

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 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 10 de agosto de 2010.

Síntesis del mes^{1/}

Los datos del último mes siguen indicando un panorama macroeconómico que, en lo grueso, se enmarca dentro en el escenario base del IPoM de junio. La inflación anual siguió aumentando y las perspectivas de mercado apuntan a que se ubicará transitoriamente por sobre 3% en los meses venideros. La actividad y la demanda continúan con un alto dinamismo, cerrando el segundo trimestre con un crecimiento del PIB que se estima algo por sobre 6% anual. Las perspectivas privadas de crecimiento de la actividad para el año en su conjunto volvieron a corregirse al alza, ubicándose en 5% según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE). En el mundo, las tensiones en los mercados financieros internacionales han disminuido, en especial tras la publicación de las pruebas de tensión de la banca europea. No obstante, han surgido temores de una recuperación más lenta de EE.UU. y los precios de algunos alimentos han registrado aumentos sustanciales en las últimas semanas. En medio de este panorama, las expectativas de mercado, alineadas con lo que ha comunicado el Consejo, siguen esperando que continúe el retiro del estímulo monetario. Para esta reunión se espera un aumento de la TPM de 50 puntos base (pb) (algunas opiniones apuntan a un incremento de 75pb). Al mismo tiempo, la velocidad de incremento esperado de la TPM se aceleró en el último mes, anticipándose que la TPM a un año plazo estaría por sobre lo previsto en julio.

La inflación anual del IPC ha seguido aumentando y, en el escenario más probable, se sigue esperando que se acerque a valores por sobre 3% en lo que resta del año. En julio la variación mensual del IPC fue de 0,6% (2,3% anual), cifra algo por debajo de lo previsto por el consenso de las proyecciones de mercado (0,7%). Varios factores puntuales fueron determinantes en el IPC del mes: el aumento en el gasto financiero ante el ajuste en el impuesto de timbres y estampillas, el incremento del valor del pasaje en el transporte público en Santiago y los aumentos de los precios de algunos alimentos, en parte por la estacionalidad habitual, pero también por las heladas que afectaron la producción de hortalizas. Algunos de estos elementos, en distinta medida, también afectaron la evolución de medidas subyacentes como el IPCX y el IPC sin alimentos y energía, que tuvieron la misma variación mensual que el IPC (1,4 y 1,7% anual, respectivamente). Diferente fue la situación del IPCX1, que tuvo una variación negativa de 0,3% en el mes, con lo que su tasa anual sigue en cifras negativas: -0,5% anual. En este último caso, destacó la incidencia negativa de los precios del vestuario y equipos electrónicos, en parte ligado a las liquidaciones de temporada. En todo caso, medido mes a mes, la velocidad de expansión del IPCX1 se ubicó en valores en torno a cero en julio.

Hacia adelante, las proyecciones de mercado contemplan que la inflación anual del IPC seguirá aumentando, esperando que se ubique transitoriamente entre 3 y 4%. En particular, la mediana de las expectativas recogidas por la EEE de agosto anticipa una variación de 0,4% mensual, con el primer decil en 0,1% y el noveno en 0,6%, con lo cual la inflación anual del IPC alcanzaría a 3,1%. A diciembre del 2010, las expectativas de la EEE aumentan a 3,6% (3,5% julio) y a diciembre del 2011 ascienden a 3,3% (3,2%). A dos años plazo la mediana de las expectativas de mercado sigue en línea con la meta de inflación de 3%.

En cuanto a la actividad interna, en junio el Imacec creció 6,8% anual (0,8 % mes a mes desestacionalizado), sorprendiendo nuevamente las expectativas privadas que esperaban una variación anual de entre 5,5 y 6,0%. Así, considerando los datos publicados de Imacec, en el segundo trimestre del año la actividad habría aumentado 6,2%, con una velocidad de expansión anual entre 15 y 20% que habría significado una recuperación casi completa de la caída en el nivel de producto que provocó el 27-F.

