



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2011

Enrique Marshall  
Consejero  
Banco Central de Chile



# Introducción

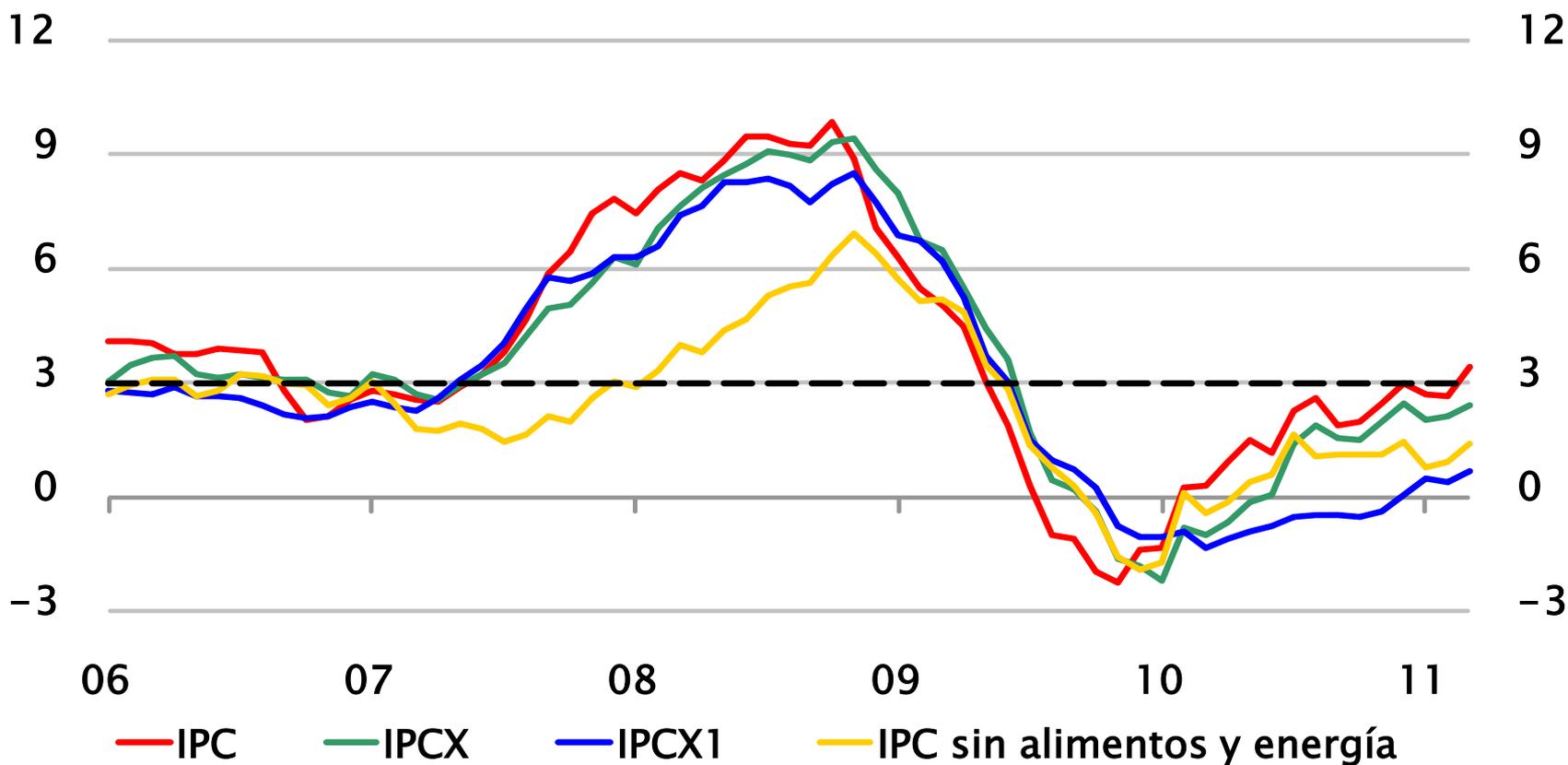
- La actividad y la inflación han evolucionado acorde a lo previsto.
- No obstante ello, los incrementos en los precios del petróleo y los alimentos en el mercado internacional han aumentado los riesgos inflacionarios en Chile y el resto del mundo.
- El escenario de crecimiento para el mundo se ve algo más favorable, aunque los problemas geopolíticos en Medio Oriente y Norte de África, los alcances del desastre natural en Japón y las tensiones financieras en algunas economías europeas ponen una luz de alerta.
- El Consejo ha seguido normalizando la TPM, ubicándola en 4% en su reunión de marzo, y ha reiterado que será necesario seguir reduciendo el estímulo monetario a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas.



La inflación del IPC se ha mantenido en torno a la meta y la inflación subyacente ha regresado a cifras positivas, aunque aún en valores acotados.

### Indicadores de inflación

(variación anual, porcentaje)

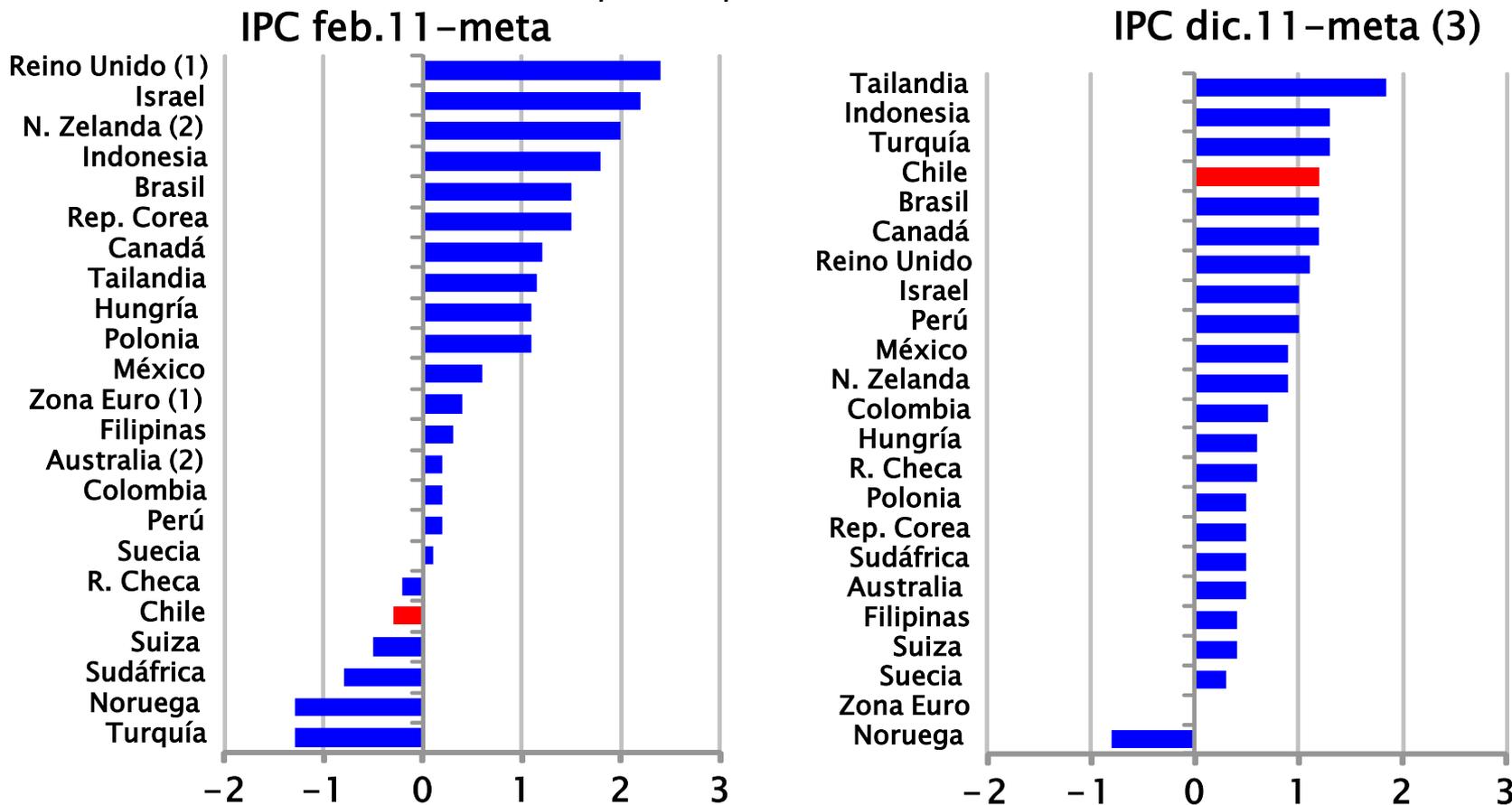




# El incremento continuo de los precios de los alimentos y más recientemente del petróleo han elevado tanto los registros de inflación como las expectativas y los riesgos inflacionarios alrededor del mundo.

## Desvíos de la inflación respecto de su meta

(puntos porcentuales)

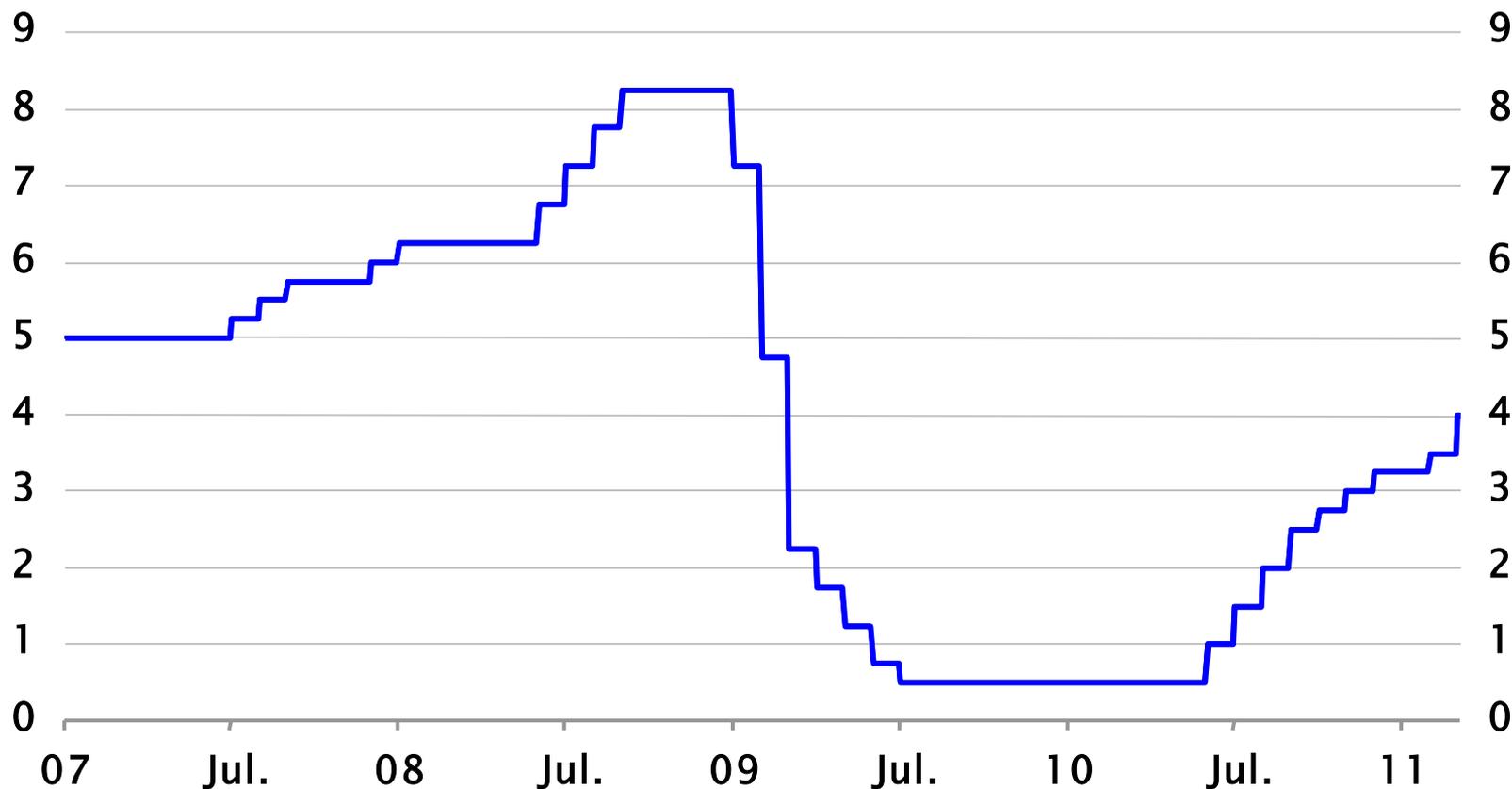


(1) Series armonizadas. (2) Inflación spot al cuarto trimestre del 2010. (3) Corresponde a la inflación proyectada por Consensus Forecasts de marzo. Para Chile, corresponde a la proyección del escenario base del IPoM de marzo del 2011. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Consensus Forecasts e Instituto Nacional de Estadísticas.



