

# Antecedentes Reunión de Política Monetaria

MAYO 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 11 de mayo de 2010.

---

## Síntesis del mes<sup>1/</sup>

---

Las noticias del último mes han estado marcadas por dos factores. Por un lado, las cifras internas de los meses inmediatamente posteriores a la catástrofe de febrero y, por otro, el resurgimiento de tensiones en los mercados financieros mundiales por la situación en Europa. Los datos de actividad interna de marzo dieron cuenta de un escenario en que los efectos inmediatos del terremoto y maremoto fueron superiores a los previstos, concretándose uno de los riesgos considerados en el IPoM de marzo, pero los indicadores de demanda han crecido de forma significativa. La inflación de abril se ubicó algo por debajo de lo anticipado por el consenso de mercado. Ello, junto con el registro de inflación de marzo, parecen sugerir que el efecto directo de la catástrofe en los precios fue menor que el implícito en expectativas privadas. Los mercados financieros mundiales han estado muy tensionados, por las dudas sobre la sostenibilidad de la situación fiscal en algunas economías europeas, la viabilidad de los ajustes necesarios, así como su contagio a los sistemas bancarios de esa región. Los mercados financieros locales no han dado cuenta de cambios relevantes por este último factor. Las expectativas de mercado para la TPM se han ajustado al alza, asignándole alguna probabilidad a que el proceso de normalización comience en esta reunión.

En lo interno, las cifras de actividad conocidas en el último mes dan cuenta de que el efecto del terremoto y maremoto sobre la actividad fueron superiores a lo previsto en el escenario base del IPoM de marzo. Ello materializa el riesgo a la baja para las cifras de actividad, en el corto plazo, contemplado en ese informe. El Imacec de marzo se contrajo 2,8% anual (-6,6% mes a mes desestacionalizado). Considerando los Imacec conocidos, la actividad del primer trimestre habría crecido 1,4% anual<sup>2/</sup>.

El desempeño de la industria, que de acuerdo con las cifras del INE cayó 17,4% anual (-19,9% mes a mes desestacionalizado), fue determinante en el resultado de marzo. La explicación a esta brusca caída se relaciona con que relevantes empresas del sector tienen sus instalaciones en la zona más afectada por la catástrofe. De acuerdo con cifras de la SOFOFA, algunas ramas con alta presencia en la VI, VII y VIII regiones verificaron descensos superiores a 60% anual: Pesca y Hierro y Acero 62%; Celulosa y Combustibles 67%.

La temporalidad del efecto de la catástrofe está directamente relacionada con las posibilidades de cada sector de retomar sus faenas. Un grupo no menor de empresas que se encuentra en las zonas más afectadas seguirán aparentemente con sus faenas detenidas por un tiempo más, toda vez que el daño directo provocado por el terremoto y/o el maremoto sobre sus instalaciones productivas fue cuantioso. Existe otro grupo de empresas que no tuvieron daños directos importantes, pero que dado el encadenamiento de las actividades productivas han visto afectada su actividad, incluso ubicándose en regiones que no sufrieron con tanta fuerza los efectos de la catástrofe. En este caso, en la medida que la producción del resto se normalice o se produzca una natural sustitución por insumos importados —que las estadísticas de importaciones ya muestran— se debería observar una recuperación más rápida. Un tercer grupo de empresas son aquellas que paralizaron sus actividades en los días inmediatamente posteriores a la catástrofe —por la falta de servicios básicos o por la inasistencia de su personal— y que rápidamente retomaron su ritmo normal de actividad.

La información hasta ahora disponible no permite distinguir con claridad la relevancia de cada uno de estos grupos. Cuál de ellos predomine y cómo sea su composición determinará la transitoriedad de los efectos negativos de la catástrofe sobre la actividad y la velocidad que tenga la recuperación en el corto plazo. En todo caso, hay varias noticias que dan cuenta de que el impacto de la catástrofe en la demanda fue menor. Los indicadores de expectativas empresariales y de consumidores repuntaron en abril. La generación eléctrica

---

<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 15 de abril y al 11 de mayo de 2010.

