



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2011\*

Manuel Marfán  
Banco Central de Chile

\* Preparado para el encuentro regional en Valdivia, Universidad Austral de Chile, 6 de abril de 2011.



# Índice

---

- Introducción
- Escenario internacional
- Escenario interno
- Perspectivas
- Riesgos



# Introducción



## La actividad e inflación han evolucionado acorde a lo previsto en el último informe.

- En los últimos meses, la inflación anual se ha mantenido en torno a la meta. Sin embargo, el mayor precio del petróleo y de los alimentos en el mercado internacional ha aumentado los riesgos inflacionarios.
- El escenario de crecimiento mundial externo se ve algo más favorable. Los problemas geopolíticos en Medio Oriente, los alcances del desastre natural en Japón y las tensiones financieras en algunas economías europeas ponen una luz de alerta.
- El Consejo ha ido normalizando la TPM, ubicándola en 4% en su reunión de marzo. Seguirá reduciendo el estímulo monetario a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas.



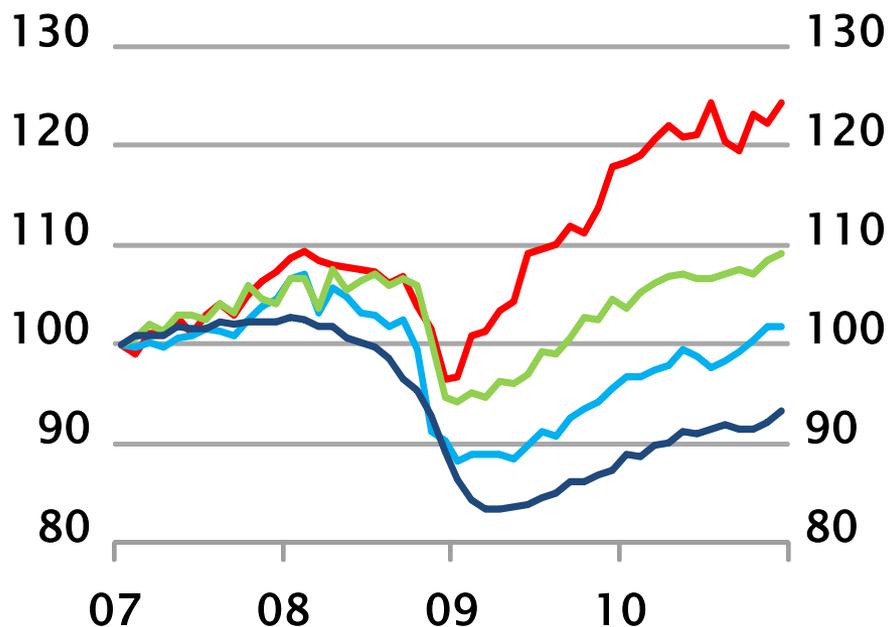
# Escenario internacional



Las cifras efectivas de actividad, en particular en Estados Unidos, han sido mejores que lo esperado. Las emergentes han evolucionado en línea con lo previsto.

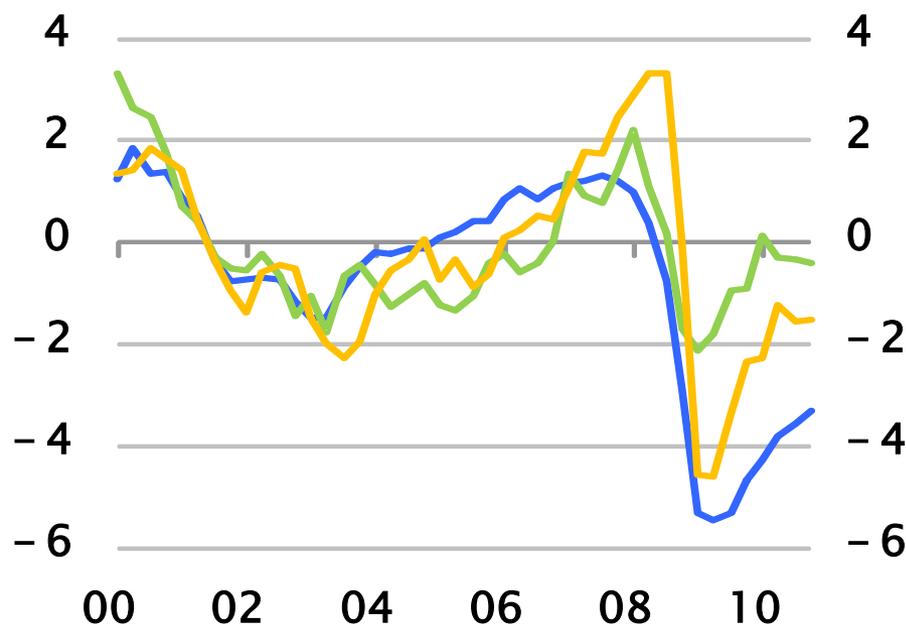
### Producción industrial (1)

(índice enero 07=100)



### Brecha de producto (2)

(porcentaje)



- Asia emergente
- América Latina
- Europa emergente
- Eco. avanzadas
- Eco. avanzadas
- América Latina
- Asia emergente

(1) Regiones ponderadas a PPC. (2) Corresponde a brecha respecto de filtro HP, salvo en economías avanzadas en las que se utilizaron estimaciones OCDE.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, CEIC Data y OCDE.



Con ello las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado. La catástrofe de Japón ha puesto una luz de alerta, pero hasta ahora sus implicancias negativas se estiman circunscritas al desempeño de esa economía.

## Crecimiento mundial (variación anual, porcentaje)

	Promedio 90-99	Promedio 00-08	2009	2010 (e)	2011 (f)		2012 (f)	
					IPoM dic.10	IPoM mar. 11	IPoM dic.10	IPoM mar. 11
Mundo a PPC	3,0	4,0	-0,6	5,0	3,8	4,1	4,5	4,4
Mundial a TC de mercado	2,8	3,0	-2,0	3,6	2,9	3,0	3,7	3,7
Estados Unidos	3,2	2,3	-2,6	2,9	2,3	3,0	3,3	3,2
Zona Euro	2,2	2,0	-4,1	1,7	0,8	1,3	1,4	1,5
Japón	1,5	1,4	-6,3	3,9	0,8	0,8	1,9	2,3
China	10,0	10,4	9,2	10,3	8,5	8,9	8,8	8,7
Resto de Asia	5,6	4,9	0,1	7,6	4,2	4,5	5,1	5,0
América Latina (excl. Chile)	2,7	3,7	-2,0	6,4	3,7	4,2	4,3	4,2
Exp.de productos básicos	2,7	2,9	-1,0	2,8	2,7	2,6	3,1	3,0
Socios comerciales	3,1	3,6	-0,3	5,9	3,6	4,4	4,2	4,6

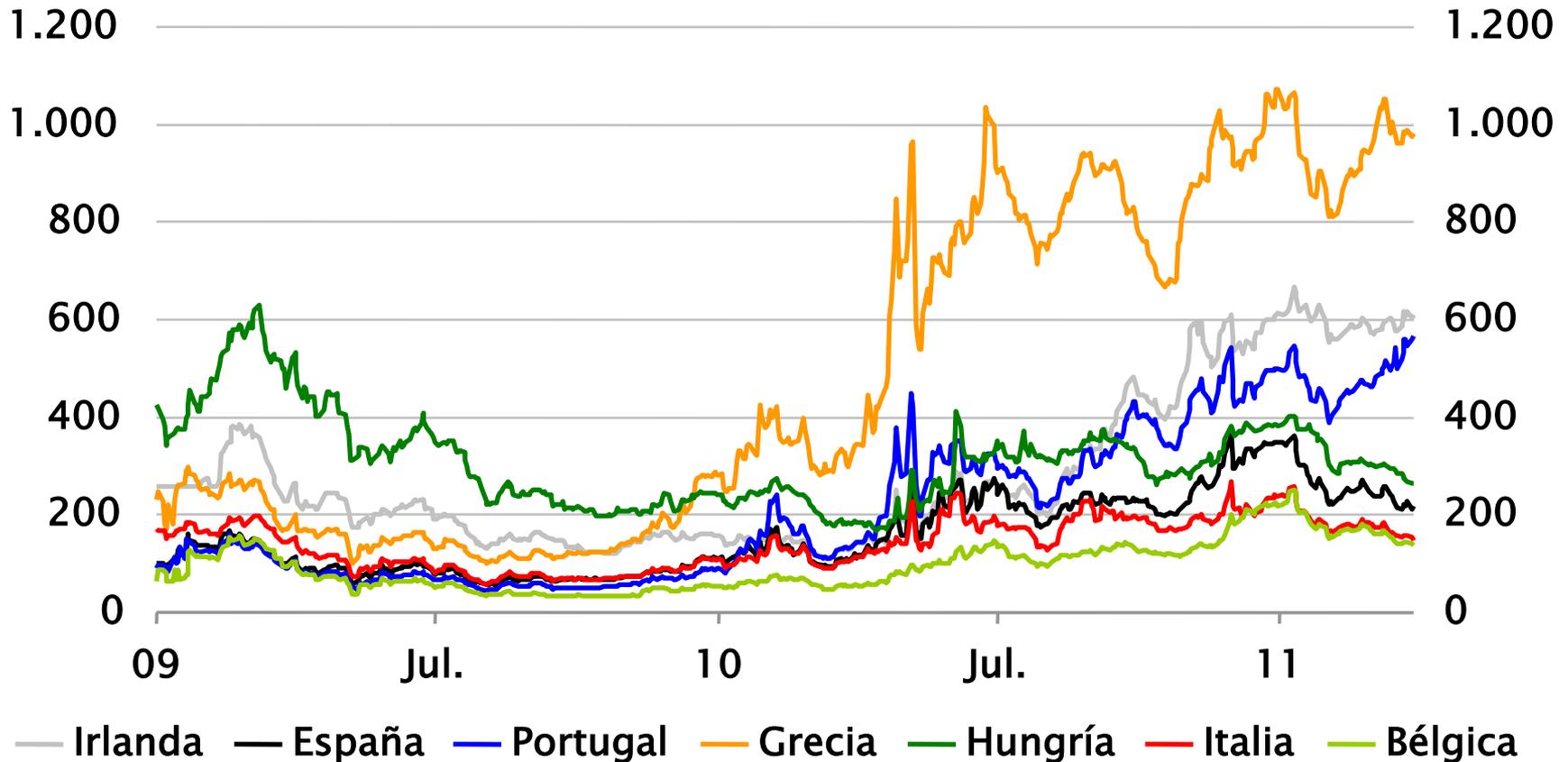
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.



# Los desequilibrios globales siguen latentes y persisten las tensiones financieras en algunas economías de Europa.

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



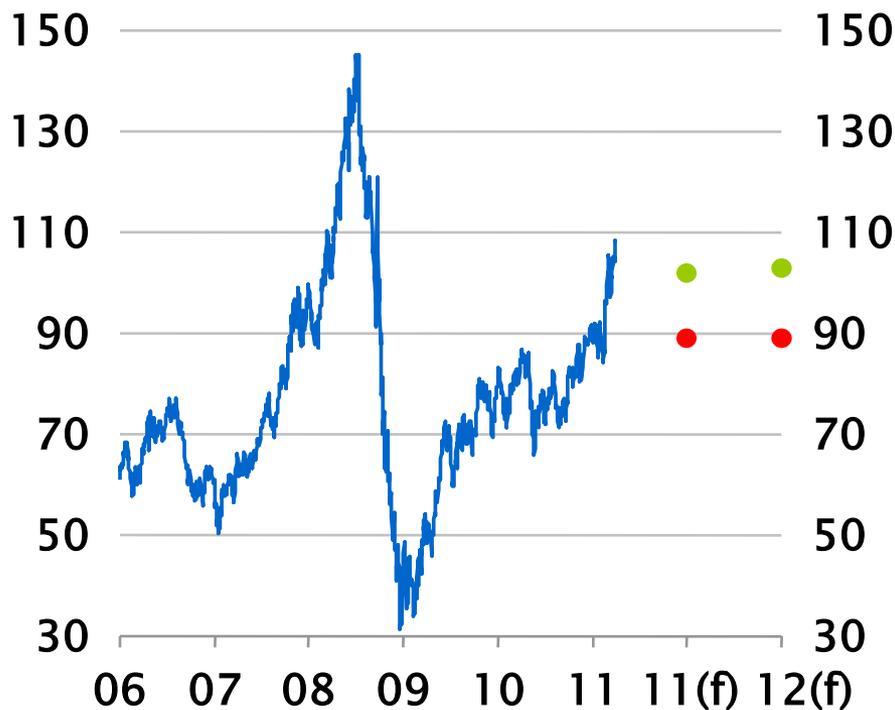
(\*) Medido a través de los premios CDS a 5 años.  
Fuente: Bloomberg.



