

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MARZO 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 16 de marzo de 2010.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las novedades desde la última Reunión de Política Monetaria están marcadas por el terremoto y tsunami que afectó a la zona centro-sur del país a fines de febrero y sus lamentables pérdidas humanas y materiales. La estimación de su impacto económico, de por sí compleja, abarca varias aristas. Por un lado, está la pérdida de vidas humanas y la destrucción inmediata de riqueza. La evaluación de esta última reviste dificultades específicas asociadas, entre otras, a la valoración del capital destruido (por ejemplo, a valor histórico o de reposición), la productividad de distintos tipos de capital, la consideración de las existencias dentro de las pérdidas y el lucro cesante. Por otro lado, está el efecto en la actividad que se gatilla luego del impacto inmediato del desastre, los efectos en la capacidad productiva y los esfuerzos de reconstrucción posteriores, aspectos centrales para evaluar las implicancias para la inflación y la política monetaria.

Un primer paso es clarificar qué relevancia tienen en la estructura productiva nacional las zonas más afectadas por el terremoto. Los datos de Cuentas Nacionales para el 2008 indican que la Séptima Región generó 3,5% del PIB nacional, mientras que la Octava produjo una cifra cercana a 9%. La Sexta Región aportó 3,5% del PIB nacional. La Región Metropolitana produjo entre el 40 y 45% del PIB chileno. Por sectores económicos, las cifras al 2006, indican que la Octava concentraba algo más de 3% de la producción industrial del país (más de un tercio del PIB regional). Los subsectores con mayor presencia son la celulosa, madera, refinación de combustibles y producción de acero. El resto de las actividades económicas tiene participaciones menores y más acordes con su ponderación en el PIB nacional. En cuanto al empleo, 25% de la fuerza de trabajo y 21% del empleo se concentran en la Sexta, Séptima y Octava regiones. Del valor de las exportaciones, en el primer trimestre del 2009, el 14% se concentró en estas últimas dos regiones, siendo los envíos industriales los que acapararon la mayor parte. Respecto del comercio internacional, la información hasta ahora disponible indica que los mayores daños se produjeron en el Puerto de Talcahuano, cuyo movimiento de carga es una fracción menor del total regional. Los restantes puertos de la región (Lirquén, San Vicente y Coronel, entre otros) también sufrieron daños, pero hay varios de ellos que ya están en operación o se encuentran en vías de ser reabiertos.

La estimación del daño en las viviendas también es un factor relevante para medir el efecto del sismo. De acuerdo con los datos del Censo 2002, cerca de 18% del total de viviendas del país se encontraban en la Séptima y Octava regiones. Este porcentaje aumenta a 23% si se suma la Sexta Región. La Metropolitana tiene el 37% del total. Los porcentajes de la población nacional en estas zonas eran relativamente similares al de viviendas. Medidos en número, el total de viviendas en la Séptima y Octava regiones —también de acuerdo al Censo 2002— eran del orden de 800 mil (cerca de un millón agregando la Sexta). En la Metropolitana el número era del orden de un millón 650 mil. Para el 2010, utilizando como supuesto un tasa de crecimiento anual del número de viviendas equivalente a la observada entre el Censo de 1992 y 2002, el número de viviendas en la Sexta, Séptima y Octava regiones se acercaría a un millón 300 mil.

La medición de los efectos del terremoto debe considerar factores como los antes descritos: la relevancia en el PIB nacional de la zona afectada, el número de viviendas, el porcentaje de la población, etc. Como antecedente, se estima que en el 2005 alrededor del 35% del stock de capital de la economía correspondía a edificación habitacional, 45% a otras obras de construcción y 20% a maquinarias y equipos. Por sectores económicos, en industria se ubica algo menos de 10% del stock de capital, en comercio del orden de 5%, en la construcción menos de 1% y en el transporte algo por sobre 8%<sup>2/</sup>. Aunque no existen estimaciones, en

---

<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 11 de febrero y al 16 de marzo de 2010.

<sup>2/</sup> Henríquez C. (2008). Stock de Capital en Chile (1985-2005): Metodología y Resultados, Serie de Estudios Económicos Estadísticos N°63, Banco Central de Chile.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

principio se podría suponer que la distribución sectorial del stock de capital por región se asemeja a la distribución del PIB regional por sector.

Además, es relevante determinar cuánto tiempo permaneció interrumpido el proceso productivo y cuál fue el tamaño del daño en la estructura de producción. Lo más evidente, según la experiencia internacional, es que en los trimestres inmediatamente posteriores al evento se produce un menor nivel de actividad que luego es compensado, lo que lleva a que el efecto agregado final sea ambiguo. El cambio en las proyecciones de crecimiento de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo apunta en este sentido. El incremento estimado del PIB para el 2010 según esta encuesta pasó de 4,9% en febrero a 4,5% en marzo, mientras que para el 2011 lo hizo desde 5,0 a 5,4% en iguales meses. El repunte de la actividad con posterioridad a los efectos negativos tendrá una velocidad que dependerá del tiempo que demore el reinicio de la producción, así como de los esfuerzos de reconstrucción ya sea por iniciativas públicas o privadas.