**El Consejo ha continuado retirando el estímulo monetario, ubicando la TPM en 4% en su última reunión. El nivel actual de la TPM sigue siendo expansivo.**

**Tasa de Política Monetaria**  
(porcentaje)

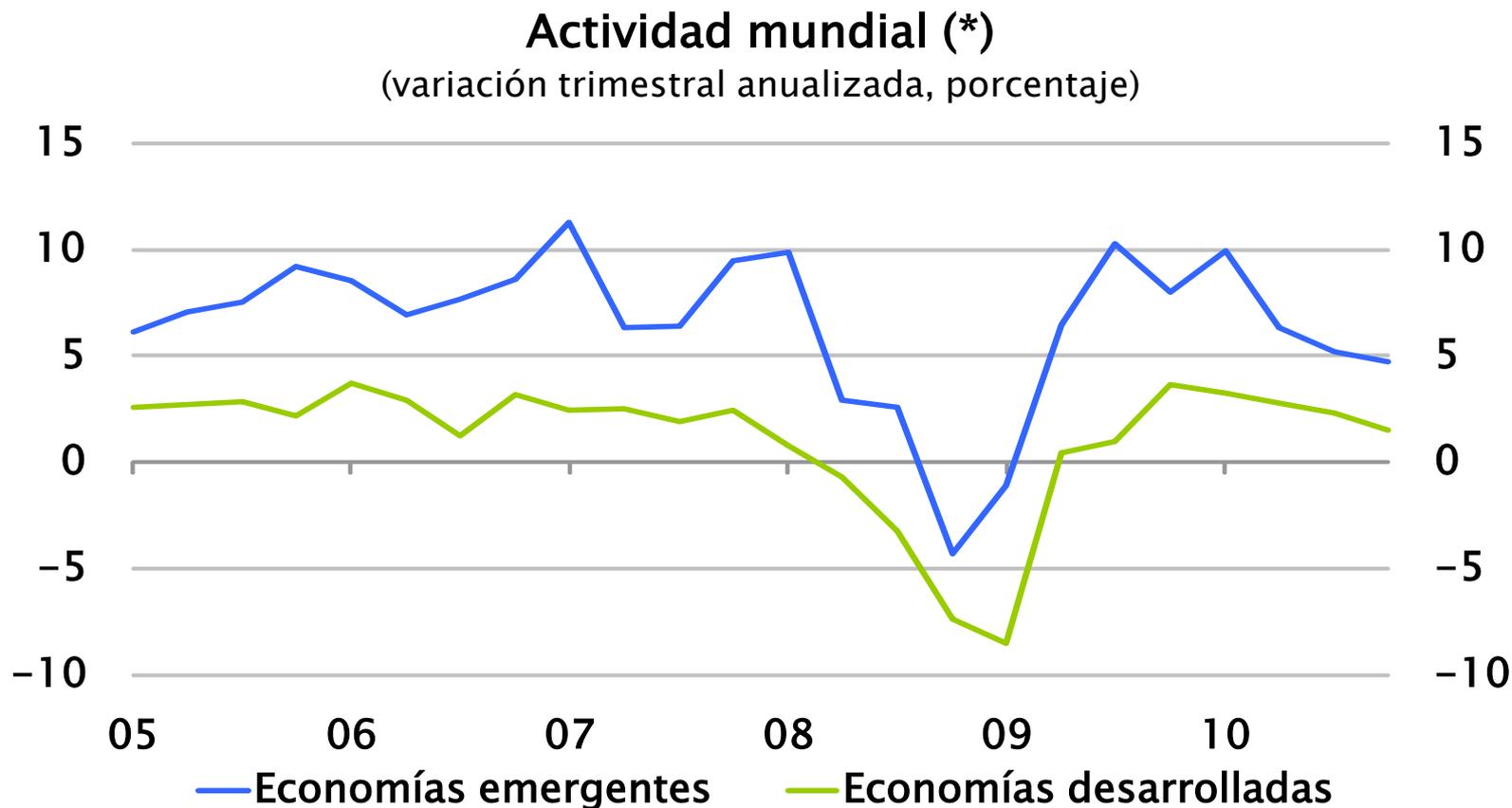




# Escenario macroeconómico



Las cifras de actividad han sido mejores que lo anticipado, aunque se mantienen las diferencias en el ritmo de crecimiento entre economías desarrolladas y emergentes.

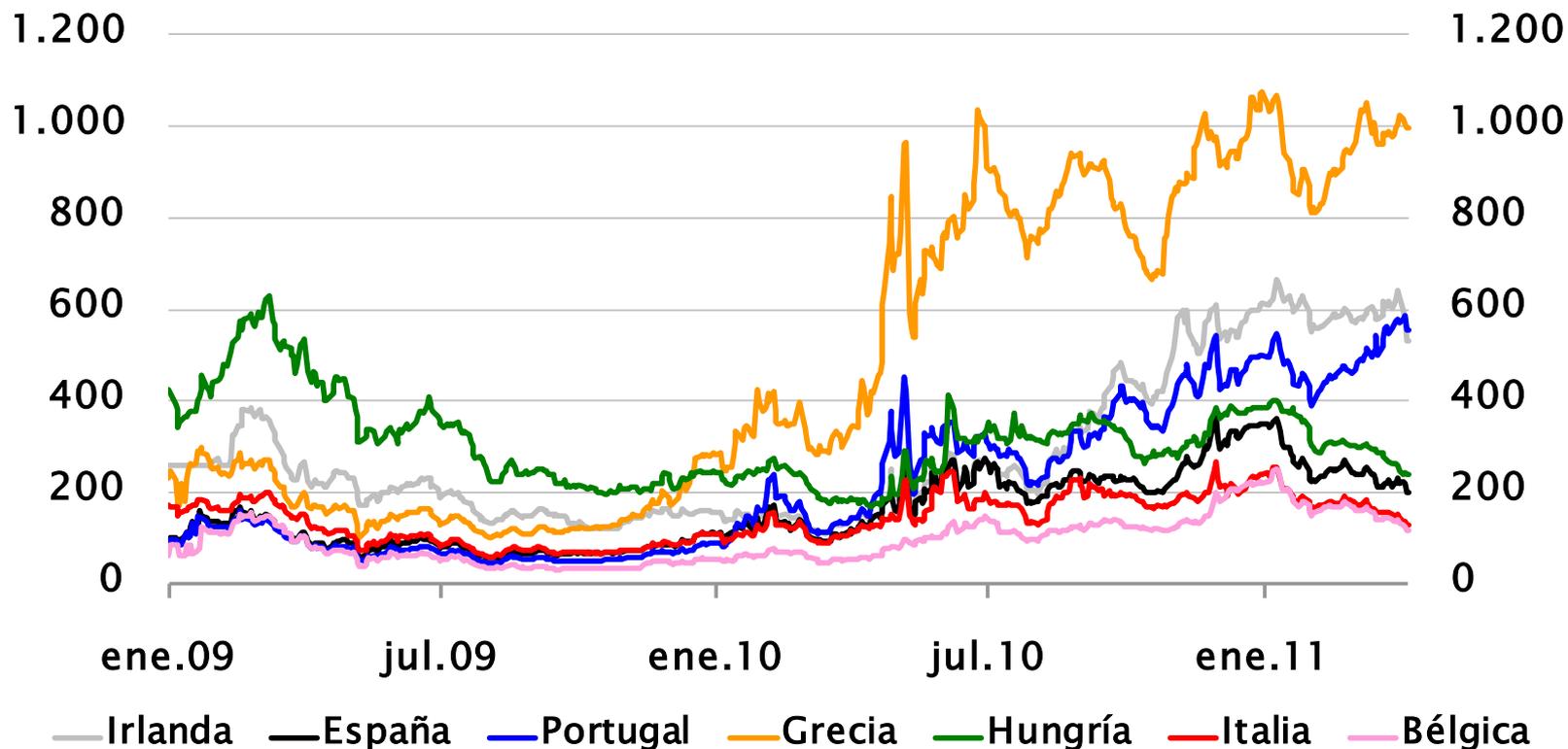


(\*) Regiones ponderadas a PPC. Economías desarrolladas corresponden a Australia, Canadá, Dinamarca, EE.UU., Japón, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, Suiza y Zona Euro. Economías emergentes corresponde a Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Letonia, Malasia, México, Perú, Rep. Checa, Rep. Corea, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Fuentes: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.



# Las tensiones financieras en algunas economías de Europa siguen presentes.

## Premios por riesgo soberano (\*) (puntos base)



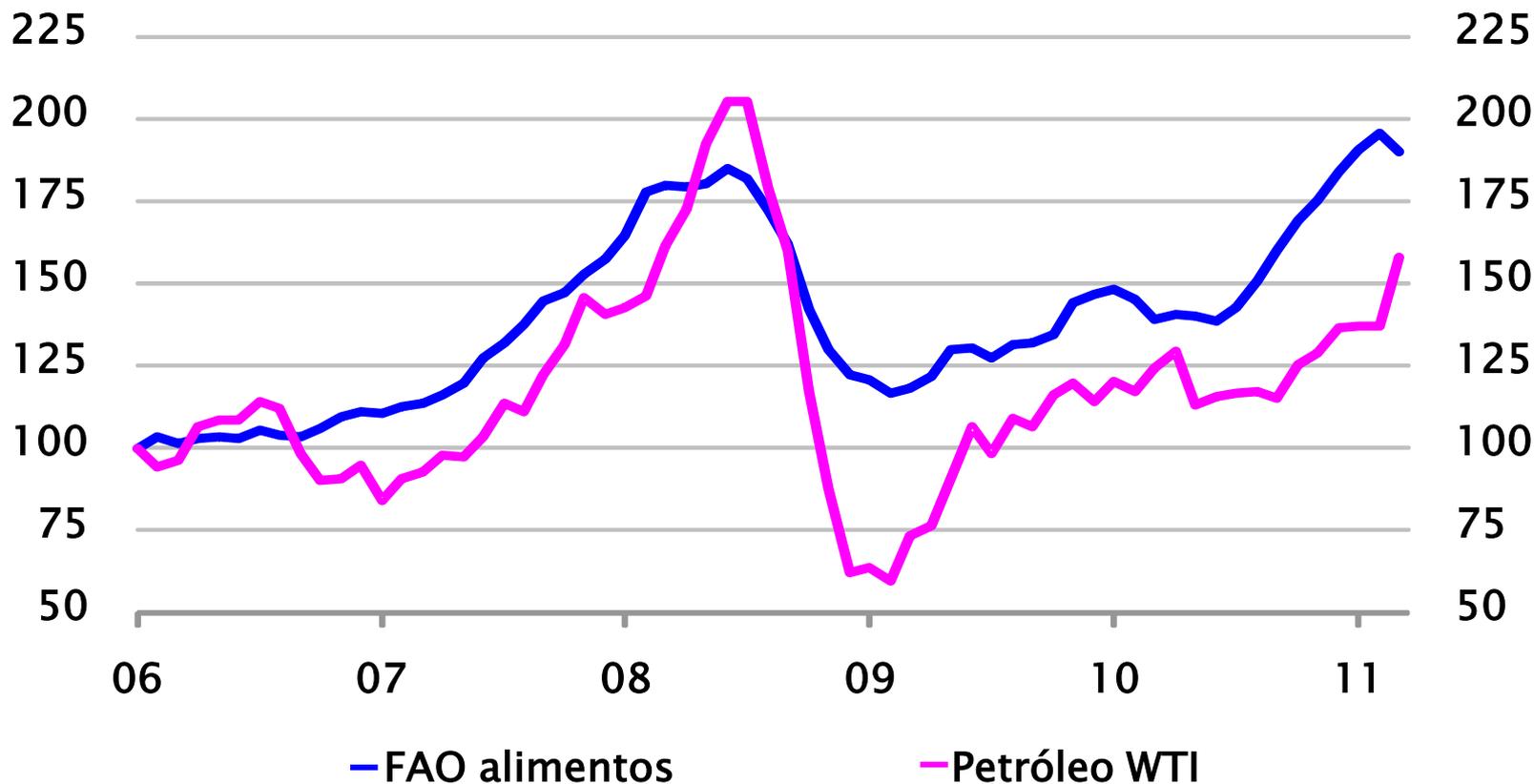
(\*) Medido a través de los premios CDS a 5 años.  
Fuente: Bloomberg.



