

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2009



**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 martes 10 de noviembre de 2009.

Síntesis del mes^{1/}

La información acumulada en el último mes ha sido en lo grueso coherente con el escenario macroeconómico previsto en el IPoM de septiembre. La inflación fue nula en octubre, ratificando que el alto IPC de septiembre correspondió a fenómenos puntuales. La actividad de septiembre tuvo un débil desempeño, aunque la información acumulada para el tercer trimestre da cuenta del comienzo del proceso de recuperación de la economía proyectado en el IPoM y los datos parciales de octubre apuntan a que la tendencia de incremento se habría mantenido. Además, las condiciones financieras internas se aprecian menos restrictivas que a mediados de año. Las proyecciones de crecimiento mundial siguen ajustándose al alza, pero persiste la volatilidad de los mercados ante las cifras coyunturales. Los precios de las materias primas han mostrado nuevos aumentos y el dólar sigue depreciándose a nivel global. El peso ha seguido esta tendencia, aunque su aumento de valor ha sido algo superior al de otras monedas, posiblemente compensando la depreciación observada en el tercer trimestre. Las expectativas para la TPM que se deducen de los precios de mercado han aumentado levemente respecto de la reunión anterior, y siguen indicando que la TPM subiría antes del segundo trimestre del 2010, a diferencia de lo considerado en el escenario base del IPoM. Las expectativas entregadas por los analistas de mercado, en cambio, apuntan a que la TPM no aumentará antes del segundo trimestre del próximo año.

En el plano externo, las proyecciones de consenso siguen mostrando un ajuste al alza en el crecimiento previsto para el 2010. Se han comenzado a conocer las cifras de actividad del tercer trimestre, las que, en general, han resultado más favorables que lo anticipado por los mercados. La producción industrial, aunque sigue en niveles bajos, continúa aumentando en EE.UU., Japón y varias economías emergentes. A nivel global, la confianza empresarial vuelve a niveles considerados optimistas o de expansión, pero la de los consumidores muestra leves reversiones en algunas economías, asociadas, en gran medida, a la evolución negativa de sus mercados laborales. En todo caso, la percepción de los mercados financieros acerca de la fortaleza de la recuperación aún es frágil, reaccionando con volatilidad ante las cifras de coyuntura.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, los riesgos continúan presentes. El crédito sigue disminuyendo en varias economías, aun cuando los resultados de diversas encuestas de condiciones crediticias arrojan que el número de bancos que las siguen restringiendo es cada vez menor. Los premios por riesgo son más bajos. Los valores bursátiles son mixtos respecto de los vigentes hace un mes, a pesar de las alzas en los últimos días. Las tasas de política monetaria siguen cercanas a cero en varias economías y la comunicación de la política monetaria está empezando a referirse a las posibles estrategias de cómo y cuándo se retirará la liquidez entregada. No obstante, una serie de bancos centrales ha enfatizado que las tasas se mantendrán en niveles bajos por un período prolongado. Otros bancos centrales ya han comenzado a aumentar su tasa de interés de referencia. El Banco de la Reserva de Australia repitió el alza de 25 puntos base y el Banco de Noruega empezó a subir, en la misma magnitud. Las tasas de largo plazo aumentan, en línea con las cifras de actividad. Así, a partir de los precios de los activos financieros se deduce que los mercados esperan aumentos en las tasas de diversos países durante el 2010.

La mayoría de los precios de las materias primas muestra alzas respecto de la reunión anterior, en un contexto de mayor confianza empresarial y depreciación del dólar. Destacan los aumentos de la gasolina, petróleo, trigo y arroz, de entre 7 y 10%. El cobre sube algo menos, 4%, cotizándose al cierre de esta minuta en torno a US\$3 la libra.

Acorde con la mayor estabilización de los registros de inflación en el último mes o el aumento de algunos, la trayectoria de las materias primas y la permanencia de los estímulos monetarios, las expectativas de inflación

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 8 de octubre y al 10 de noviembre de 2009.

BANCO CENTRAL DE CHILE

para el 2010 siguen aumentando en Asia, se estabilizan en las economías desarrolladas y América Latina y descienden en Europa del Este.

