

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JUNIO 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 viernes 12 de junio de 2009.

Síntesis del mes^{1/}

En el último mes, las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado algo respecto de las débiles proyecciones que se tenían hace un mes. Ello se ha dado en un contexto de aumentos importantes en los precios de las materias primas (especialmente del petróleo), un mayor apetito por riesgo, incrementos adicionales en los precios de los activos bursátiles y flujos de fondos de inversión a economías emergentes. Las primas por riesgo se han reducido y las tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas han tendido a aumentar. Internamente, la información conocida en el último mes tanto de inflación como de actividad sugiere algo de menores presiones inflacionarias subyacentes, las que podrían compensar el impacto en el IPC del mayor precio interno de los combustibles. Las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) anticipan una reducción de 50 puntos base en esta reunión, y la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) sugiere que permanecerá en niveles bajos por lo que resta del año. Hacia el 2010, los mercados financieros nacionales continúan apuntando a un ritmo de normalización monetaria más rápido que el implícito en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo. En suma, los antecedentes coyunturales, incluyendo los planes de financiamiento fiscal recientemente anunciados, probablemente moderen las perspectivas inflacionarias de corto plazo, lo que debe ser monitoreado con cuidado para evaluar si alteran el contorno general del escenario de inflación delineado en el último IPoM.

En el ámbito externo, las cifras de actividad para el primer trimestre que se han ido conociendo indican que la velocidad de las caídas del PIB se moderaron en varios países, entre ellos, Estados Unidos y algunos de Asia emergente. No obstante, para otro grupo de economías, como la Zona Euro, el Reino Unido, Japón y algunas emergentes, las caídas en el PIB se profundizaron en el primer trimestre. En todo caso, el panorama global está dando señales de que la crisis podría estar cerca de su punto más bajo, apoyado por las medidas de estímulo fiscal y monetario. Esto se ve en que los niveles de confianza de los consumidores y de las empresas han continuado recuperándose, aunque para la mayoría de los países aún se sitúan en la zona negativa. Lo mismo ocurre con indicadores sectoriales de actividad y exportaciones en varias economías: muestran niveles mayores que hace un tiempo, aunque aún reducidos. Con todo, en gran parte de las economías sigue la tendencia al alza en el desempleo.

En este contexto, los inversionistas han vuelto a tomar posiciones en activos más riesgosos, lo que se reflejó marcadamente en los incrementos en las bolsas de economías emergentes durante el último mes (con aumentos de entre 15 y 20% en Argentina, Chile, Hungría, Rusia, Indonesia y Tailandia), las caídas en los premios crediticios y los aumentos en las emisiones de bonos y los mayores flujos de inversión de cartera a estos mercados. Asimismo, se observó en general una depreciación del dólar en los mercados internacionales. Las tasas de interés de largo plazo aumentaron en las principales economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos. Estos movimientos se pueden asociar a un entorno de menor riesgo y perspectivas de mayores emisiones de deuda pública, y a que, por primera vez desde hace varios meses, ha comenzado a discutirse la pertinencia de una eventual política monetaria menos expansiva dados los riesgos inflacionarios de mediano plazo. Así, las tasas de los bonos de gobierno a 10 años aumentaron en torno a 60 puntos base en Estados Unidos, cerca de 40 puntos base en la Zona Euro y en torno a 10 puntos base en Japón. Las instituciones que debían levantar capital de acuerdo con las pruebas de tensión realizadas a bancos en Estados Unidos lo han hecho, incluso el Tesoro ha autorizado a algunos de los bancos que utilizaron el TARP a recomprar las acciones preferenciales. En tanto, las condiciones de liquidez en los mercados interbancarios a corto plazo continuaron mejorando, e incluso los premios a plazos mayores a un mes ya se ubican en niveles por debajo de los de septiembre del 2008. Esto también ha sido acompañado por caídas en los premios crediticios del sector bancario, en particular en Estados Unidos.

