

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 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 jueves 8 de octubre de 2009.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Los datos de actividad e inflación conocidos en el último mes se enmarcan dentro del escenario previsto en el IPoM de septiembre. La inflación del mes pasado tuvo un aumento importante, aunque fundamentalmente ligado a factores puntuales. De hecho, medidas subyacentes como el IPCX1 y el IPC sin alimentos y energía tuvieron variaciones menores, y la inflación anual de todos los indicadores sigue disminuyendo. En agosto, la actividad volvió a mostrar una variación anual negativa, aunque esta vez muy próxima a cero, mientras que mes a mes creció por cuarto mes. Los distintos indicadores de demanda, actividad y expectativas dan cuenta de un panorama coherente con la recuperación de la actividad prevista para el semestre en curso. En el escenario internacional, las noticias del último mes siguen apuntando a un panorama de recuperación de la actividad mundial, tal como se consideró en el IPoM de septiembre. Algunos datos coyunturales se han ubicado por debajo de lo esperado por el mercado, en especial en EE.UU., pero las proyecciones de crecimiento mundial siguen mejorando. En este escenario, con registros de inflación que continúan bajos, se ha incrementado la discusión global acerca de la gestión de los importantes estímulos monetarios y fiscales actuales. Internamente, las expectativas de mercado respecto de la TPM consideran que esta comenzaría aumentar en el curso del primer trimestre del 2010, con un empujamiento que lleva a que la TPM esperada a fines del 2010 esté entre 50 y 75 puntos base por sobre lo esperado hace un mes.

Las cifras de actividad del segundo trimestre han resultado por sobre lo anticipado en prácticamente todas las economías y las encuestas de confianza a empresarios y consumidores siguen recuperándose en un gran número de países. Sin embargo, en EE.UU., contrario a lo esperado por el mercado, algunos indicadores de confianza cayeron en septiembre. Los indicadores de producción, inventarios y comercio internacional dejan de caer o mejoran en economías desarrolladas y emergentes, conformando un panorama bastante más auspicioso para el semestre en curso. Solo el mercado laboral continúa mostrando debilidad en la mayoría de las economías, no obstante, los registros recientes exhiben cierta estabilización en la tasa de desempleo.

Los registros de inflación siguen en niveles bajos, mientras que las expectativas para el 2010 continúan subiendo para América Latina y Asia y se moderan en las economías desarrolladas. En los mercados financieros destaca la sostenida disminución de la aversión al riesgo. En el caso de las economías emergentes, sobresale la disminución de los premios soberanos y corporativos, el alza de los índices bursátiles y la entrada de flujos de inversión. Las tasas de interés de largo plazo han disminuido en las economías desarrolladas — acorde con los mencionados datos de coyuntura en EE.UU. y el apetito de inversión en estos instrumentos—, mientras que las de mediano plazo se han mantenido estables. En cuanto a la política monetaria, la discusión se está desplazando desde la mantención de la instancia monetaria por un tiempo prolongado a cómo y cuándo será el retiro del actual estímulo monetario. Incluso en algunos bancos ya se han realizado aumentos de tasas. Al alza de 25 puntos base de la TPM realizada por el Banco de Israel en agosto, se sumó un incremento de igual magnitud en Australia recientemente. Como resultado de lo anterior, las expectativas de mercado han vuelto a incorporar alzas de tasas para algunas economías de aquí a fines de año o durante el primer semestre del 2010.

Respecto de un mes atrás, los precios de las materias primas han mostrado movimientos mixtos, en un contexto de mayores inventarios y depreciación generalizada del dólar. Destaca el caso del oro que ha aumentado algo más de 5% en el último mes. El precio del cobre, en cambio, cayó cerca de 5% en igual período, mientras que el precio del petróleo aumentó 2% y la gasolina cayó casi 1%. Con todo, se mantiene, en lo grueso, el escenario de proyecciones de precios de materias primas considerado en el IPoM.

