

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 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 9 de febrero de 2010.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las noticias del último mes no modifican de modo relevante el escenario base del IPoM de diciembre, aun cuando se han incrementado los riesgos, en especial en el ámbito internacional. La situación fiscal en algunas economías europeas ha reavivado las tensiones en los mercados financieros externos, aumentando la incertidumbre respecto del escenario de recuperación mundial y provocando una depreciación relativamente generalizada de las monedas respecto del dólar estadounidense. Internamente, este efecto se ha amplificado por factores locales, llevando a una depreciación del peso que ha sobrepasado el 10% en el último mes. Los datos de actividad e inflación internos superaron las proyecciones de mercado. En el caso de la actividad, el buen desempeño de sectores asociados a la demanda interna —comercio e industria— explicó buena parte del mayor crecimiento. En términos de nivel desestacionalizado, el incremento de la actividad en diciembre fue similar al de meses anteriores e incluso estuvo por debajo del observado en noviembre. La inflación se vio afectada por algunos factores específicos que la ubicaron por sobre las expectativas del mercado, principalmente una incidencia mayor a la prevista en la nueva medición del gasto financiero. Con todo, la evaluación de las cifras de inflación en base a la medición nacional no parece indicar que la tendencia inflacionaria sea diferente de la antes considerada. La ausencia de cambios relevantes en el escenario base de proyección se aprecia en las expectativas de mercado respecto de la TPM, las que en el corto plazo se mantienen en relación con lo observado al momento de la reunión de enero.

En el escenario internacional han vuelto las tensiones a los mercados financieros. Ello, en lo principal, por la mayor incertidumbre acerca de cómo se resolverán los importantes déficit fiscales de ciertas economías europeas. Esto ha llevado a un aumento de la volatilidad de los mercados financieros y una mayor percepción de riesgo. La búsqueda de activos más seguros se ha traducido en una apreciación más bien generalizada del dólar, de entre 1 y 10%, dependiendo de la moneda, el retroceso de los índices bursátiles globales, el aumento de los *CDS*, especialmente en países de Europa, y la caída de las tasas de interés de mediano y largo plazo en las principales economías. En línea con esto último, las expectativas de alzas de las tasas de política monetaria se han moderado nuevamente en las grandes economías. Asimismo, destaca la pausa en el ciclo de alza de tasas de interés de referencia en Australia y Noruega.

En medio de este contexto de *flight to quality*, los precios de los principales productos básicos disminuyeron respecto del momento de la reunión de enero. El cobre cayó por debajo de US\$3 la libra y el petróleo WTI se ubica por sobre US\$70 el barril, niveles 14 y 10% por debajo de los registrado al momento de la reunión previa, respectivamente. Los registros *spot* de inflación aumentan nuevamente y las perspectivas se ajustan al alza para este año en varias economías.

Las proyecciones de crecimiento mundial no muestran cambios significativos respecto del mes anterior, aun cuando las últimas cifras disponibles corresponden a las semanas previas a que se desataran las tensiones financieras antes mencionadas. Las cifras efectivas de actividad y exportaciones siguen mejorando, aunque a un ritmo algo más moderado que en los meses previos. La confianza empresarial se mantiene en la zona optimista, con sorpresas levemente al alza, mientras se observan mejoras de la confianza de los consumidores, coherente con los signos de estabilidad que se aprecian en el mercado laboral. Las condiciones crediticias no muestran una restrictividad adicional en las principales economías, no obstante continúa la contracción del crédito.

En el ámbito interno, las condiciones financieras continúan reduciendo su grado de restrictividad. A los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario conocidos el mes pasado, se agrega que en diciembre el stock

---

<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 14 de enero y al 9 de febrero de 2010.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

de colocaciones totales aumentó, impulsado particularmente por los créditos comerciales y los de consumo. Las cifras en términos anuales revierten la tendencia descendente, no obstante siguen en valores negativos. Datos parciales para enero indican que el nivel de las colocaciones habría seguido aumentando. En enero, las tasas de interés de colocaciones aumentaron a todos los plazos y en casi todos los segmentos de deudores. Las tasas de los créditos de consumo más representativas aumentaron entre 230 y 300 puntos base. Las tasas de créditos comerciales con mayor participación en el total aumentaron entre 40 y 350 puntos base. Todo ello llevó a incrementos de los *spreads* entre las tasas de colocación y de captación. Desde la reunión anterior, las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central disminuyeron a todos los plazos, con caídas entre 10 y 50 puntos base. La generalidad de las tasas de interés de los bonos nominales aumentaron levemente, con excepción de los BCP2 que cayeron 15 puntos base.

