



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2012

Manuel Marfán  
Vice-Presidente  
Banco Central de Chile



# Índice

---

- Introducción
- Escenario internacional
- Escenario interno
- Perspectivas



# Introducción



## El mensaje principal de este IPoM es el cambio en el balance de riesgos, tanto en lo externo como en lo interno.

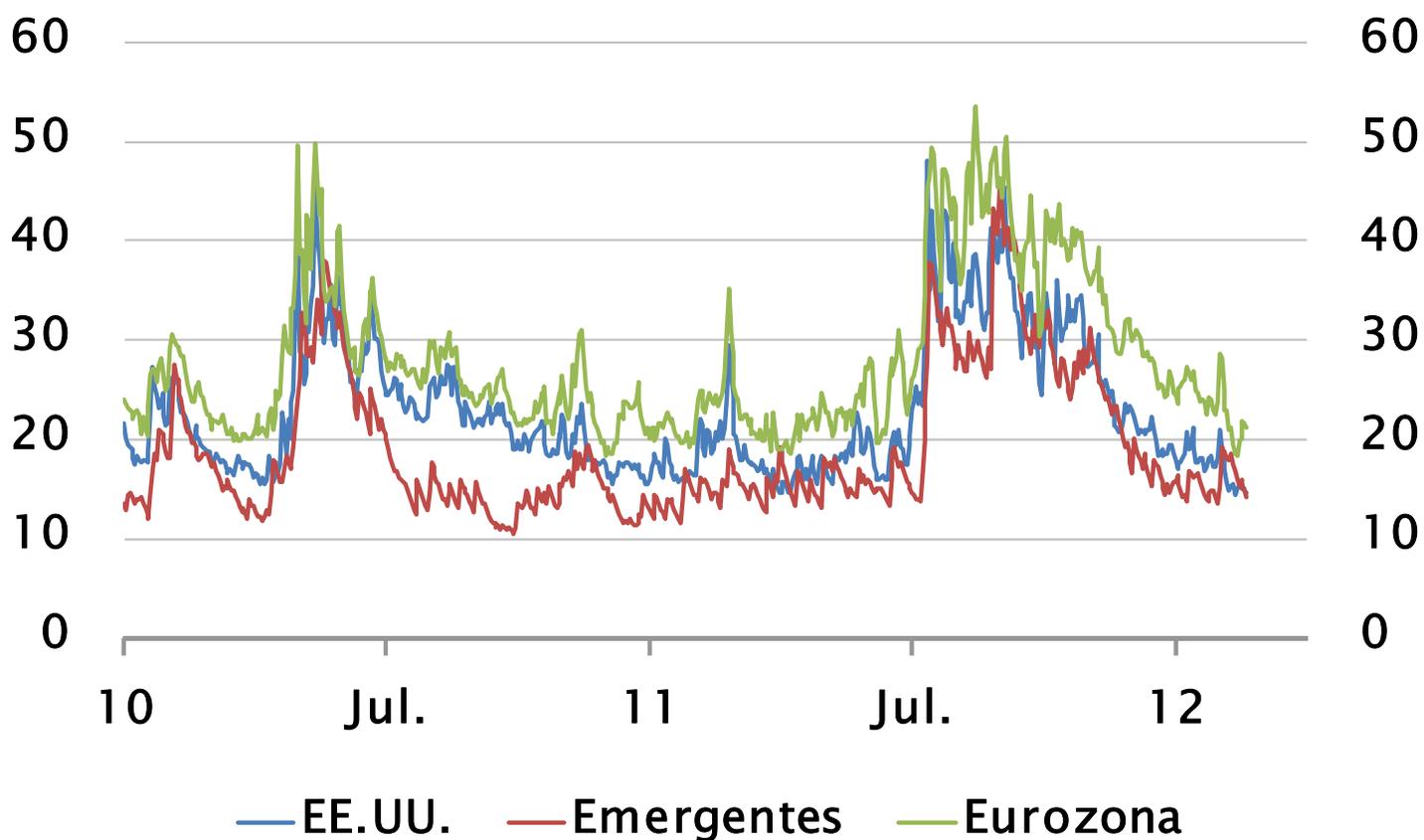
---

- En diciembre, la situación de la Eurozona dominaba el escenario macroeconómico. Los riesgos eran elevados y no se descartaban escenarios extremos. Los mercados financieros daban cuenta de ello.
- En Chile, la actividad local evolucionaba algo por debajo de lo proyectado, la demanda interna seguía dinámica y la inflación se mantenía dentro del rango de tolerancia.
- Dados los riesgos del escenario externo y sus implicancias para Chile, en enero el Consejo redujo preventivamente la TPM en 25 puntos base.
- Hoy, se sigue considerando un panorama de crecimiento mundial débil, pero los temores de escenarios externos muy adversos son menores.
- En lo interno, la actividad y la demanda han crecido por sobre lo previsto. La inflación también ha estado por sobre lo previsto y las medidas subyacentes se han normalizado con rapidez. Los riesgos para la inflación en el corto plazo han aumentado.



Las tensiones en los mercados financieros han disminuido, gracias a una conjunción de hechos. Así, la volatilidad de los mercados cayó hasta niveles similares a los observados antes del episodio de tensión de la segunda mitad del 2011.