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 12 de junio y al 7 de mayo de 2009.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En su mayoría, los precios de las materias primas muestran incrementos importantes respecto de la reunión anterior. El precio del cobre se cotiza sobre US\$2,3 la libra, aumentando 12% respecto de la reunión pasada. El precio del petróleo WTI mostró incrementos mayores: 30% comparando iguales períodos, ubicándose al cierre de esta minuta sobre US\$70 el barril. Las expectativas de mayor demanda de gasolina han conllevado una caída en los inventarios de petróleo en Estados Unidos, dado los ajustados niveles de producción.

En los mercados financieros locales, las tasas de interés de los documentos de largo plazo del Banco Central mostraron alzas en el último mes, las que se revirtieron en parte en los días más recientes, especialmente en el caso de los instrumentos en UF. Así, las tasas de los papeles nominales a 5 y 10 años subieron 12 y 33 puntos base respectivamente, mientras las tasas de los documentos en UF a 5 y 10 años plazo aumentaron cerca de 30 puntos base. Las tasas de los bonos nominales a dos años cayeron casi 40 puntos base, con lo que la curva de rendimiento en pesos siguió empinándose. Estas evoluciones coinciden con lo sucedido con las tasas de interés de largo plazo en los mercados internacionales en el curso de este trimestre, y pueden estar reflejando el mayor apetito por riesgo observado en los mercados y los mayores grados de incertidumbre inflacionaria de mediano plazo producto del alza en el precio del petróleo. La colocación de bonos corporativos en el mercado local se moderó en mayo respecto de lo observado en los meses previos. Destaca que, en línea con la mayor preferencia por activos más riesgosos, se han vuelto a anunciar colocaciones de acciones en el mercado local.

En mayo, las tasas de colocación comercial a plazos menores a un año se redujeron entre 55 y 190 puntos base. Las tasas de interés de los créditos de consumo, también a plazos inferiores a un año, disminuyeron en torno a 200 puntos base; no obstante, aquellas más relevantes, superiores a 3 años, aumentaron algo más de 80 puntos base en igual período. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios han tendido a seguir los vaivenes de las tasas de papeles largos en UF. Diversos antecedentes apuntan a que las colocaciones siguen afectadas por condiciones de otorgamiento de créditos restrictivas y dan cuenta de una menor demanda por crédito ante la mayor cautela de los agentes económicos. El crecimiento anual de los agregados monetarios más amplios ha seguido disminuyendo, mientras que el M1 ha aumentado su tasa de variación anual.

En cuanto a la actividad interna, el Imacec de abril se redujo 4,6% en términos anuales. En parte, esto refleja la debilidad de sectores asociados a la evolución de la demanda, en particular la industria, la que, de acuerdo con el INE, cayó 11,1% en dicho mes. Descontada la estacionalidad y la existencia de un día hábil menos, en abril la actividad habría disminuido 0,7% mes a mes. Los indicadores de consumo muestran comportamientos opuestos. Por un lado, se tiene una caída real de 5% anual del Índice de Ventas de Comercio al por Menor del INE. Por otro, las ventas de automóviles nuevos siguieron mostrando una recuperación en términos desestacionalizados, pero se mantienen en niveles muy reducidos. Con cifras parciales de mayo, las importaciones de bienes de consumo habrían continuado cayendo. Los indicadores de inversión también presentan evoluciones disímiles. Las ventas desestacionalizadas de viviendas suben por quinto mes consecutivo en abril, pero aún se mantienen en niveles relativamente bajos, mientras que las importaciones de bienes de capital habrían disminuido en mayo. Las ventas reales de materiales para la construcción continúan cayendo en mayo y los permisos de edificación se contraen. Las cifras del Fisco a abril muestran una sobrejecución del presupuesto, especialmente en el ítem inversión, producto del plan de estímulo. Las expectativas de los consumidores (medidas a través del IPEC) y de los empresarios (que se extraen del IMCE), pese a seguir en la zona pesimista, continúan repuntando, al igual que en el resto del mundo.