# El mayor crecimiento ha redundado en un aumento de los precios de los productos básicos. Destaca el alza del precio del petróleo y los máximos niveles del precio del cobre.

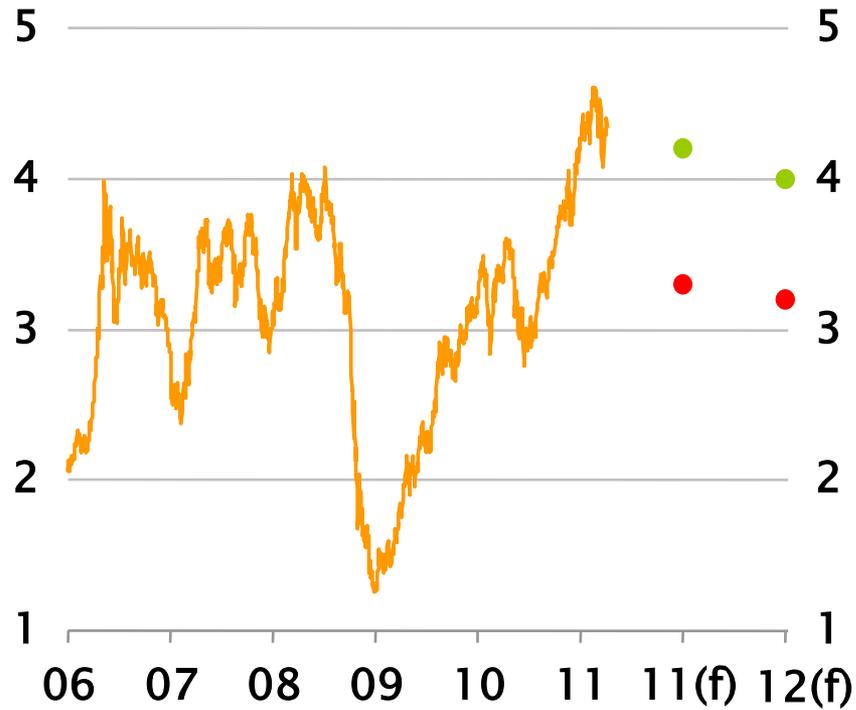
## Precio del petróleo WTI (\*)

(US\$ por barril)



## Precio del cobre (\*)

(dólares la libra)



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

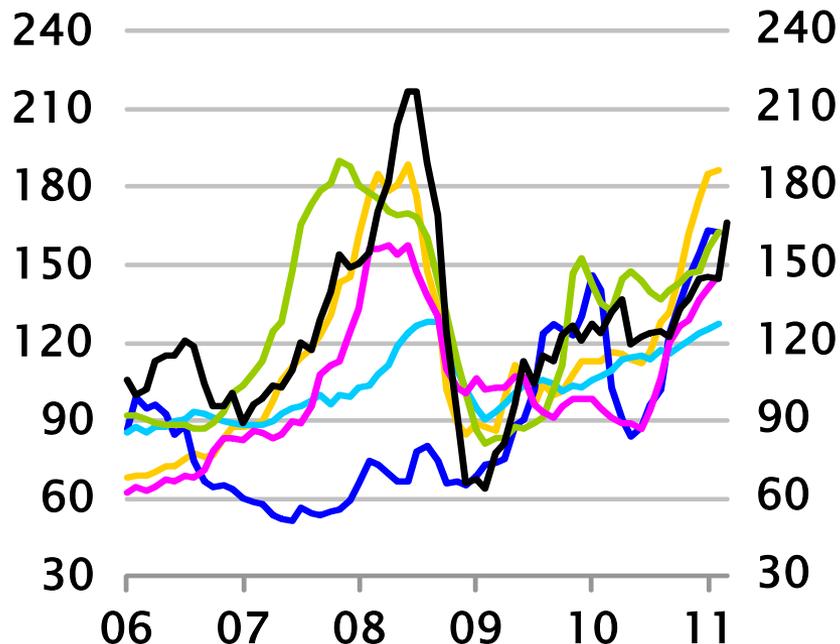
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



# El aumento de los precios de las materias primas ha incrementado los registros de inflación en algunas economías.

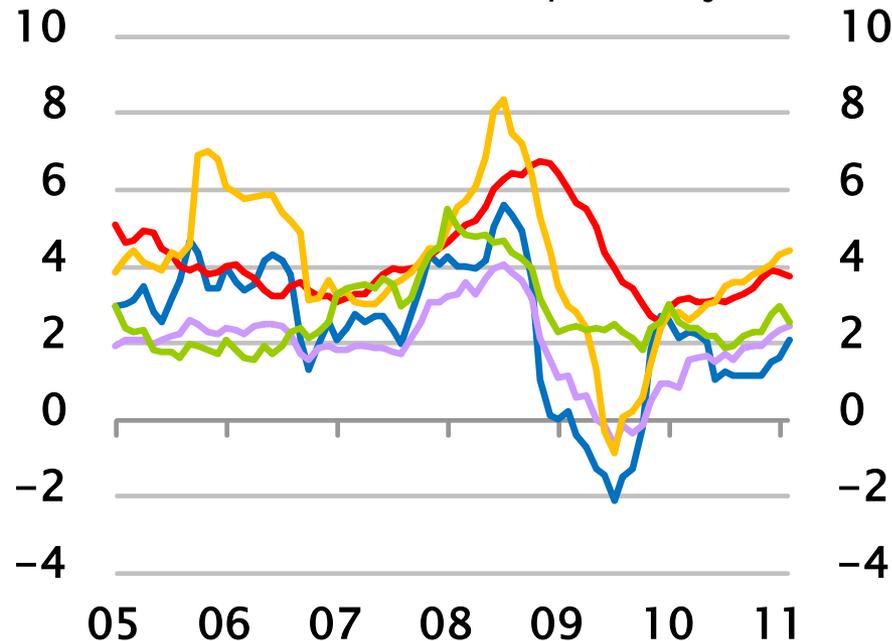
## Precios de las materias primas (1)

(índice 2009=100)



## Inflación

(variación anual, porcentaje)



— Aceites — Azúcar — Carne  
— Lácteos — Cereales — Petróleo WTI

— EE.UU. — Zona Euro  
— América Latina (2) — Asia emergente (3)  
— Europa emergente (4)

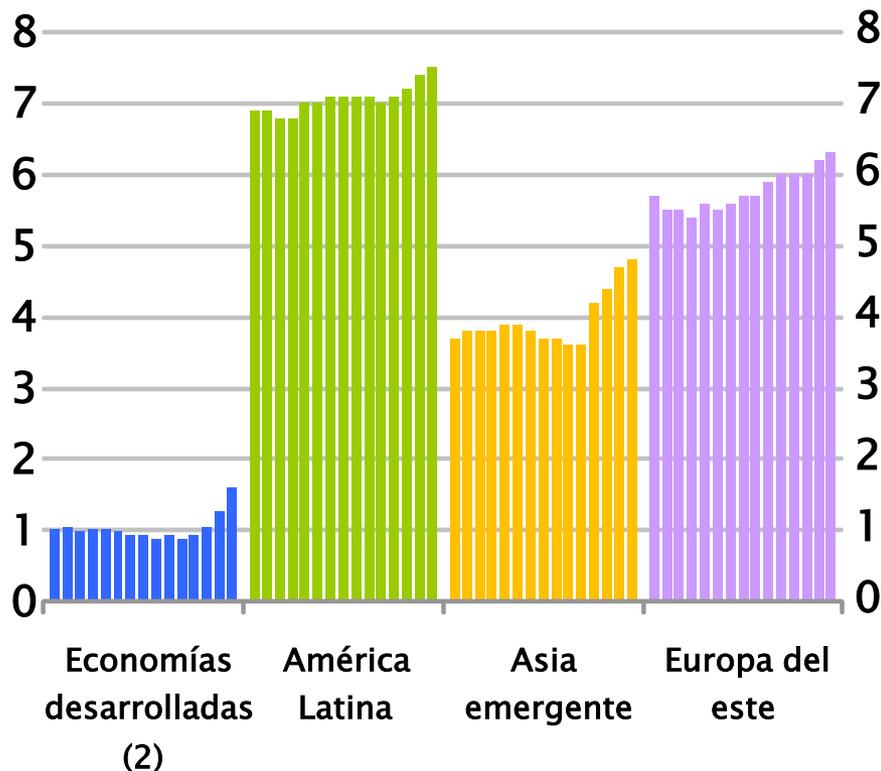
(1) En el caso de los alimentos, corresponde a los índices que publica la FAO. (2) América Latina incluye Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Asia emergente incluye China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Europa emergente incluye Hungría, República Checa, Polonia y Rusia.

Fuente: Bloomberg.

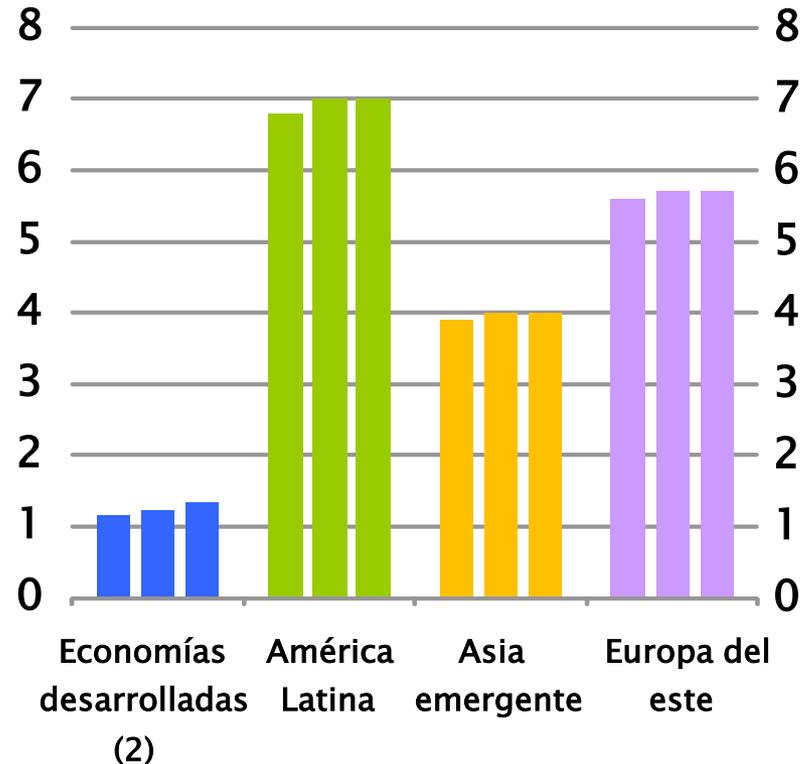


# Las perspectivas de inflación han aumentado en todas las regiones.

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



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



(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.