# El mayor crecimiento ha redundado en un mayor precio de las materias primas.

## Precio de materias primas (\*)

(índice mensual, ene.06=100)

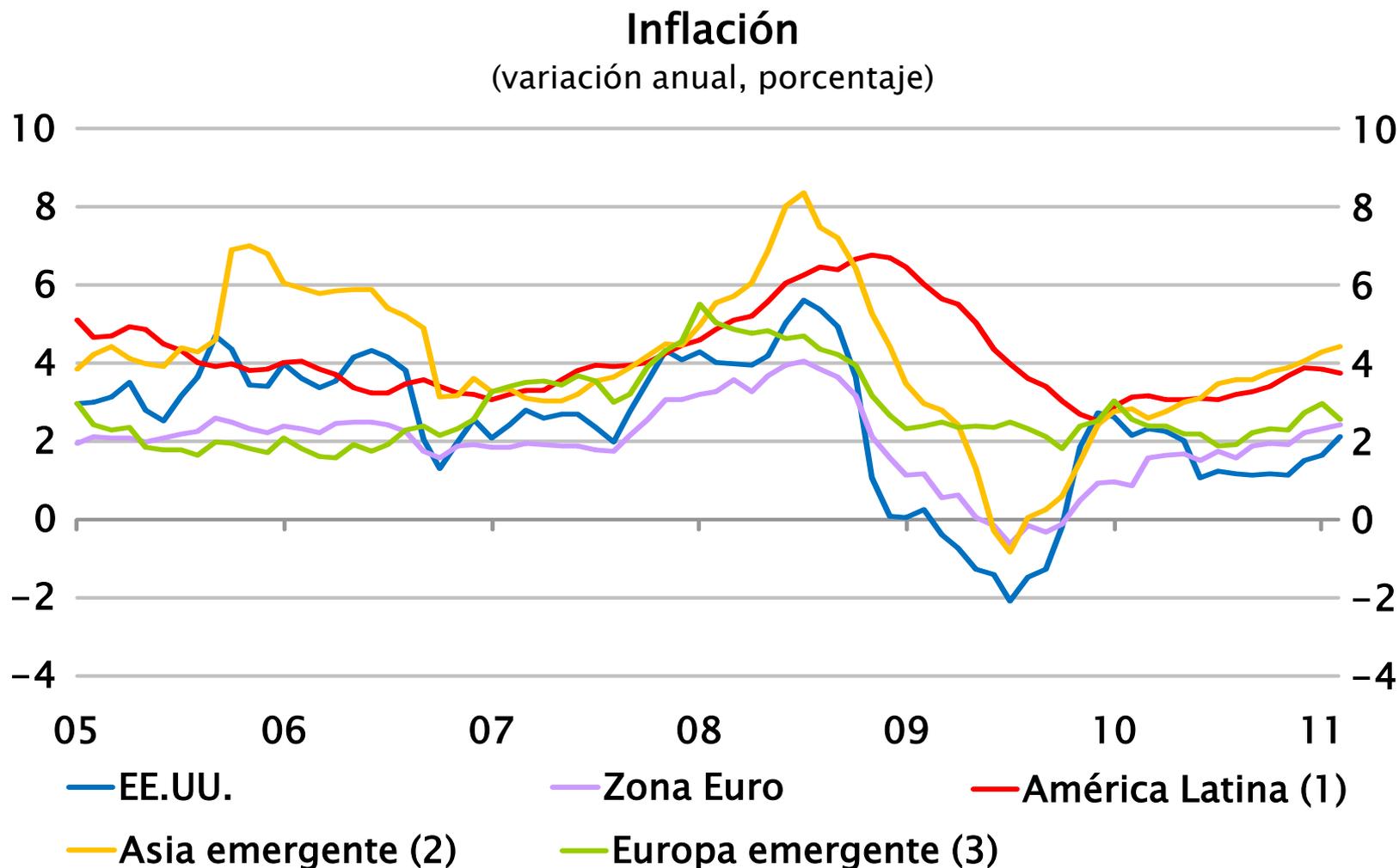


(\*) Datos hasta marzo del 2011.

Fuentes: Bloomberg.



# En algunas economías, los registros de inflación ya han aumentando en respuesta a ello.



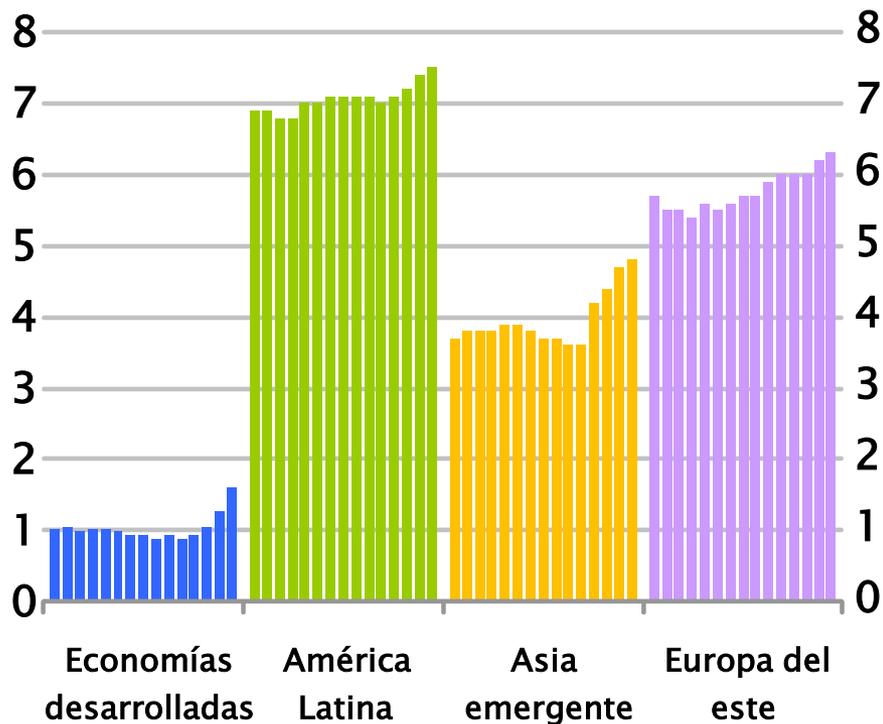
(1) América Latina incluye Brasil, Colombia, México y Perú. (2) Asia emergente incluye China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (3) Europa emergente incluye Hungría, República Checa, Polonia y Rusia.

Fuente: Bloomberg.



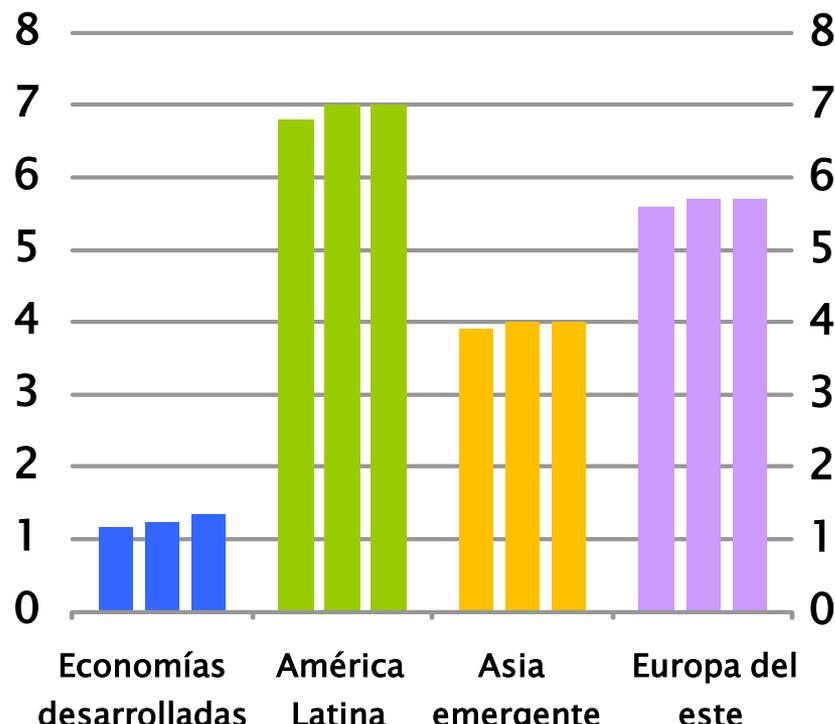
# Con ello, las perspectivas de inflación han aumentado en todas las regiones, especialmente para este año.

## Expectativas de inflación para el 2011 (1) (variación anual, porcentaje)



(2)

## Expectativas de inflación para el 2012 (1) (variación anual, porcentaje)



(2)

(1) Corresponde a la inflación promedio para el año respectivo, con excepción de América Latina que corresponde a la inflación a diciembre del 2011 y diciembre del 2012. (2) Corresponde a un promedio geométrico de Estados Unidos, Zona Euro y Japón.

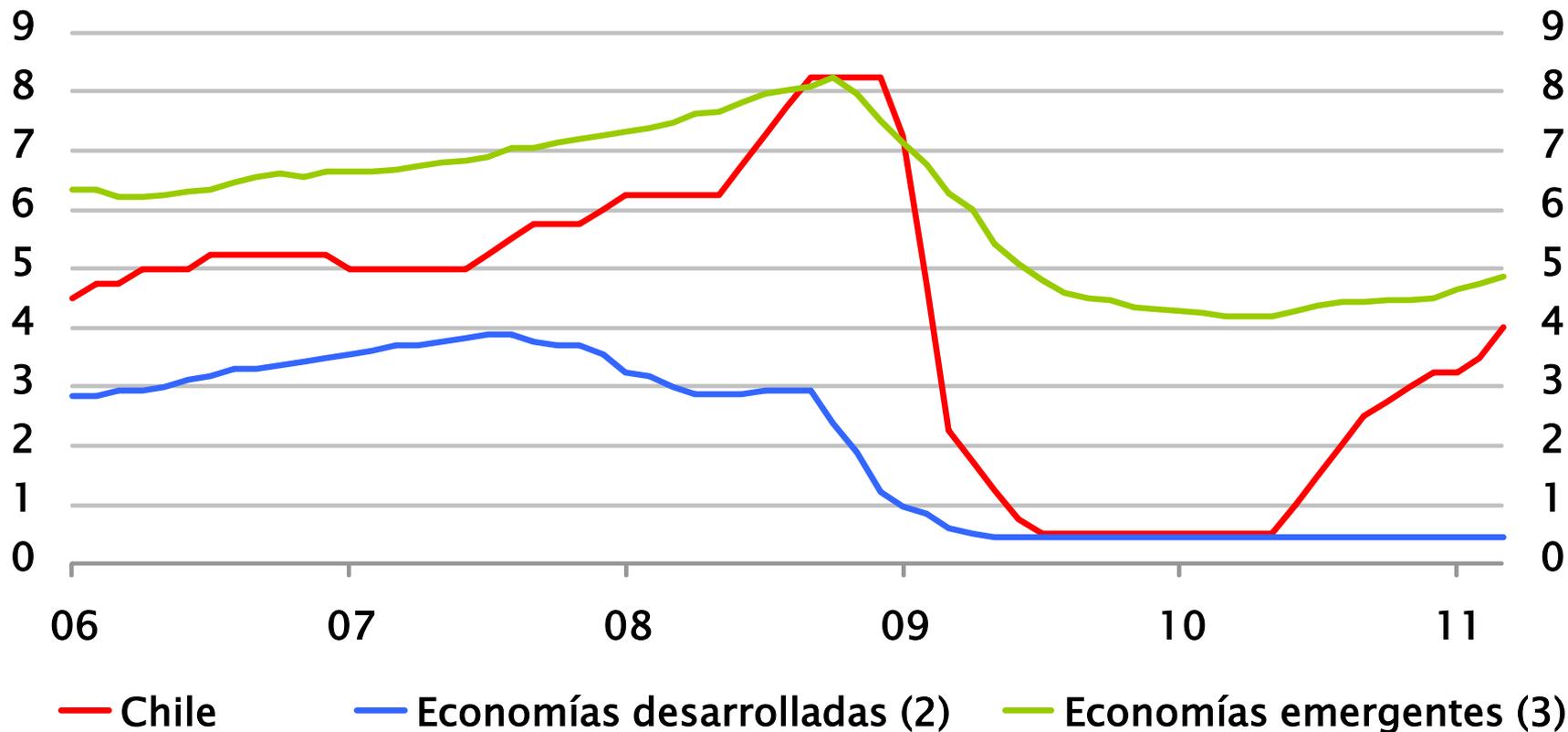
Fuente: Consensus Forecasts.



