

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 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 11 de agosto de 2009.

Síntesis del mes^{1/}

La información acumulada el último mes muestra señales de que el deterioro de la actividad económica interna se estaría deteniendo. En junio, el Imacec tuvo un incremento de 0,8% mes a mes, aun cuando volvió a mostrar una variación anual negativa. Un conjunto de indicadores parciales, así como las proyecciones del sector privado, apuntan a que la economía retomará impulso en el segundo semestre del año. Por el lado de la inflación, en julio se sumó una nueva variación mensual negativa en el IPC, llevando la inflación anual a un número cercano a 0%. De este modo, ya a partir de este mes podrían comenzar a apreciarse variaciones anuales negativas del IPC, las que, en todo caso, serán pasajeras. Tras las medidas de política monetaria implementadas el mes pasado, las tasas de captación bancaria se han reducido, a lo que se ha sumado una menor percepción de riesgo global, a la vez que algunas tasas de interés cobradas para operaciones de créditos de consumo y comerciales continuaron disminuyendo. El monto de las colocaciones siguió cayendo tanto en términos anuales como respecto del mes previo, pero con diferencias en las condiciones crediticias que ofrecen distintas instituciones bancarias. Respecto de la trayectoria futura de la TPM, el punto de discusión de los analistas se ha trasladado desde su nivel hacia el momento en que comenzará a aumentar —estimándose que ello no se dará antes del segundo trimestre del 2010— y sobre si se ampliarán las medidas complementarias.

En el ámbito externo se han comenzado a conocer algunas cifras de actividad para el segundo trimestre que han ido confirmando que el ritmo de contracción de la actividad económica se moderó más que lo previsto. Los indicadores de mayor frecuencia y oportunidad, en general, han ido apoyando este panorama. En las economías desarrolladas, la caída en la producción industrial se ha ido deteniendo o incluso ha mostrado un repunte en algunos países, en tanto, en las economías emergentes ha continuado recuperándose. Asimismo, en la mayoría de los países la confianza de consumidores y empresas siguió mejorando. Por su parte, el mercado laboral continúa mostrando debilidad en la mayoría de las economías, aunque en algunos casos, como Estados Unidos, los datos más recientes muestran un menor deterioro.

Este panorama más favorable, sumado a los resultados positivos de instituciones financieras y otras empresas, se reflejó en los mercados, en particular en los de las economías emergentes. Las bolsas de algunas de estas economías tuvieron incrementos de entre 20 a 30% en el último mes y se dieron caídas en los premios crediticios y soberanos, con un descenso de 96 puntos base del EMBI Global. Además, se observó una apreciación de las monedas respecto del dólar, más marcada en los países exportadores de productos básicos. El mayor apetito por riesgo de los inversionistas también se reflejó en un aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazo en las principales economías desarrolladas. En Estados Unidos se presentó una mayor volatilidad en las tasas de interés ante, principalmente, la baja demanda en las últimas subastas de bonos y el anuncio por parte del Tesoro de un posible cambio en el programa de emisiones de TIPS. Así, las tasas de los bonos de gobierno a 10 años aumentaron en torno a 40 puntos base en Estados Unidos, y entre 15 y 20 puntos base en la Zona Euro y Japón. En algunas economías emergentes, la pendiente de la curva de rendimiento aumentó. Respecto de la política monetaria, los bancos centrales que aún tienen espacio han continuado con los recortes de tasas y en algunos se manifestó que la tasa ha llegado a su nivel mínimo. En algunas de las economías en que se está implementando política monetaria no convencional, estas medidas se han ido ampliando. Ante las mejores perspectivas sobre la actividad mundial, los precios de las materias primas muestran incrementos generalizados respecto de la reunión anterior, destacando el mayor precio de la gasolina y del cobre, con incrementos entre 20 y 25%. El precio del petróleo WTI subió cerca de 15%.

En el ámbito interno, en julio las tasas de interés de colocación siguieron bajando o se mantuvieron relativamente estables, dependiendo de los plazos y el tipo de deudor. Destacan las tasas de interés de

1/ Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 9 de julio y al 11 de agosto de 2009.