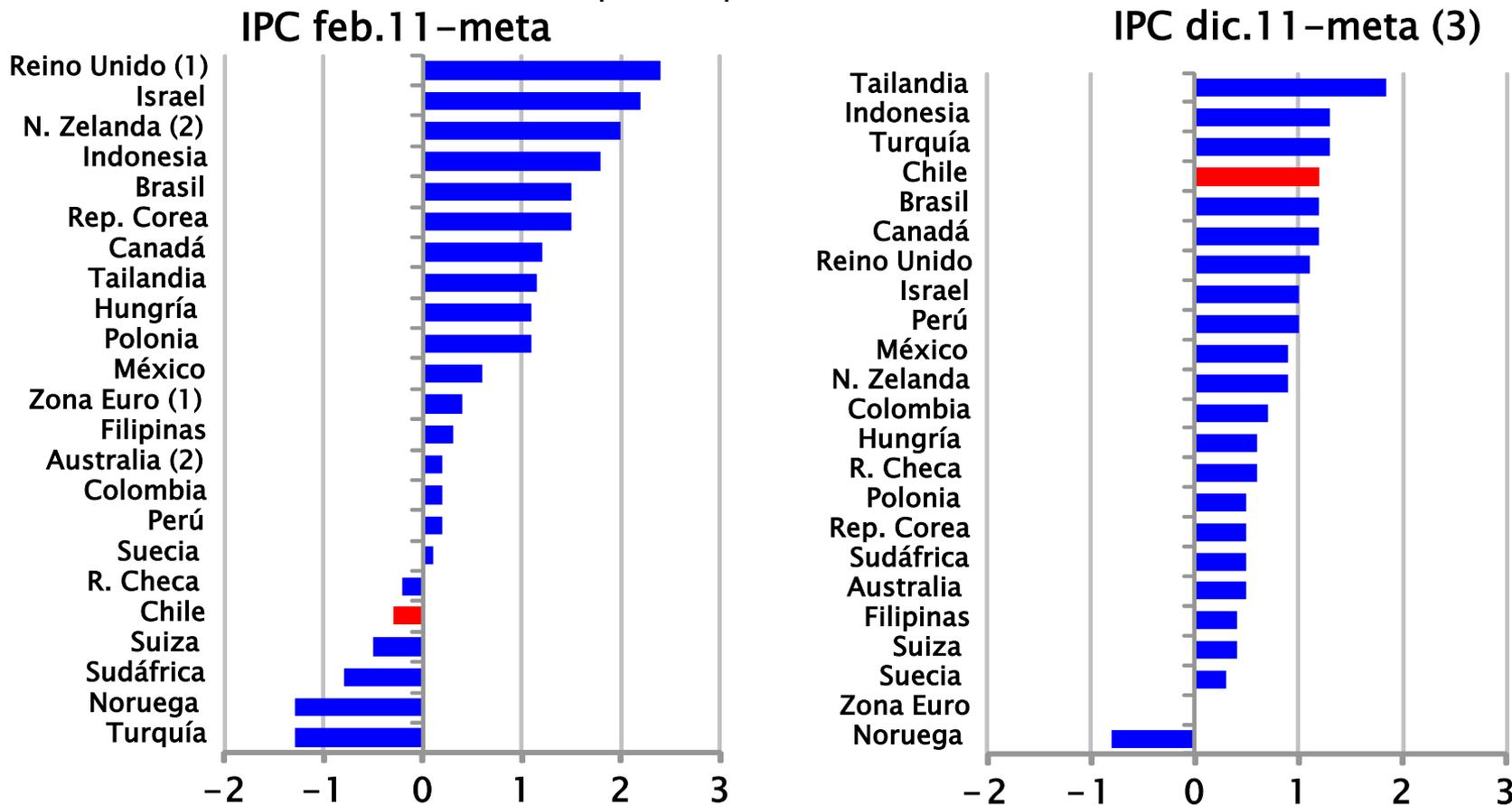
Fuente: Consensus Forecasts.



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

## Desvíos de la inflación respecto de su meta

(puntos porcentuales)



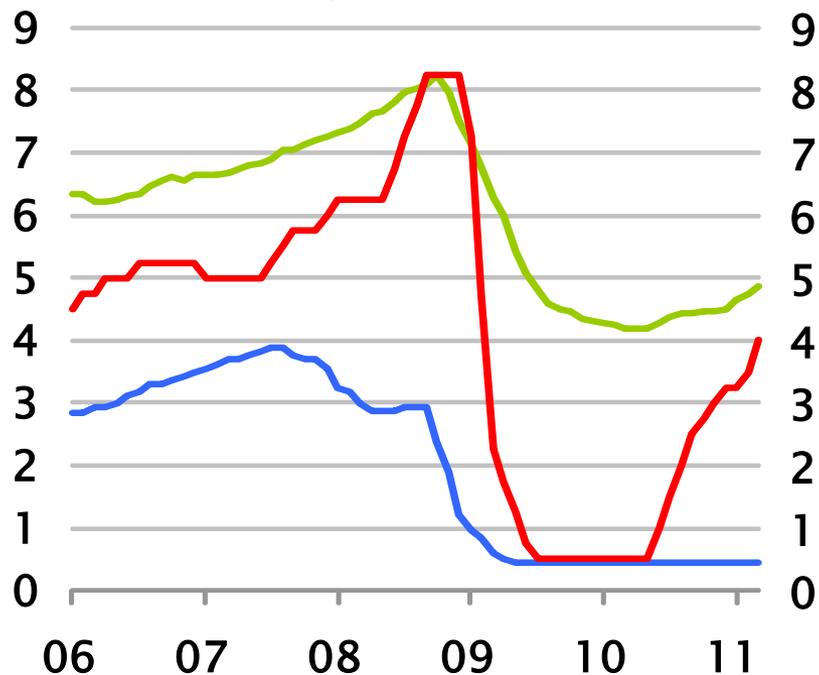
(1) Series armonizadas. (2) Inflación spot al cuarto trimestre del 2010. (3) Corresponde a la inflación proyectada por Consensus Forecasts de marzo. Para Chile, corresponde a la proyección del escenario base del IPoM de marzo del 2011. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Consensus Forecasts e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



En respuesta a ello, varios bancos centrales en economías emergentes han continuado con el retiro del estímulo monetario y en las desarrolladas, algunas autoridades monetarias se han abierto a la opción de iniciar pronto su ciclo de normalización.

### TPM en el mundo (1)

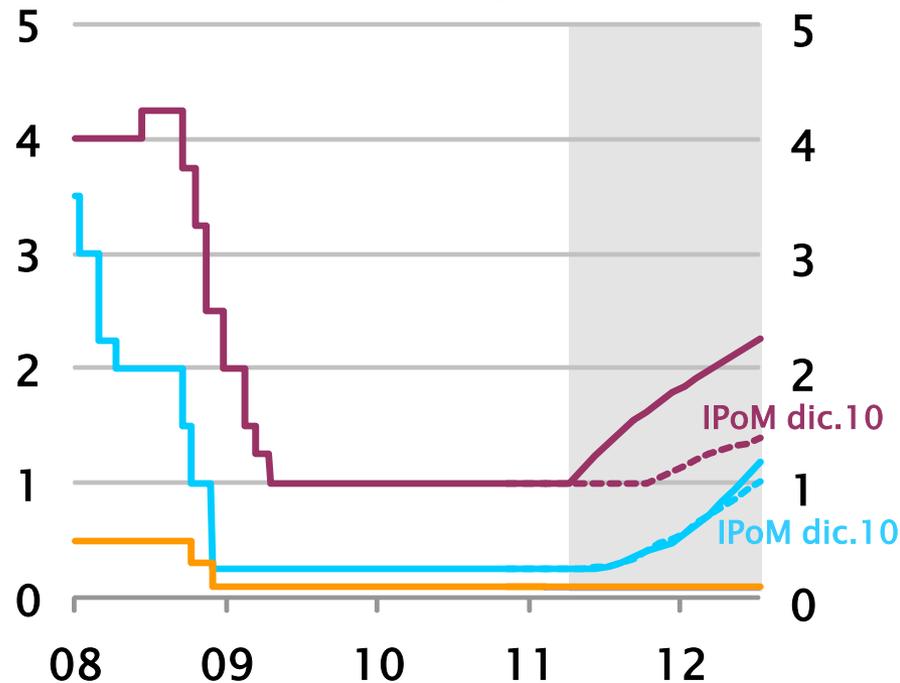
(porcentaje)



— Chile — Eco. desarrolladas (2)  
— Eco. emergentes (3)

### TPM esperada (4)

(porcentaje)



— EE.UU. — Japón — Zona Euro

(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 y Sudáfrica. (4) Área gris indica trayectoria implícita en los contratos futuros. Línea punteada muestra lo proyectado por el mercado al cierre estadístico del IPoM de diciembre del 2010. Fuentes: Banco Central de cada país y Bloomberg.



**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)	
			IPoM dic.10	IPoM mar.11	IPoM dic.10	IPoM mar.11
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	4,6	23,8	-2,0	4,2	1,4	-2,0
PIB socios comerciales	-0,3	5,9	3,6	4,4	4,2	4,6
PIB mundial PPC	-0,6	5,0	3,8	4,1	4,5	4,4
PIB mundial a TC de mercado	-2,0	3,6	2,9	3,0	3,7	3,7
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	6,1	7,8	3,1	2,9
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	234	342	330	420	320	400
Precios del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	89	102	89	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	471	598	681	820	675	816
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,5	0,4	1,0	1,4

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



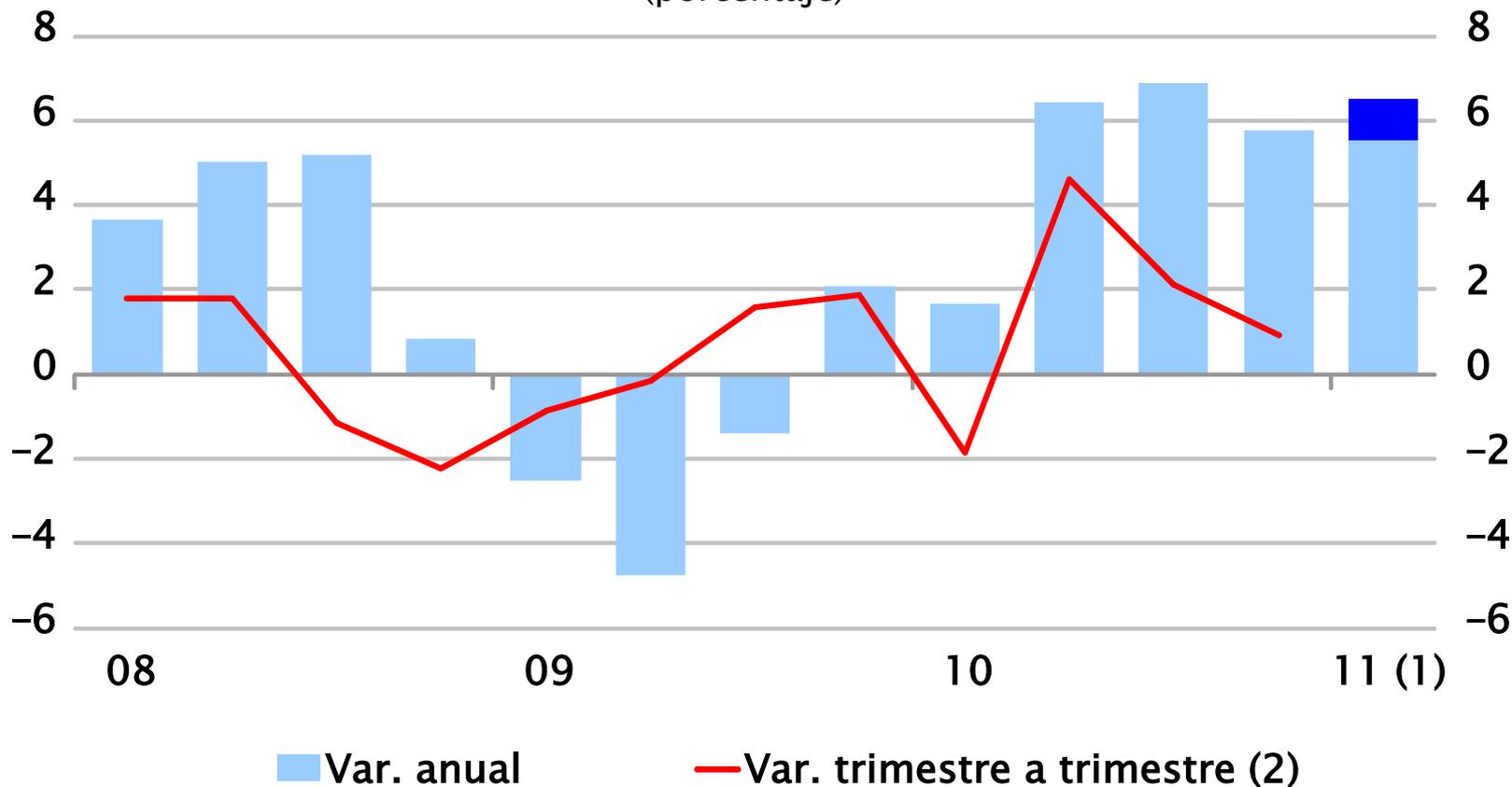
# Escenario interno



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

### Crecimiento del PIB

(porcentaje)



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

(2) Serie desestacionalizada.