# En respuesta, varios bancos centrales en economías emergentes han continuado con el retiro del estímulo monetario...

## TPM en el mundo (1)

(porcentaje)

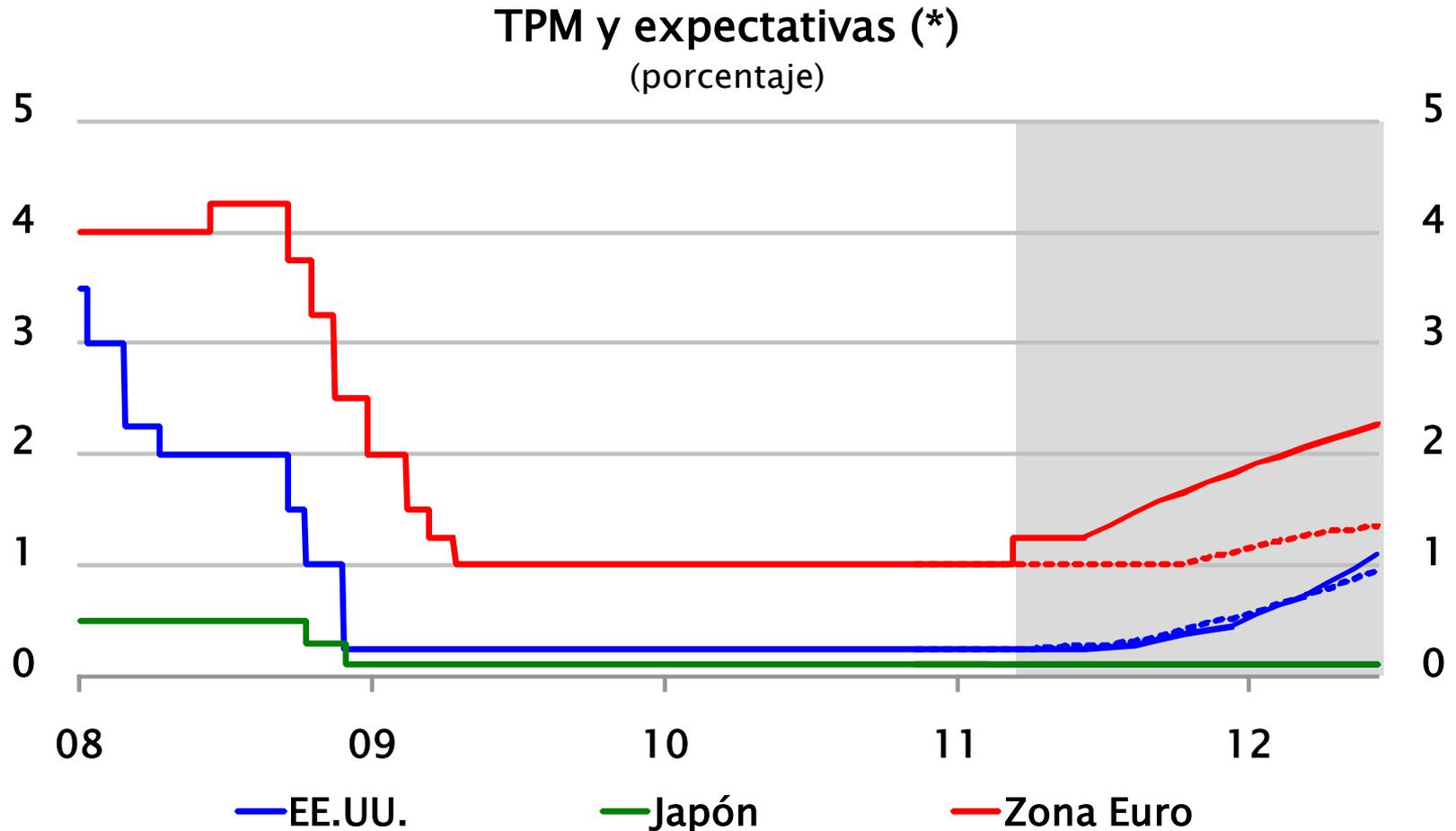


(1) Corresponde a un promedio simple de las tasas de referencia de cada grupo de países. (2) Incluye a EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro. (3) Incluye a Brasil, Colombia, China, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea, Sudáfrica.

Fuentes: Banco Central de cada país, Bloomberg.



y en las desarrolladas, algunas autoridades monetarias han dado inicio a su ciclo de normalización.



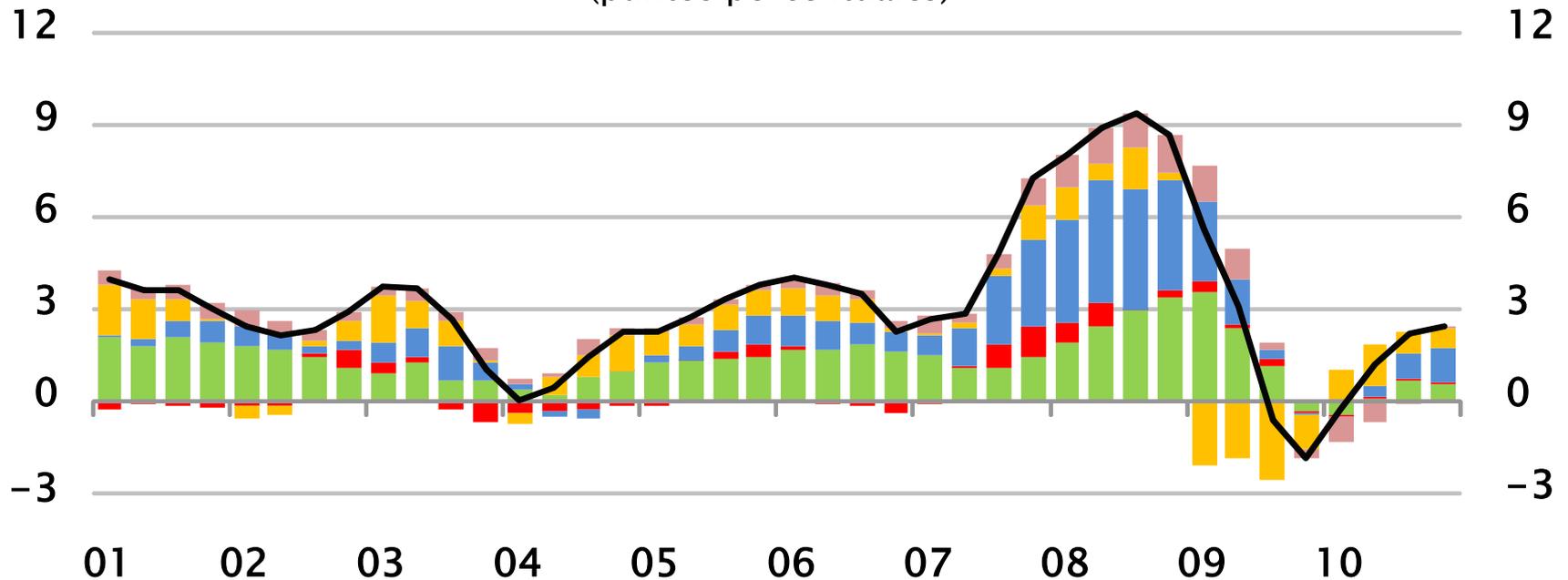
(\*) Área gris indica trayectoria implícita en los contratos futuros. Línea punteada muestra lo proyectado en el IPOM de diciembre del 2010.

Fuentes: Banco Central de cada país y Bloomberg.



En Chile, la inflación ha evolucionado de acuerdo con lo previsto. Los alimentos y los combustibles han aportado la mayor incidencia a la inflación en los últimos meses.

Incidencias en la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)



- Servicios públicos (5,4%)
- Resto (64,7%)
- Alimentos sin frutas y verduras frescas (21,3%)
- Combustibles (5,7%)
- Frutas y verduras frescas (2,9%)
- Total

(\*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

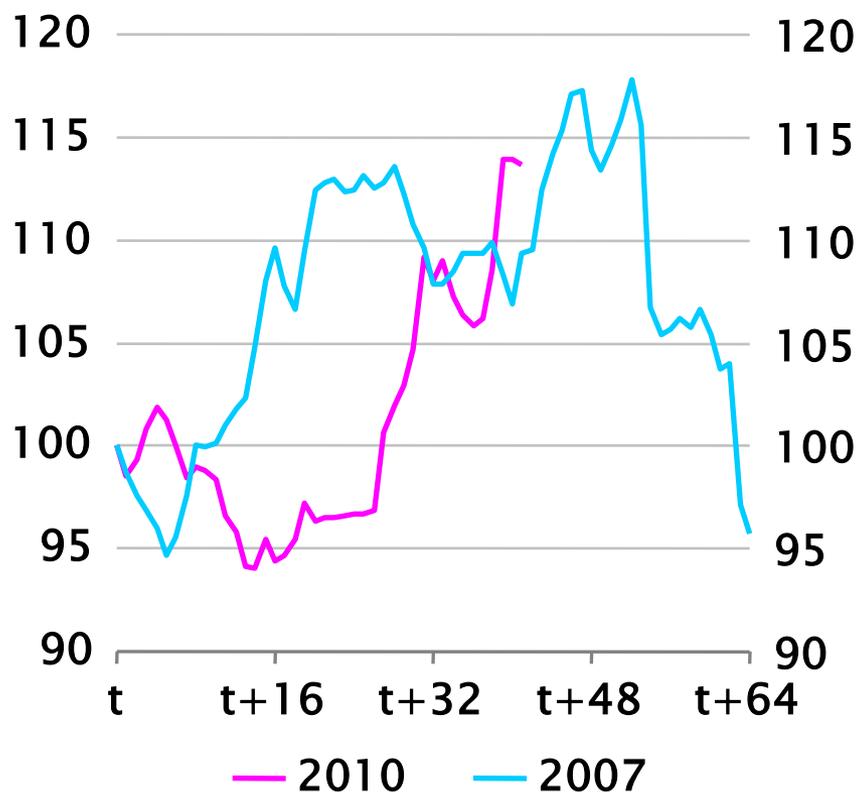
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En el caso del petróleo, el traspaso a los precios al consumidor ha sido inmediato. La situación actual en el sector eléctrico dista del episodio 2007–2008, pero no se pueden descartar nuevas alzas en caso de baja disponibilidad de energía hidroeléctrica.

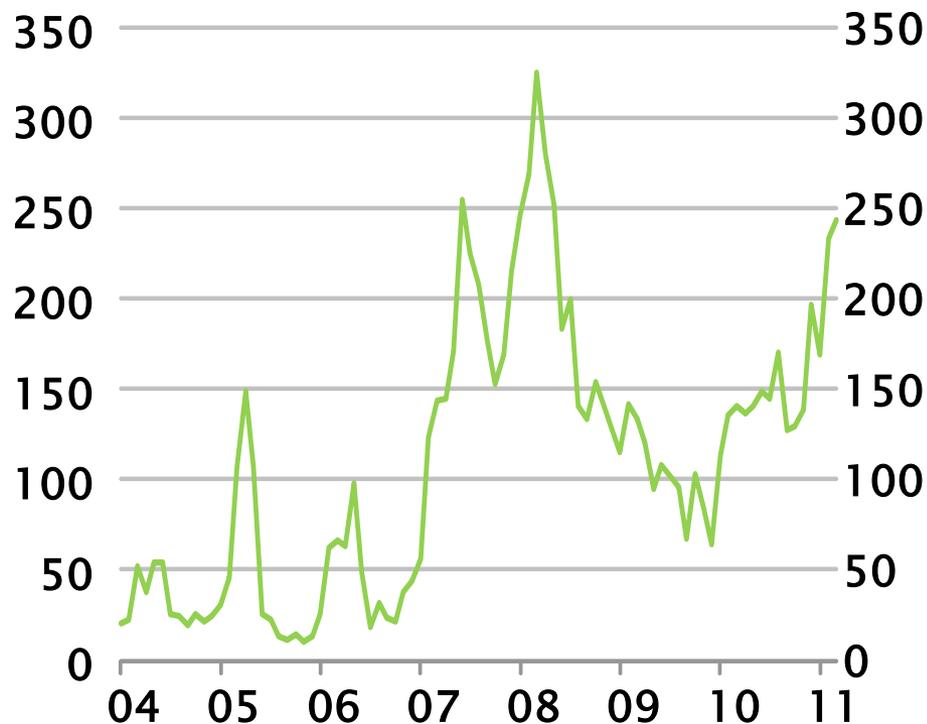
### Precio de la gasolina en pesos

(índice semanal, 01/01/07 y 07/06/10=100)



### Costo marginal de generación eléctrica (\*)

(dólares por MWh)



(\*) Subsistema Alto Jahuel.