BANCO CENTRAL DE CHILE

consumo entre 180 días y un año —37% de este tipo de créditos— y comerciales al mismo plazo —23% de este tipo de créditos— que se han reducido en 165 y 280 puntos base, respectivamente. Las tasas de interés de créditos de consumo entre 1 y 3 años —18% de este tipo de créditos— y las comerciales a más de un año plazo —11,5% de estos créditos— aumentaron 150 y 300 puntos base en el mes, respectivamente. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios se mantuvieron relativamente estables. Los resultados de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del segundo trimestre mostraron que la fracción neta de bancos que reporta condiciones más restrictivas de aprobación de créditos se redujo, sugiriendo una gradual estabilización de dichas condiciones. Algo similar ha sucedido con la demanda por crédito. El stock nominal de colocaciones totales ha seguido reduciéndose, al igual que sus variaciones anuales. No obstante, se aprecia una marcada divergencia entre distintas instituciones, destacando el incremento que registra el stock de colocaciones del Banco Estado —especialmente las comerciales—, así como las menores tasas que cobra a sus clientes. Conforme con el menor costo del dinero, los agregados monetarios más líquidos han seguido aumentando sus tasas de crecimiento tanto mensual como anual.

Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central se redujeron a todos los plazos, pero más marcadamente en los bonos de menor duración. Las tasas de interés de los BCP a dos años cayeron 115 puntos base, mientras las de los a cinco y diez años plazo lo hicieron en cerca de 50 y 25 puntos base, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos en UF a dos años plazo cayeron, en línea con las menores expectativas de inflación, mientras que las de mayores plazos subieron entre 10 y 20 puntos base.

En lo que dice relación con la actividad, el Imacec de junio se redujo 4% anual, mientras que medido en términos de variaciones mes a mes y descontada la estacionalidad, aumentó 0,8%. Considerando el promedio de los Imacec publicados para abril, mayo y junio, la actividad habría caído 4,3% anual en el segundo trimestre del año. En el escenario más probable, se sigue considerando que la actividad comenzará a mostrar incrementos en sus niveles desestacionalizados en el curso del segundo semestre, aunque la fuerte caída ya registrada pueda implicar variaciones anuales negativas por algunos meses más. Diversos indicadores de consumo e inversión de junio y julio muestran una detención de la tendencia de caída previa e incluso un aumento en el margen. Las ventas minoristas de bienes habituales, las ventas de automóviles nuevos, los despachos de cemento y los permisos de edificación exhiben niveles desestacionalizados en aumento. La información de ventas de viviendas nuevas de distintas fuentes sigue mejorando, con un descenso de los meses para agotar stock. Según el catastro de inversión de junio, la inversión se ajusta a la baja para el 2009-2010, por suspensiones y aplazamiento de proyectos en los sectores de minería y energía, pero considerando el período 2008-2011 crece respecto del catastro anterior. Las expectativas de los consumidores (medidas a través del IPEC) volvieron a aumentar, aunque se mantienen en la zona pesimista. Destaca que las perspectivas para la situación económica del país a un año continúan por tercer mes consecutivo en la zona optimista. Las expectativas de los consumidores (medidas por la Universidad de Chile) mejoraron por segundo trimestre consecutivo. La percepción de las empresas (extraídas del IMCE) también aumentó, a pesar de seguir en la zona pesimista, y se apreció una disminución de la percepción de exceso de existencias.

El mercado laboral continúa evidenciando los efectos de las condiciones macroeconómicas desfavorables, con un desempleo que aumentó. Ello, no obstante, un incremento marginal de la velocidad de la ocupación. Según las cifras del INE para el trimestre móvil abril-junio, la variación anual de la ocupación fue de -1% (-1,2% de acuerdo con la masa afiliada de trabajadores de la AChS). Por categoría ocupacional, el empleo asalariado medido por el INE decreció 2,2% (-1,1% en el trimestre móvil previo), mientras que el empleo por cuenta propia aumentó 5% (2,1% en el trimestre móvil anterior). El crecimiento anual de la fuerza de trabajo se redujo a 1,5% (1,6% el trimestre móvil previo). La tasa de desempleo aumentó hasta 10,7% en el trimestre móvil finalizado en junio. Descontada estacionalidad, se ubica en 10,1% (10% en el trimestre móvil previo). Según la Encuesta de Empleo de la Universidad de Chile, en junio la tasa de desocupación del Gran Santiago se ubicó en 11,9%, menor en 0,9 puntos porcentuales al registro de marzo de este año. En términos desestacionalizados, se ubicó en 12,1% (12,5% en marzo).