---

<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 8 de septiembre y al 8 de octubre de 2009.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito interno, las condiciones financieras no muestran cambios significativos en el último mes, con tasas de interés de colocación que han tenido movimientos contrapuestos en los distintos segmentos de deudores, a la vez que el stock de colocaciones presenta algún incremento mes a mes. Las tasas de interés de consumo entre 180 días y un año —donde se concentra casi el 30% de estos créditos— se redujeron 95 puntos base comparados los promedios de agosto y septiembre, mientras las comerciales para iguales plazos —que reúnen el 23% de estos créditos— prácticamente no tuvieron variaciones. A su vez, las tasas comerciales a menos de 90 días —46% de estos créditos— se redujeron entre 80 y 20 puntos base. En cambio, las tasas de interés de créditos de consumo entre 1 y 3 años —18% de este tipo de créditos— y las comerciales a más de un año plazo —11,5% de estos créditos— aumentaron 125 y 150 puntos base, respectivamente, en el mismo lapso. Las tasas de interés de créditos de consumo de 3 años o más —39% de participación en estos créditos— aumentaron 310 puntos base en el mes. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios se mantuvieron relativamente estables. Los *spreads* entre las tasas de colocación y de captación de las tasas a plazos menores a 90 días se han reducido incluso por debajo de los promedios previos a septiembre del año pasado, mientras que a plazos mayores aún continúan en niveles elevados. En agosto, el stock nominal de colocaciones totales aumentó levemente, mientras que sus variaciones anuales continuaron descendiendo.

Las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central aumentan a todos los plazos, pero más marcadamente en los bonos de menor duración, con movimientos que han coincidido con la publicación de los datos de actividad e inflación de la última semana. Respecto del momento de la reunión del mes pasado, las tasas de interés de los BCP a dos años aumentaron algo menos de 90 puntos base, mientras las de los a cinco y diez años lo hicieron entre 30 y 40 puntos base. Las tasas de interés de los bonos en UF cayeron a todos los plazos, en particular las de menor duración.

Por el lado del sector real, las cifras conocidas en el mes reafirman el escenario de incremento en el nivel de actividad previsto a partir de este semestre que se consideró en el IPoM de septiembre. En agosto, el Imacec varió -0,1% anual, cifra bastante menos negativa que en los registros de los meses previos. Descontado la estacionalidad, la actividad creció por cuarto mes consecutivo, en esta ocasión en 0,4% respecto de julio. La recuperación del nivel de actividad se explica en gran medida por el mejor desempeño del comercio y la industria, coincidiendo con lo que se aprecia en indicadores parciales de consumo e inversión y en las expectativas de consumidores y empresas. Destaca que las ventas de bienes durables y de bienes habituales, tanto en las cifras de la CNC como del INE, ya recuperaron los niveles previos a septiembre del 2008. Las expectativas de los consumidores que se desprenden del IPEC se encuentran prácticamente en su nivel neutral (48,7) y las perspectivas para la situación económica del país a un año se ubican en niveles optimistas, no vistos desde el 2006. La percepción de las empresas medidas por el IMCE se ubicó, por primera vez en un año, en la zona optimista. La información de ventas de viviendas sigue mejorando a nivel nacional y los despachos de cemento muestran mejorías en sus últimos registros. La evolución de las importaciones de bienes de capital contrasta con todo lo anterior. Tras un repunte relevante en julio —asociado a la importación de maquinarias para el sector energía— el nivel desestacionalizado, en dólares corrientes, de estas internaciones volvió a descender en septiembre y se ubica en niveles similares a los mínimos de principios de año. Respecto de los inventarios, cuya desacumulación explicó en gran parte la caída de la actividad hasta el segundo trimestre, el IMCE muestra que la percepción de exceso de existencias se ha ido reduciendo, alcanzando niveles comparables a sus promedios históricos previos a septiembre del 2008.