En junio, el desempeño del comercio y los servicios siguió siendo uno de los principales determinantes de la variación anual de la actividad. Ello se condice con el dinamismo que se observa en el consumo, impulsado

1/ Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 10 de agosto y al 15 de julio de 2010.

principalmente por bienes durables. Los determinantes del consumo continúan dando cuenta de una situación favorable. El mercado laboral sigue mejorando: de acuerdo con la encuesta de la Universidad de Chile, en junio la tasa de desempleo del Gran Santiago disminuyó a 9,1% en términos desestacionalizados (10,2% en marzo), con un crecimiento del empleo superior en casi tres puntos porcentuales a lo registrado en marzo. Las cifras de empleo entregadas por otras fuentes, como el INE y la Asociación Chilena de Seguridad muestran una tendencia similar. Las perspectivas para el empleo contenidas en el IMCE aumentaron con respecto a junio, continuando en la zona optimista. En junio, los salarios nominales continuaron aumentando, alcanzando tasas de variación anuales de 3,7% (3,5% en mayo) y 4,8% (4,4%) 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 también mostró incrementos respecto de la reunión previa. En cuanto a las condiciones financieras, de acuerdo con información preliminar, en julio el stock total de colocaciones se mantuvo prácticamente constante respecto de junio, aunque con una composición en que tanto los créditos de consumo como de vivienda aumentan en términos mensuales y anuales. El promedio de las tasas de interés de colocación aumentó respecto de junio, con alzas que van entre 20 y 180pb dependiendo del tipo de crédito. Detrás de esto podría estar el incremento del costo de fondos, dado el aumento de la TPM y las perspectivas de alza de esta, y mayores *spreads* en algunos segmentos de las colocaciones. Solo las operaciones hipotecarias presentan una tasa marginalmente menor. En todo caso, tanto la Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre como diversas fuentes de información indican que la banca estaría siendo más flexible en sus requerimientos para el otorgamiento de créditos. Por último, en julio las expectativas de los consumidores registraron un deterioro en todas sus categorías, aunque la percepción de la situación futura continúa en la zona optimista.

La información de junio y los datos parciales de julio siguen apoyando la hipótesis de que el fuerte incremento que se ha apreciado en el consumo responde, en parte, a fenómenos transitorios. En particular, el nivel de las importaciones de bienes de consumo y capital siguió descendiendo respecto de los máximos que alcanzaron entre abril y mayo.

La inversión ha tenido una suavización de su dinamismo dentro de lo previsto. El catastro de inversión de la CBC de junio arrojó una revisión a la baja de los proyectos previstos para este año. En particular, por el aplazamiento de proyectos ligados a los sectores de energía y obras públicas. Los indicadores parciales de construcción siguen sin mostrar un cambio en la tendencia de los meses recientes y las expectativas para el sector que entrega el IMCE permanecen en la zona pesimista, aunque aumentan en su último registro. Con todo, el catastro de la CBC considera un alza en la inversión para el 2011-2013, debido principalmente a nuevos proyectos en el sector minería. En términos de inventarios, se sigue observando una acumulación, y, de acuerdo con el IMCE, su nivel se aproxima a los niveles percibidos como adecuados.

Para el segundo semestre del año las expectativas privadas apuntan a un crecimiento del PIB por sobre el 6% anual. En particular, para julio las expectativas recogidas por la EEE contemplan un Imacec de 6,0%. Para el 2010 las expectativas se ajustan nuevamente al alza, apuntando a un crecimiento del PIB de 5% anual (4,8% en julio), mientras que para el 2011 el crecimiento previsto se mantiene en 5,8%.

En el ámbito externo, una de las principales noticias del último mes ha sido el aumento en el precio de algunos alimentos. Se destaca que el trigo está en niveles cercanos a 20% por sobre los precios vigentes al momento de la reunión anterior (más de 50% si se considera el cierre estadístico del IPoM de junio). La información disponible sugiere que factores climáticos y una menor producción mundial esperada para el bienio 2010-2011 estarían dando soporte al incremento de los precios de este producto. En particular, Rusia que aporta en torno a 8% de la producción de trigo mundial y 11% de las exportaciones, anunció que restringirá las exportaciones de este producto. Internamente, en julio los indicadores de precios recolectados por el INE no mostraron cambios relevantes ni en el precio del trigo ni en sus derivados. Las estadísticas del

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Agosto 2010

Índice de Precios al por Mayor (IPM) dan cuenta de que el precio del trigo blanco aumentó 0,9% en el mes (2,2% en junio), mientras que el precio de la harina disminuyó 0,2% (-2,3% en junio). En el IPC, el precio del pan aumentó 1% en el mes (0,2% en junio).

