

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

JULIO 2010



**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 13 de julio de 2010.

Síntesis del mes^{1/}

Los desarrollos del escenario macroeconómico del último mes son coherentes con el escenario base del IPoM de junio. Las cifras de actividad confirman que la economía chilena retomó su senda de expansión previa al 27-F, mientras que la inflación se afianza en cifras positivas. El escenario externo sigue marcado por la incertidumbre sobre la situación en Europa, sin que se hayan producido novedades relevantes en este ámbito. Tras el incremento de 50 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en junio y la publicación del IPoM, las expectativas de mercado sobre la TPM se han ajustado al alza. Para esta reunión se anticipa de forma prácticamente unánime una nueva alza de 50 pb y a un año plazo las encuestas de expectativas para el nivel de la TPM han aumentado en torno a 50 pb.

El Imacec de mayo creció 7,1% anual (1,4% mes a mes desestacionalizado), volviendo así a niveles previos al terremoto y maremoto de febrero. El resultado de la actividad en mayo superó las proyecciones privadas, que ubicaban su incremento anual en cifras entre 5 y 6%. Para junio las expectativas recogidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) contemplan un Imacec de 5,6% anual. Al mismo tiempo, esta encuesta espera que el PIB aumente 4,8% anual durante el 2010, cifra levemente mayor a la que arrojaba la encuesta anterior.

El fuerte incremento anual de la actividad del comercio y los servicios fue uno de los puntos destacados en el resultado del Imacec de mayo, destacando lo que sucedió con el comercio minorista y, en especial, las ventas de automóviles. En el margen, sin embargo, se observó una cierta desaceleración de estos indicadores. Las expectativas de los consumidores muestran movimientos mixtos, pero siguen estando en la cercanía de la zona neutral. Las condiciones financieras han seguido con una progresiva normalización. El stock de colocaciones continúa al alza según información preliminar a junio. Los créditos para la vivienda siguen con una variación anual sobre 10%, mientras los de consumo y comerciales crecen algo más de 6% anual. Las tasas de interés para los distintos tipos de créditos registran movimientos más bien a la baja en junio respecto de mayo y, de acuerdo con la Encuesta sobre Créditos Bancarios del segundo trimestre, tanto las condiciones de oferta como de demanda son más holgadas que en el trimestre previo. En cuanto al mercado laboral, según el INE, el empleo creció 6,9% anual en el trimestre móvil marzo-mayo. A su vez, la tasa de desempleo aumentó a 8,8% (8,6% en el trimestre móvil anterior), incremento que el INE atribuyó a efectos estacionales. Otras fuentes, como la Asociación Chilena de Seguridad y la SOFOFA, continúan mostrando un crecimiento mes a mes del empleo en sus niveles desestacionalizados. Asimismo, las perspectivas para el empleo contenidas en el IMCE, pese a haber disminuido con respecto a mayo, siguen en la zona optimista. Por el lado de los salarios, en mayo los salarios nominales volvieron a aumentar sus tasas de variación anual: 3,5% (3,2% en abril) y 4,4% (4,1%) para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra, respectivamente (usando los índices referenciales base 2009). La tasa de variación anual de los salarios reales no tuvo mayores cambios respecto del mes previo, manteniéndose entre 3 y 4%.

En cuanto a la industria, según cifras del INE, en mayo dicho sector creció 4,2% anual (2,1% mes a mes desestacionalizado). Los niveles de actividad de las ramas más afectadas por el terremoto (combustible, celulosa, pesca, hierro y acero) ya se acercan a aquellos observados previo a la catástrofe. Los indicadores parciales del sector construcción muestran un débil desempeño en los últimos meses, con ventas de viviendas nuevas y despachos de cemento cayendo en sus niveles desestacionalizados. Aunque se esperaba que post 27-F este sector tuviera un incremento relevante de su actividad, esto aún no se ha verificado. De acuerdo con diversas fuentes de información, esta tardanza se debería al tiempo que toman los distintos procesos necesarios para iniciar la reconstrucción. De todos modos existen expectativas de que este sector crezca con intensidad en los próximos meses. La diferencia en la evolución de la actividad sectorial también se aprecia en

1/ Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 13 de julio y al 15 de junio de 2010.

BANCO CENTRAL DE CHILE

las expectativas empresariales. A junio, estas siguen en niveles optimistas en el agregado, sin embargo descienden respecto del mes previo, principalmente por el deterioro de las expectativas para el sector construcción.

