

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 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 10 de julio de 2012.

Síntesis del mes^{1/}

Las noticias del último mes siguen confirmando la complejidad del escenario macroeconómico. En lo interno, la actividad resultó mayor que la prevista por el mercado, no obstante descontada la estacionalidad, durante los últimos meses la velocidad de expansión del Imacec se ha mantenido relativamente estable en torno a tasas de tendencia. La inflación de junio fue menor que la prevista por las expectativas de mercado, con un comportamiento disímil entre los precios de bienes y servicios. Los primeros, afectados por la evolución de los combustibles y algunos alimentos, mostraron descensos mensuales y anuales. Los segundos, más ligados a la evolución de los salarios y el estado de las brechas de recursos, registraron aumentos mes a mes y una variación anual próxima a 5%. En el plano internacional, las mayores novedades se concentran en los anuncios realizados en la Eurozona que, con volatilidad, han reducido en algo las tensiones en los mercados financieros mundiales. En este escenario, las expectativas de consenso para la Tasa de Política Monetaria (TPM) señalan una mantención en esta reunión. Hacia adelante, las expectativas se dividen entre una mantención prolongada y alguna reducción transitoria.

En el plano interno, en mayo la actividad tuvo un crecimiento de 5,3% anual, por sobre lo esperado por el mercado, que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio anticipaba 4,5%. Durante el último trimestre móvil, la expansión de la actividad, descontando los factores estacionales, fue de 4,7% anualizado respecto del trimestre móvil anterior y estuvo impulsada principalmente por servicios empresariales, industria y comercio.

El escenario base del IPoM y las expectativas de mercado contemplan que la economía tendrá tasas de crecimiento anual inferiores a 5% durante los próximos trimestres. Cabe señalar algunos factores específicos que incidirán en las cifras de actividad de los próximos meses. Los datos de generación eléctrica de junio señalan un mayor uso del recurso hídrico, de mayor valor agregado, lo que implicará un aumento del PIB de recursos naturales en este mes. Hacia adelante, las bajas bases de comparación provocadas por la menor producción minera en julio y agosto del 2011 a raíz de conflictos laborales en importantes yacimientos tendrán un efecto positivo en las cifras de actividad de dichos meses. Para septiembre, los cuatro días hábiles menos que tendrá el mes en comparación con el año pasado provocarán el efecto contrario. La EEE de julio anticipa que el PIB del tercer trimestre será de 4,5% y para el año aumentó levemente el crecimiento esperado: 4,8% (4,7% en junio).

Por el lado de la demanda, los indicadores del último mes continúan indicando una reducción de las tasas de variación anual del consumo. En cuanto a sus fundamentales, por el lado del mercado laboral, la ocupación descendió hacia tasas de crecimiento anual de tendencia. En el trimestre móvil finalizado en mayo, la tasa de creación de empleos fue de 2,3% anual, lo que se compara con un promedio de 2,9 y 2,7% en el último trimestre del 2011 y el primero del 2012, respectivamente. Destaca que en los últimos meses la proporción de empleos por cuenta propia ha ido en aumento. Con todo, información casuística sigue dando cuenta de la dificultad de contratar mano de obra en diversos sectores y regiones del país. Por el lado de los salarios, su variación nominal anual aumentó en mayo: entre 6,5 y 7,5% dependiendo de la medida (entre 6,1 y 7,1% el mes pasado), pero sigue oscilando en torno a los mismos valores que ha mostrado en lo que va del 2012. En todo caso, la menor inflación de los últimos meses redundó en un mayor aumento de los salarios reales. En mayo, su crecimiento anual fue cerca de un punto superior al promedio que llevaban acumulados en el año (4,1 y 3,2% el CMO y el IREM, respectivamente que se compara con 3,3 y 2,3% que llevaban en promedio en el 2012). Las condiciones financieras no han mostrado mayores cambios en el último mes, no obstante son menos favorables que en el primer trimestre del año. La Encuesta de Crédito Bancario señala que las

^{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 junio y al 10 de julio de 2012.