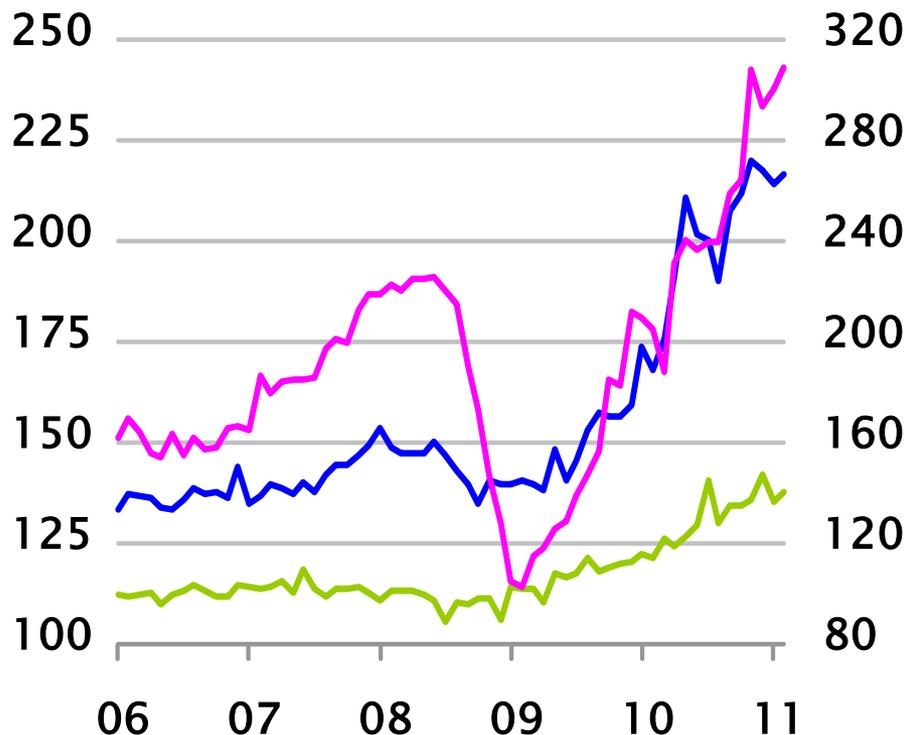
Fuente: Banco Central de Chile.



La demanda interna creció 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 importaciones de bienes y las ventas del comercio y de autos siguen en niveles elevados.

### Ventas del comercio minorista y de autos nuevos

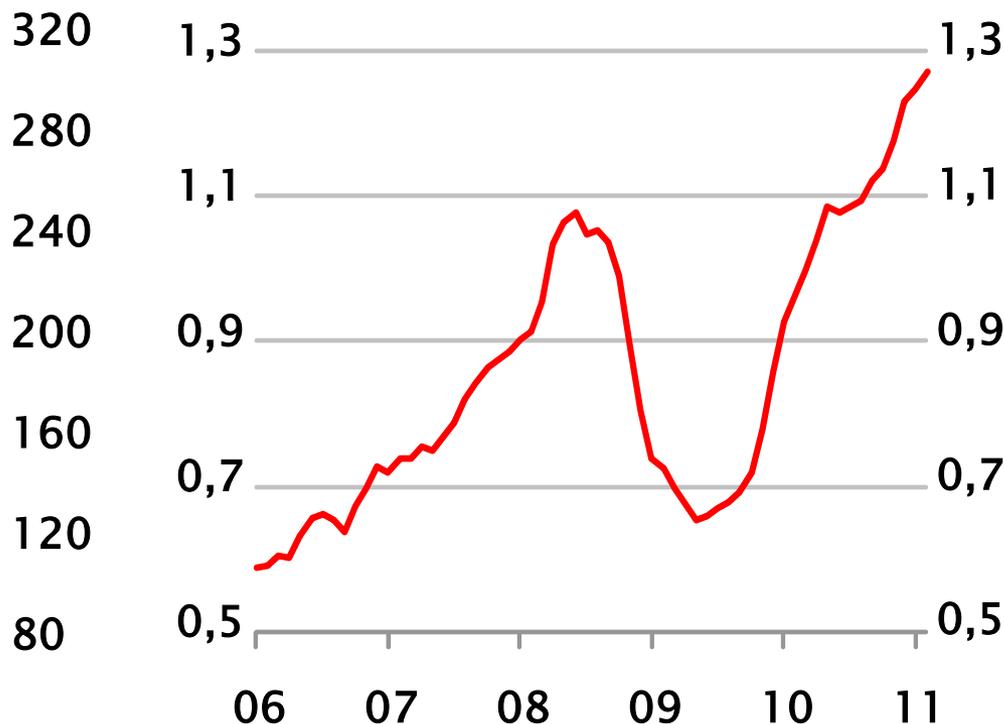
(índice 2003=100, series desestacionalizadas)



— Bienes durables (1) Autos nuevos —  
— Bienes no durables (1)

### Importaciones de bienes de consumo (2)

(miles de millones de dólares, serie desestacionalizada)



(1) Ventas en el trimestre móvil. (2) Promedio móvil trimestral.

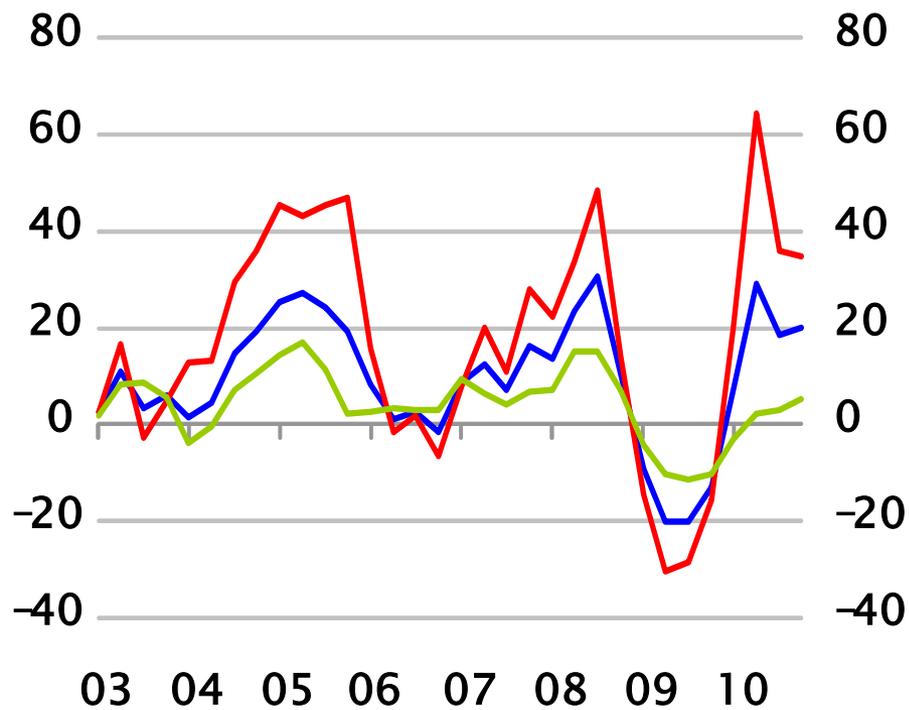
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile y Cámara Nacional de Comercio.



# La inversión creció con fuerza durante el último cuarto, principalmente impulsada por el componente de maquinaria y equipos.

## Formación bruta de capital fijo

(variación real anual, porcentaje)



— Maquinaria y equipos      — FBCF  
— Construcción y otras obras

## Importaciones de bienes de capital (\*)

(millones de dólares, series desestacionalizadas)



(\*) Promedio móvil trimestral.

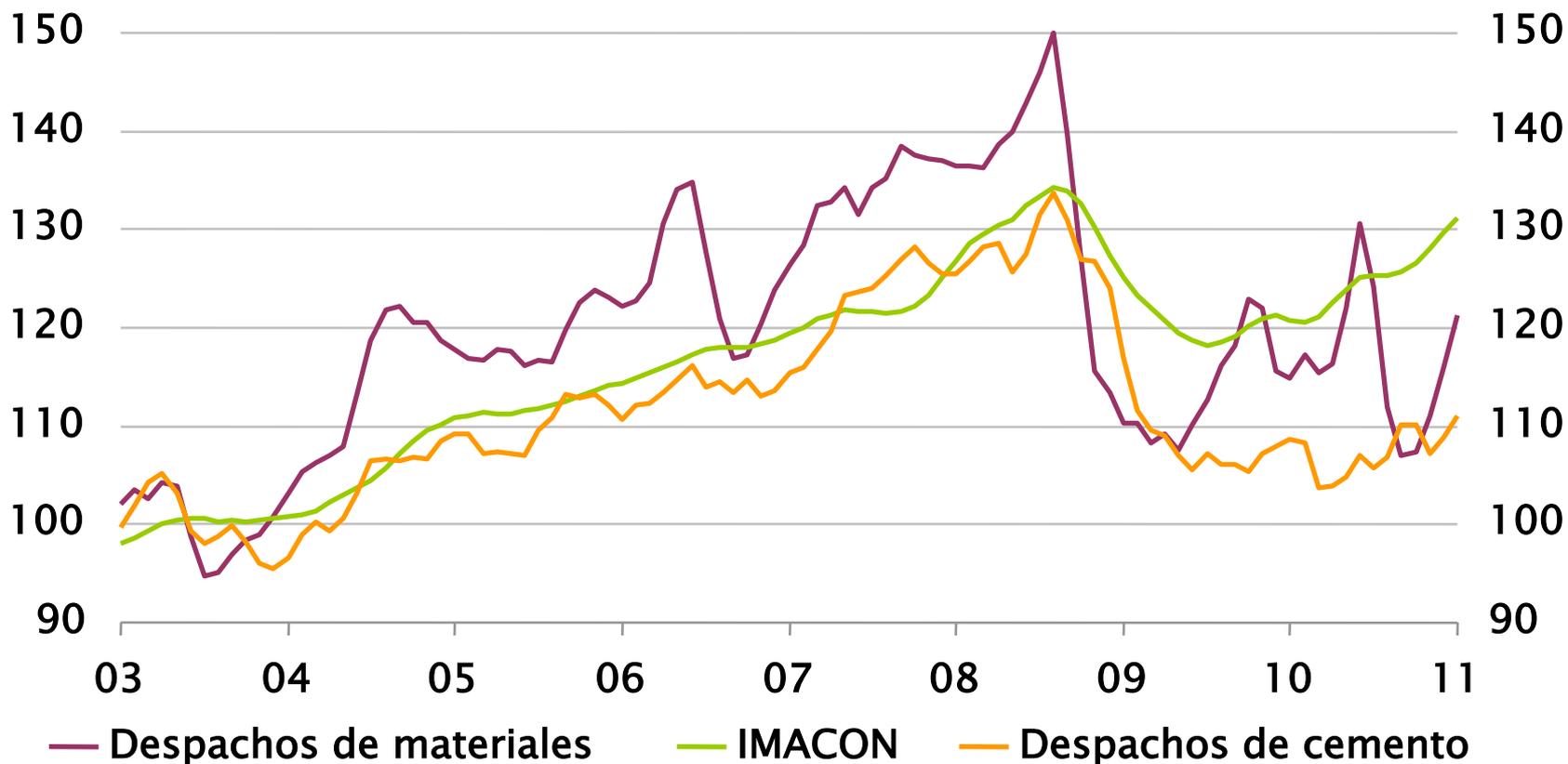
Fuente: Banco Central de Chile.



La construcción retomó una mayor actividad hacia la segunda mitad del 2010. Se espera que dado los indicadores parciales de los últimos meses y los esfuerzos de reconstrucción post 27-F se eleve de modo importante el crecimiento de la inversión en edificación.

