

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 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 7 de julio de 2009.

Síntesis del mes^{1/}

Los antecedentes recogidos desde la última reunión confirman que las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena se han reducido nuevamente. Los datos de mayo dan cuenta de que, en términos anuales, la caída de la actividad en el segundo trimestre habría sido mayor que la prevista en el escenario base del último Informe de Política Monetaria (IPoM). Eliminada estacionalidad, aunque la actividad se encuentra plana respecto de abril, durante el segundo trimestre habría tenido una disminución respecto del primero. En el panorama internacional, las perspectivas de crecimiento han dejado de deteriorarse pero tanto los indicadores sectoriales en el margen como los mercados financieros muestran una recuperación menos asentada. Los datos de IPC de junio continúan mostrando un rápido descenso de la inflación anual, la que traspasó el límite inferior del rango de tolerancia de la meta de inflación. Las presiones de costos también se han reducido, especialmente por la apreciación del peso en las últimas semanas y un mercado laboral que se ha deteriorado conforme con lo sucedido con la actividad. De este modo, más allá de que la inflación anual se ubicará en cifras negativas por algunos meses, los riesgos de que ella se mantenga por un tiempo prolongado en niveles por debajo de la meta han aumentado. Respecto de las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM), tras conocerse la minuta de la reunión de junio y las cifras de actividad e inflación, los precios de los activos financieros incorporan un recorte adicional de 25 puntos base para esta reunión, con un empinamiento de la curva forward a partir de fines de año que lleva a un incremento esperado de la TPM del orden de 300 puntos base durante el 2010.

En el ámbito externo, las noticias que se fueron conociendo en el mes matizaron el relativo optimismo que se había generado en el mercado respecto de la velocidad de recuperación de la economía mundial. Así, al contrario de lo ocurrido en meses previos, cuando varios indicadores sorprendieron positivamente, los indicadores parciales de actividad y demanda estuvieron en línea o por debajo de lo esperado por el mercado para el segundo trimestre. Destacó, por el lado negativo, la producción industrial, las cifras de empleo y del mercado inmobiliario en EE.UU. Las economías asiáticas muestran un panorama más alentador, con cifras de producción industrial y exportaciones que han repuntado, impulsadas en gran medida por la fortaleza de la demanda interna y externa de China. La confianza de empresas de varias economías se afianza, mientras la confianza de los consumidores sigue recuperándose solo en algunas economías. Con todo, señales de recuperación de la actividad se aprecian con cierta claridad solo en algunas economías asiáticas.

Acorde con las holguras de capacidad mayores a las previstas y bajas tasas de inflación, efectivas y esperadas, los bancos centrales que aún tienen espacio han continuado recortando sus tasas de interés y otros, además, están implementando estrategias no convencionales de política monetaria. Las condiciones de liquidez en los mercados financieros desarrollados han continuado mejorando. Las tasas de los bonos de gobierno a 10 años en general mostraron descensos desde la reunión anterior: en torno a 20 puntos base en EE.UU., Japón y la Zona Euro. Sin embargo, la pendiente de la curva de rendimientos no presenta cambios. Las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes en los mercados internacionales han exhibido cierta heterogeneidad en el último mes. El dólar se depreció en los mercados internacionales con excepción de los países exportadores de materias primas, frente a los cuales presentó una apreciación acotada. Casi la totalidad de las bolsas disminuyeron desde la reunión de junio, a pesar de una leve recuperación en los últimos días. Los premios por riesgo soberano y corporativo suben en términos netos desde la reunión de junio y los flujos de inversión continúan evidenciando un retorno de los inversionistas a economías emergentes.

La mayoría de los precios de las materias primas muestra descensos respecto de la reunión anterior, en concordancia con la publicación de indicadores de actividad menos favorables. Destacan los precios de la

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

BANCO CENTRAL DE CHILE

gasolina y el maíz que caen cerca de 20%. En tanto, el precio del cobre y el petróleo WTI se reducen en 4 y 11%, respectivamente, cotizándose al cierre de esta minuta en US\$2,2 la libra y US\$63,5 el barril, respectivamente.

En el mercado financiero local, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de más largo plazo (a más de cinco años), aunque con vaivenes, bajaron en el último mes, con diferencias de hasta 15 puntos base respecto de los niveles vigentes para la reunión de junio. Esto coincide con las menores tasas de largo plazo en economías desarrolladas, el anuncio del inicio del programa de compra de papeles BCU-5 y BCU-10 por parte del Banco Central y la moderación de la colocación de bonos corporativos en el mercado local.

En junio, las tasas de interés de colocación de los créditos de consumo se redujeron en todos los plazos. Aquellas a más de tres años descendieron cerca de 140 puntos base, alcanzando niveles similares a los vigentes a fines del 2007. Las tasas de interés de las colocaciones comerciales cayeron bajo 6% anual a plazos de hasta seis meses, niveles no vistos desde comienzos del 2005. Para los créditos de entre 181 días y un año el costo de este tipo de colocaciones aumentó algo más de 150 puntos base. Las tasas de interés de los préstamos hipotecarios, subieron por segundo mes consecutivo (4,61% anual en junio *versus* 4,46% en mayo). Diversos antecedentes siguen dando cuenta de condiciones de otorgamiento de créditos restrictivas y de una menor demanda por créditos ante la cautela de los agentes económicos. Además, el stock total de colocaciones sigue con tasas de variación anual cada vez menores. El crecimiento anual de los agregados monetarios más amplios ha seguido disminuyendo, mientras que el M1 presenta variaciones anuales crecientes por cuarto mes consecutivo.

