

Antecedentes Reunión de Política Monetaria

ABRIL 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 7 de abril de 2009.

Síntesis del mes^{1/}

En el ámbito externo, a diferencia de meses previos, se apreciaron matices. Por un lado, una parte de los indicadores económicos para las economías desarrolladas tuvo caídas menores que las esperadas por el mercado. Además, para un grupo amplio de países, los indicadores de confianza de los consumidores y del sector manufacturero muestran un leve repunte, aunque se mantienen en niveles bajos. Por otro lado, las perspectivas de crecimiento global siguen ajustándose a la baja y en un gran número de economías la producción industrial, las exportaciones y el empleo continúan cayendo. Dadas las mayores holguras de capacidad previstas y la rápida caída de la inflación, varios bancos centrales han continuado recortando sus tasas de interés y otros están implementando estrategias no convencionales de política monetaria. Los precios de las materias primas, con alta volatilidad, muestran en su mayoría incrementos respecto de la reunión anterior. El precio del cobre y del petróleo WTI aumenta desde la última reunión, cerca de 18% el metal y 14% el crudo, cotizándose al cierre de esta minuta en torno a US\$1,95 la libra y US\$50 el barril, respectivamente.

Las condiciones que enfrentan las economías emergentes en los mercados financieros internacionales se aprecian algo menos estrechas, observándose un cambio de ánimo tras los anuncios de la compra de bonos del gobierno por parte de la Reserva Federal, del programa de inversión público-privado del Tesoro de Estados Unidos y de la reunión del G-20. El dólar se depreció respecto de una amplia gama de monedas, excepto del yen. Las condiciones de liquidez han mejorado levemente en el margen. Las tasas de los bonos de gobierno a diez años mostraron una fuerte volatilidad tras los anuncios de la Reserva Federal, no obstante en el neto no registran cambios relevantes: prácticamente estables en EE.UU. y con aumentos de entre 15 y 20 puntos base en Japón y la Zona Euro. Casi la totalidad de las bolsas aumentó, con variaciones que fluctuaron entre 5 y 20%. Los premios por riesgo soberano y corporativo cayeron, a la vez que se registraron menores salidas de flujos de inversión de cartera en las últimas semanas. También destaca el anuncio del FMI, que reestructuró los mecanismos para otorgar créditos y creó una nueva línea de crédito flexible para países con sólido desempeño macroeconómico. Asimismo, la reunión de los G-20 dio entre sus resultados la entrega de nuevos recursos financieros a diversos organismos multilaterales.

En el ámbito financiero local, resalta el importante incremento de la emisión de bonos corporativos. En marzo, se realizaron licitaciones de estos instrumentos por montos en torno a 17 millones de UF, que se comparan con el promedio mensual de 3,6 millones de UF en el 2008. Con ello, el acumulado del primer trimestre del 2009 supera incluso lo colocado en la primera mitad del 2001, año en que se dio el máximo histórico de emisiones. Además, el *spread* con que se han hecho estas colocaciones disminuyó a lo largo del período. Para este mes, a las colocaciones ya efectuadas se suman los anuncios realizados por diversas empresas, con lo que cabe esperar que el mercado de bonos siga dinámico. Como respuesta a los movimientos en los portafolios de los distintos inversionistas causados por este fenómeno, se observó un aumento de las tasas de interés de los documentos del Banco Central, especialmente a plazos más largos. Las tasas de los BCP de cinco y diez años subieron entre 100 y 110 puntos base respecto de la reunión de marzo. La de los BCU a cinco y diez años tuvo un alza menor: entre 35 y 50 puntos base en igual lapso, mientras la del BCU a dos años cayó 50 puntos base. Con todo, estas tasas siguen en niveles bajos.

Continúan traspasándose las bajas en la Tasa de Política Monetaria (TPM) a las tasas de colocación bancaria. Entre febrero y marzo, las tasas de interés de los créditos de consumo cayeron hasta en un máximo de 385 puntos base para aquellas entre 1 y 3 años. A su vez, las tasas de las colocaciones comerciales disminuyeron hasta en 260 puntos base para plazos entre 30 y 89 días. El crecimiento 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. En tanto, el crecimiento anual de los agregados monetarios más amplios ha seguido disminuyendo.

En cuanto a la actividad, los datos de febrero siguieron mostrando tasas de variación anual negativas, generadas principalmente por la caída del nivel de actividad en el último trimestre del 2008. El Imacec de febrero se redujo 3,9%

^{1/} Para efectos de comparación de las cifras incluidas en esta minuta, se considera el promedio de los últimos tres días hábiles al 7 de abril y al 12 de marzo de 2009.