## Indicadores de actividad de la construcción (1)

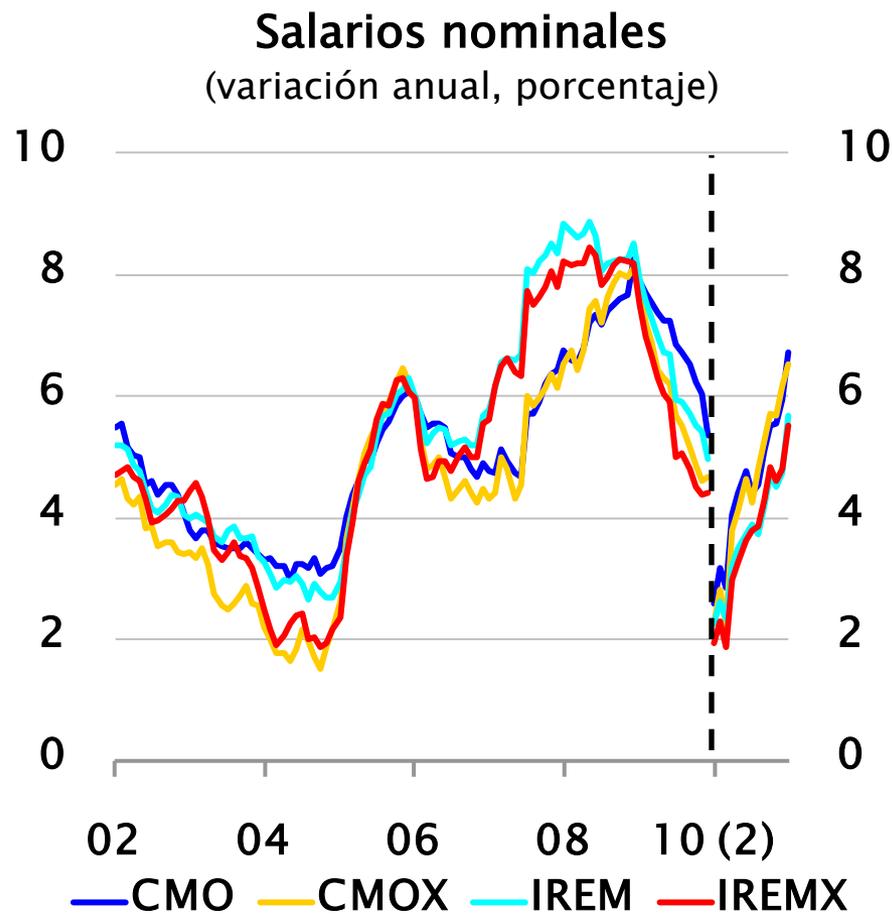
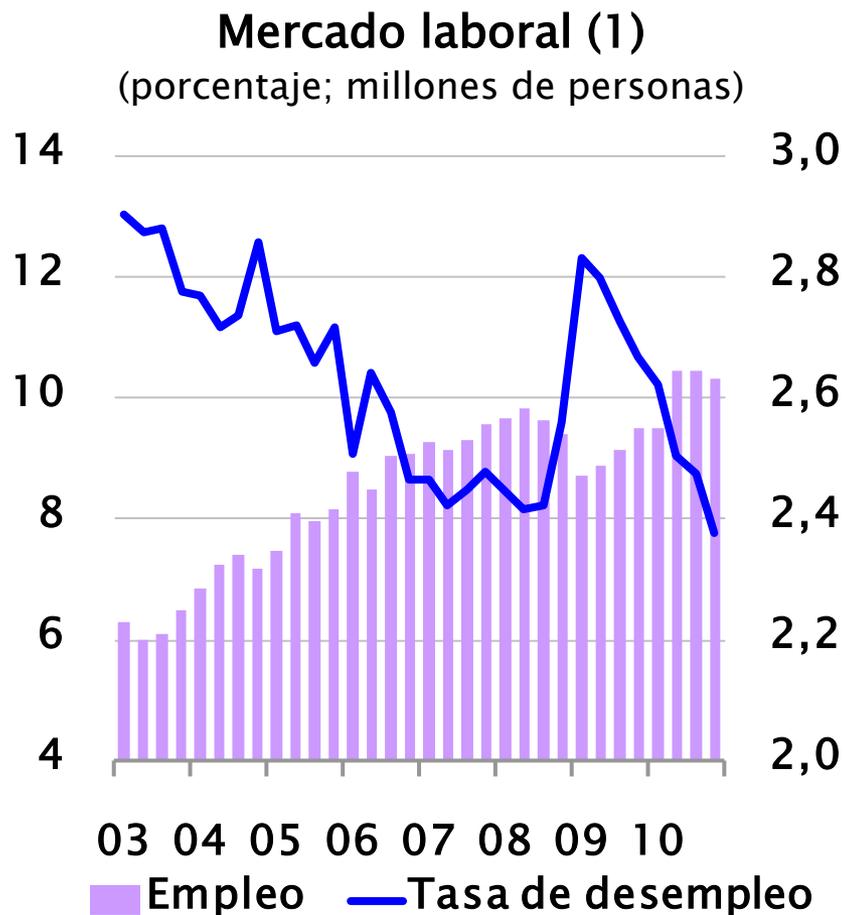
(índice 2003=100, series desestacionalizadas)



(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 Encuesta de Empleo y Desempleo para el Gran Santiago de la Universidad de Chile. Series desestacionalizadas. (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.

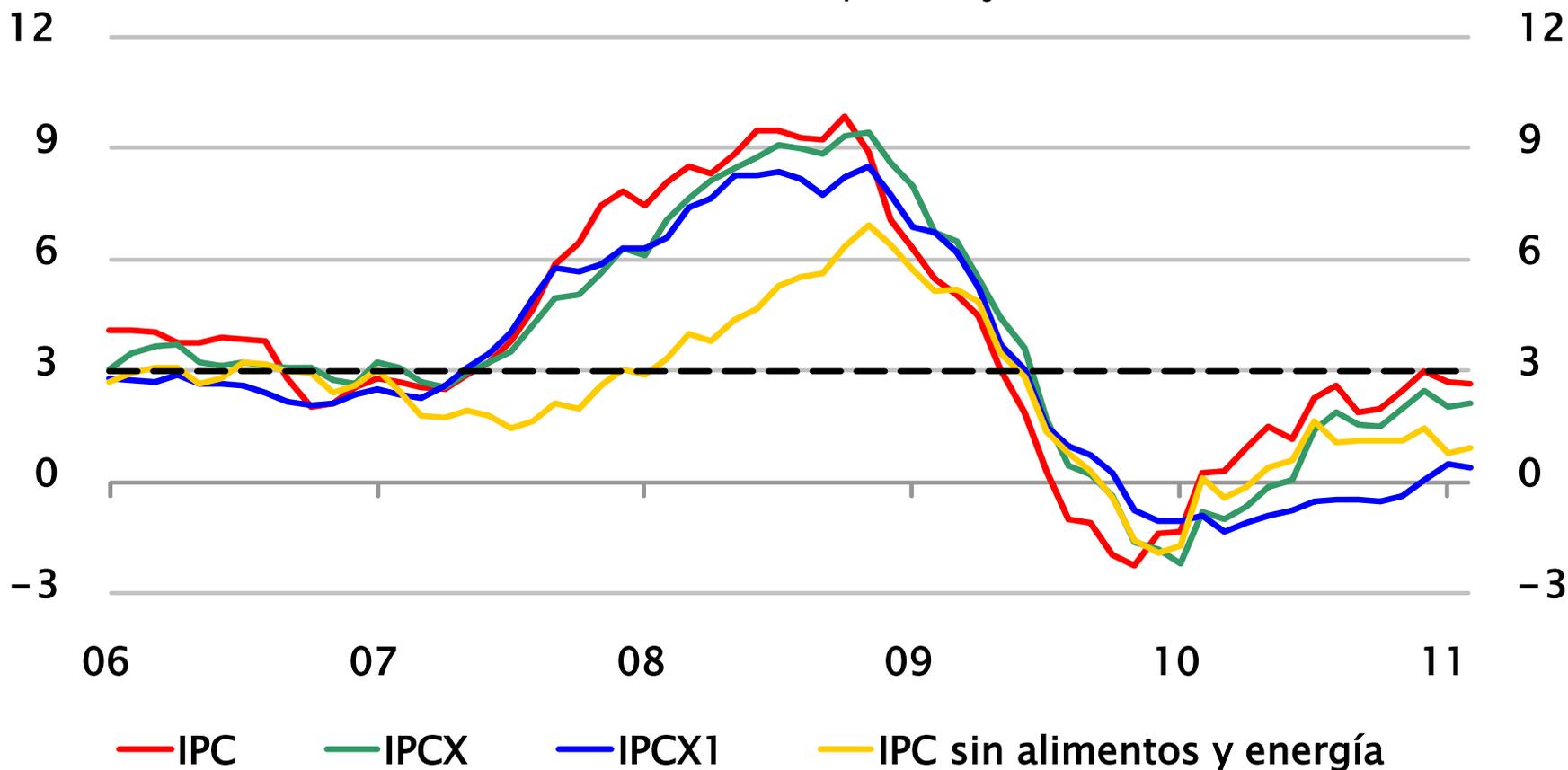
Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Universidad de Chile.



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

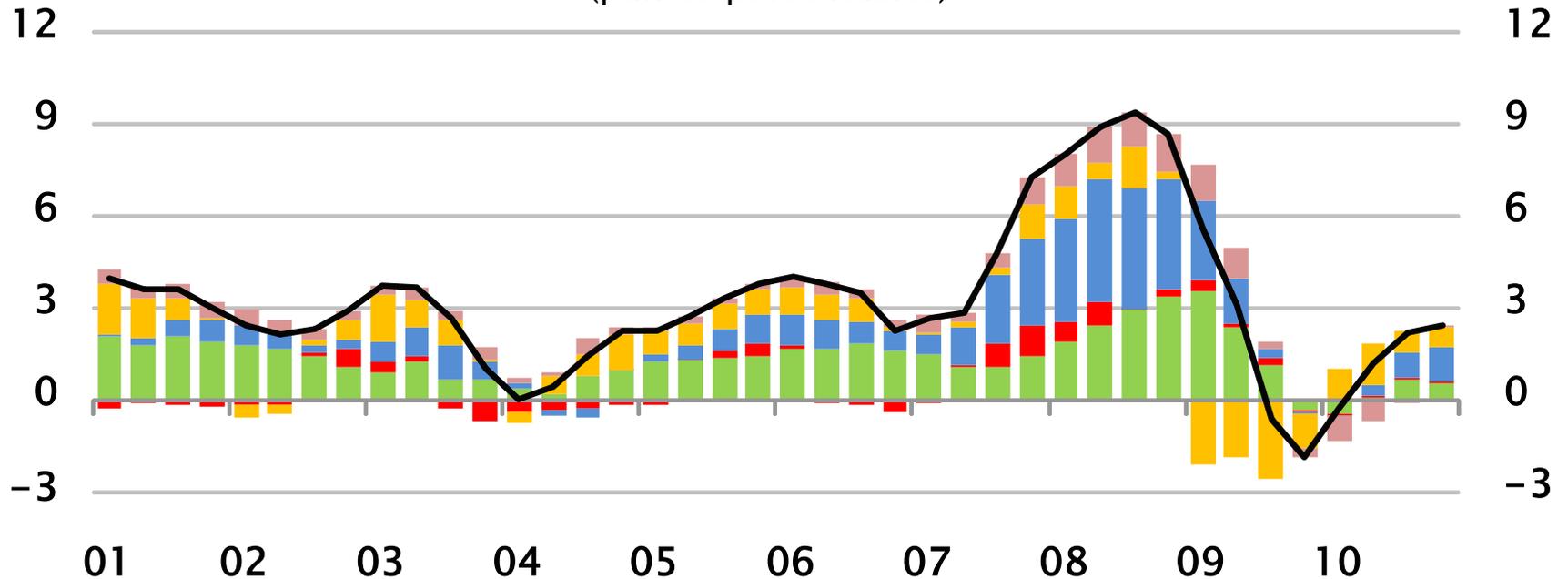
(variación anual, porcentaje)





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.

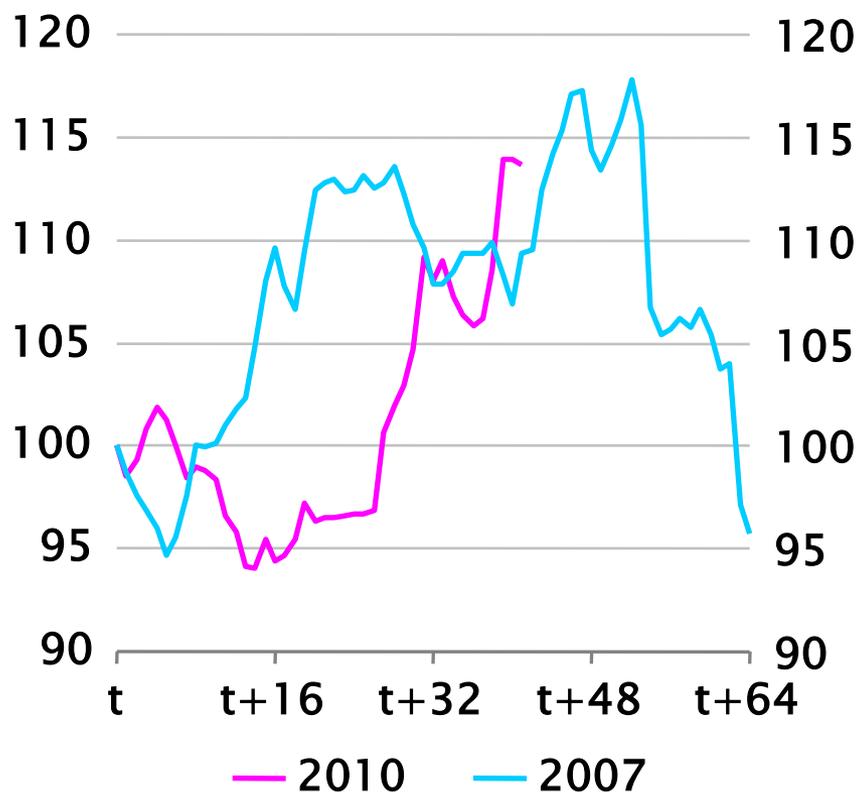
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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

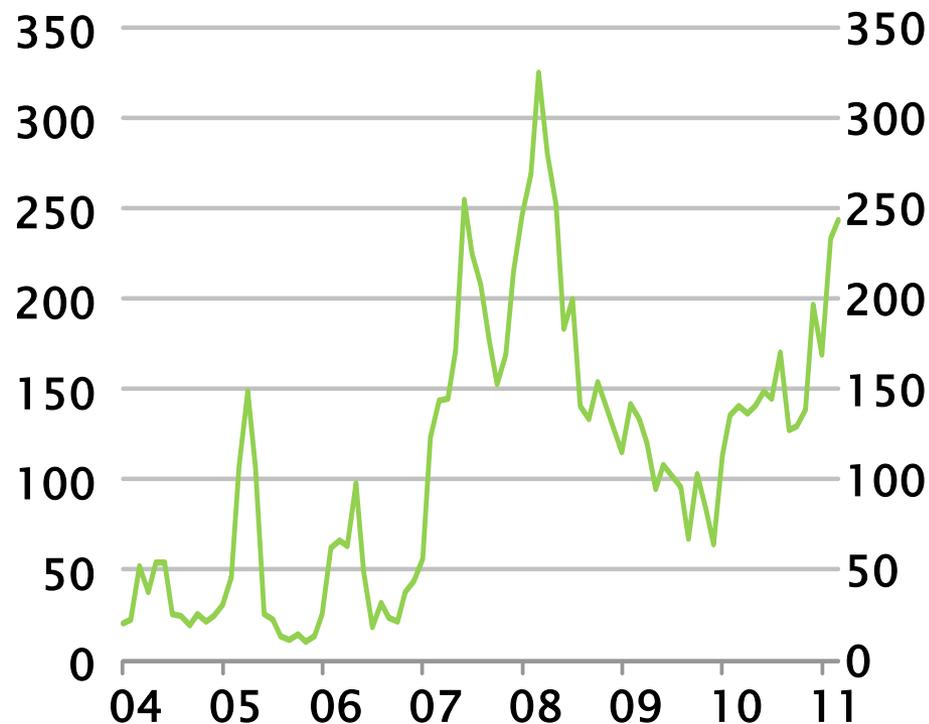
### Precio de la gasolina en pesos

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



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

(dólares por MWh)



(\*) Subsistema Alto Jahuel.