Respecto de la inflación, en junio la variación mensual del IPC fue de 0% (1,2% anual). Este registro fue algo menor que lo previsto por el consenso de las proyecciones de mercado, que se ubicaba en un rango entre 0,1 y 0,2%. El IPCX varió 0,3% en el mes, con lo que su variación anual volvió a cifras positivas (0,1% anual). El IPCX1 aumentó 0,2% (-0,7% anual). La velocidad de expansión mensual de los distintos indicadores de precios aumentó.

Las proyecciones de mercado para la inflación de julio están condicionadas por la fecha en que se revierta el incremento del impuesto de timbres y estampillas. Su efecto en la inflación del mes sería del orden de 0,5pp, con una reversión que sería de la misma magnitud. Las expectativas recogidas por la EEE de este mes anticipan una variación de 0,5% mensual, con lo cual la inflación anual del IPC alcanzaría a 2,1%. A un año plazo, las expectativas de la EEE disminuyen a 3,3% anual (3,4% en junio), y se mantienen en 3% anual a 24 meses plazo.

En lo externo, las noticias del último mes se han concentrado en la incertidumbre en los mercados financieros por la situación fiscal en Europa y en las medidas cambiarias anunciadas en China. Las primas por riesgo siguen elevadas y la confianza empresarial ha caído en algo. Los mercados bursátiles cayeron durante el mes, aunque la volatilidad en las bolsas emergentes fue menor que en los mercados desarrollados. No obstante, desde la última reunión el IPSA mostró un avance en torno a 5% en pesos y en dólares, superando el desempeño de la región que, en el mismo período, prácticamente no varió en dólares. El *flight-to-quality* de los inversionistas y la postergación en las expectativas de incremento de las tasas de política en las economías desarrolladas provocaron nuevamente una caída de las tasas de interés de largo plazo en las principales economías, la que, en todo caso, se revirtió parcialmente en los días previos al cierre de la minuta. En Chile, las tasas de los documentos nominales del BCCCh tuvieron disminuciones en torno a 10pb desde la reunión de junio. Los documentos reajustables registraron movimientos mixtos; los papeles a 2 subieron en torno a 25pb, los a 5 años casi no variaron, mientras que aquellos a plazos mayores cayeron entre 10 y 20pb.

El dólar se depreció de manera casi generalizada en el último mes, con caídas en torno a 3% respecto del euro y el yen. El anuncio por parte del Banco Central de China de una mayor flexibilidad del yuan coincidió con una apreciación del mismo de 1% frente al dólar. En cuanto al tipo de cambio peso/dólar, este prácticamente no varió respecto de los valores vigentes al momento de la reunión anterior, cotizándose al cierre de esta minuta algo bajo \$540. No obstante, en términos multilaterales se depreció en torno a 2%, dependiendo de la medición, por las mencionadas variaciones del euro y el yen. Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre de esta minuta, el tipo de cambio real (TCR) en junio se ubicó en 93,1 (en su medida 1986=100). Los flujos netos de inversión hacia economías emergentes continúan registrando entradas en junio, a excepción de los instrumentos de renta variable hacia América Latina.

En cuanto a los indicadores de coyuntura externa, la situación del mercado laboral es menos favorable para la mayoría de las economías, con lo que la confianza de los consumidores ha tendido a disminuir en los últimos meses. Los índices de actividad industrial muestran una desaceleración en la trayectoria de recuperación y las cifras de inflación se encuentran contenidas. Las expectativas de inflación anual para este año se ajustaron a la baja en la mayoría de las regiones, excepto para América Latina. Los precios de los productos básicos más relevantes para la economía chilena aumentan levemente en relación al IPoM de junio. En este escenario externo, los contratos futuros continúan aplazando el inicio de alzas de TPM en las economías desarrolladas. Mientras que para la Zona Euro no se esperan alzas en los próximos dos años, en Estados Unidos el primer aumento se daría en el segundo trimestre del 2011.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Julio 2009

En Chile, tras el inicio del proceso de normalización del significativo estímulo monetario actual en la reunión pasada, las expectativas para la TPM aumentaron en el corto plazo en todas las mediciones. Ello da cuenta de un proceso más empinado que el anticipado en la reunión anterior. Para esta reunión, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de junio, la EEE de julio y la curva *forward* tienen implícito un aumento de 50 pb. A un año anticipan una TPM entre 4,25 y 4,75%. A fines del horizonte de proyección solo la curva *forward* se corrige respecto de la reunión anterior, ubicando la TPM en torno a 6%, cerca de 50pb por debajo de lo esperado en junio, disminuyendo así la brecha existente entre las distintas mediciones. En coherencia con el aumento de las expectativas para la TPM, las tasas de captación están subiendo y el costo de fondeo ha aumentado en torno a 40pb.