

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

TPM Rumbo a 6% a Mediados de 2011: Más UF, Menor Duración

Debido al aumento de las expectativas de inflación y al cierre algo más rápido de las holguras productivas, es altamente probable que el Banco Central suba la TPM en **150 pb durante los próximos tres meses, ubicándola ya en octubre en 3%**. Es posible que, hacia fines de 2010 y durante el verano, el instituto emisor gradúe los ajustes a 25 pb por mes, para luego retomar un sesgo más restrictivo hacia el segundo trimestre de 2011. Como resultado, la TPM podría alcanzar un nivel cercano al neutral ($\pm 6\%$) a mediados del próximo año.

Esta expectativa, de incrementos relativamente agresivos por parte de la autoridad monetaria, también se justifica en las pocas señales de ajuste fiscal implícitas en el discurso del Poder Ejecutivo, en la menor apreciación que ha mostrado el peso en comparación con otras monedas emergentes y en la mayor expansividad implícita en las condiciones financieras. Primero, todo indica que es poco probable que el proyecto de Ley de Presupuestos contemple un crecimiento del gasto público inferior al del PIB durante el próximo año. Segundo, para el instituto emisor resulta tácticamente menos costoso subir fuertemente la tasa referencial con el tipo de cambio sobre los \$520 que si estuviera por debajo de los \$500. Tercero, y lo más importante, las exitosas emisiones de bonos soberanas realizadas por el gobierno la semana pasada en el mercado internacional han presionado a la baja las tasas de largo plazo, lo que constituiría un estímulo adicional en las decisiones de gasto del sector privado.

En este contexto, **parece aconsejable seguir reduciendo la duración de la cartera de renta fija local y aumentando aún más la exposición a la UF para capturar las altas inflaciones de este trimestre.**

Apreciación del Peso Podría Continuar

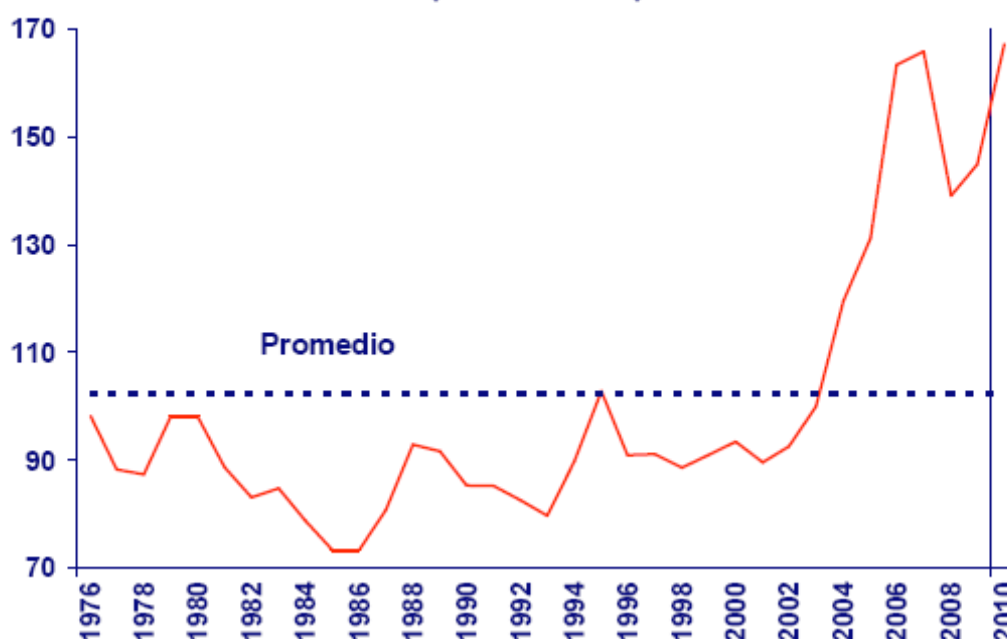
Los fundamentos que apoyan una apreciación del peso para el segundo semestre no sólo continúan vigentes, sino que adicionalmente se han movido en dirección a reforzar dicho sesgo.

Por un lado, en el escenario internacional, ha seguido ganando terreno la hipótesis de que la situación europea no debería escalar a una crisis financiera, sino conllevar un aterrizaje suave de la economía mundial.

En este contexto, se afirma la expectativa de un dólar relativamente débil, sobre todo frente a las monedas emergentes, aun en el contexto de una caída adicional del euro. Esto debería mantener los precios de los productos básicos y los términos de intercambio de Chile en niveles históricamente altos.