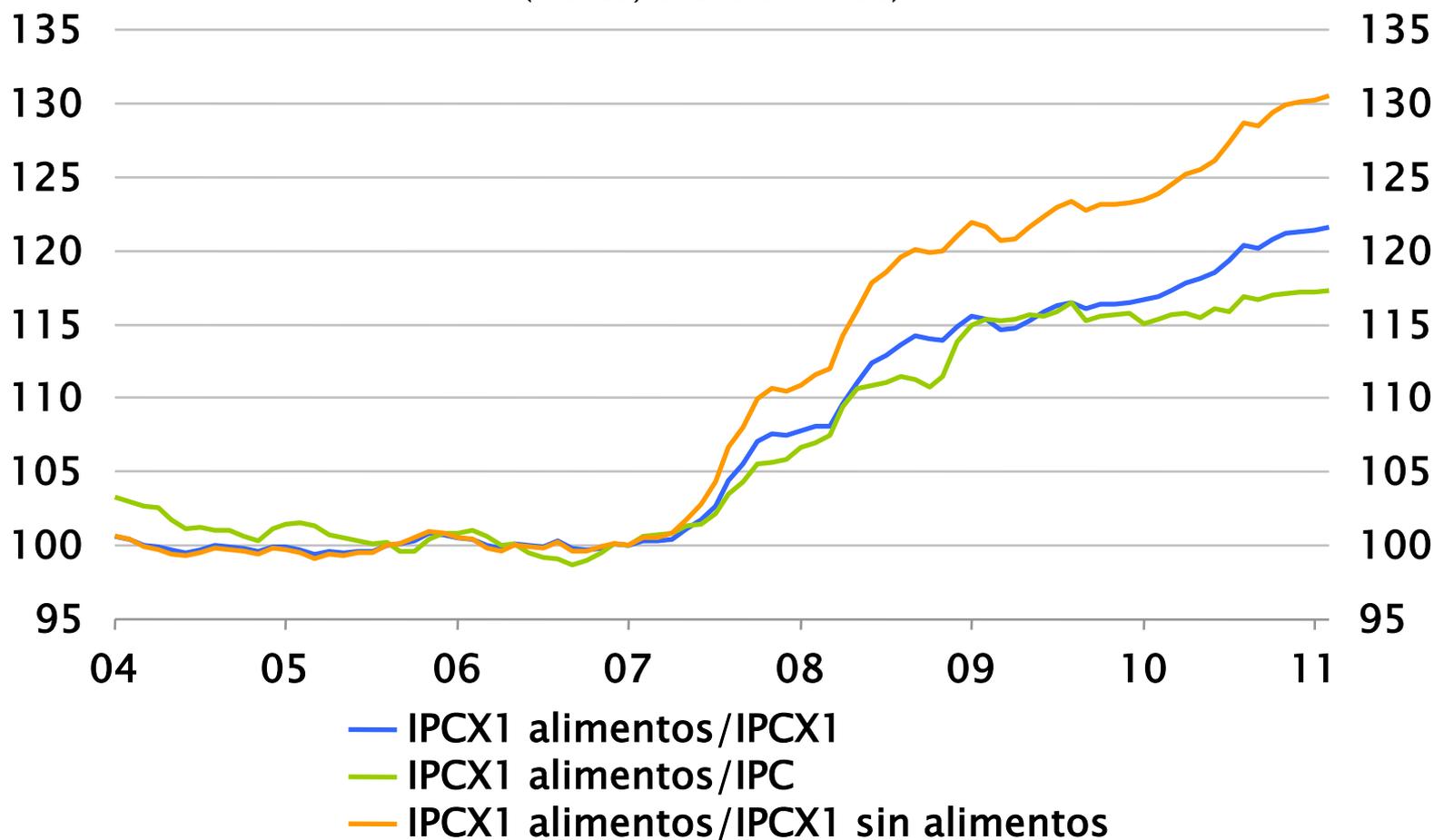
Fuentes: Banco Central de Chile, Centro de Despacho Económico de Carga (CEDEC) del Sistema Interconectado Central y ENAP.



Los precios de los alimentos no perecibles del IPC han aumentado menos que los precios externos. Una diferencia relevante con la experiencia anterior son los mayores márgenes iniciales, que podrían haber amortiguado el traspaso de los precios externos.

## Precios relativos de alimentos

(índice, enero 07=100)





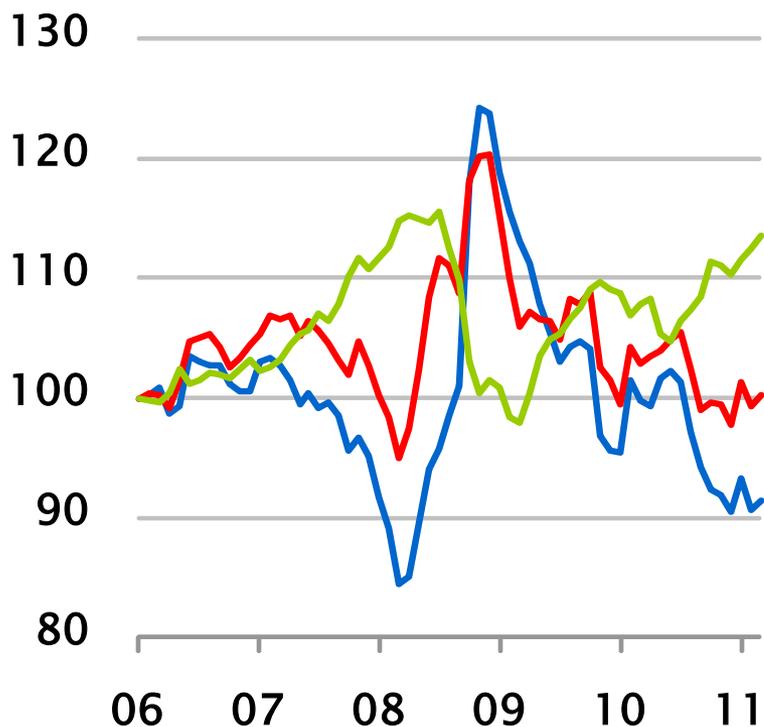
## El Consejo anunció a comienzos de enero un programa de compra de divisas.

- Su objetivo era aliviar las tensiones cambiarias y llevar las reservas internacionales de Chile a un nivel similar al de otras economías emergentes. El programa, considera la compra de US\$12 mil millones hasta diciembre de este año. Transcurridos tres meses desde su anuncio, el Banco ha comprado algo más de US\$3 mil millones.
- La paridad peso/dólar está hoy en un nivel cerca de 3% por encima del que prevalecía previo al anuncio del programa de compras, con vaivenes que lo han hecho oscilar entre \$465 y 500 por dólar.
- Las grandes tendencias que han determinado que tanto las monedas de la mayor parte de las economías emergentes como el peso chileno se hayan apreciado, siguen presentes.
- No obstante, de no haber sido implementada la intervención cambiaria el peso estaría hoy más apreciado.



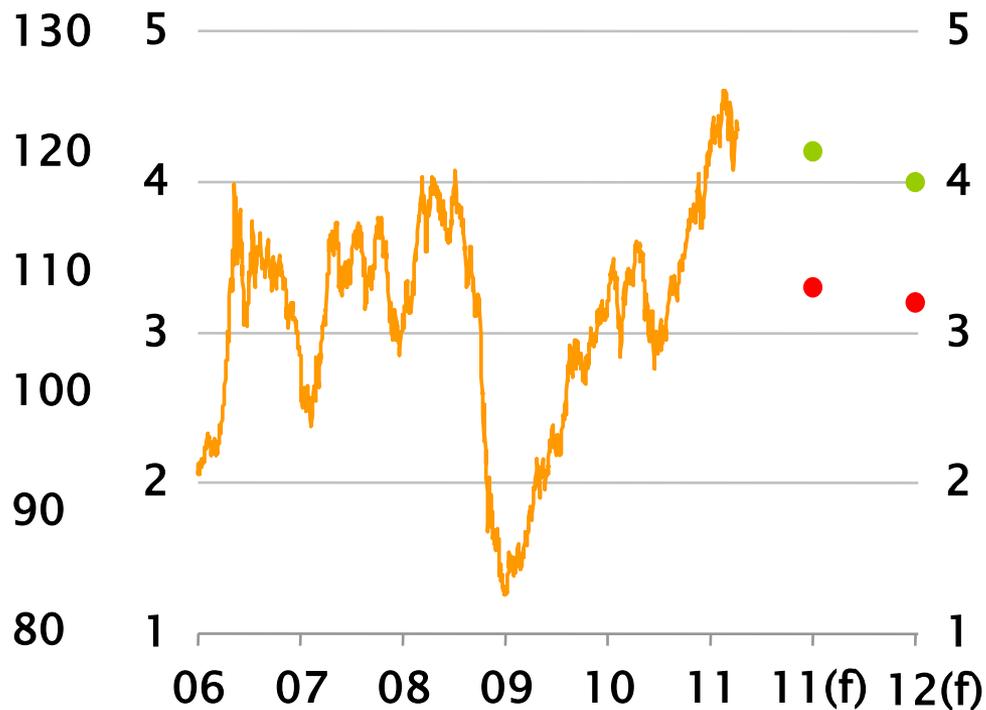
# La evolución del peso ha coincidido con la sostenida debilidad del dólar a nivel global y el alza del precio spot y proyectado del cobre.

### Tipo de cambio (índice enero 2006=100)



—TCO —TCR —Dólar multilateral

### Precio del cobre (\*) (dólares la libra)



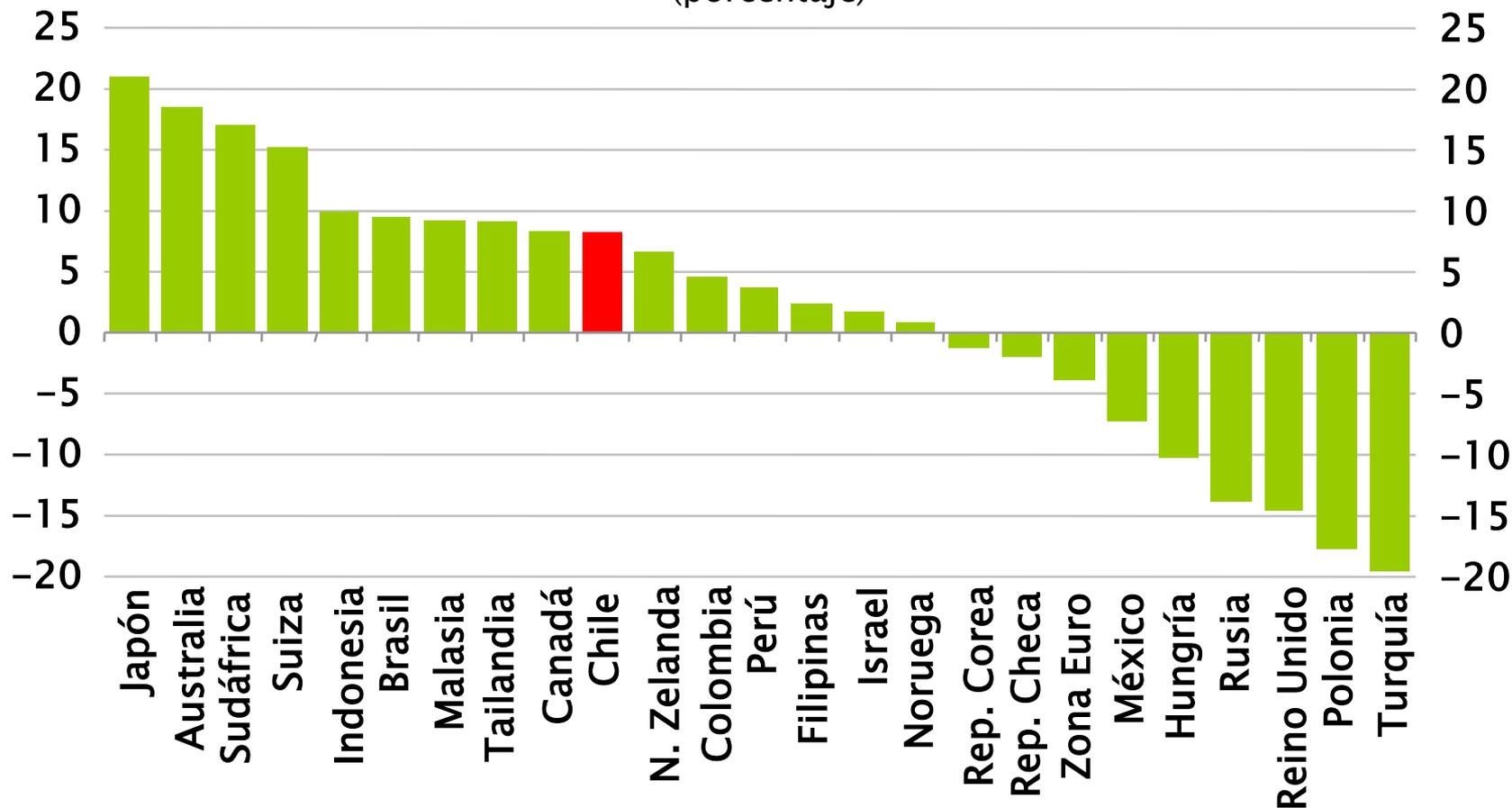
(\*) Puntos rojos corresponden a la proyección promedio del precio del cobre para el 2011 y 2012 en el IPoM de diciembre del 2010 y puntos verdes a las del IPoM de marzo del 2011.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



La apreciación del peso respecto del dólar no ha sido muy distinta de la de otros países exportadores de productos básicos u otras economías que han intervenido o aplicado otras medidas administrativas en sus mercados cambiarios.