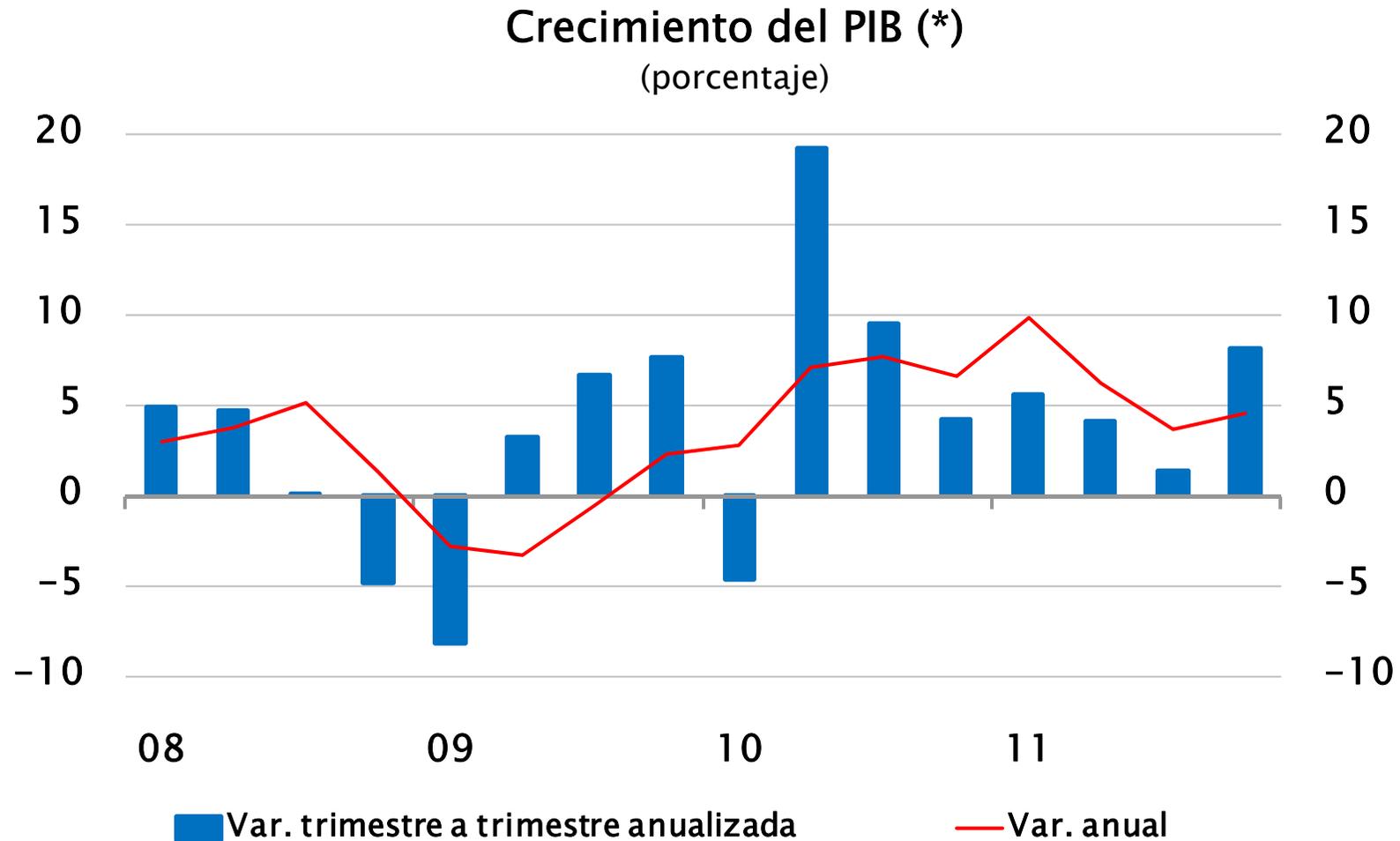
Volatilidad de mercado (\*)  
(puntos base)



(\*) Corresponde al índice VIX para EE.UU., al Vstoxx para la Eurozona y a una estimación de a volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Luego de una pérdida de dinamismo de la actividad en el tercer trimestre de 2011, los datos del cuarto trimestre registraron una aceleración.