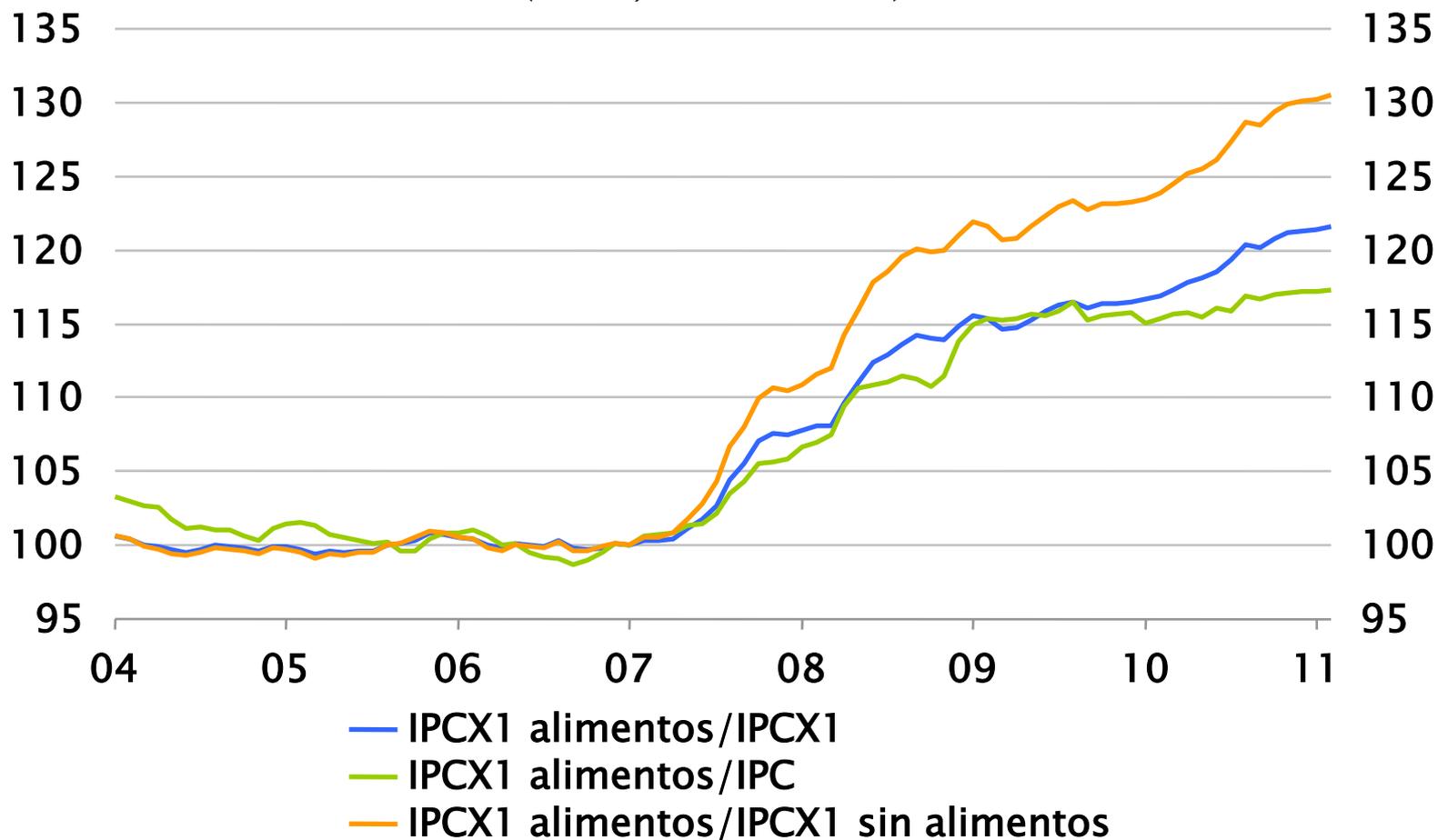
Fuentes: Banco Central de Chile, Centro de Despacho Económico de Carga (CEDEC) del Sistema Interconectado Central y ENAP.



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

### Precios relativos de alimentos

(índice, enero 07=100)

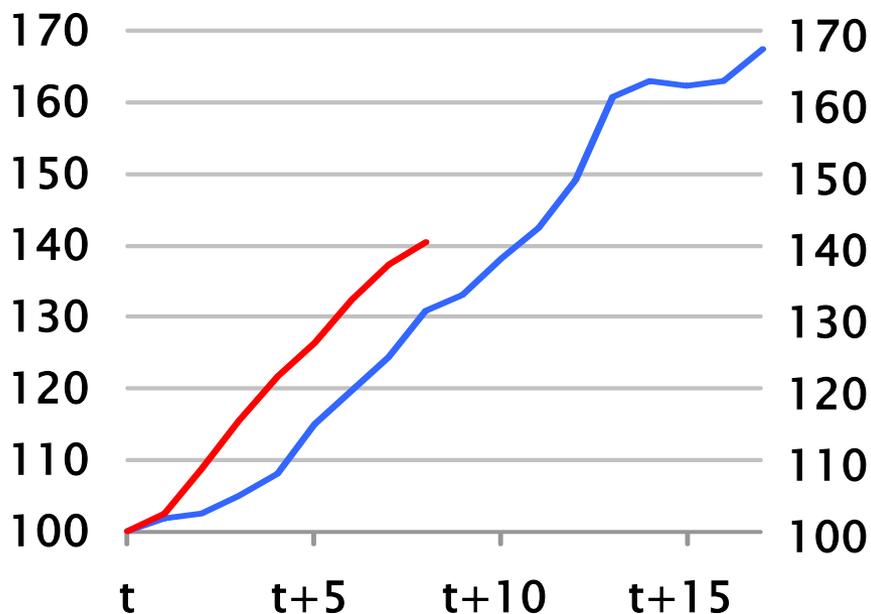




Aunque la velocidad de las alzas en los precios en dólares de los alimentos ha sido mayor a la del episodio previo, la evolución del tipo de cambio ha compensado parte de los efectos.

### Precios internacionales de los productos básicos alimenticios (1)

(índice mensual, enero 07 y junio 10=100)

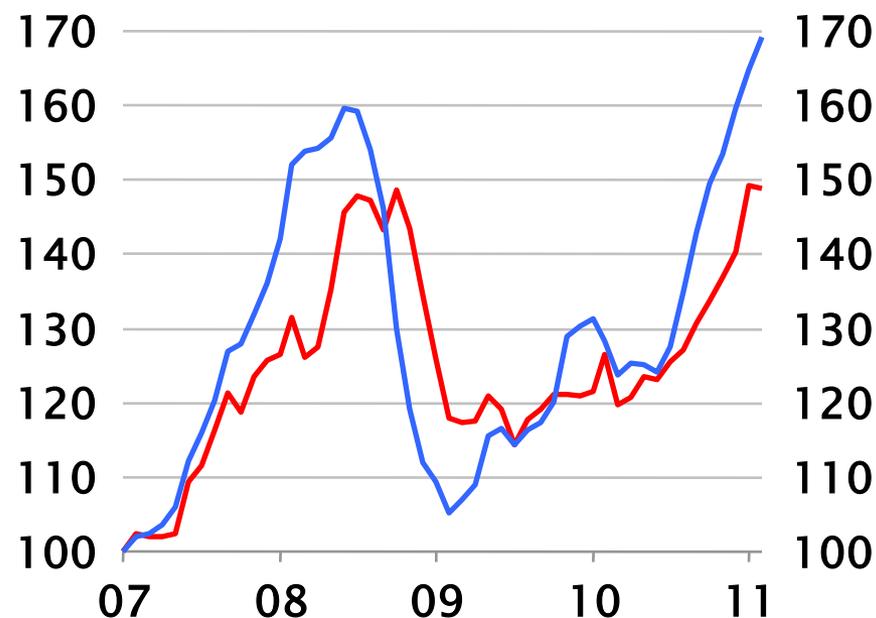


— Enero 2007–Junio 2008

— Junio 2010–Febrero 2011

### Índice de precios externos relevantes de alimentos para Chile (2)

(índice, enero 07=100)



— En pesos

— En dólares

(1) En base a índice de la FAO que considera los precios promedios que se transan mensualmente en los principales mercados. (2) Construido a partir de la ponderación de los precios internacionales de los distintos alimentos por su participación en la canasta del índice de precios al consumidor. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, FAO e Instituto Nacional de Estadísticas.



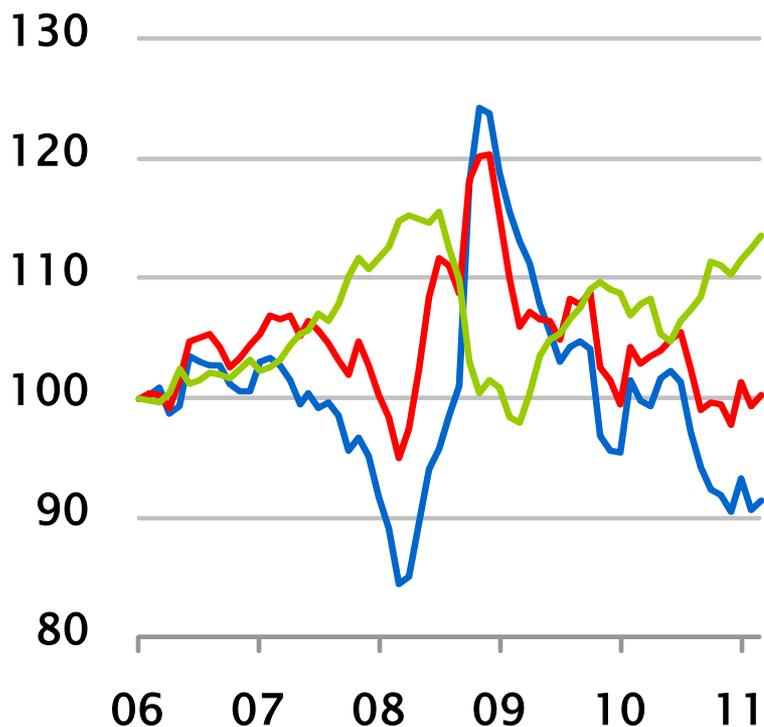
## El Consejo anunció a comienzos de enero un programa de compra de divisas.

- Su objetivo es 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 3 mil millones de dólares.
- 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.



