceso generalizado en el margen, aunque se mantienen en la zona optimista.

En el ámbito externo, las tensiones financieras en la Eurozona se han mantenido en los niveles elevados alcanzados en meses previos. En el lado positivo, las cifras de actividad en algunas economías, en especial en Estados Unidos, han sido mejores que lo esperado. Lo anterior se ha traducido en leves aumentos de los precios financieros y la mayoría de los precios de las materias primas. Las perspectivas de crecimiento mundial del consenso de mercado cayeron nuevamente y se alinearon con las proyecciones contenidas en el IPoM de diciembre. Varios bancos centrales han continuado aumentando la expansividad de su política monetaria.

Las tasas de interés de largo plazo en las principales economías desarrolladas se mantuvieron prácticamente estables, con la excepción de la Eurozona donde cayeron 20pb. En el mercado local, las tasas de interés de los bonos del Banco Central tanto nominales como reales retrocedieron. La disminución fue más marcada en las tasas de interés de los instrumentos en UF, especialmente tras conocerse la cifra de la inflación. En tanto, las tasas en pesos mostraron aumentos. Respecto de la última reunión, las tasas de interés de los bonos en pesos entre 2 y 10 años cayeron entre 5 y 15pb y las en UF entre 2 y 10 años lo hicieron entre 15 y 40pb.

En cuanto a las bolsas, las plazas en las economías desarrolladas, medidos mediante el MSCI, registraron alzas de 2,3% en moneda local (1,7% en dólares). En economías emergentes, los incrementos fueron menores. El IPSA se recuperó 0,9% en moneda local (1,4% en dólares). Con todo, en las economías emergentes ha continuado la salida de flujos de capitales.

Respecto de los precios de las materias primas, varios alimentos registraron alzas destacando las del maíz, trigo y arroz, con variaciones de entre 5 y 10%. El petróleo WTI se cotiza en torno a US\$102 el barril, lo que equivale a un aumento cercano a 3% respecto de la reunión anterior, mientras que el precio de la gasolina registró un avance de 7% en igual lapso. El precio del petróleo Brent aumentó 4% durante el último mes. Por su parte, el precio del cobre se cotiza en torno a US\$3,4 la libra al cierre de esta minuta, lo que marca un retroceso de 1,5% en el último mes.

La mayoría de las monedas de las economías emergentes y exportadores de materias primas se apreciaron respecto del dólar estadounidense a principios de enero. El peso chileno no fue la excepción. Luego de alcanzar un nivel máximo de \$523 por dólar a fines de diciembre, la paridad peso/dólar ha caído desde comienzos de enero, transándose al cierre de esta minuta en cerca de \$510 por dólar, nivel similar al de la reunión previa. En términos multilaterales, el peso se apreció en torno a 1%. Con el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades correspondientes, el tipo de cambio real (TCR) de diciembre se ubicó en 95,31 (en su medida 1986=100).

Respecto de la situación en la Eurozona se ha seguido avanzando en los esfuerzos para rescatar a los países en dificultades, lo que contribuyó a estabilizar o reducir los premios soberanos, corporativos y bancarios. Entre ellos, destaca la entrega de €150 mil millones al FMI por parte de la Eurozona, Suecia, Dinamarca, Polonia y República Checa. Además, el BCE continuó anunciando nuevas medidas de liquidez, entregando cerca de €500 mil millones en créditos a tres años a los bancos. Con todo, las condiciones de liquidez en los mercados internacionales se han mantenido estrechas. El *spread Libor-OIS* continúa aumentando en las principales economías desarrolladas.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En el mercado financiero local, la agudización de las condiciones más restrictivas que se observaron a fines de diciembre se ha disipado. Los premios de las tasas de interés de captación bancaria, tanto en pesos como en dólares, retrocedieron en el mercado local, ubicándose incluso algunos por debajo de sus promedios de los últimos años. Ello coincidió con el término de las tensiones provenientes de factores estacionales y además el anuncio del BCCh respecto de un programa de compra de *REPOS* tendiente a amortiguar los efectos transitorios sobre las condiciones de financiamiento en el mercado monetario y de alinear la estructura de tasas bancarias con la orientación de la política monetaria.

Durante gran parte del mes las expectativas de mercado respecto de la TPM se mantuvieron sin grandes cambios. Sin embargo, tras conocerse el registro de la inflación de diciembre, el mercado postergó la oportunidad y/o la magnitud de los recortes, dependiendo de la medida de expectativas. Las que provienen de las encuestas de analistas (EEE y EOF) esperan una mantención para esta reunión. En contraste, las expectativas derivadas de los precios de los activos financieros anticipan una reducción de 25pb. A uno y dos años plazo, la EEE no muestra cambios respecto del mes anterior. En tanto, para iguales plazos, la EOF se ubica 25pb por sobre su nivel esperado en la medición vigente para la reunión previa. Considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,3 y 4,7% (4,2 y 4,7% en diciembre) y dos años plazo entre 4,7 y 5,1% (entre 4,5 y 5,4%).