<sup>2/</sup> De acuerdo con el calendario habitual de cifras de Cuentas Nacionales, el 18 de mayo se publicará la primera estimación del PIB del primer trimestre del 2010.

## BANCO CENTRAL DE CHILE

también aumentó en ese mes respecto de marzo, aunque todavía no iguala los niveles previos al terremoto. De acuerdo con los datos de marzo, el comercio registra un dinamismo importante y la información parcial de abril da cuenta de importaciones reales de bienes de consumo que retoman la tendencia creciente que observaban previo a la catástrofe. En cuanto a las condiciones financieras, los datos disponibles de marzo y abril siguen registrando una progresiva mayor normalidad. En abril, las tasas de colocación de mercado continuaron bajando para los créditos y plazos de mayor relevancia. Según información preliminar, las colocaciones de consumo, comerciales y de vivienda habrían aumentado mes a mes en abril, sin embargo las totales se habrían mantenido sin cambios debido a la caída en las colocaciones de comercio exterior. Las expectativas de mercado, recogidas en la Encuesta de Expectativas Económicas de abril, apuntan a que el Imacec de abril habría crecido 0,1% anual. A su vez, la proyección de crecimiento para el 2010 se mantuvo en 4,5%, pese al mal desempeño de marzo.

El catastro de la Corporación de Bienes de Capital del primer trimestre muestra un aumento en las inversiones para el período 2009-2013, correspondiente principalmente a proyectos de la minería y el sector energético. No obstante, se resalta la reevaluación y postergación de algunos proyectos de infraestructura. En cuanto al mercado laboral, las cifras están marcadas por el cambio conceptual y metodológico adoptado por el INE a la encuesta, por lo que los datos históricos conocidos no permiten aún una desestacionalización de las cifras. En todo caso, la tasa de desempleo se redujo a 9% en el trimestre finalizado en marzo desde 9,1% que habría tenido el mes previo de acuerdo con las cifras referenciales, mientras el empleo creció 4,9% anual en el mismo período. Por el lado de los salarios, en marzo los salarios nominales y algunas de sus medidas subyacentes disminuyeron su tasa de variación anual: 2,3% (2,6% en febrero) y 2,8% (3,2%) para las remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra, respectivamente (usando los índices referenciales base 2009). La velocidad de expansión mes a mes de los salarios nominales continuó retrocediendo, ubicándose en torno a 2%. La tasa de variación anual de los salarios reales se mantuvo prácticamente igual respecto del mes previo.

Respecto de la inflación, en abril la variación mensual del IPC fue de 0,5% (0,9% anual). Este registro estuvo por debajo de lo previsto por el consenso de las proyecciones de mercado que comenzaron el mes en cifras del orden de 0,8% y se fueron ajustando a valores de 0,6% en el curso de abril y los primeros días de mayo. Por categorías, la mayor alza se registró en transporte, principalmente por la reposición del impuesto específico de los combustibles, que en parte fue compensado por bajas en educación y prendas de vestir y calzado. El IPCX varió 0,2% en el mes (-0,6% anual) y el IPCX1 aumentó 0,1% (-1,1% anual). La velocidad de expansión mensual de los distintos indicadores de precios disminuyeron y la del IPCX1 volvió a terreno negativo.

Respecto de las proyecciones de mercado para la inflación de mayo, algunas fuentes han ido ajustando sus estimaciones a la baja. Sin embargo, las expectativas recogidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) no cambian durante el mes y anticipan una variación de 0,4% mensual, con lo cual la inflación anual del IPC alcanzaría a 1,5%. Para fines del 2010, las expectativas de la EEE disminuyen a 3,5% anual (3,7% en abril), y se mantienen en 3% anual a veinticuatro meses plazo.

A la sorpresa a la baja de la inflación de abril (y la ya ocurrida en marzo) se agregaron un conjunto de novedades en el mes. Por un lado, los anuncios del Gobierno sobre el aumento del impuesto al tabaco y el no incremento del impuesto de timbres y estampillas previsto para julio. Por otro, los cambios anunciados en las tarifas del Transantiago, a lo que se suma la habitual revisión del precio internacional de los combustibles y el tipo de cambio.