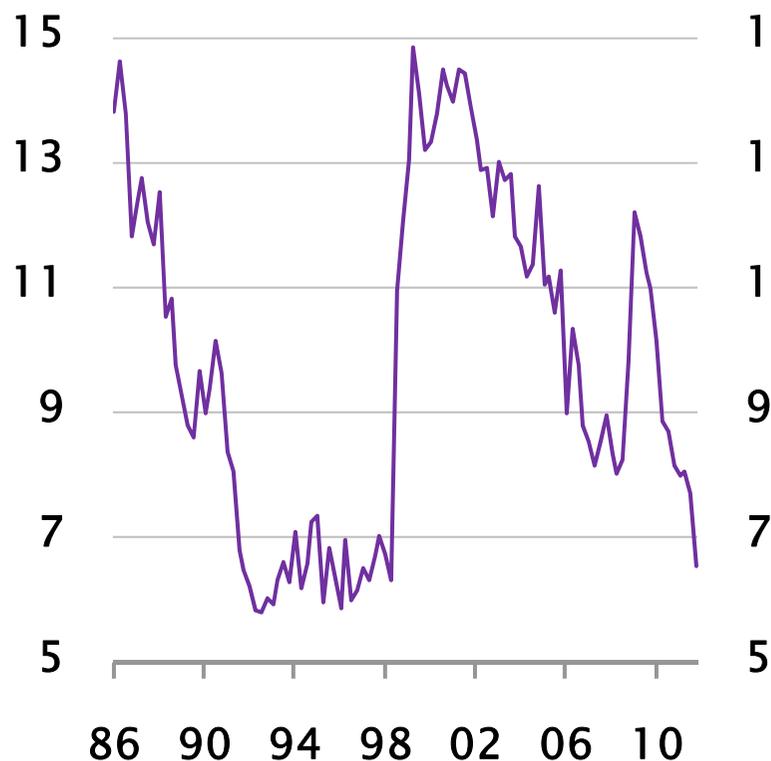


(\*) Considerando las cuentas nacionales con año base 2008 en base a los índices encadenados.  
Fuente: Banco Central de Chile.



El Consejo evalúa que las brechas de capacidad están cerradas, algo que también se apoya en las señales de estrechez del mercado laboral.

Tasa de desempleo (1)  
(porcentaje)



Salario nominal IREM (2)  
(variación anual, porcentaje)

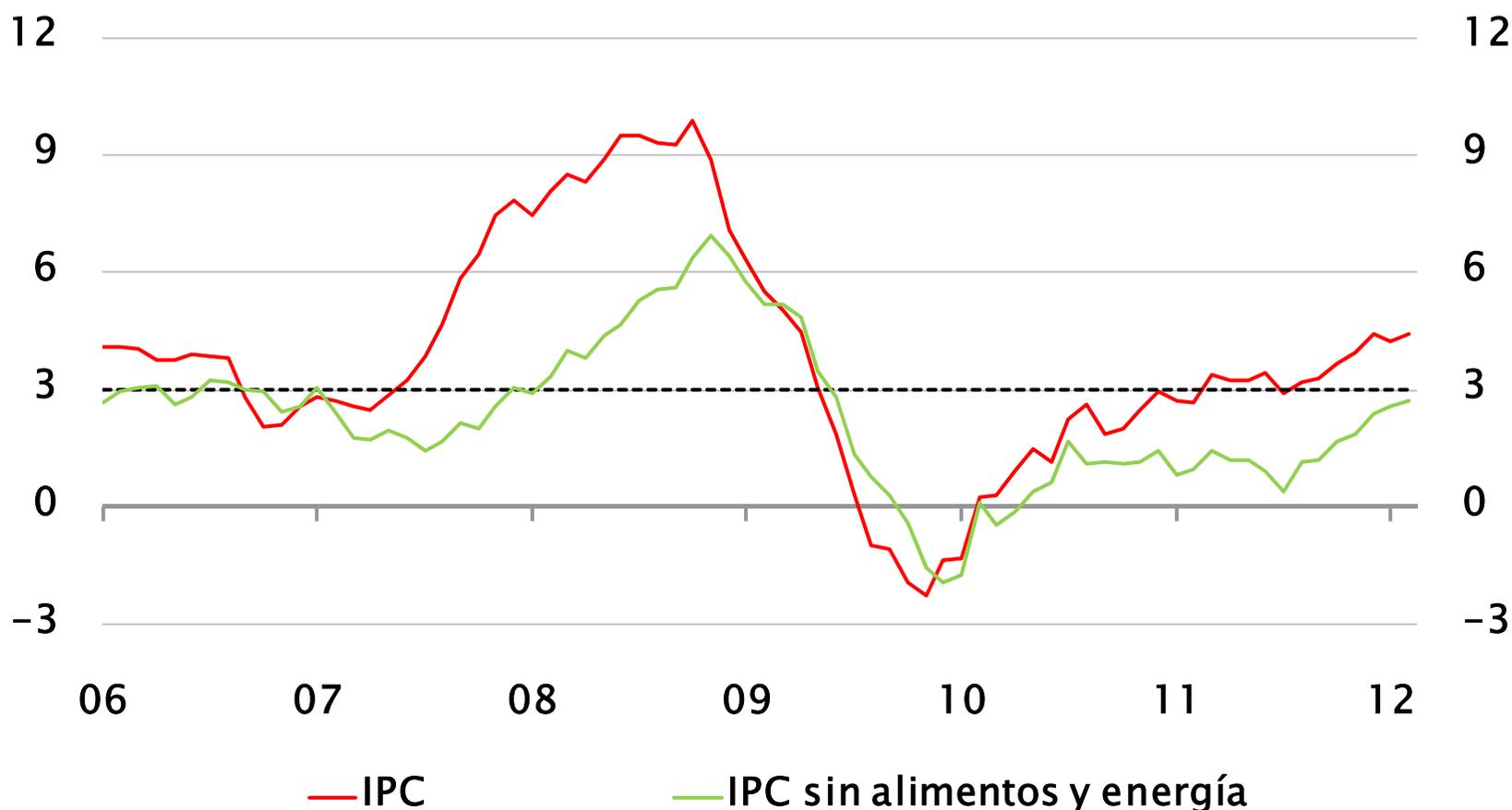


(1) Corresponde a la encuesta de la Universidad de Chile. Serie desestacionalizada. (2) A partir de enero del 2010 (señalizado con línea punteada) se utiliza el nuevo índice con base anual 2009=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las anteriores.