La actividad interna ha mostrado cifras de variación anual por debajo de lo previsto en el escenario base del IPoM de mayo, dando cuenta de que las holguras de capacidad son mayores que las anticipadas. En mayo, el Imacec se redujo 4,4% anual, con una incidencia relevante de la industria y el comercio y reflejando, además, el efecto de un día hábil menos que en el mismo mes del 2008. Medido en términos de variaciones mes a mes y descontada la estacionalidad, el Imacec mostró una caída de 0,1%, con lo que la información ya conocida del segundo trimestre apunta a que el nivel de la actividad habría disminuido en el segundo cuarto del año respecto del primero.

En el escenario más probable se sigue considerando que la actividad comenzará a mostrar incrementos en sus niveles desestacionalizados en el segundo semestre, aunque la fuerte caída ya registrada seguirá causando variaciones anuales negativas por algunos meses más. Varios indicadores parciales de consumo e inversión de mayo y junio muestran un quiebre en su tendencia previa de deterioro. Las ventas minoristas de bienes habituales y durables, las ventas de automóviles nuevos, los despachos de cemento, los permisos de edificación y la información parcial de importaciones exhiben niveles desestacionalizados estables o en aumento. Las expectativas de los consumidores (medidas a través del IPEC) muestran el mejor registro en dieciséis meses para el índice general, aunque se mantienen en la zona pesimista. Destaca que las perspectivas para la situación económica del país a un año se sitúan por segundo mes consecutivo en la zona optimista. La percepción de las empresas (extraídas del IMCE) repunta, a pesar de seguir en la zona pesimista.

El mercado laboral sigue evidenciando las condiciones macroeconómicas pero con una moderación marginal de la caída de la ocupación. De acuerdo con las cifras del INE para el trimestre móvil marzo-mayo la tasa de variación anual de la ocupación fue de -0,9%, volviendo a registrar en su medición mes a mes un valor levemente negativo. Por categoría ocupacional, el empleo asalariado decreció 1,1% anual (-0,9% en el trimestre móvil previo), mientras que el empleo por cuenta propia aumentó 2,1% anual (2,0% en el trimestre móvil anterior). El crecimiento anual de la fuerza de trabajo se redujo a 1,6% (1,9% el trimestre móvil

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2009

previo). La tasa de desempleo aumentó hasta 10,2% en el trimestre móvil finalizado en mayo. Descontada estacionalidad, se ubica en 9,9% (9,7% en el trimestre móvil previo).

En cuanto a la inflación, en junio el IPC presentó el segundo incremento mensual en el año: 0,3%. Esta cifra estuvo dentro del rango de expectativas de mercado. La variación mensual del IPC fue principalmente determinada por alzas en los precios de la energía. Parte de ella se contrarrestó con una disminución de prendas de vestir y calzado y de recreación y cultura, por lo que el IPCX registró una variación nula en el mes y el IPCX1 disminuyó 0,2%. Con esto, la variación anual de los distintos indicadores de inflación continuó reduciéndose. El IPC bajó hasta 1,9% (3,0% en mayo), el IPCX hasta 3,6% (4,4%) y el IPCX1 hasta 3,0% (3,7%). Otros indicadores, como el IPCX1 excluido alimentos y el IPC excluido alimentos y energía también mostraron tasas de variación anual en retroceso, situándose ambos bajo 3%. La velocidad del IPC e IPCX sigue siendo negativas, mientras que la del IPCX1 fue positiva y creciente respecto del mes pasado.

La evolución de los costos también da cuenta de una reducción en las presiones inflacionarias. Por el lado de los costos laborales, la información de mayo mostró un nuevo descenso en la tasa de variación anual de los salarios, la que llegó a 6,7 y 7,3% para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra (7,0 y 7,4% en abril, respectivamente). La evolución del índice de remuneraciones se explica por el bajo crecimiento en industria, comercio y construcción. Los salarios reales, por la menor inflación anual, siguen mostrando tasas de variación anual en aumento en torno a 4% en mayo (2,4% en abril). En cuanto a los costos importados, el peso se apreció algo más de 4% desde la reunión anterior, ubicándose la paridad peso/dólar en torno a \$540 al cierre de esta minuta. En términos multilaterales la apreciación es de magnitud similar, 4,5 y 3,7% el TCM y el TCM-5, respectivamente. Se estima que el nivel del tipo de cambio real (TCR) se redujo levemente en junio, ubicándose en 94,5 (en su medida 1986=100).

Las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, expresadas en el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho”, se han mantenido prácticamente estables en algo más de 40% en los últimos cinco meses. Aquellas que entrega el IMCE siguieron con el ajuste a la baja iniciado a fines del 2008, pasando de 3,0% en mayo a 2,5% en junio. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) no está disponible al cierre de esta minuta. Las compensaciones inflacionarias se han movido en direcciones opuestas y con vaivenes importantes en el mes, acorde con lo sucedido con las tasas de interés de los documentos del Banco Central.

En cuanto a las expectativas para la TPM, los analistas de mercado pasaron de esperar una mantención de la TPM para esta reunión a incorporar en sus expectativas un recorte de 25 puntos base en los últimos días. A mediano plazo, aunque los precios de los activos financieros ajustaron la trayectoria esperada para la TPM a la baja, siguen incorporando alzas de la TPM a principios del 2010.