

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MARZO 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 10 de marzo de 2009.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las percepciones respecto de la situación económica coyuntural y las perspectivas de crecimiento global han continuado deteriorándose en las últimas semanas, observándose una fuerte contracción de la actividad y del comercio mundial. La inflación continúa disminuyendo rápidamente en un amplio número de países y las proyecciones comienzan a dar cuenta de riesgos de deflación en varias economías desarrolladas. A su vez, los bancos centrales de economías emergentes y desarrolladas, con distinta fuerza, están recortando sus tasas de interés y/o comenzando a realizar una expansión monetaria con instrumentos menos convencionales. En cuanto al crecimiento, las estimaciones del desempeño de la actividad económica en el cuarto trimestre del 2008, considerando la variación trimestral anualizada del PIB, muestran caídas importantes en la mayoría de los casos: -13,6% en Brasil, -20,8% en Corea, -6,2% en Estados Unidos, -12,7% en Japón, -14,4% en Malasia, -10,8% en México, -24,3% en Tailandia y -5,7% en la Zona Euro. Los datos hasta ahora conocidos de enero y febrero también se ubican por debajo de lo previsto, con un volumen de comercio internacional que se ha reducido fuertemente, una actividad industrial contrayéndose transversalmente entre economías y una confianza de consumidores y de empresas en niveles históricamente bajos. De esta forma, las proyecciones de crecimiento mundial de consenso siguen deteriorándose para el año y se comienza a plantear que en el escenario más probable la recuperación mundial no se dará en el 2009.

Las condiciones en los mercados financieros desarrollados han empeorado desde la última reunión. La volatilidad del mercado se incrementó tras la mayor incertidumbre que provocaron los nuevos eventos de rescate a importantes instituciones financieras en Estados Unidos e Inglaterra. Entre ellos, el aumento en la participación en la propiedad de *Citigroup* por parte del Gobierno de EE.UU., una nueva línea de crédito para *American International Group (AIG)* y las garantías de activos y nueva inyección de capital para *Royal Bank of Scotland (RBS)*. Esto generó aumentos importantes en los *spreads* corporativos y soberanos, así como caídas significativas en las bolsas, en algunos casos superiores a 10% desde la última Reunión de Política Monetaria. El dólar se apreció frente al resto de las monedas, destacándose la mayor debilidad del yen, cuya paridad respecto del dólar subió algo menos de 9%. La Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra anunciaron nuevos programas o extensiones de los ya existentes para asegurar la liquidez al mercado. Las tasas de interés nominales de los bonos de gobierno a 10 años mostraron un comportamiento disímil entre las principales economías desarrolladas: un aumento en torno a 10 puntos base en Estados Unidos, una caída en torno a 25 puntos base en la Zona Euro y estabilidad en Japón. En las economías emergentes, las autoridades económicas han continuado con las medidas tendientes a asegurar la liquidez en dólares en sus mercados. En Europa emergente, diversos organismos multilaterales otorgaron ayuda financiera.

Los precios de las materias primas, en su gran mayoría, han continuado descendiendo aunque a un ritmo más moderado que en meses previos. La excepción la constituyen los precios del petróleo WTI y del cobre. El petróleo WTI aumentó en las últimas semanas, reduciendo el desalineamiento que mostraba respecto del precio del *Brent*. De hecho, mientras el precio del barril *Brent* aumentó cerca de 1,5% desde la última reunión, el valor del WTI subió algo más de 30% en el mismo lapso, y al cierre de esta minuta se cotizaba en torno a US\$47. El precio del cobre aumentó del orden de 7% desde la reunión anterior, impulsado, de acuerdo con reportes de mercado, por una mayor demanda desde China.