La rápida normalización de la inflación subyacente también es un indicativo del cierre de las brechas de capacidad. Con esto, más algunos *shocks* de precios específicos, la inflación total se ha ubicado por sobre 4% en los últimos meses.

### Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)





## En síntesis...

---

- El escenario internacional sigue considerando un panorama de bajo crecimiento y la probabilidad de fricciones temporales y acotadas en los mercados financieros, pero la eventualidad de escenarios catastróficos se ha reducido.
- En el escenario interno, se considera que las brechas de capacidad se han cerrado y que las presiones inflacionarias son mayores.

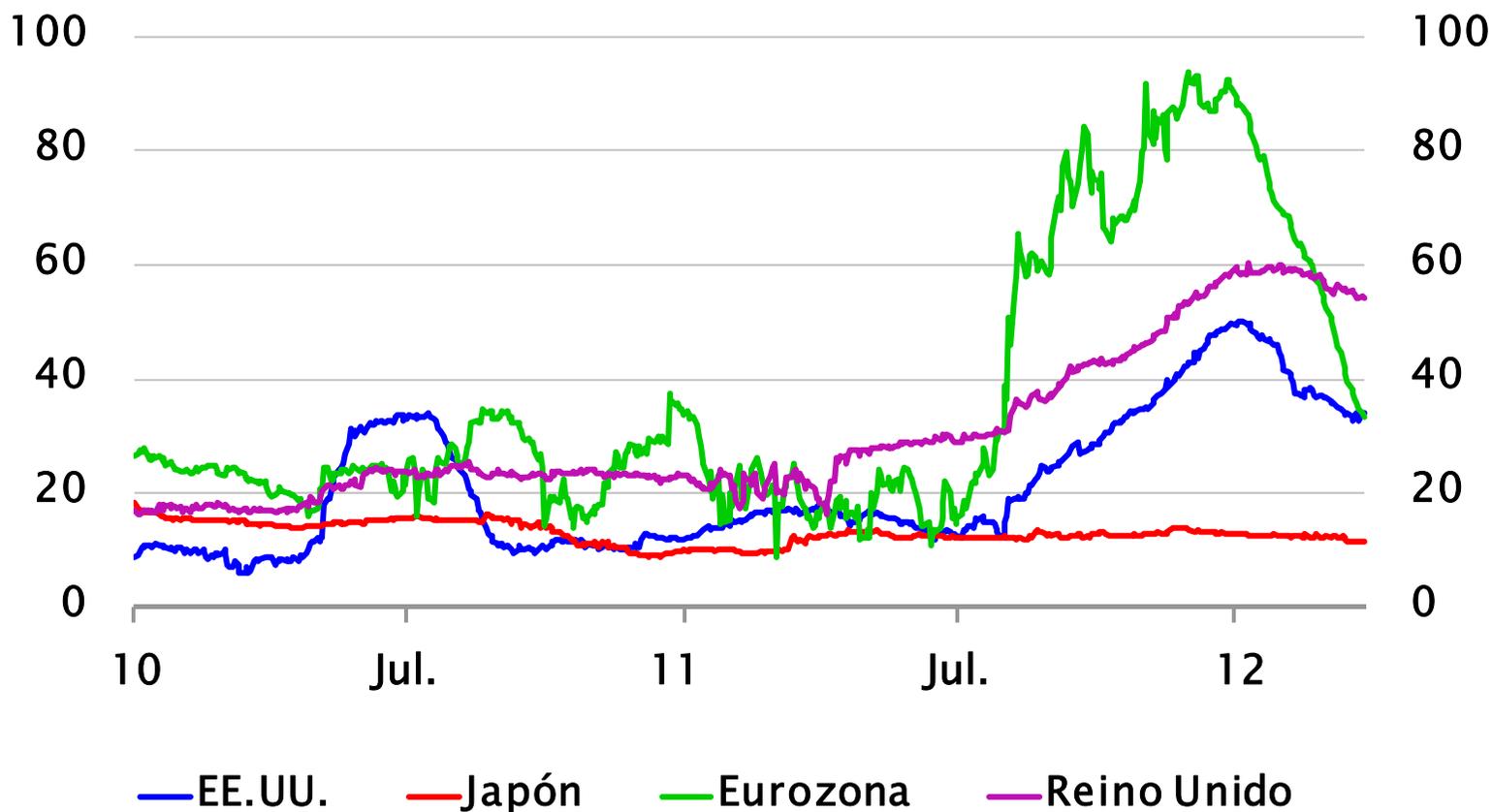


# Escenario internacional



Los mercados financieros externos han recuperado parte de la confianza, en parte importante por las acciones del BCE, en particular por la inyección de liquidez a mediano plazo y la percepción de su compromiso con apoyar al sistema financiero.