Variación del tipo de cambio nominal respecto del promedio 2008 (\*)  
(porcentaje)

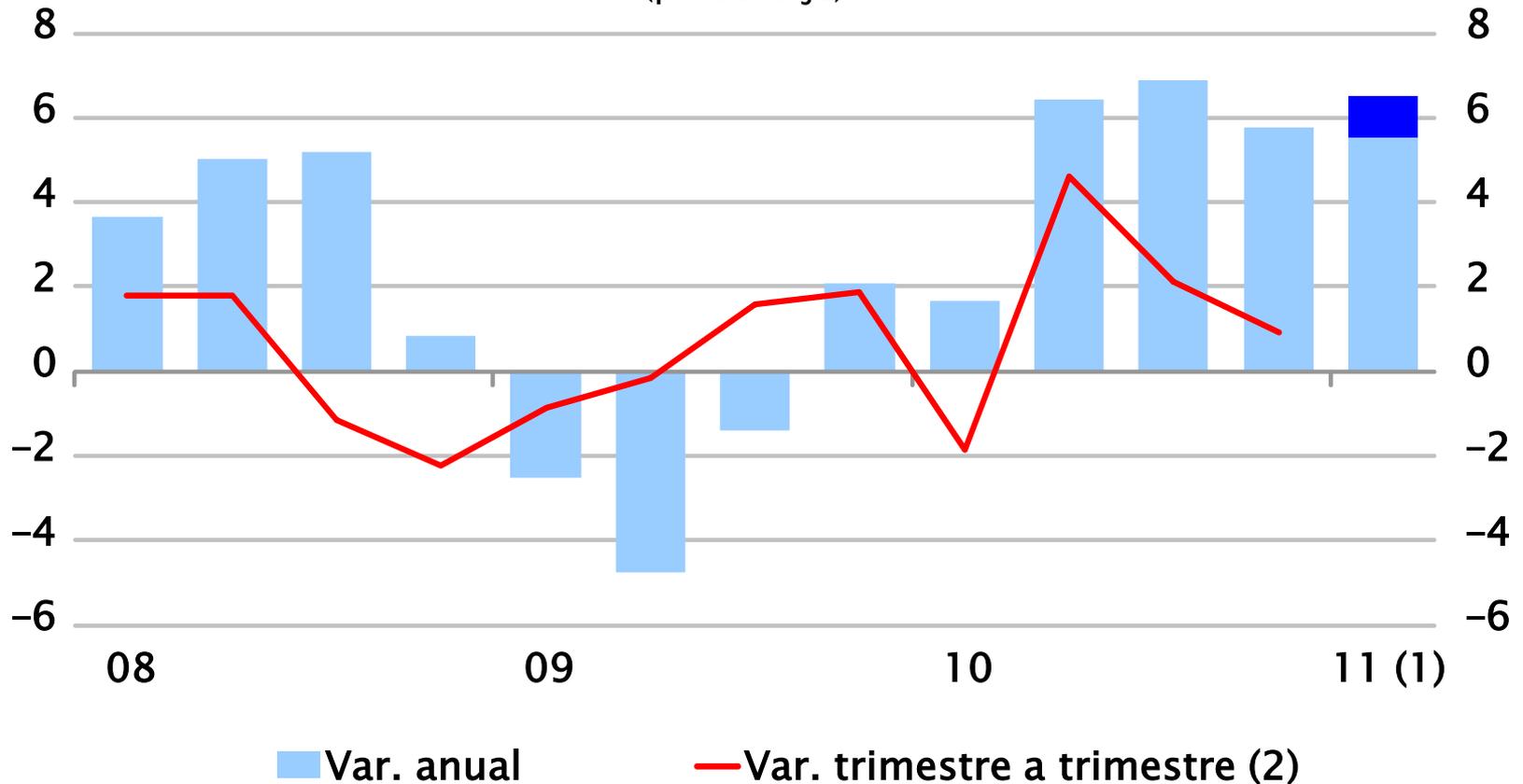


(\*) Valor positivo corresponde a una apreciación de la moneda local respecto del dólar estadounidense.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En cuanto a la actividad, en el 2010 el PIB creció 5,2% anual, con lo que las brechas de capacidad estarían cerradas.

### Crecimiento del PIB (1) (porcentaje)



(1) En azul oscuro, rango de crecimiento del PIB proyectado para el 2011 en el IPoM de marzo del 2011.

(2) Serie desestacionalizada.

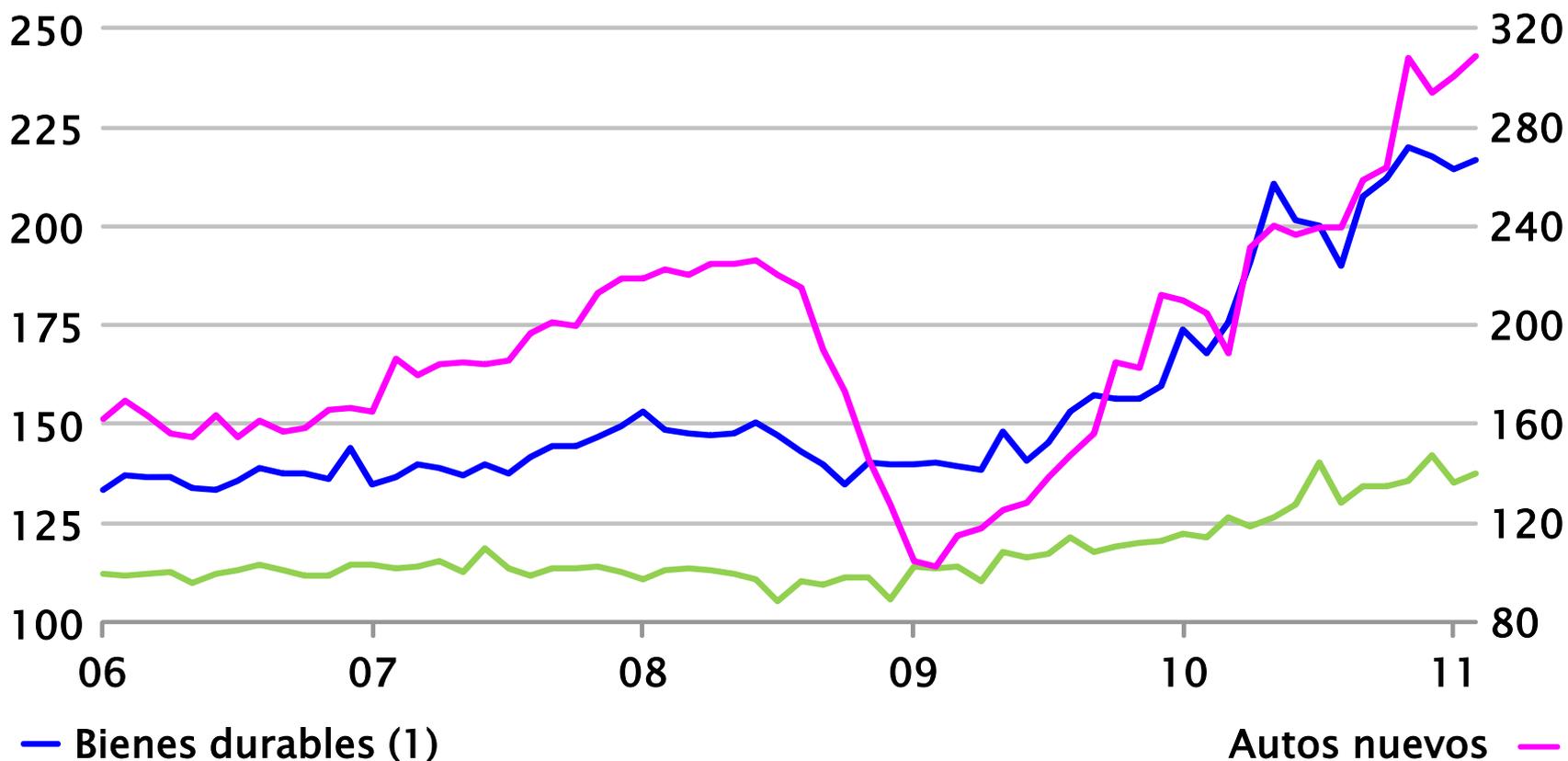
Fuente: Banco Central de Chile.



La demanda interna aumentó 14,6% en el cuarto trimestre del 2010, totalizando un incremento de 16,4% en el año. Las cifras de los primeros meses del 2011 muestran que las ventas del comercio y de autos siguen en niveles elevados.

## Ventas del comercio minorista y de autos nuevos

(índice 2003=100, series desestacionalizadas)



— Bienes durables (1)

— Bienes no durables (1)

— Autos nuevos

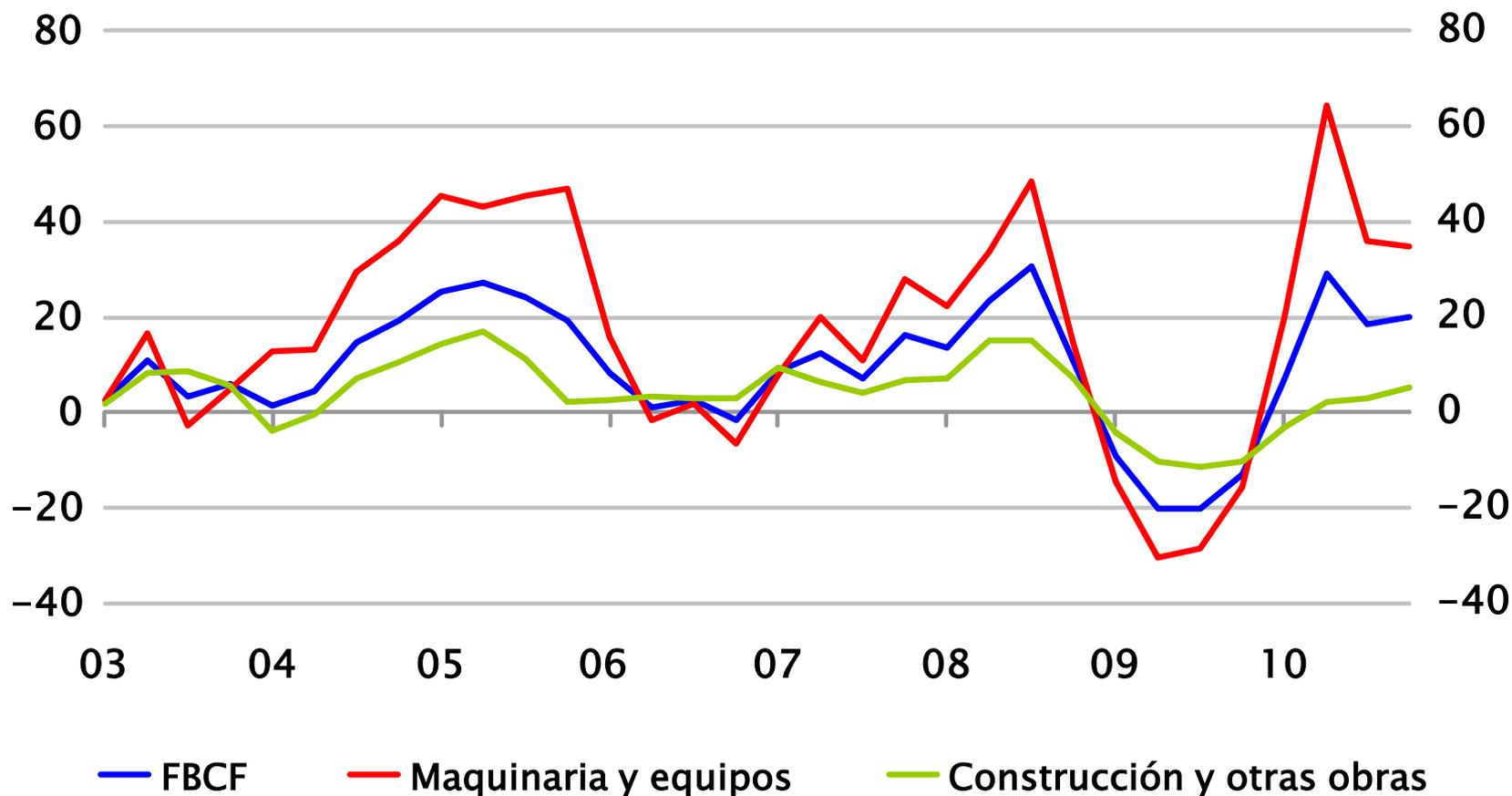
(1) Ventadas en el trimestre móvil

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile y Cámara Nacional de Comercio.