El otro foco importante de noticias del último mes se ha centrado en el resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros mundiales, derivadas de la incertidumbre por la situación en Europa. Las dudas acerca de la viabilidad de los planes de ajuste fiscal y apoyo financiero a Grecia, así como la rebaja en la clasificación

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Mayo 2010

crediticia de algunas economías europeas, provocaron un incremento importante de los premios por riesgo de varias economías de esa región, junto con una apreciación generalizada del dólar estadounidense y una caída en las bolsas y precios de los productos básicos, todos comportamientos que se agudizaron hacia fines de la semana pasada. A su vez, las tasas de interés de largo plazo disminuyeron en las principales economías, reflejo de la búsqueda de refugio en instrumentos seguros por parte de inversionistas, y los contratos futuros volvieron a aplazar el inicio de alzas de TPM en las economías desarrolladas. La decisión de brindar un apoyo financiero inédito por parte del FMI y la Comunidad Económica Europea a las economías más comprometidas de Europa, junto con la provisión de liquidez anunciada por los principales bancos centrales lograron reducir en algo las tensiones, no obstante al cierre de esta minuta la situación de los mercados financieros sigue mostrando una elevada incertidumbre. Más allá de lo anterior, en la mayoría de las economías los índices de actividad industrial se encuentran en una trayectoria de recuperación y algunos mercados laborales muestran leves signos de mejoría. Asimismo, las expectativas de inflación para este año aumentaron en la mayoría de las regiones, mientras que las medidas *spot* subyacentes tienden a disminuir en economías desarrolladas y algunas emergentes.

El mercado financiero nacional no ha sufrido movimientos importantes derivados de la situación externa, destacando el efecto en las expectativas de mercado que provocó la publicación de la Minuta de la Reunión de Política Monetaria de abril. Comparado con el momento de la reunión de abril, las tasas de los documentos nominales y reajustables de corto plazo están entre 30 y 40 puntos base más altas, aunque con una trayectoria en “u” marcada por el momento de la Reunión y la publicación de su Minuta. Las tasas de más largo plazo se redujeron. Algún mayor efecto de la situación externa se ha apreciado en la bolsa y el mercado cambiario, aunque con movimientos más acotados que en otras plazas. Aunque con vaivenes, al cierre de esta minuta el nivel del IPSA cayó 0,21% respecto del momento de la reunión de abril. Llevado a dólares, el IPSA bajó 2,6%, mientras que el conjunto de las bolsas latinoamericanas disminuyó 10% y el agregado de bolsas mundiales decreció 8%, ambas cifras medidas en dólares y durante el mismo lapso. En cuanto al tipo de cambio, desde la reunión anterior el peso se depreció siguiendo lo ocurrido con el dólar a nivel global y coherente con lo ocurrido con fundamentales como el precio del cobre y las mayores novedades sobre el plan de Gobierno para el financiamiento de la reconstrucción. Al cierre de esta minuta, la paridad peso/dólar estaba en un nivel 2,7% superior al vigente en la reunión de abril. Los indicadores multilaterales como el TCM y el TCM-5 muestran variaciones menores: 0,6 y 0,2%, respectivamente en igual período. 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 abril se ubicó en 90,97 (en su medida 1986=100).

En medio de este panorama, las expectativas respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM) aumentaron para fines de año y hacia el 2011. Según la EEE de mayo, a diciembre de este año la TPM se ubicaría en 2,5% (igual que en la encuesta de abril). A seis meses plazo se espera una tasa de 1,75% (1,25% el mes previo) y a un año de 3,5% (3,25% en la encuesta de abril). Al final del horizonte habitual de proyección, se mantiene en 5,5%. Diversos analistas privados aumentaron sus expectativas sobre el nivel de la TPM y algunos anticiparon el inicio del ciclo de normalización a mayo. Las expectativas que se deducen de la curva *forward* también aumentaron desde la última RPM, en particular hacia fines de año. De acuerdo con estos datos, para fines del 2010 está implícita en la curva *forward* una TPM en torno a 3,25%. Para comienzos del 2012, la TPM implícita se ubica 140 puntos base por encima de la que arroja la EEE de mayo.