Condiciones de liquidez (\*)  
(puntos base)



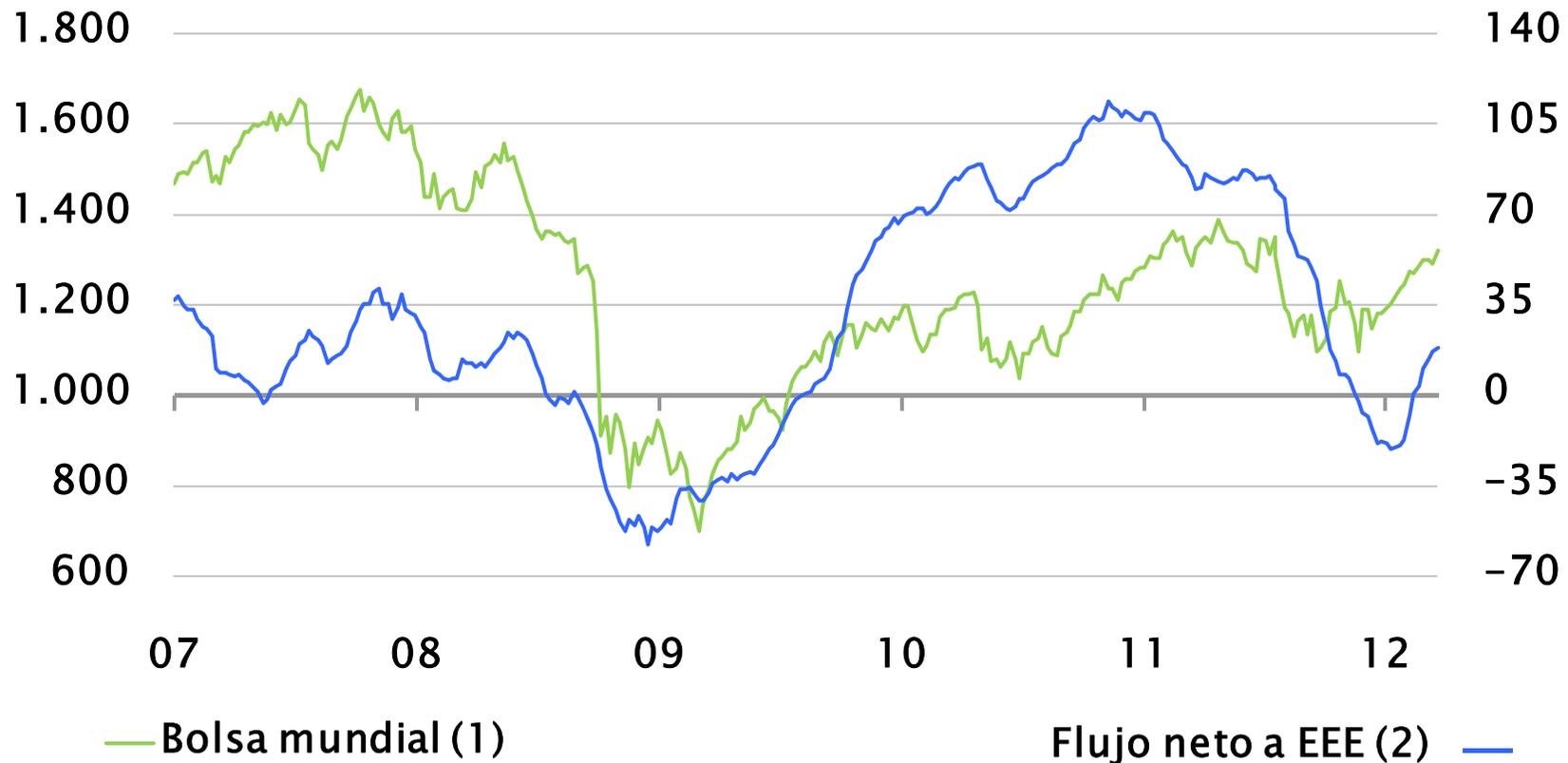
(\*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo y el *overnight indexed swap* (OIS), ambos a tres meses. Fuente: Bloomberg.



Las bolsas han recuperado parte de lo perdido el 2011. El mayor apetito por riesgo también ha fomentado una renovada entrada de capitales a las economías emergentes, reflatando las preocupaciones de cómo acomodarlos.

## Bolsa mundial y flujos netos de capitales a economías emergentes

(índice; miles de millones de dólares)