La inversión creció con fuerza durante el último cuarto principalmente impulsada por el componente de maquinarias y equipos. En el año subió 18,8%.

### Formación bruta de capital fijo (variación real anual, porcentaje)

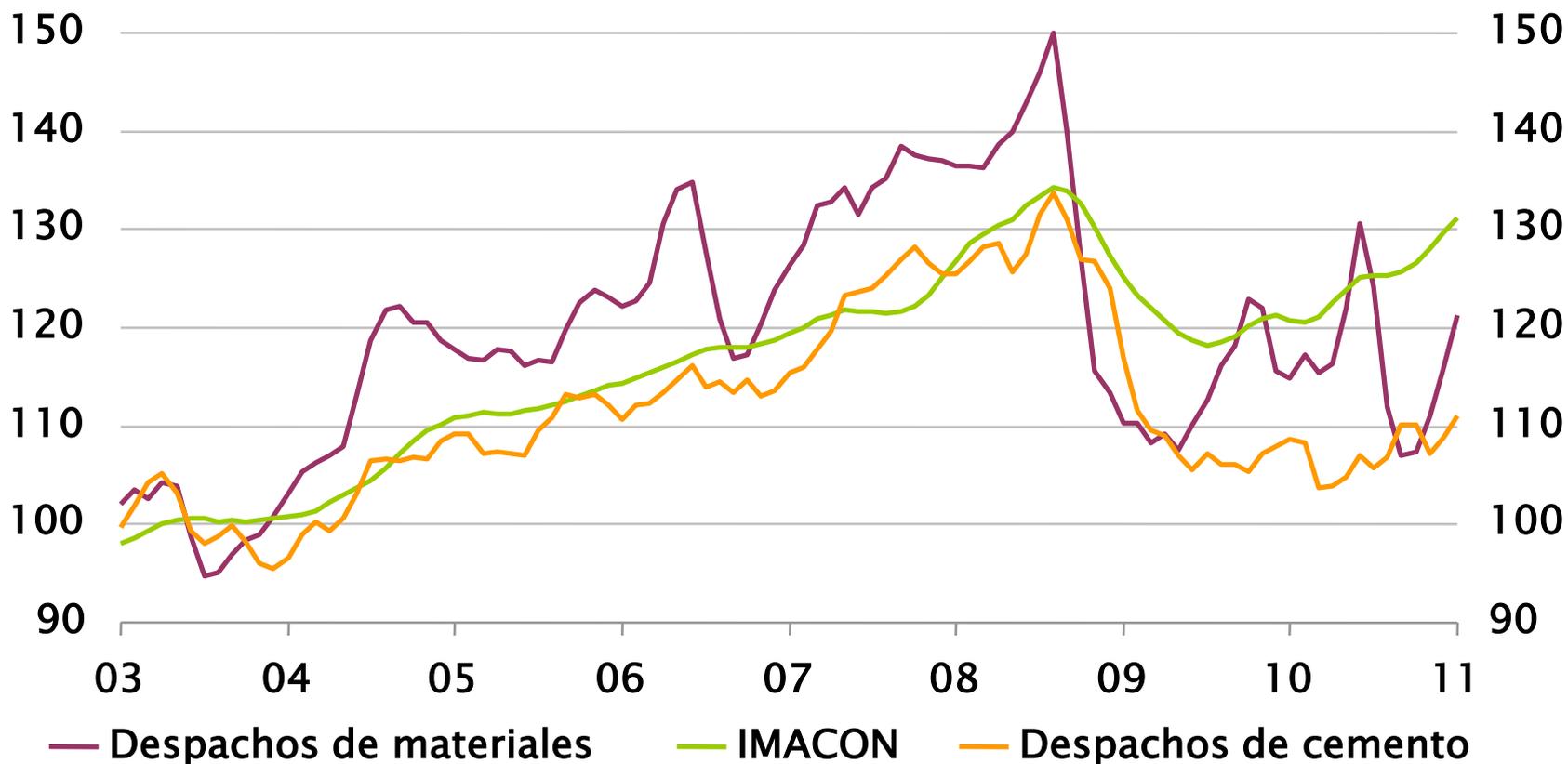




La construcción retomó una mayor actividad hacia la segunda mitad del 2010. Se espera que la inversión en edificación crezca de modo importante este año, dados los indicadores parciales de los últimos meses y los esfuerzos de reconstrucción post 27-F .

### Indicadores de actividad de la construcción (1)

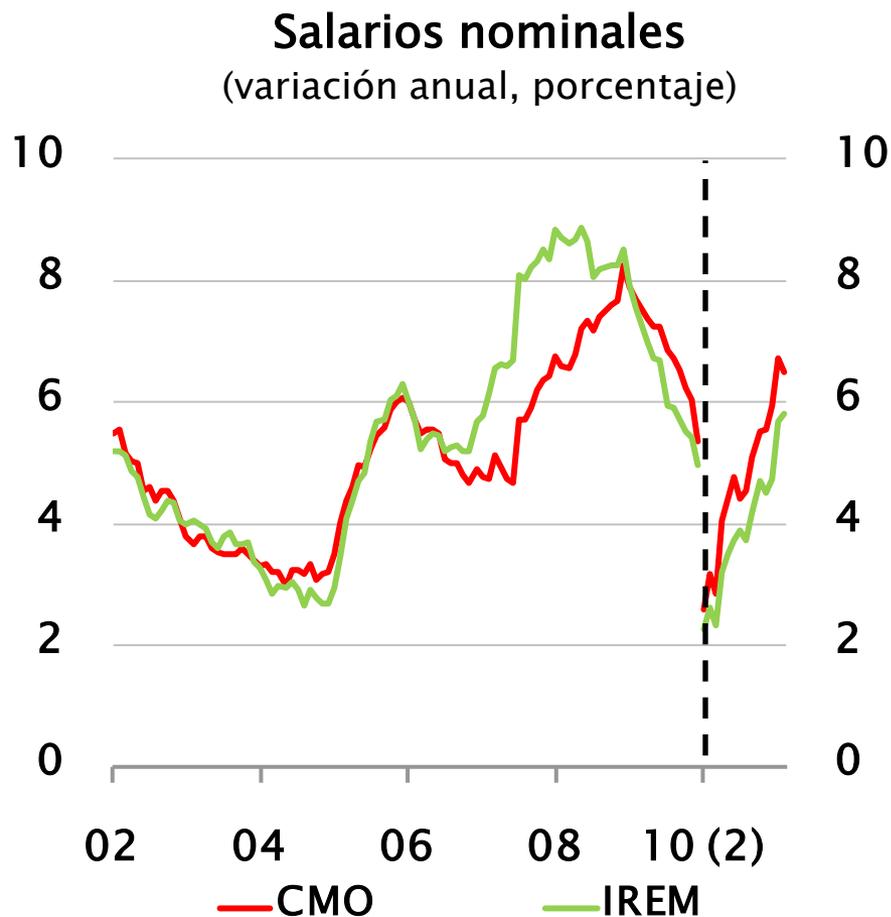
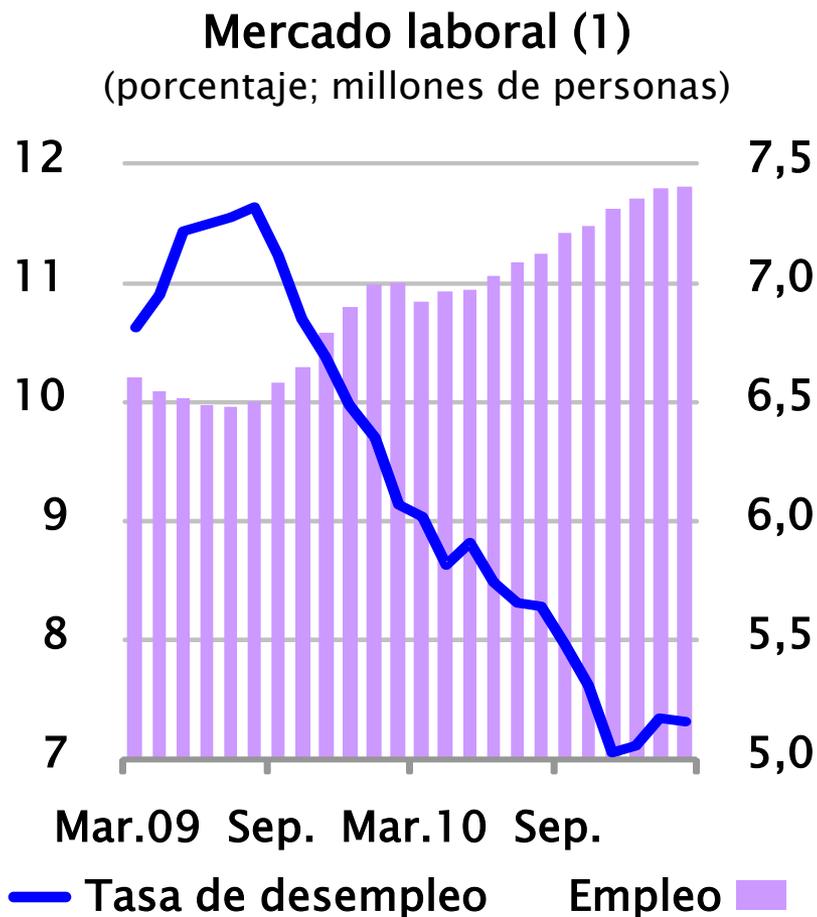
(índice 2003=100, series desestacionalizadas)



(1) Promedio móvil trimestral. (2) Indicador mensual de la actividad de la construcción.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.



# Las holguras del mercado laboral se han estrechado, con un rápido crecimiento del empleo y un aumento de los salarios.



(1) Considera la Nueva Encuesta Nacional de Empleo del INE. (2) A partir de enero se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

Fuentes: Banco Central de Chile y Instituto Nacional de Estadísticas.



# Perspectivas



**Para el 2011, la proyección de crecimiento mundial considerada en el escenario base de este IPoM es 0,3 puntos porcentuales superior a la contemplada en diciembre.**

### Supuesto del escenario internacional

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	4,6	23,8	4,2	-2,0
PIB socios comerciales	-0,3	5,9	4,4	4,6
PIB mundial PPC	-0,6	5,0	4,1	4,4
PIB mundial a TC de mercado	-2,0	3,6	3,0	3,7
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	7,8	2,9
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	234	342	420	400
Precios del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	102	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	471	598	820	816
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,4	1,4

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile.



**En el 2011, el Consejo prevé que la economía crecerá en un rango de 5,5 a 6,5%, que es igual al previsto en diciembre. Este escenario es coherente con brechas de capacidad que se mantendrán cerradas a lo largo del horizonte de proyección.**

### **Crecimiento económico** (variación anual, porcentaje)

	2009	2010	2011 (f)
PIB	-1,7	5,2	5,5 – 6,5
Demanda interna	-5,9	16,4	7,6
Demanda interna (sin var. Existencias)	-2,9	11,5	8,7
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	13,9
Consumo total	1,9	9,3	7,0
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	6,8
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	9,6
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	1,2