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Agosto 2009

Respecto de los precios, la información de julio siguió dando cuenta de una reducción de las presiones inflacionarias. Así, el IPC de este mes, luego de una pausa en junio, volvió a mostrar una variación mensual negativa: -0,4%. Esta cifra estuvo por debajo del rango de expectativas del mercado. La variación mensual del IPC obedeció primordialmente a las bajas de prendas de vestir y calzado y de la tarifa eléctrica —esta última por la entrada en vigencia del nuevo precio de nudo—. Parte de la baja se contrarrestó con un aumento del ítem transporte. Las medidas de inflación subyacente también registraron variaciones mensuales negativas: 0,8% el IPCX y 0,6% el IPCX1. De este modo, la variación anual de los distintos indicadores de inflación continuó con su tendencia a la baja. El IPC bajó hasta 0,3% (1,9% en junio), el IPCX hasta 1,7% (3,6%) y el IPCX1 hasta 1,5% (3,0%). Otros indicadores, como el IPCX1 excluido alimentos y el IPC excluido alimentos y energía también siguieron mostrando tasas de variación anual en retroceso, situándose ambas en torno a 1%. Las velocidades del IPC, IPCX e IPCX1 fueron negativas.

Por el lado de los costos laborales, la información de junio arrojó que la tasa de variación anual de los salarios se mantuvo respecto de mayo: 6,7 y 7,3% para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra, respectivamente. Los salarios reales, por la menor inflación anual, siguieron mostrando tasas de variación anual en aumento, del orden de 5%, que se comparan con valores en torno a 4% en mayo. Respecto de los costos externos, considerando el promedio de los tres días hábiles previos al cierre de esta minuta el tipo de cambio peso/dólar se ubica en torno a \$544, lo que equivale a una leve depreciación respecto del nivel de la reunión de julio. En términos multilaterales el peso se depreció: 2,0% medido por el TCM y 1,1% medido por el TCM-5 comparando los valores actuales con los vigentes en la reunión de julio. Se estima que el nivel del tipo de cambio real (TCR) se redujo en julio, ubicándose en 93,5 (en su medida 1986=100).

Diversos indicadores dan cuenta de menores expectativas de inflación. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasa de esperar una inflación de 0% anual a diciembre del 2009 el mes pasado a -0,7% en agosto. Las expectativas para la inflación a un año plazo también se reducen, pasando de 2,1 a 2,0% en la cifra de este mes. Cabe destacar que en el horizonte de política, a dos años plazo, los encuestados siguen esperando que la inflación se ubique en 3%. 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”, cayó a 40% en julio. Las del IMCE siguieron con la baja iniciada a fines del 2008, pasando la inflación esperada a un año plazo de 2,5% en junio a 2,1% en julio. Las compensaciones inflacionarias se han movido al alza, acorde con lo sucedido con los movimientos de las tasas de interés de los documentos del Banco Central.

En cuanto a las expectativas para la TPM, acordes con el nivel mínimo en el que esta se encuentra y la comunicación de que se mantendrá en él por un tiempo prolongado, los analistas de mercado no esperan movimientos en el nivel de tasa para esta reunión. Respecto de las medidas complementarias adoptadas por el Banco Central, las expectativas de los analistas consideran una mantención de estas o su ampliación, ya sea esto en el plazo de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), una ampliación del programa de recompra de deuda o con operaciones en el mercado cambiario. Respecto de la trayectoria futura para la TPM, y en particular respecto del momento y la velocidad con que se retiraría el estímulo monetario, las expectativas de mercado no se modificaron mayormente con posterioridad a la reunión de julio. Sin embargo, luego de la publicación de los datos de Imacec e inflación, tanto las expectativas de los analistas como las que se pueden extraer de los precios de los activos financieros, parecieran haber postergado el momento de la primera alza en la TPM. De acuerdo con la EEE las expectativas para la TPM hasta un año más no se modificaron respecto del mes pasado (0,5% en diciembre y 1,5% a 11 meses), aunque a diciembre del 2010 se pasa de esperar 2,5 a 2,38%. La FLAP ha comenzado a utilizarse y en julio acumula \$972 mil millones.