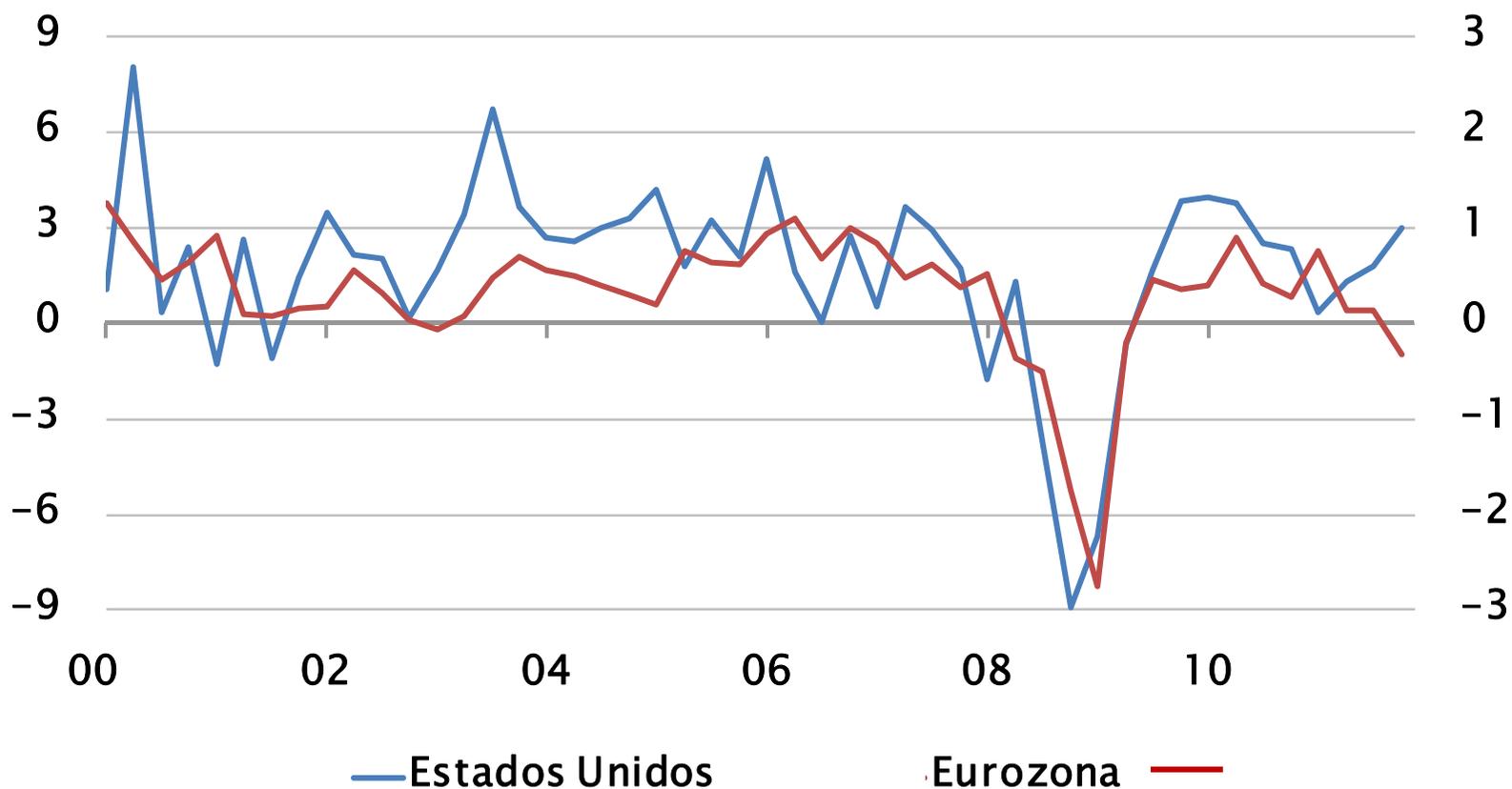


(1) Índice bursátil MSCI denominado en dólares. (2) Acumulados en 12 meses.  
Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.



En Estados Unidos, el panorama es más optimista que el de hace unos meses, al contrario de Europa.