Los precios internacionales de otros productos agrícolas también han presentado aumentos en las últimas semanas^{2/}. La carne ha subido cerca de 10% respecto del cierre estadístico del IPoM de junio. Varios otros precios agrícolas han mostrado incrementos relevantes en el último año. Un ejemplo es la leche, que pese a una baja en lo más reciente, está en niveles en torno a 50% por sobre los de hace un año. En todo caso, tanto en la carne como en la leche y el trigo se aprecian niveles de precios del orden de 20 a 50% por debajo de los máximos alcanzados entre el 2007 y 2008. De todas formas, dada la experiencia previa en esta materia y el alto grado de traspaso que la economía chilena mostró de los aumentos de precios externos en el pasado, es un tema que se debe seguir revisando con cuidado. Con todo, las cifras de inflación total y subyacente disminuyen en la mayoría de las regiones. Asimismo, las expectativas de inflación anual para este año se ajustan de manera mixta y acotada, mientras que para el 2011 se esperan niveles de inflación menores a los de este año.

En cuanto al precio del cobre, este aumentó 12% en el mes, ubicándose sobre US\$ 3,3 la libra, acorde con una caída de inventarios totales cercana a 5% y la depreciación del dólar a nivel internacional. El petróleo se cotiza en torno a US\$80 el barril, reflejando un incremento de 5% respecto de julio.

En los mercados financieros internacionales, después de un período de alta incertidumbre, el escenario externo da cuenta de una menor percepción de riesgo, índices bursátiles al alza y una menor volatilidad en los mercados. Los resultados de las pruebas de tensión a bancos europeos —en que solo 7 de los 91 bancos sometidos a las pruebas evidenciaron dificultades— contribuyeron a este panorama más favorable. En efecto, los premios por riesgo en el sector bancario disminuyeron significativamente, especialmente en Europa, mientras que los premios soberanos mostraron movimientos más acotados.

En cuanto al escenario de crecimiento mundial, los débiles indicadores de actividad y mercado laboral en EE.UU. dados a conocer en las últimas semanas han aumentado la preocupación por las perspectivas de una lenta recuperación de esta economía. Adicionalmente, se observó una desaceleración de los índices de actividad industrial y una disminución de la confianza empresarial y de consumidores en la mayoría de las economías desarrolladas.

Las tasas de interés de largo plazo en las principales economías disminuyen con respecto a la reunión de julio, mientras las expectativas de cambio en las tasas de política muestran resultados mixtos, con nuevas postergaciones para EE.UU. y Reino Unido (tercer y segundo trimestre del 2011, respectivamente), y un horizonte de proyección sin cambios para la Zona Euro. En cuanto a las tasas locales, las tasas nominales de los documentos emitidos por el BCCh registran variaciones leves y mixtas reaccionando al alza luego de la publicación de la minuta de la reunión de julio. Solo los BCP-2 aumentan de manera importante entre el momento de la reunión de julio y el cierre de esta minuta, cerca de 50pb. Por su parte, los papeles indexados a la variación de la UF muestran disminuciones de hasta 15pb a 2 y 5 años, mientras que los de mayor plazo prácticamente no cambian. Respecto de la bolsa, tras un primer semestre relativamente estable, la bolsa local ha experimentado en el último mes un buen desempeño, liderando la rentabilidad regional y mundial. Así, desde la última reunión el IPSA medido en dólares ha rentado cerca de 10%.

^{2/} El precio de referencia internacional para la carne corresponde a contratos futuros de novillos de Brasil, para la leche se considera los precios *spot* de leche descremada en polvo de Oceanía y el precio del trigo corresponde al precio *spot Red Soft Winter*Nº2.

BANCO CENTRAL DE CHILE

El dólar nuevamente se depreció de manera generalizada, con cambios en torno a 3% respecto del euro y el yen si se compara el cierre de esta minuta y el momento de la reunión de julio. En América Latina destaca la apreciación del peso chileno. El tipo de cambio peso/dólar ha continuado volátil, con variaciones de hasta \$8 por día en el último mes, acumulando una apreciación de 4,2% y transándose, al cierre de esta minuta, algo por sobre \$510. En términos multilaterales el peso se apreció entre 2 y 3% en el mes, dependiendo de la medida. 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 julio se ubicó en 93,7 (en su medida 1986=100).

En medio de este escenario macroeconómico, en el último mes las expectativas de mercado para la TPM se han corregido al alza a lo largo de todo el horizonte de proyección. En todo caso, este aumento ha sido más rápido y de mayor magnitud en el corto plazo. Para esta reunión las distintas mediciones a través de encuestas (EOF de la segunda quincena de julio y EEE de agosto) y la curva *forward* esperan un incremento de la TPM de 50 puntos base (pb). Algunos analistas no descartan uno de 75pb. A un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,9 y 5,5% (entre 40 y 100pb por sobre lo anticipado en julio) y para fines del horizonte de proyección entre 5,75 y 6,5% (25pb más que en julio).