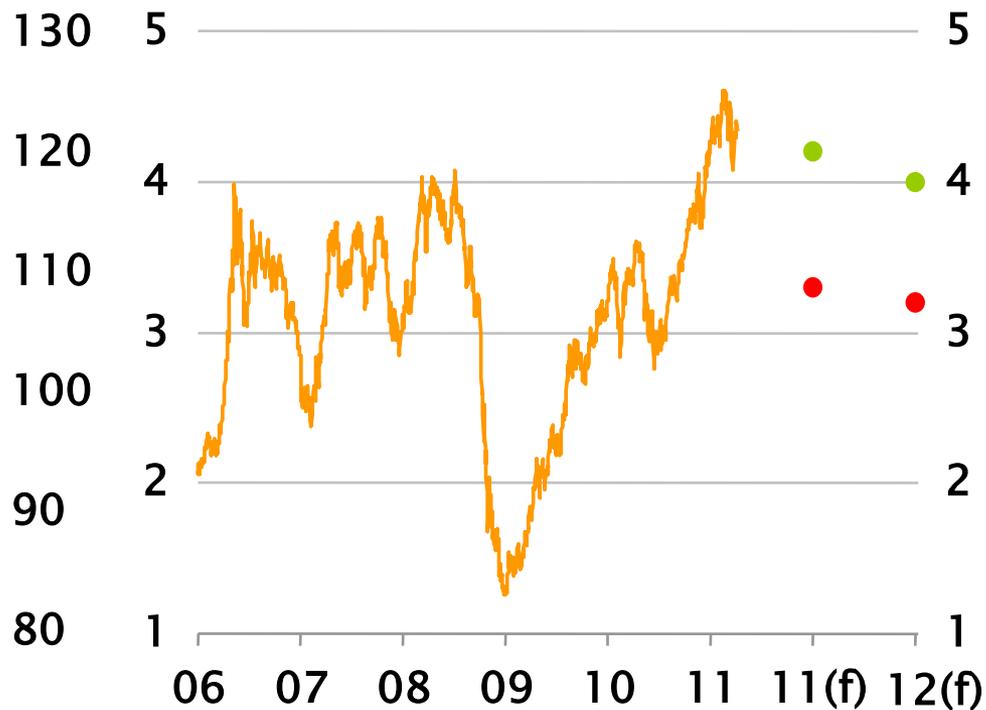
# La evolución del peso ha coincidido con la sostenida debilidad del dólar a nivel global y el alza del precio spot y proyectado del cobre.

### 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 diciembre 2010 y puntos verdes a las del IPoM de marzo 2011.

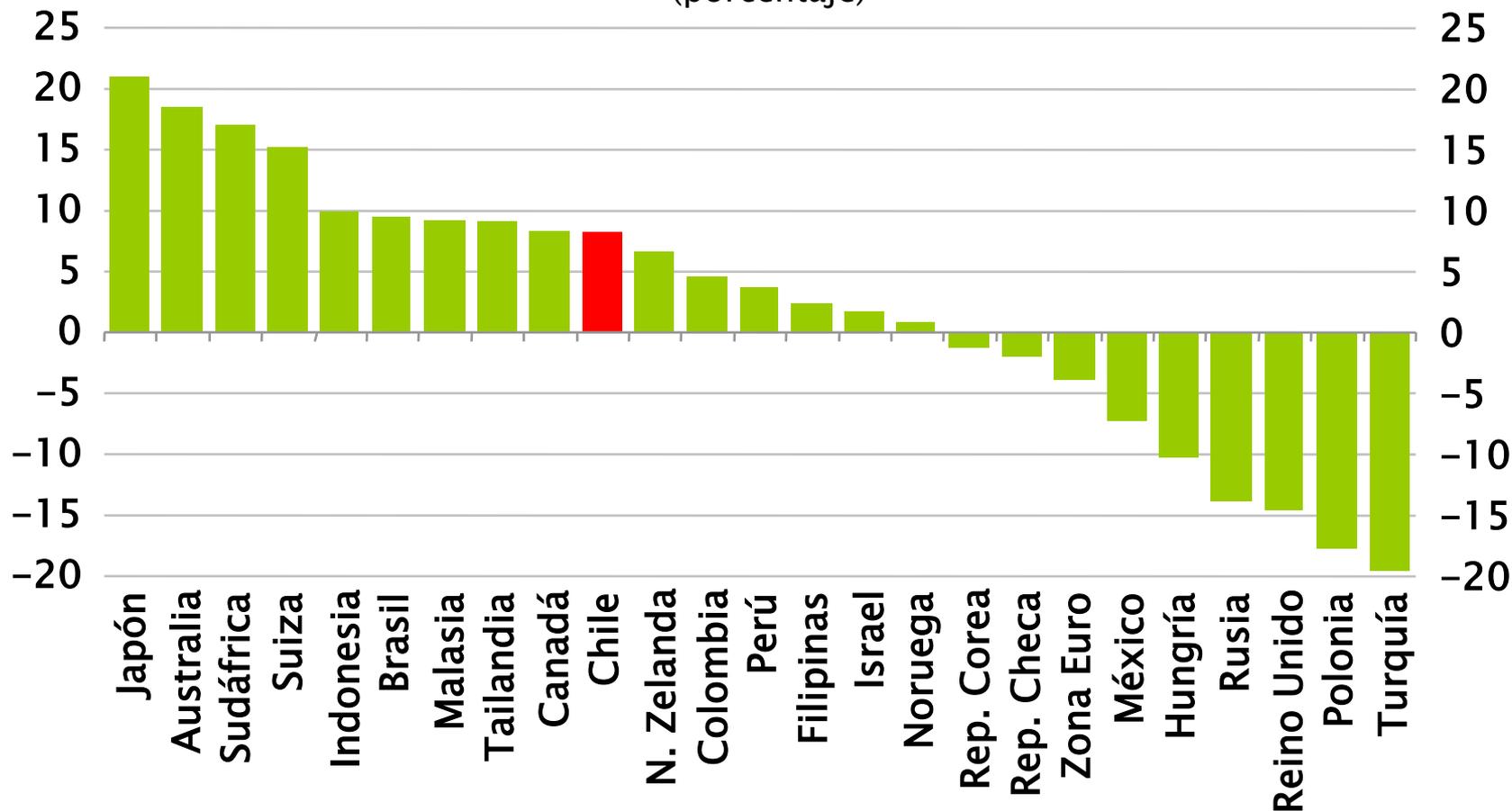
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



La apreciación del peso respecto del dólar estadounidense no ha sido muy distinta de la de otros países exportadores de productos básicos u otras economías que han efectuado intervenciones o aplicado medidas administrativas en su mercado cambiario.

### 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.



# Perspectivas



**La proyección de crecimiento mundial para el 2011, 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)	
			IPoM dic.10	IPoM mar.11	IPoM dic.10	IPoM mar.11
<b>(variación anual, porcentaje)</b>						
Términos de intercambio	4,6	23,8	-2,0	4,2	1,4	-2,0
PIB socios comerciales	-0,3	5,9	3,6	4,4	4,2	4,6
PIB mundial PPC	-0,6	5,0	3,8	4,1	4,5	4,4
PIB mundial a TC de mercado	-2,0	3,6	2,9	3,0	3,7	3,7
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	6,1	7,8	3,1	2,9
<b>(niveles)</b>						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	234	342	330	420	320	400
Precios del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	89	102	89	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	471	598	681	820	675	816
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,5	0,4	1,0	1,4

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



**El Consejo prevé que la economía chilena crecerá este año 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)	
			IPoM dic.10	IPoM mar.11
PIB	-1,7	5,2	5,5 – 6,5	5,5 – 6,5
Demanda interna	-5,9	16,4	6,6	7,6
Demanda interna (sin var. existencias)	-2,9	11,5	8,0	8,7
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	14,6	13,9
Consumo total	1,9	9,3	5,8	7,0
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	4,9	6,8
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	6,9	9,6
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	-1,4	1,2

(f) Proyección.

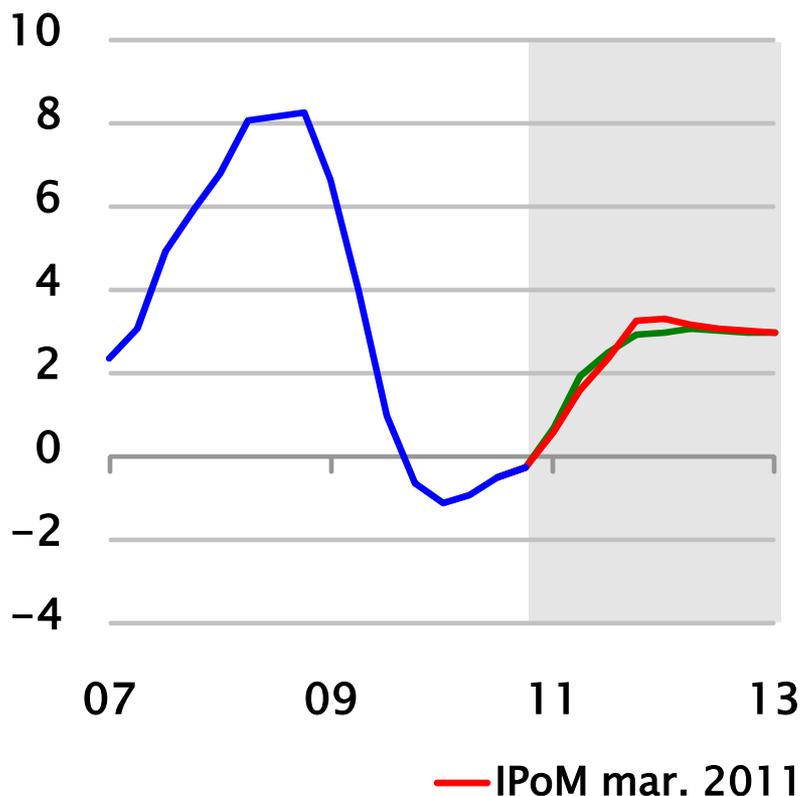
Fuente: Banco Central de Chile.



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.

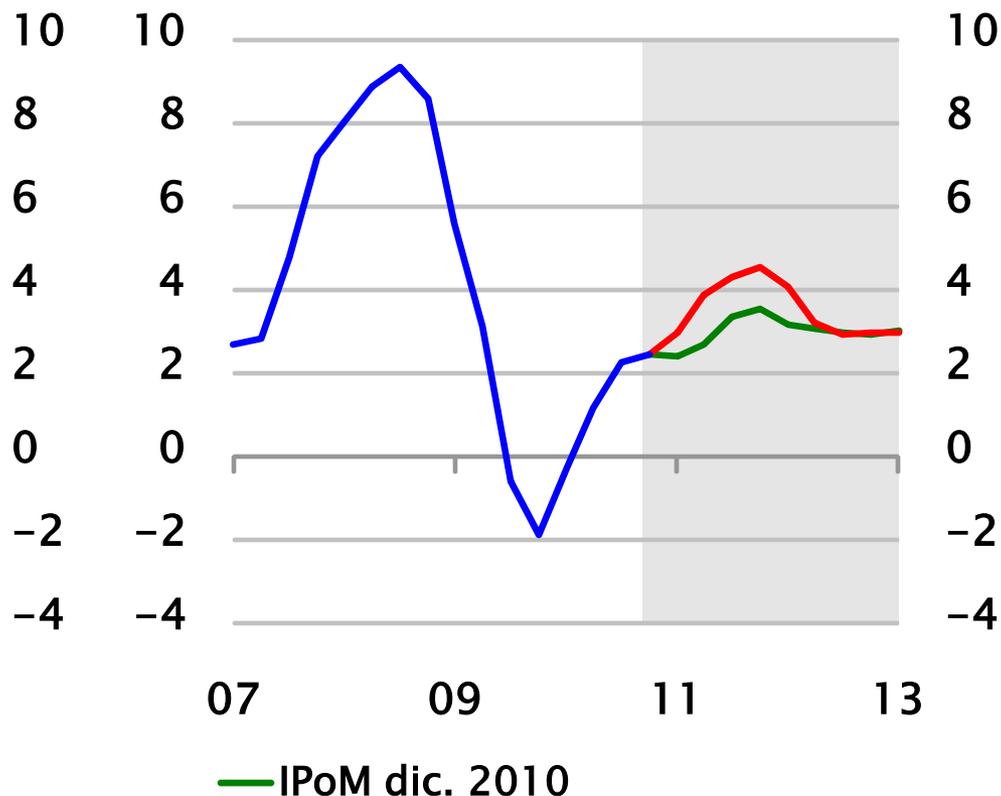
### Inflación IPCX1

(variación anual, porcentaje)



### Inflación IPC

(variación anual, porcentaje)