### PIB en economías desarrolladas (trimestre a trimestre anualizado, porcentaje)

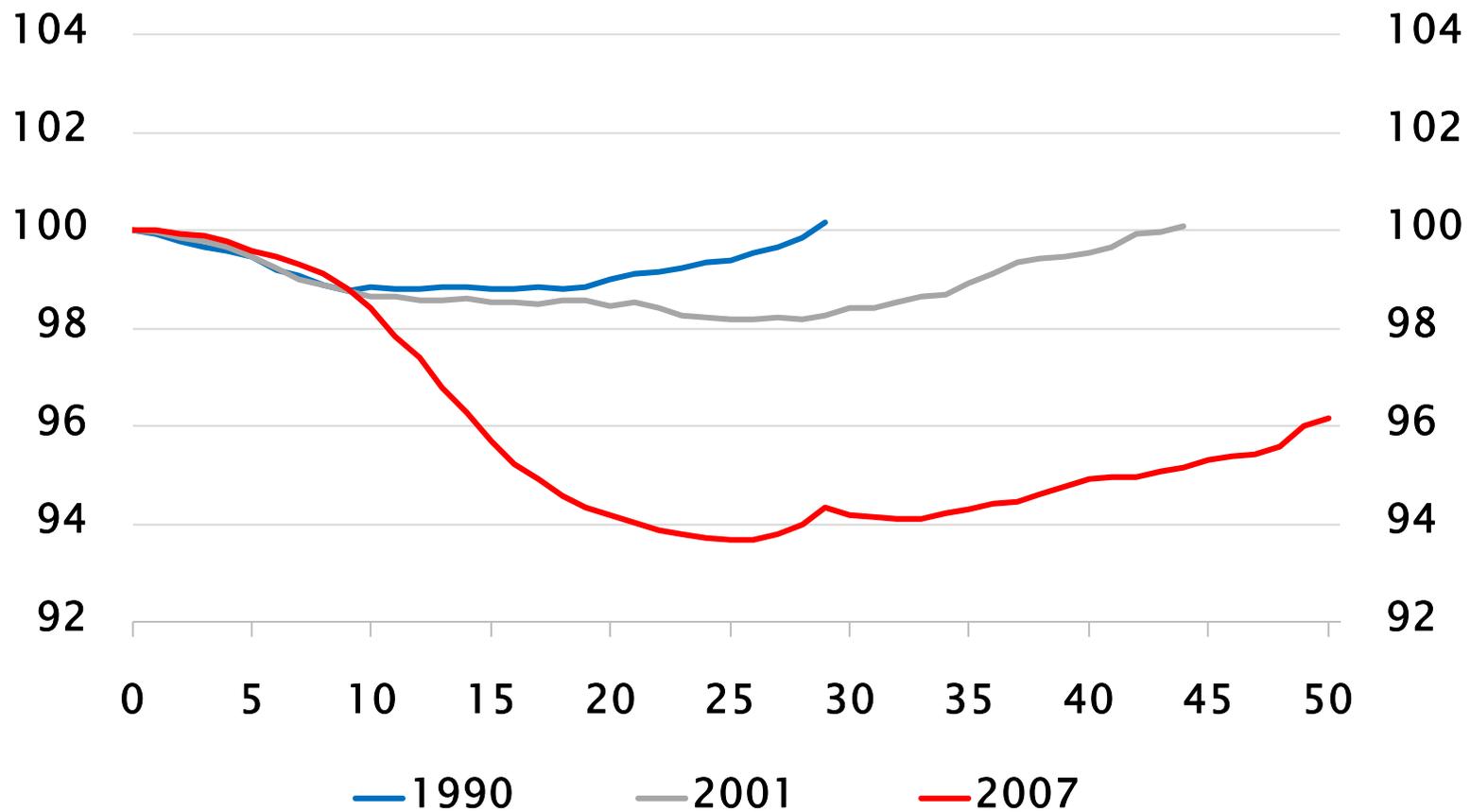


Fuente: Bloomberg.



En todo caso, para EE.UU. se mantiene una recuperación lenta, con un mercado laboral que mejora, pero a un ritmo más lento en comparación con otros ciclos de recuperación.

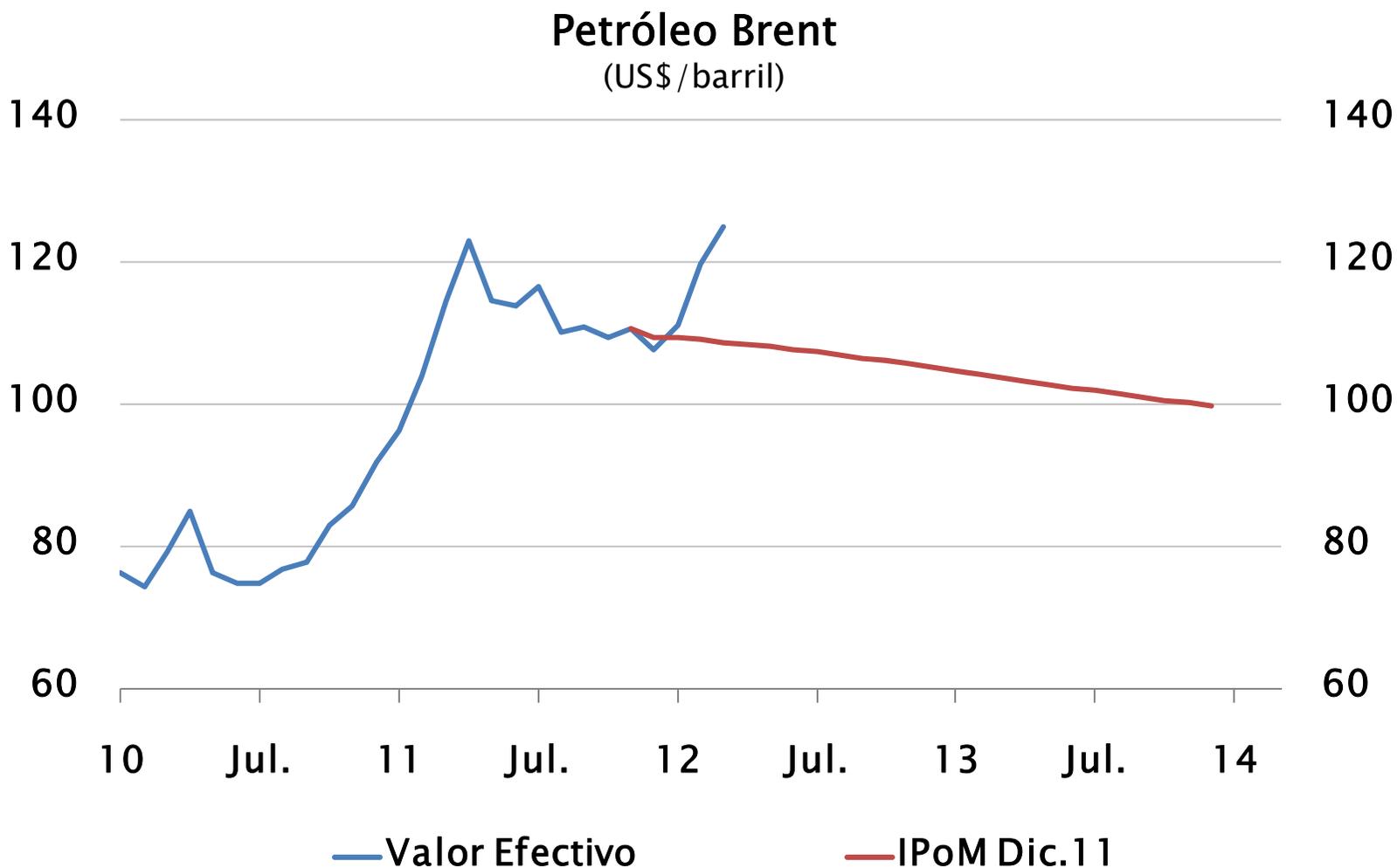
Recuperación mensual del empleo en EE.UU. en distintos ciclos  
(índice; 100=piso del ciclo para el año indicado)