En el ámbito interno, las condiciones financieras no muestran cambios significativos en el último mes, siendo menos restrictivas que lo observado hasta mediados de año. Las tasas de interés de colocación han tenido movimientos contrapuestos en los distintos tipos de crédito, destacando el nivel de las tasas de créditos para la vivienda, que se ubican en su valor más bajo desde fines del 2005. Los *spreads* entre las tasas de colocación y de captación a plazos menores a 90 días se han reducido incluso por debajo de los promedios previo a septiembre del año pasado, mientras que a plazos mayores aún continúan en niveles elevados. En septiembre, el crecimiento mes a mes del stock nominal de colocaciones aumentó en los créditos a personas, aunque en el agregado cayó. La Encuesta sobre Créditos Bancarios del tercer trimestre muestra que la fracción de bancos que reportan condiciones menos restrictivas de aprobación de créditos ha aumentado respecto del trimestre anterior, sugiriendo una flexibilización de las condiciones financieras. Además, información casuística también apunta tanto a un incremento de la demanda por financiamiento respecto del primer semestre del año como a una reducción en las exigencias para su otorgamiento.

Las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central se mantienen prácticamente estables a todos los plazos, mientras las tasas de interés de los bonos en UF aumentaron, en particular las de menor duración, que habían tenido reducciones sostenidas desde mayo pasado. Respecto del momento de la reunión del mes pasado, las tasas de interés de los BCU a dos años subieron 100 puntos base, mientras las de los a cinco y diez años se incrementan 44 y 28 puntos base, respectivamente.

El Imacec de septiembre registró una variación de -1,1% anual y de -0,3% mensual, descontada estacionalidad. El resultado del mes respondió, en gran medida, a la caída de la actividad industrial. La minería y el comercio minorista siguieron mostrando incrementos en sus niveles de actividad. Las expectativas de los consumidores que se desprenden del IPEC, como las percepciones de los empresarios (medidas por el IMCE) se ubican en niveles optimistas. Esta última encuesta, también da cuenta de que los inventarios estarían nuevamente en sus niveles deseados, aunque diversas fuentes de información apuntan a que dichos niveles serían menores que en el pasado reciente. El Catastro de Proyectos de Inversión de la CBC del tercer trimestre señala un aumento en los proyectos de inversión para el período 2009-2012, principalmente en el área minera, aunque con una reducción en el valor de los proyectos que se ejecutarán durante este año debido a retrasos en sus cronogramas de ejecución. Las cifras preliminares de importaciones de bienes de capital de octubre muestran una recuperación, aunque siguen en niveles bajos. Diversas fuentes de información señalan que en lo inmediato, o en los meses más próximos, se reanudarán varios proyectos de inversión. En todo caso, sigue siendo posible que por algunos meses más la actividad muestre tasas de variación anual negativas. Las proyecciones del sector privado incluidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) consideran que durante el último trimestre del año el PIB aumentará 2,1% (2,0% el mes pasado) y cerrará el año con una caída de 1,5%. Para el 2010, las proyecciones siguen ajustándose al alza, con un crecimiento de 4,4%, acercándose al escenario previsto en el IPoM.

Con todo, considerando los Imacec publicados para julio, agosto y septiembre, en el tercer trimestre la actividad habría tenido una caída anual de 1,3%, totalizando su tercer trimestre consecutivo de reducción en términos anuales^{2/}. No obstante, a diferencia de lo sucedido en los trimestres anteriores, el nivel de actividad habría crecido 5,3% en términos anualizados respecto del trimestre inmediatamente anterior, marcando el comienzo del escenario de recuperación de la economía previsto para este semestre en el último IPoM.

^{2/} De acuerdo con el calendario de divulgación de cuentas nacionales trimestrales, el 18 de noviembre se publicará la primera estimación del PIB del tercer trimestre del 2009 y la revisión de los datos del primer y segundo trimestre.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2009

El mercado laboral parece haber detenido su deterioro. Descontada estacionalidad, la creación de empleo nuevamente aumentó, mientras que la tasa de desempleo se redujo. Con la información del INE, esta última se ubicó en 9,9%, cayendo 2 décimas respecto del trimestre previo (10,2% sin desestacionalizar). La encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago también muestra una menor tasa de desempleo, desde 12,0 a 11,5% en términos desestacionalizados entre junio y septiembre de este año. El empleo creció 2,4% trimestre a trimestre móvil de acuerdo con el INE, con una composición en la que el empleo asalariado aumentó luego de varios trimestres de contracción, mientras el empleo por cuenta propia creció a tasas menores y se apreciaron aumentos en la ocupación de la industria y el comercio. Según los datos de la masa afiliada a la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) el empleo cayó 2,1% anual en septiembre.