BANCO CENTRAL DE CHILE

anual, afectado por el desempeño de los sectores industria, minería y comercio. Descontada la estacionalidad y corregida por la existencia de un día menos, la actividad habría disminuido 0,3% mes con mes. Este dato, sumado al aumento mes con mes de 0,6% en enero, lleva a que en el primer bimestre del año la actividad muestre un nivel marginalmente superior al de fines del 2008. En marzo, el valor de las importaciones de consumo y de capital se habría mantenido estable luego de la fuerte caída entre octubre y diciembre del 2008, aunque su estacionalidad habitual habría hecho esperar un cierto aumento. En cuanto a otros indicadores ligados a la inversión, descontada la estacionalidad, las ventas reales de insumos para la construcción y de viviendas nuevas habrían aumentado en el primer bimestre. Las expectativas de empresarios (IMCE) y consumidores (IPEC) prácticamente no han tenido cambios en los últimos cuatro meses, permaneciendo en la zona pesimista.

La información del mercado laboral continúa dando cuenta del efecto de las condiciones macroeconómicas en el empleo. La tasa de variación anual de la ocupación fue de 0,1% en el trimestre móvil diciembre-febrero (0,5% en el trimestre móvil inmediatamente anterior). En términos desestacionalizados, se aprecia una caída del empleo por cuarto mes consecutivo: -5,2% anualizado entre trimestres móviles (-6,4% en el trimestre móvil finalizado en enero). Por categoría ocupacional, el crecimiento anual del empleo asalariado disminuyó a 0,9% (1,9% en el trimestre móvil previo). El crecimiento anual de la fuerza de trabajo se mantuvo en 1,4%. De este modo, la tasa de desempleo aumentó hasta 8,5% en el trimestre móvil finalizado en febrero. Descontada estacionalidad, la tasa se ubica en 8,9% (8,6% en el trimestre móvil previo).

Luego de cuatro meses de variaciones negativas, en marzo el IPC tuvo un incremento de 0,4%, cifra que estuvo dentro del rango de expectativas de mercado. La variación mensual del IPC estuvo principalmente determinada por factores estacionales, ligados a los reajustes de los costos de los servicios de educación. El IPCX y el IPCX1 tuvieron variaciones mensuales de 0,6 y 0,8%, respectivamente. Con esto, la variación anual de los distintos indicadores de inflación continuó disminuyendo. El incremento en doce meses del IPC bajó hasta 5,0% (5,5% en febrero), el del IPCX a 6,5% (6,7%) y el del IPCX1 a 6,2% (6,7%). Otros indicadores, como el IPCX1 excluidos alimentos y el IPC excluidos alimentos y energía mostraron tasas de variación anual relativamente estables.

La información de febrero dio cuenta de un nuevo descenso en la tasa de variación anual de los salarios, la que llegó a 7,6 y 7,7% para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra (7,9% para ambas en enero). Los salarios reales, por la menor inflación anual, siguen mostrando tasas de variación anual en aumento: algo por sobre 2% en febrero (alrededor de 1,5% en enero).

Por el lado de los costos importados, el tipo de cambio peso/dólar cayó 4,3% en el mes, coincidiendo con los movimientos del dólar en los mercados internacionales, la caída del premio soberano chileno y el aumento del precio del cobre. De cotizarse a un promedio de \$605 por dólar en los tres días previos a la reunión de marzo pasó a un promedio del orden de \$580 los tres días previos al cierre de esta minuta. La apreciación es menor si se consideran las medidas multilaterales: el TCM y el TCM-5 cayeron 1,4 y 2,3%, respectivamente, en igual lapso. Se estima que el nivel del tipo de cambio real (TCR) volvió a disminuir en marzo, ubicándose en 97,1 (medido en base 1986=100).

En cuanto a las expectativas de inflación, en aquellas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que responden que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho” aumenta levemente, desde 42 a 44% entre febrero y marzo. Las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE siguieron con el ajuste a la baja iniciado a fines del 2008, pasando de 4,0% en febrero a 3,1% en marzo. A la fecha de cierre de esta minuta, no están disponibles los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central. Las compensaciones inflacionarias han tenido vaivenes importantes en el mes; sin embargo, sus movimientos están claramente afectados por las primas implícitas en las tasas de interés de los documentos del Banco Central, lo que hace poco informativa esta medida.

Las expectativas de mercado respecto de la TPM siguen previendo recortes adicionales. Para esta reunión, la mayoría de las expectativas de analistas de mercado consideran una reducción de la TPM de 50 puntos base. De acuerdo con la curva *forward*, el mercado anticipa un recorte de al menos 25 puntos base en esta reunión, y prevé que la TPM se ubicará en torno a 1,50% a mediados de año. Las tasas *swap* tienen implícitas reducciones que llevarían la TPM a una cifra entre 1,50 y 1,75% en los próximos seis meses, nivel en el que permanecería por los próximos doce meses.