BANCO CENTRAL DE CHILE

condiciones de otorgamiento de créditos se endurecieron en el segundo trimestre para todo tipo de productos. Por el lado de la demanda, la Encuesta indica que se redujo la de créditos de consumo, mientras que sigue aumentando la de otros segmentos. Ello se corrobora con información casuística que apunta a que la demanda por créditos de consumo se ha moderado en los últimos meses, pero sigue resaltando el mayor uso de otras fuentes de crédito, en especial de tarjetas. De acuerdo con información preliminar, el crecimiento anual de las colocaciones de consumo se mantuvo en torno a 14% en junio. Por el lado de las tasas, en los tramos más relevantes, las de los créditos de consumo no muestran fluctuaciones importantes. Solo en las tasas de préstamos hasta UF200, que representan una porción menor de este tipo de créditos, se aprecia un aumento, que ya se ha venido observando a lo largo de todo el 2012. Finalmente, por el lado de las expectativas, el IPEC se ubicó por primera vez en más de un año en terreno optimista, aunque la percepción de que se está en un buen momento para comprar artículos para el hogar se redujo.

Por el lado de la inversión, la información reciente apunta a que la fortaleza del componente de construcción y obras continúa, aunque se ha moderado en el margen de acuerdo con cifras de despachos de cemento. Por el lado de las maquinarias y equipos, componente que había reducido su dinamismo, destaca el repunte de las importaciones de bienes de capital en mayo. Además, resalta el descenso de las expectativas empresariales medidas por el IMCE, desde 60,3 a 56,9 entre mayo y junio, lo que se observa en todos los sectores.

En cuanto a la inflación, su variación de -0,3% en junio (2,7% anual) estuvo por debajo de lo anticipado por el mercado. La EEE y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de junio proyectaban una inflación mensual de 0,2 y 0,0%, respectivamente. El comportamiento de la inflación continuó mostrando una diferencia importante entre la evolución de los precios transables y no transables. Mientras los primeros registran variaciones mensuales negativas (-0,8% mes a mes), impulsados por la caída del precio de los combustibles y algunos alimentos, los segundos, mayormente ligados a la evolución de los salarios y el estado de las brechas de capacidad, siguen aumentando mes a mes (0,4% mensual) y su tasa de variación anual permanece en las proximidades de 5%. El IPC sin alimentos y energía, que mantiene una proporción mayor de no transables, subió 0,1% en el mes (2,5% anual). Así, en los últimos tres meses el IPC acumuló una disminución de 0,21% (+0,24% el mes pasado) mientras que el IPC sin alimentos y energía sumó 0,3% (0,1% el mes pasado).

La caída del precio del petróleo que se verificó durante parte de junio —revertida parcialmente en los últimos días— y la menor inflación efectiva del mes llevaron a nuevos descensos de las expectativas de inflación de corto plazo. La EEE de julio anticipa para fines de año un incremento anual de 2,4% para el IPC (3,0% en junio). A un año plazo, la EEE bajó levemente su proyección: desde 3,0 a 2,9% entre junio y julio. La EOF de la primera quincena de julio ubica esta proyección en 2,5% (2,7% en la medición previa). A dos años plazo, sin embargo, mientras la EEE continúa apuntando a 3%, la EOF la ubica en 2,9%.