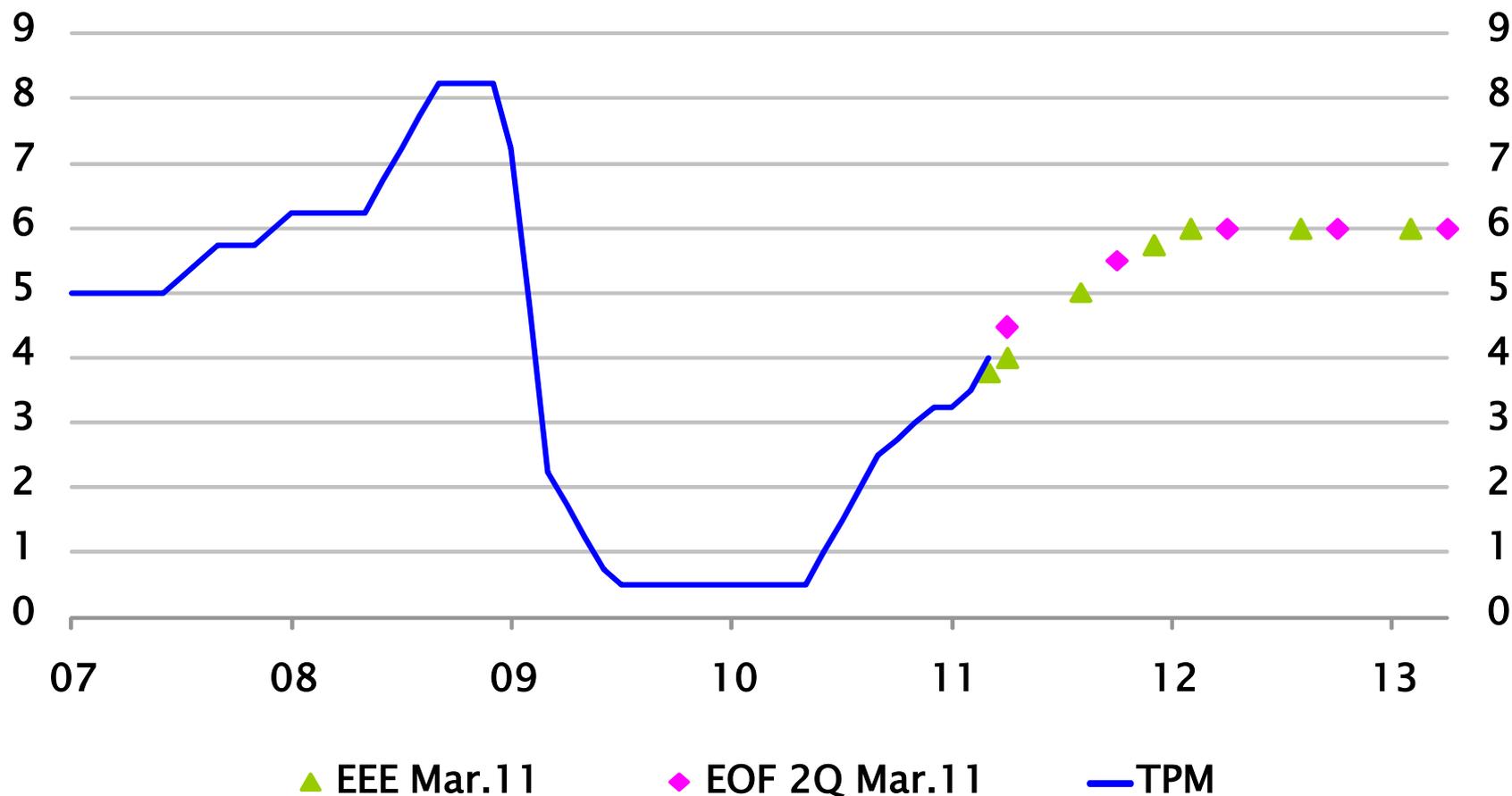
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El dinamismo de la economía se moderará en línea con un menor estímulo de las políticas macroeconómicas. El escenario base considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria de aumento comparable con la que se deduce de las encuestas de expectativas.

TPM y expectativas  
(porcentaje)

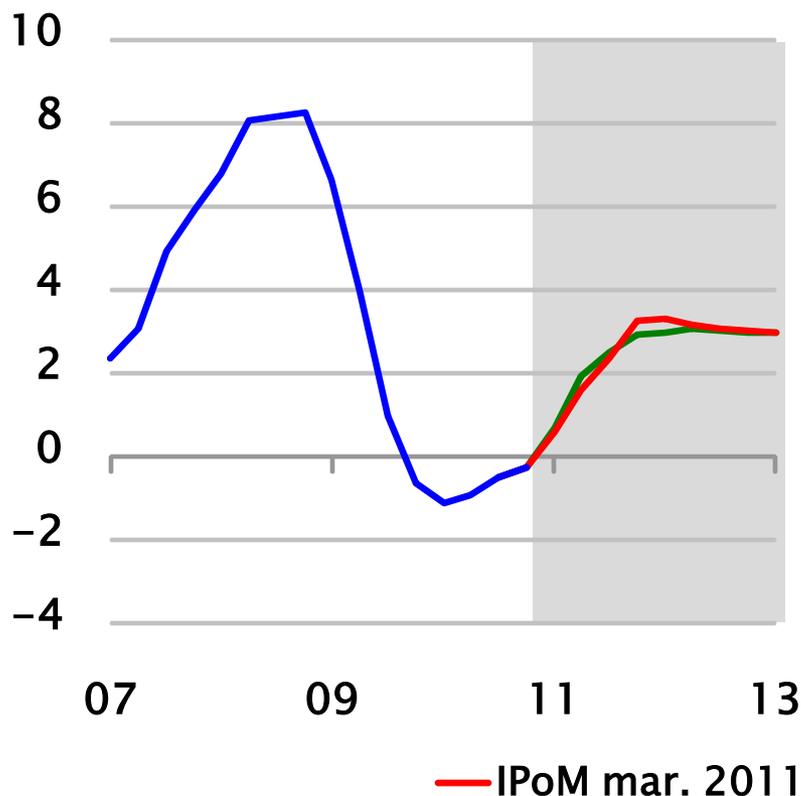




La inflación anual de IPCX1 convergerá desde sus niveles actuales hasta cifras algo por sobre 3% en la primera parte del 2012. La inflación IPC sobrepasará el límite superior del rango meta, en gran parte por los efectos de los mayores precios del petróleo.

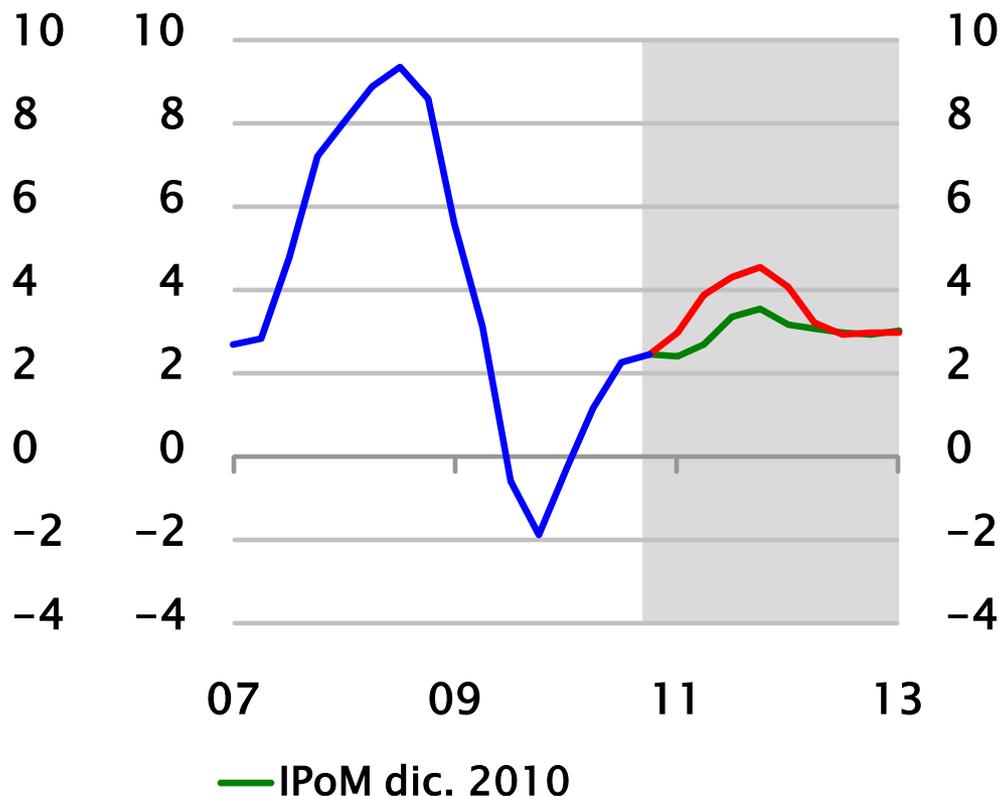
### Inflación IPCX1

(variación anual, porcentaje)



### Inflación IPC

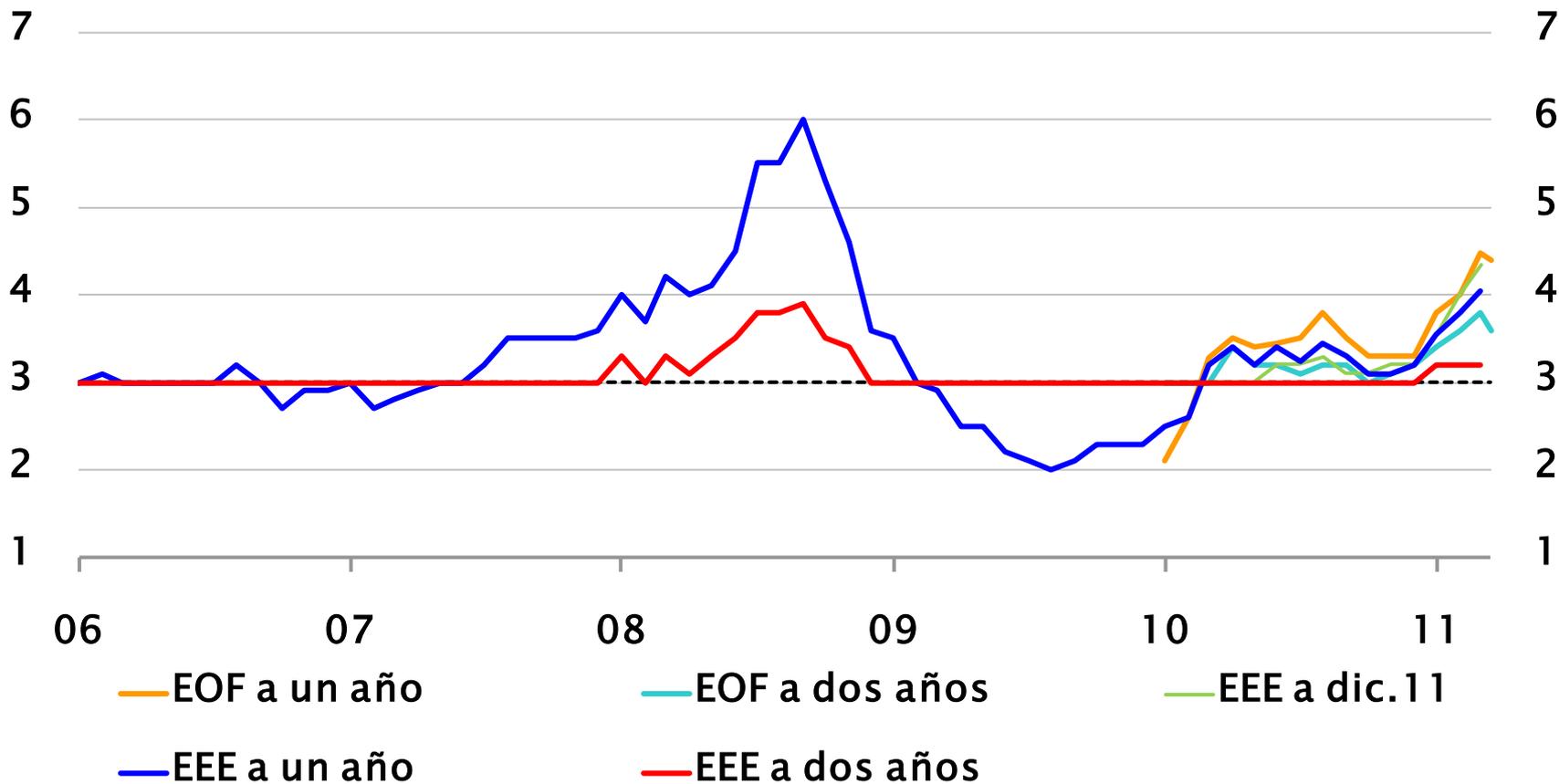
(variación anual, porcentaje)





# Las expectativas de inflación privadas muestran un panorama similar al descrito en el escenario base.

## Expectativas de inflación: EEE y EOF (\*) (porcentaje)



(\*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes. Solo para marzo del 2011, también se considera la encuesta de la segunda quincena.

Fuente: Banco Central de Chile.



## El Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad está sesgado al alza.

- El riesgo principal en materia inflacionaria se relaciona con el tamaño, persistencia y propagación del *shock* del precio de las materias primas, especialmente del petróleo.
- Un factor importante respecto de la propagación de estos *shocks* de precios relativos al resto de la economía tiene relación con la sensibilidad de las expectativas de inflación a la evolución de corto plazo de los precios y la flexibilidad de los salarios reales. La evolución de la brecha de capacidad es relevante en este ámbito.
- En lo externo, siguen presentes las tensiones financieras en algunas economías de Europa y la situación de los desbalances globales está lejos de resolverse.
- También es incierta la reacción de la política monetaria ante la situación económica global.



## La política monetaria enfrenta un importante desafío.

- El Consejo actuará para evitar la incubación de presiones inflacionarias que puedan ampliar la persistencia y propagación de los actuales *shocks* hacia otros precios.
- De esta forma, asegurará el logro de la meta inflacionaria y evitará consecuencias negativas sobre el bienestar de la población.
- El principal aporte que el Banco Central puede realizar al desarrollo del país es mantener una inflación baja y estable, que contribuya a un crecimiento sostenible.
- El Consejo ratifica que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.