En cuanto a la actividad, en diciembre el Imacec creció 3,9% anual (0,6% mes a mes, descontada estacionalidad). Con esto, y considerados los datos ya publicados de Imacec, la actividad habría caído 1,7% anual en el 2009<sup>2/</sup>. El incremento de la actividad en diciembre superó las expectativas privadas, destacando el crecimiento del comercio y la recuperación de la industria. El favorable desempeño del comercio se reflejó en los indicadores de ventas, especialmente de bienes de consumo habitual. El comportamiento del consumo coincide con indicadores de confianza de hogares que siguen al alza y un mercado laboral en el que el empleo sigue creciendo —aunque a una velocidad menor que en meses pasados— y la tasa de desempleo va en descenso, aun cuando en términos desestacionalizados se ha mantenido constante. En cuanto a la industria, diciembre dio cuenta de una recuperación importante en los niveles de producción de aquellos sectores ligados a la inversión. La información disponible de producción y ventas industriales y del IMCE sigue sugiriendo que el proceso de desacumulación de existencias se estaría revirtiendo. Respecto de la inversión, los datos provisorios de enero para las importaciones de bienes de capital muestran una sostenida recuperación de sus niveles, los que, en todo caso, aún no regresan a los valores pre-crisis. Los datos del Catastro de Inversión en obras de ingeniería de la CBC se corrigen a la baja para el 2009 y 2010 respecto de su versión previa, principalmente por revisiones en el sector energético. Pese a lo anterior, las perspectivas para la inversión en infraestructura parecen más favorables, con diversas fuentes de información que dan cuenta de una reactivación de proyectos detenidos. Para este año y el próximo, las expectativas que se extraen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de febrero anticipan una mayor actividad que en enero. En particular, en el trimestre en curso la actividad tendría un aumento de 4,5% (4,0% en enero). En el 2010 el PIB crecería 4,9% anual (4,6% en enero) y en el 2011 alcanzaría a 5,0% (4,7% el mes anterior).

Respecto de la inflación, en enero —primer mes con la aplicación de la nueva canasta y metodología de cálculo— la variación mensual del IPC fue de 0,5% (-1,3% anual), registro por sobre lo previsto por el consenso del sector privado. El inesperado aumento del IPC se explicó en gran medida por el incremento del gasto financiero (+0,8 puntos porcentuales en el IPC). Factores metodológicos amplificaron la incidencia de este componente en el IPC. Por un lado, este producto aumentó su participación en la canasta (de 1,6% en la anterior a 1,9%). Por otra parte, el cambio en el año base desde uno mensual a uno anual significó que la incidencia del incremento fuera mayor. El IPCX varió 0,6% en el mes (-2,2% anual), mientras que el IPCX1, que excluye el gasto financiero, cayó 0,3% (-1,1% anual). La velocidad de expansión del IPC mensual aumentó, aproximándose a niveles cercanos a la meta de inflación, en tanto que las de las medidas subyacentes se mantuvieron bajo cero.

Para febrero, diferentes fuentes prevén que la variación mensual del IPC volverá a ser positiva. La EEE anticipa una variación de 0,1% para el mes. De darse esta proyección, la inflación anual del IPC regresaría a valores positivos: 0,1%. Para fines del 2010, las expectativas recogidas por la EEE aumentan a 2,7% anual (2,5% en enero) y se mantienen en 3% anual a veinticuatro meses plazo.

---

<sup>2/</sup> De acuerdo con el calendario habitual de cifras de Cuentas Nacionales, el 18 de marzo se publicará la primera estimación del PIB del cuatro trimestre del 2009.

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Febrero 2010

Por el lado de los costos laborales, en diciembre la tasa de variación anual de los salarios continuó descendiendo: 5,0% (5,4% en noviembre) y 5,3% (6,0%) para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra, respectivamente. La variación anual de las medidas subyacentes se mantuvo prácticamente estable. La velocidad de expansión mes a mes de estos indicadores permaneció en un rango entre 4 a 6% anualizado. La tasa de variación anual de los salarios reales retrocedió a niveles en torno a 6%.

Respecto de los costos externos, el peso se depreció con fuerza durante el mes. Este comportamiento ha respondido en parte a factores comunes a todas las economías, en particular el *flight to quality* mencionado previamente, a lo que se ha sumado factores idiosincrásicos. Respecto de su valor más bajo (12 de enero), el peso chileno se depreció cerca de 11% al cierre estadístico de esta minuta. Otras monedas, como el euro, el dólar australiano, el dólar canadiense, el real brasileño, el peso mexicano, el dólar neozelandés y el won coreano se han depreciado entre 4 y 8%, también considerando su valor mínimo en las últimas semanas y su nivel actual. De hecho, indicadores multilaterales como el TCM y el TCM-5 muestran variaciones menores a las del tipo de cambio peso/dólar: 8 y 6%, respectivamente. Algunos factores locales podrían explicar la mayor pérdida de valor del peso. En particular, los cambios en las decisiones de cobertura de las AFP.

En términos reales, considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre de esta minuta, el tipo de cambio real (TCR) en enero se ubicó en 90 (en su medida 1986=100). Sin embargo, dada la depreciación nominal de los últimos días este nivel aumentaría en febrero.

Las expectativas para la TPM se mantienen estables desde la última reunión. Pese a las cifras de actividad e inflación por sobre lo estimado, varios analistas de mercado continúan planteando que el inicio del proceso de normalización no comenzaría hasta fines del segundo trimestre o principios del tercero de este año. Las expectativas que se deducen de la curva *forward* coinciden con las del mes anterior, en particular en el corto plazo. La EEE de febrero, arroja una TPM de 2,5% a diciembre del 2010, al igual que en los dos meses previos. A seis meses prevé una tasa en 1%, mientras hacia fines del horizonte habitual de proyección las expectativas anticipan una TPM de 5,25%.