En cuanto a la actividad interna, el Imacec de enero cayó 1,4% anual. Descartada la estacionalidad y la existencia de un día hábil menos, la actividad habría aumentado 0,2% mes a mes, luego de caídas en los últimos tres meses. Aunque la variación anual del Imacec es negativa y la información mensual es altamente volátil, no es evidente que la caída de la actividad haya continuado en el primer trimestre del año. La incidencia de los sectores distintos de recursos naturales fue determinante en el resultado del Imacec, destacando lo sucedido con la actividad industrial que, de acuerdo con la cifra del INE, cayó 8,9% anual. Las cifras parciales de consumo presentaron resultados disímiles. En enero, indicadores de consumo habitual experimentaron una leve recuperación, mientras que las importaciones de consumo y las ventas de consumo durable continuaron cayendo. Con información parcial, es posible estimar que el volumen de importaciones de bienes de capital de

---

<sup>1/</sup> Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 10 de marzo y al 12 de febrero de 2009.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

febrero cayó 13% anual, magnitud similar a la del mes anterior. Diversos antecedentes informan de la postergación y/o suspensión de proyectos en varios sectores. Las expectativas tanto de los empresarios (extraídas del IMCE) como las de los consumidores (medidas a través del IPEC) permanecen en la zona pesimista, aunque estas últimas muestran una leve mejoría.

La información del mercado laboral da cuenta del efecto de las condiciones macroeconómicas en el empleo. La tasa de variación anual de la ocupación fue de 0,5% en el trimestre móvil noviembre-enero (2,6% en el trimestre móvil inmediatamente anterior), destacando que, en términos desestacionalizados, se aprecia una caída anualizada del empleo del orden de 6,5% entre trimestres móviles (-2,1% en el trimestre móvil finalizado en diciembre). Por categoría ocupacional, el crecimiento anual del empleo asalariado disminuye a 1,9% (3,8% en el trimestre móvil previo). El crecimiento anual de la fuerza de trabajo se redujo hasta 1,4% (2,9% en el trimestre móvil inmediatamente anterior). De este modo, la tasa de desempleo aumentó hasta 8% en el trimestre móvil finalizado en enero. Descontada estacionalidad, la tasa se ubica en 8,7% (8,2% en el trimestre móvil previo).

Durante el último mes las tasas de interés de los documentos del Banco Central continuaron su tendencia a la baja, afectadas por las perspectivas para la actividad y la inflación, así como por percepciones de mercado de que la Tasa de Política Monetaria (TPM) continuará reduciéndose. Desde la última reunión estas tasas de interés se han reducido entre 20 y 150 puntos base, dependiendo del plazo, pero más marcadamente a plazos más cortos. Como consecuencia de ello, luego de varias semanas, la curva de rendimiento ha vuelto a mostrar una pendiente positiva.

Las tasas que los bancos aplican a sus operaciones con el público han comenzado a dar cuenta del traspaso de la baja en la TPM. Entre enero y febrero, el promedio de las tasas de interés de los créditos de consumo a personas y comerciales disminuyeron en cerca de 200 puntos base. El crecimiento anual del stock de colocaciones sigue reduciéndose, en línea con diversos antecedentes que revelan una menor demanda por crédito y la mantención de elevadas exigencias para su otorgamiento. Los agregados monetarios han seguido desacelerándose: el M1 y M2 registraron tasas de variación anual menores a las de años recientes.

Los datos de febrero siguieron presentando un descenso generalizado en la variación anual de los distintos indicadores de inflación. La variación mensual del IPC volvió a ser negativa (-0,4%), con una inflación anual que bajó hasta 5,5%. El IPCX e IPCX1 tuvieron variaciones mensuales algo mayores (-0,3 y 0,2%, respectivamente), con un incremento anual que en ambos casos llegó a 6,7%. Otros indicadores, como el IPCX1 excluido alimentos y el IPC excluido alimentos y energía, también muestran tasas de incremento en doce meses menores que las del último trimestre del 2008. Asimismo, la velocidad de expansión de los indicadores de inflación cayó con fuerza en febrero.

La variación mensual del IPC en febrero nuevamente sorprendió al mercado, cuyas proyecciones fluctuaron entre -0,3 y 0,1% a lo largo del mes. El resultado de febrero estuvo influido de modo importante por la caída que mostró el costo de los servicios financieros incluidos en el índice, asociado a la eliminación del impuesto de timbres y estampillas que se legisló en enero. Es importante notar que el gasto financiero tiene en la actual canasta una ponderación algo menor que la que tenía en la canasta previa: 1,60% vs. 1,92%, pero la composición de este gasto varió desde considerar el pago de intereses, comisiones y el impuesto (en la canasta previa), a considerar solo comisiones e impuestos.