El mercado laboral sigue dando cuenta de las condiciones macroeconómicas, pero en el margen la caída en el empleo se ha moderado. De acuerdo con las cifras del INE, en el trimestre móvil febrero-abril el empleo disminuyó en términos anuales en 0,5% por segundo mes consecutivo, aunque en términos mensuales desestacionalizados aumentó. Por categoría ocupacional, se observó una recomposición; el empleo asalariado cayó 0,9% (-0,2% en el trimestre móvil previo), y el empleo por cuenta propia creció 2% (-0,3% en el trimestre móvil anterior). El crecimiento anual de la fuerza de trabajo se ubicó en 1,9% (1,3% el trimestre móvil previo). La tasa de desempleo subió hasta 9,8% en el trimestre móvil finalizado en abril. Descontada

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Junio 2009

estacionalidad, el desempleo fue de 9,6% (9,4% en el trimestre móvil previo). La AChS reporta un empleo que sigue creciendo en términos anuales, pero a tasas decrecientes (0,7% en abril).

En mayo, los datos de inflación siguieron mostrando un descenso generalizado en la variación anual de los distintos indicadores. El IPC nuevamente registró una variación mensual negativa: 0,3%. La variación anual de la inflación IPC se ubicó en 3%, volviendo al rango de tolerancia luego de mantenerse encima desde agosto del 2007. La cifra de mayo estuvo principalmente determinada por las bajas en salud, particularmente medicamentos, recreación y cultura y prendas de vestir y calzado. Así, el IPCX e IPCX1 también tuvieron variaciones mensuales negativas, de 0,3 y 0,5%, respectivamente. El incremento en doce meses del IPCX llegó a 4,4% (5,5% en abril) y el del IPCX1 a 3,7% (5,3%). Otros indicadores, como el IPCX1 excluido alimentos y el IPC excluido alimentos y energía mostraron igualmente descensos en sus tasas de variación anual. Con vaivenes, las velocidades del IPCX e IPCX1 siguen cercanas a cero, mientras que la del IPC muestra una leve reversión, sin embargo aún se mantiene negativa.

En cuanto a los salarios nominales, la información de abril mostró un nuevo descenso en la tasa de variación anual de los salarios, la que llegó a 7,0 y 7,4% para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra (7,3 y 7,5% para ambas en marzo). Los salarios reales siguen presentando tasas de variación en doce meses en aumento: 2,4% en abril (2,1% en marzo).

Por el lado de los costos importados, el tipo de cambio peso/dólar presenta una leve apreciación respecto de la reunión pasada (0,75%), coincidiendo con el movimiento del dólar en los mercados internacionales y el aumento en el precio del cobre. De este modo, en los tres días previos a la reunión de mayo el tipo de cambio pasó de \$571 por dólar a un promedio de \$567 los tres días previos al cierre de esta minuta. No obstante, si se consideran las medidas multilaterales el peso se depreció: el TCM y el TCM-5 subieron 1,1 y 1,5%, respectivamente en igual lapso. Se estima que el nivel del tipo de cambio real (TCR) se mantuvo relativamente estable en mayo respecto de abril, en 95,4 (en su medida 1986=100).

En cuanto a las expectativas de inflación, en aquellas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho” se mantiene prácticamente estable, sobre 40% en mayo. Las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE siguieron con el ajuste a la baja iniciado a fines del 2008, pasando de 3,35% en abril a 3,0% en mayo. En tanto, la EEE también da cuenta de una reducción en las expectativas de inflación anual a un año plazo, pasando estas de 2,5 a 2,2% entre mayo y junio. A dos años las expectativas se mantienen en 3%, mientras que para diciembre de este año el ajuste es de un punto porcentual a la baja, ubicándose en junio en 0,2% anual. Las compensaciones inflacionarias han tenido vaivenes importantes en el mes, especialmente las de más corto plazo.

Las expectativas de los analistas de mercado respecto de la TPM se ajustaron en el mes, especialmente después de la publicación de los datos de IPC e Imacec. Así, la mayoría pasó de esperar un recorte de 25 puntos base en esta reunión a uno de 50. Esto último coincide con lo que se extrae de la EEE. De acuerdo con esta encuesta, la TPM se mantendría en 0,75% hasta diciembre de este año, volviendo a 1,5% en un año más. Los precios financieros arrojan una trayectoria para la TPM por sobre lo previsto por la EEE hacia fines del horizonte de proyección y por sobre la trayectoria implícita en las proyecciones del último IPoM.