Respecto de la inflación, en octubre la variación mensual del IPC fue nula, en línea con lo previsto por el consenso de las proyecciones del sector privado. Más allá del resultado agregado, la generalidad de las categorías de precios presentó variaciones acotadas. Dentro de las alzas destacó el incremento en algunos precios de los alimentos —en parte relacionados con la estacionalidad habitual de esta época del año— contrarrestado por bajas en transporte, recreación y cultura. Las medidas subyacentes también tuvieron variaciones de baja magnitud: 0,0% el IPCX e IPCX1, y -0,1% el IPCX1 sin alimentos e IPC sin alimentos y energía. La variación anual de los distintos indicadores de inflación continuó con su tendencia a la baja, afectada en parte por la aún alta base de comparación. La variación anual del IPC cayó hasta -1,9% (-1,1% en septiembre), el IPCX hasta -0,4% (0,2%) y el IPCX1 hasta 0,2% (0,8%). El promedio móvil de las velocidades del IPC e IPCX aumentó en el margen, si bien continuaron siendo negativas, en tanto que la del IPCX1 se sitúa en cero.

Por el lado de los costos laborales, en septiembre la tasa de variación anual de los salarios volvió a descender: 5,7% (5,9% en agosto) y 6,5% (6,7%) para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra, respectivamente. Las velocidades de estos indicadores mostraron un comportamiento desigual: la de las remuneraciones por hora continuó aumentando, mientras que la del costo de la mano de obra y de las medidas subyacentes de ambos índices disminuyeron levemente. Los salarios reales se mantuvieron estables durante el mes.

Respecto de los costos externos, el peso registró una importante apreciación durante el mes, la que se acentuó en los días previos al cierre de esta minuta. Así, el promedio de los tres días hábiles antes del cierre de esta minuta se ubica en torno a \$520 por dólar, con un dato en el margen bajo \$510, lo que equivale a una apreciación del orden de 6% respecto del nivel de la reunión de octubre. Indicadores multilaterales muestran variaciones algo menores a las del tipo de cambio peso/dólar, especialmente el TCM-X, dando cuenta de que la apreciación del peso ha sido mayor que la de otras monedas. En términos reales, la depreciación nominal del peso que se produjo hasta mediados del mes pasado conllevó un aumento del nivel del tipo de cambio real (TCR) en octubre, que se ubicó en 98,2 (en su medida 1986=100) en dicho mes. Sin embargo, dada la apreciación nominal de los últimos días este nivel descendería en noviembre.

Respecto de la evolución de la inflación en el corto plazo, diferentes fuentes prevén que en noviembre la variación mensual del IPC volverá a ser baja, con lo que la inflación anual volvería a descender. Específicamente, la EEE anticipa una variación de 0% para el mes. Para fines del 2010, la EEE anticipa que la inflación anual se ubicaría en 2,6% (2,5% el mes pasado), mientras que a dos años plazo se mantiene en 3%. Las compensaciones inflacionarias han tenido movimientos mixtos.

En cuanto a las expectativas para la TPM, aquellas que se deducen de la curva *forward* indican que esta aumentaría en el curso del primer trimestre del 2010, lo que se contrapone a lo considerado en el escenario base del IPoM de septiembre y a las expectativas que se extraen de los analistas de mercado. A plazos más largos, las expectativas deducidas de la *forward* tuvieron un leve incremento respecto de lo observado en el

BANCO CENTRAL DE CHILE

momento de la reunión anterior. Para fines del próximo año la TPM estaría en 3,75% según estos precios (entre 3,5 y 3,75% el mes anterior). Para fines del 2011, se espera una TPM entre 6,0 y 6,25% (en torno a 6,0% el mes anterior). De acuerdo con la EEE las expectativas para la TPM a diciembre del 2010 continúan en 3%. A dos años plazo (noviembre del 2011), la EEE anticipa una TPM de 5%.