En el plano internacional, los principales acontecimientos del mes siguieron girando en torno a la situación de la Eurozona. En particular, destacaron los anuncios tras la cumbre de fines de junio. Entre ellos, resaltó la capacidad para entregar fondos de rescate directamente a los bancos europeos —sin pasar por los gobiernos y previa creación de un esquema de supervisión bancaria supranacional—, la autorización para que el mecanismo de estabilización europeo (ESM) compre bonos de gobiernos en los mercados primarios, la modificación de la prelación de créditos otorgados por el ESM y el establecimiento de un fondo pro-crecimiento. En una primera instancia estas medidas generaron alzas de las bolsas, de las tasas de interés de los bonos de países percibidos como más seguros, de los precios de las materias primas, una depreciación del dólar en los mercados internacionales, algunas correcciones de las primas por riesgo y un retorno de los flujos de capitales a las economías emergentes. No obstante, en los últimos días estas reacciones de optimismo en los mercados financieros internacionales se han ido matizando en la medida que persisten dudas sobre los detalles de la implementación de los acuerdos anunciados. Al cierre de esta minuta los ministros de finanzas

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2012

de la Eurozona acordaron entregar a fines de julio €30 mil millones para la recapitalización de los bancos españoles.

El mercado financiero chileno tuvo movimientos similares a lo ocurrido en otras economías emergentes. La paridad peso/dólar se apreció 1% comparado con su nivel de la reunión anterior, apreciación que fue de 0,8% tomando en cuenta el tipo de cambio multilateral. El TCR de junio se ubicó en 92,6 —en su medida 1986=100—, lo que equivale a un aumento de 2,2% respecto de su nivel de mayo. Respecto de la bolsa, en el mes el IPSA subió 2,6% en pesos, valor que aumentó a 3,9% medido en dólares. También medido en dólares, el promedio de las bolsas mundiales y latinoamericanas subieron 2,8 y 4,6%, respectivamente, en el mismo lapso.

En términos de actividad mundial, las cifras conocidas en el mes dan cuenta de que la desaceleración prosigue en el mundo emergente, mientras que las economías desarrolladas continúan creciendo a un ritmo lento. Destaca la debilidad global del sector manufacturero y la lenta recuperación del mercado laboral en Estados Unidos. El débil panorama de crecimiento en conjunto con la reducción de las presiones inflacionarias, particularmente por las bajas de los precios de los combustibles, motivó la adopción de políticas monetarias más expansivas en varias economías. Resalta la reducción de las tasas de interés de política monetaria de China, de la Eurozona e Israel, el anuncio de la ampliación de las compras de activos por parte del Banco de Inglaterra y la extensión de la operación *twist* en Estados Unidos.

Los precios de las materias primas experimentaron importantes alzas en el último mes si se comparan los niveles actuales con los vigentes para la reunión de política monetaria de junio. El precio del cobre y el petróleo se ubica actualmente en niveles en torno a 2% por sobre su valor de un mes atrás. No obstante, destaca que durante el mes el crudo llegó a cotizarse en valores entre 6 y 8% por debajo de los vigentes para la reunión de junio y experimentó un fuerte rebote en los últimos días. Así, considerando los contratos futuros de los últimos 10 días hábiles se prevén precios del petróleo similares a los incluidos en el IPoM. También destacan los aumentos de los productos agrícolas, en especial los granos. El precio trigo experimentó alzas superiores a 30% en el mes, influido principalmente por las adversas condiciones climáticas en Estados Unidos y su efecto en las cosechas en ese país.

Las expectativas para la TPM han mostrado cierta volatilidad en el mes, aunque en el neto no anticipan cambios en la política monetaria en lo inmediato. La evolución del escenario internacional en la segunda quincena del mes pasado provocó un incremento en las expectativas de baja de la TPM, evolución que se deshizo con los acuerdos de la Eurozona y los datos de actividad interna de comienzos de mes. Así, respecto de la vigente al momento de la reunión de junio, la curva *forward* actual muestra una TPM en torno a 20 puntos base (pb) menor para fines de año. La EEE de julio prevé que la TPM se mantendrá en 5% por los próximos dos años (el mes pasado suponía que la TPM sería 25pb mayor en un plazo de 18 meses). La EOF apunta a que la TPM será recortada en 25pb en un plazo de 3 meses, recorte que se amplía en otros 25pb en el plazo de 6 meses. A dos años plazo, esta encuesta prevé que la TPM se ubicará nuevamente en 5%.