En el mercado laboral, descontada estacionalidad, la creación de empleo creció por tercer mes consecutivo, al mismo tiempo que la tasa de desempleo tuvo un aumento marginal. Esta última, de acuerdo con el INE, permaneció en 10,8% en el trimestre junio-agosto, mientras que en términos desestacionalizados pasó de 10,1 a 10,2% entre los trimestres móviles terminados en julio y agosto, respectivamente. La creación de empleo, en tanto, creció 1,7% respecto del trimestre móvil precedente, esto no obstante sigue indicando descensos en

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Octubre 2009

términos anuales: -1,5% según el INE y -2,4% de acuerdo con la masa afiliada de trabajadores de la AChS. En cuanto a la composición del empleo, persiste el cambio en la composición por categoría ocupacional, con un mayor empleo por cuenta propia y un menor empleo asalariado.

Respecto de la inflación, en septiembre el IPC tuvo una variación mensual de 1,0%, cifra mayor que el consenso de las proyecciones del sector privado (que la ubicaban en un rango entre 0,6 y 0,7%), pero en línea con las proyecciones consideradas en el escenario base del IPoM de septiembre. La variación mensual del IPC obedeció a factores puntuales, primordialmente al alza de las tarifas eléctricas que se verificó como efecto de la base de comparación del mes anterior, cuando cayeron por la devolución de cobros previos. A esto se sumaron otros precios específicos, como la gasolina y los automóviles nuevos, y factores estacionales propios de septiembre, especialmente en lo que se refiere a alimentos y el transporte interurbano. El efecto de estos precios en la inflación IPC del mes se ratifica en el hecho que las medidas subyacentes tuvieron variaciones mensuales menores: 0,3% el IPCX1, 0,4% el IPCX1 sin alimentos y 0,3% el IPC excluido alimentos y energía. Con todo, la variación anual de los distintos indicadores de inflación continuó con su tendencia a la baja. El IPC bajó hasta -1,1% (-1,0% en agosto), el IPCX hasta 0,2% (0,4%) y el IPCX1 hasta 0,8% (1,0%). Las velocidades del IPC, IPCX e IPCX1 continúan negativas.

Por el lado de los costos laborales, la información de agosto muestra que la tasa de variación anual de los salarios se mantuvo prácticamente estable respecto de julio: 5,9 y 6,7% para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra, respectivamente. En tanto, las velocidades de estos indicadores mostraron un comportamiento mixto: la del costo de la mano de obra se mantuvo, mientras que la de las remuneraciones por hora aumentó. Los salarios reales, por la menor inflación anual, siguieron mostrando tasas de variación anual en aumento.

En cuanto a los costos importados, la paridad peso/dólar ha mostrado una depreciación en las últimas semanas, siguiendo un comportamiento disímil del de otras monedas. De hecho, indicadores como el TCM, TCM-5 y TCM-X muestran variaciones iguales o superiores a las del tipo de cambio peso/dólar. La depreciación nominal del peso conllevó un aumento del nivel del tipo de cambio real (TCR), que en septiembre se ubicó en 97,4 (en su medida 1986=100).

Al cierre de esta minuta no se disponía de la información relativa a las expectativas de inflación que se deducen de la Encuesta de Expectativas Económicas. Tras conocerse el IPC de septiembre (mayor a lo esperado por el consenso) diversos análisis de mercado daban cuenta de que no había mayores cambios en las perspectivas de inflación, coherente con la evaluación de que el mayor registro de inflación de septiembre obedeció a factores específicos. Las compensaciones inflacionarias se han movido al alza, acorde con lo sucedido con los movimientos de las tasas de interés de los documentos del Banco Central.

En cuanto a las expectativas para la TPM, acordes con el nivel mínimo en el que esta se encuentra y la comunicación de que se mantendrá en él por un tiempo prolongado, los analistas de mercado no esperan movimientos en el nivel de tasa para esta reunión. En todo caso, la curva *forward* ha mostrado un empinamiento desde la reunión de septiembre. Las expectativas que se deducen de esta curva *forward* consideran que la TPM comenzará a aumentar en el transcurso del primer trimestre del 2010. Para fines del próximo año, el nivel de la TPM aumentó de una cifra entre 2,5 y 2,75% en el momento de la reunión de septiembre, a una cifra entre 3,0 y 3,25% al cierre de esta minuta.