Respecto de la inflación, en lo inmediato es esperable que el terremoto haya reducido la disponibilidad de algunos bienes, ya sea por problemas en los procesos de producción o de distribución, provocando incrementos que debiesen ser transitorios sobre el nivel de precios. El cambio en las expectativas de inflación para marzo y para diciembre del 2010 refleja estos efectos. También debe considerarse que el INE anunció que desde marzo, y hasta que la situación se normalice, no levantarán precios en las regiones del Maule y Biobío, por lo cual imputarán las variaciones de precios recogidas en la macrozona central (Santiago). A mediano plazo, en principio puede haber un efecto al alza en la medida que la pérdida de capacidad productiva redunde en un estrechamiento de las holguras de capacidad. Sin embargo, la evidencia también muestra que existen efectos negativos sobre el consumo, en particular por la reconstitución del stock de riqueza que se requiere. También debe considerarse el impacto en el gasto agregado del eventual esfuerzo fiscal de las políticas de reconstrucción, tanto por su monto como por su forma de financiamiento.

Los movimientos de las tasas de interés y del tipo de cambio luego del terremoto dan muestra de las expectativas privadas sobre la forma que tendrá el financiamiento de la reconstrucción y los flujos de reaseguro comprometidos. Tras un alza al abrir la sesión del 1 de marzo, el peso se apreció 4% en los siete primeros días luego del sismo. Luego se verificó una reversión parcial, con lo que al cierre de esta minuta está en un nivel 4% inferior al vigente al momento de la reunión de febrero. En todo caso, el dólar se depreció frente a la mayoría de las monedas, en línea con la recuperación parcial del apetito por riesgo tras la reducción en la incertidumbre sobre el desempeño de algunos países de Europa. 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 febrero se ubicó en 92,6 (en su medida 1986=100). Sin embargo, dada la apreciación nominal de las últimas semanas este nivel se reduciría en marzo. Con todo, las expectativas de inflación a dos años que contiene la EEE se mantuvieron en 3%.

Respecto de los mercados financieros y las perspectivas para la política monetaria, tras el terremoto se produjo una baja de las tasas de interés de los documentos nominales y reajustables de corto plazo y un alza en las de más largo plazo. Las expectativas respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM) también descendieron. Según la EEE de marzo, a diciembre de este año la TPM se ubicaría en 2% (2,5% en febrero). Asimismo, diversos analistas privados han retrasado el inicio del ciclo de alza de la TPM desde el segundo trimestre a algún momento del segundo semestre del 2010. Los datos de tasas de colocación de mercado para la primera semana de marzo, muestran bajas para las comerciales y de vivienda y un alza en las de consumo.

Previo al sismo, los datos coyunturales indicaban que la recuperación de la actividad y la demanda se estaba dando a una velocidad más rápida que la prevista en el IPOM de diciembre. Los datos de la industria y, en particular, el comercio apuntaban a un fuerte dinamismo. De hecho, el Imacec de enero (4,3% anual, 1,2% mes a mes desestacionalizado) sorprendió al mercado, cuyo promedio de estimaciones estaba en torno a 3,5%

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Marzo 2010

anual. Indicadores de demanda, como las ventas de bienes de consumo habitual, las ventas de automóviles nuevos y las importaciones de bienes de capital también tuvieron aumentos relevantes en enero y febrero. Las expectativas de consumidores y empresarios igualmente se mantuvieron en la zona optimista. El crédito también había seguido creciendo en enero y las tasas de interés de colocación mostraban algunas alzas en el segundo mes del año. La inflación de febrero estuvo en línea con lo previsto por el mercado, volviendo a registros anuales positivos luego de siete meses. También destacó la publicación por parte del INE de un nuevo indicador de remuneraciones, cuyas tasas de variación nominal son menores que las previas. Con todo, previo al terremoto, el mercado anticipaba que la TPM se normalizaría a una velocidad algo mayor que la prevista en el IPoM de diciembre.

En lo externo, se da cuenta de una menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, en línea con movimientos positivos y menos volátiles en las bolsas, premios por riesgo en descenso y tasas de mediano y largo plazo que permanecen relativamente estables en las economías desarrolladas. Esto se dio especialmente luego del anuncio de las medidas de ajuste fiscal y el respaldo de la Comunidad Europea a Grecia, no obstante los riesgos respecto de su situación fiscal, así como de otras economías europeas, continúan presentes. Las expectativas de mercado para el crecimiento mundial del 2010, se ajustan al alza, en línea con la recuperación de los indicadores de actividad, aunque con disparidades en las velocidades. El crecimiento de los créditos bancarios permanece débil e incluso exhibiendo contracciones en la mayoría de las economías desarrolladas. Los precios de los productos básicos han aumentado desde la última RPM: 12% el cobre y 8,5% el petróleo. La inflación total también ha continuado aumentando en diversas economías. En este contexto, se observa nuevamente una moderación en las expectativas de alzas de las tasas de política en las principales economías. Con todo, los bancos centrales han continuado con el retiro gradual de estímulos y de medidas de política monetaria no convencionales, habiendo algunas que retomaron su proceso de alzas de tasas de referencia, como Australia.

En suma, en un principio es posible estimar que en lo inmediato el terremoto tendrá efectos negativos sobre la actividad y positivos sobre la inflación. De hecho, aunque no existe información que permita realizar una proyección con grados de confianza razonables, es posible anticipar que el Imacec de marzo será bastante menor que en meses anteriores y no puede descartarse que retorne a tasas de variación anual negativas. Cuánto de este efecto se traslade a los meses siguientes es aún incierto. El efecto agregado final sobre la inflación y el PIB dependerá tanto de la estimación de los daños directos, como de la velocidad con que se recuperen estas pérdidas, entre otros varios factores.