Por otro lado, a nivel doméstico, la actividad ha retomado la velocidad de crecimiento que venía mostrando previo al terremoto (e incluso ésta se ha acentuado), en un contexto de elevada fortaleza de la demanda interna. Con el Imacec de mayo (7,1%), el PIB del segundo trimestre habría crecido del orden de 6% respecto a igual período del año anterior, y en torno a 20% en relación a enero-marzo a tasa trimestral anualizada. Por su parte, el gasto interno mostró una expansión del orden de 15%, favorecido por el altísimo dinamismo del consumo privado y de la inversión. Este impulso de la demanda debería mantenerse en los próximos trimestres.

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (2003 = 100)

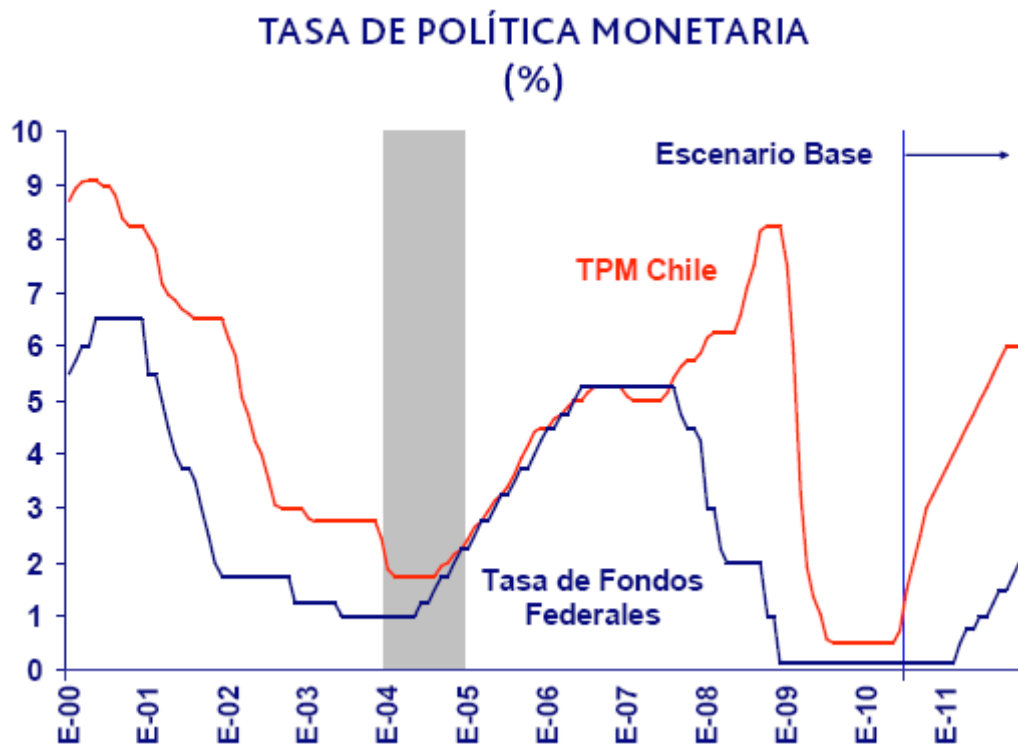


Tras el sobreajuste que exhibió en la crisis, el sector privado debería seguir transformando su actual exceso de ahorro en mayor gasto, debido a las mejores perspectivas económicas, los proyectos de reconstrucción y la mayor expansividad de las condiciones financieras. Paralelamente, es poco probable que veamos un gran ajuste en materia fiscal. Con los últimos anuncios del gobierno se confirma que el gasto público crecería en torno a 9% este año y probablemente a una cifra cercana al alza del PIB en 2011, con lo que se está validando que el tamaño del gasto fiscal prevalezca en torno a 25% del producto durante este bienio.

TIPO DE CAMBIO Y DIVISAS

En resumen, pese a las consecuencias del terremoto, Chile se encamina a crecer en torno a 5,5% este año y entre 6% y 7% en 2011. Cabe esperar, entonces, que el Banco Central continúe con el ciclo de normalización monetaria, lo que, dada la pausa de la FED (que se

extendería durante todo 2010), seguiría desalineando las tasas cortas locales de las internacionales. En este contexto, aunque la volatilidad cambiaria podría continuar, el escenario descrito es consistente con un tipo de cambio más cercano a los \$ 500 que a los \$550. Esto convierte al peso chileno en uno de los activos favoritos para el segundo semestre.



Eduardo González
Agosto, 2010.