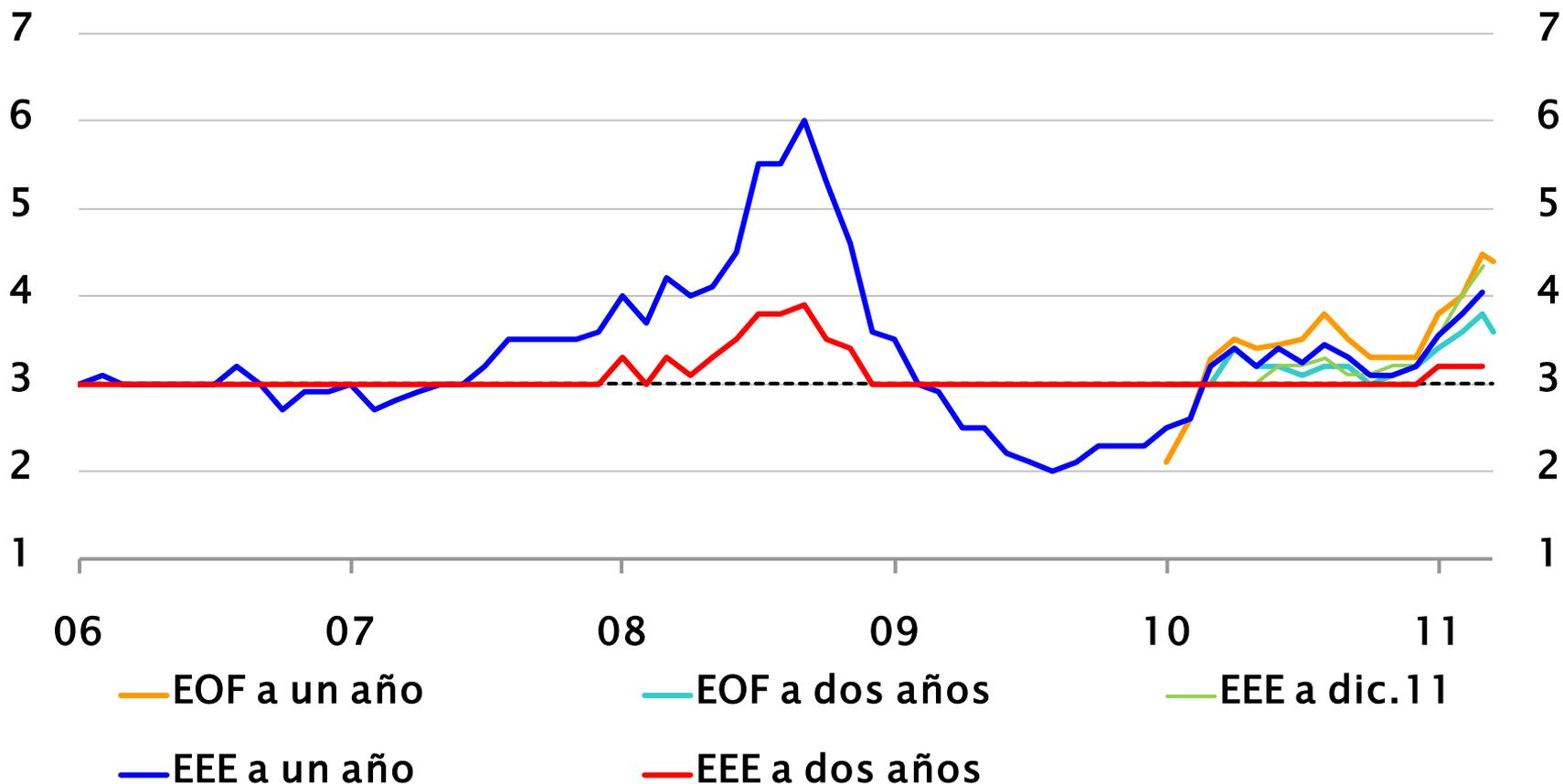


(\*) El area gris, a partir del primer trimestre del 2011, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



# 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.



**La proyección de la inflación del IPC a diciembre de este año se ajusta en un 1 punto porcentual al alza respecto de lo previsto anteriormente.**

**Inflación (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
Inflación IPC promedio	1,6	1,4	3,9	3,3	
Inflación IPC diciembre	-1,4	3,0	4,3	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	2,8	0,5	3,0	3,3	
Inflación IPCX diciembre	-1,8	2,5	3,7	3,0	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX 1 promedio	2,8	-0,7	2,0	3,2	
Inflación IPCX 1 diciembre	-1,1	0,1	3,3	3,0	
Inflación IPCX 1 en torno a 2 años (*)					3,0

(f) Proyección

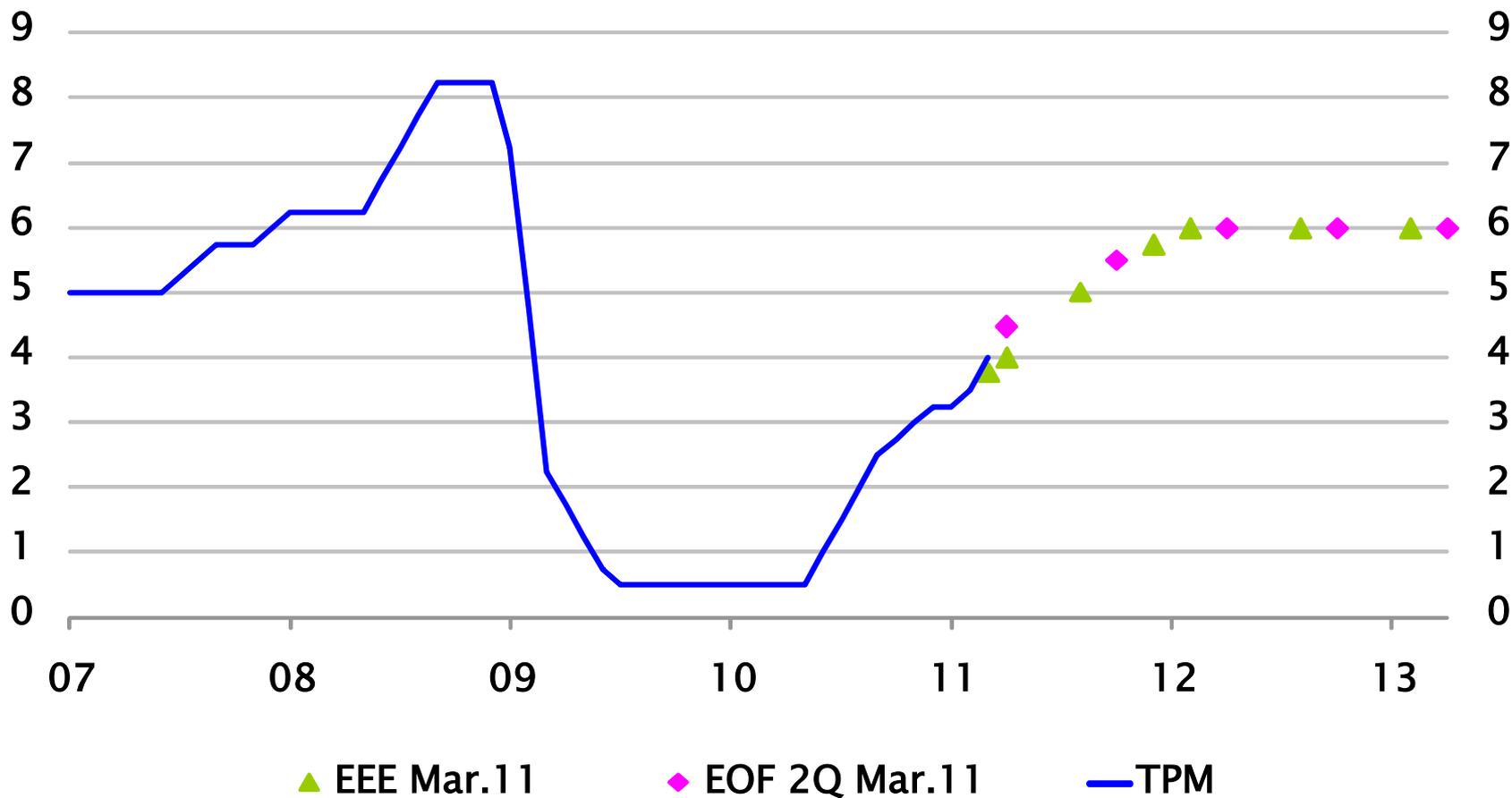
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2013.

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



El dinamismo reciente 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)





# Riesgos



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

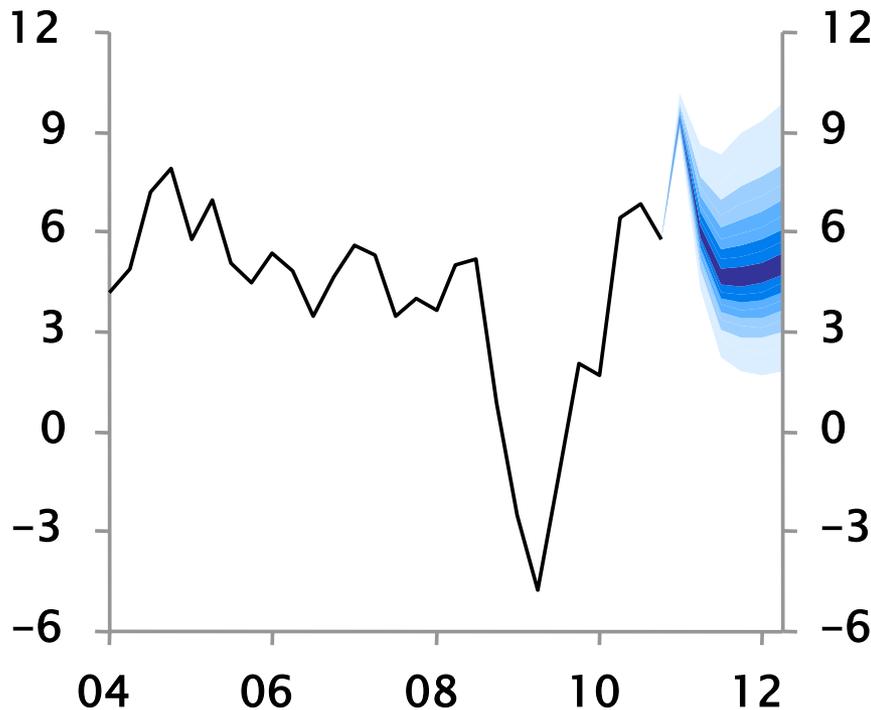
- El riesgo principal en materia inflacionaria se relaciona con el tamaño, persistencia y propagación del *shock* del precio de las materias primas, especialmente del petróleo.
- Un factor importante respecto de la propagación de estos *shocks* de precios relativos al resto de la economía tiene relación 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.



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

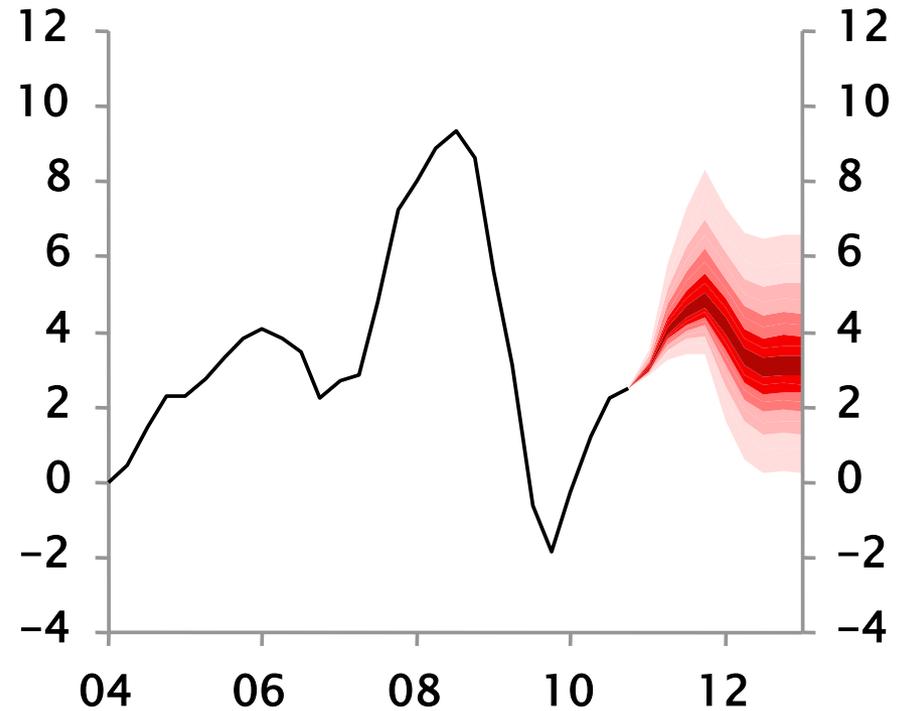
### Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (1)

(variación anual, porcentaje)



### Proyección de inflación IPC (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento y la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria de aumento comparable con la que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.



## 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 Consejo ratifica que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2011

Manuel Marfán  
Banco Central de Chile