En cuanto a los salarios nominales, la información de enero dio cuenta de una ralentización en sus tasas de variación. El incremento mensual y anual se redujo respecto de los meses previos en las distintas medidas de salarios, mientras que la velocidad de expansión disminuyó en la gran mayoría de ellas. De este modo, el crecimiento anual de los salarios volvió a situarse por debajo de 8%, luego de alcanzar valores entre 8,2 y 8,5% en diciembre recién pasado. Los salarios reales, por la menor inflación anual, están mostrando un aumento: desde tasas del orden de -2,5% anual en el tercer trimestre del 2008 a incrementos en torno a 1,5% en enero.

Por el lado de los costos importados, el tipo de cambio peso/dólar presentó vaivenes en el mes. La apreciación del dólar en los mercados internacionales coincidió con la depreciación del peso respecto del dólar durante gran parte del mes. En

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Marzo 2009

cambio, los anuncios de financiamiento del plan de estímulo fiscal coincidieron con una apreciación del peso. Con todo, en los días previos al cierre de esta minuta el dólar se cotizó en torno a \$610, valor similar al vigente para la reunión de febrero. Considerando las medidas multilaterales, el peso se aprecia cerca de 2,5% comparando los cierres de la reunión de febrero y de esta minuta. Se estima que el nivel del tipo de cambio real (TCR) volvió a reducirse en febrero, ubicándose en 98,6 (en su medida 1986=100).

En el corto plazo, acorde con el escenario base del IPoM de enero, la estacionalidad habitual y las expectativas de mercado, la inflación mensual del IPC debería mostrar un incremento mayor al de los meses previos, retornando a tasas positivas. En todo caso, la inflación anual del IPC debiera mantener, de acuerdo con estas expectativas de mercado, una senda de descenso en los meses siguientes. La información que se recoge de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), muestra que la mediana de las expectativas de inflación para marzo es 0,5%, con un primer décil que la ubica en 0,1% y un noveno décil que la sitúa en 0,6%. A plazos mayores, parte de las medidas de expectativas de inflación muestran un descenso respecto de los datos vigentes al momento de la reunión de febrero. La compensación inflacionaria —extraídas de las tasas *swaps*— 1 en 1 cae algo más de 40 puntos base, aquella de 3 en 2 cae cerca de 10 puntos base, mientras que la de 5 en 5 sube algo menos de 20 puntos base. A un año plazo, la EEE de marzo espera 2,9%, que se compara con el 3,0% de la de febrero. A dos años plazo, se mantiene en 3% por cuarto mes consecutivo. Para diciembre de este año, la EEE prevé que la inflación anual se ubicará en 2,3% (2,8% en febrero). En cuanto a las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho” continúa retrocediendo, ubicándose en 42% de acuerdo a la información de febrero. Ello se compara con 49% el mes previo y un promedio de 64% en el segundo semestre del 2008. Las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE pasan de 4,5% en enero a 4,0% en febrero (7,4% en promedio en el segundo semestre del 2008).

Las expectativas respecto de la trayectoria de la TPM se han seguido ajustando a la baja, ante perspectivas de mercado de presiones inflacionarias más reducidas. De todos modos, cabe destacar la alta dispersión en las expectativas de mercado para la decisión de este mes, las que van desde un recorte de 75 a uno entre 250 y 300 puntos base. De acuerdo con la curva *forward*, el mercado anticipa una TPM en torno a 2,00% dentro de tres meses. Las tasas *swap* tienen implícito que la TPM estaría en torno a 2,00% por los próximos doce meses. Ambos valores son más de 200 puntos base inferiores a lo que el mercado esperaba hace un mes. Finalmente, el promedio de los encuestados por la EEE anticipa que la TPM se recortará a 3,13% (entre 150 y 175 puntos base de reducción) en esta reunión, mientras que para diciembre de este año prevén que se ubicará en 2%.