Fuente: Bloomberg.



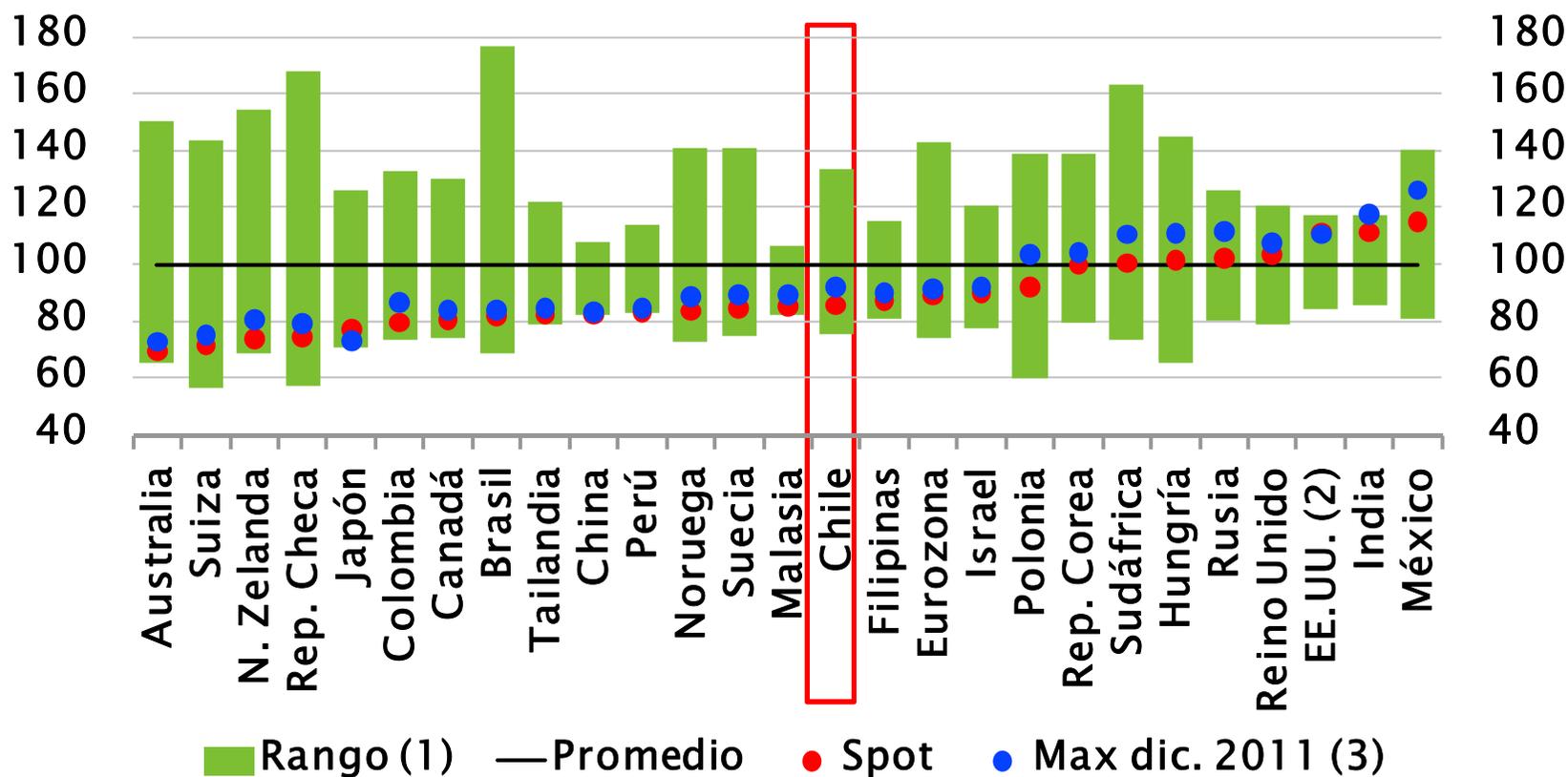
Las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente han elevado el precio del petróleo por sobre lo previsto en diciembre.





En este contexto, el dólar se ha depreciado a nivel internacional.

Tipo de cambio nominal (1)  
(índice 01.ene.2000 - 02.abr.2012=100)

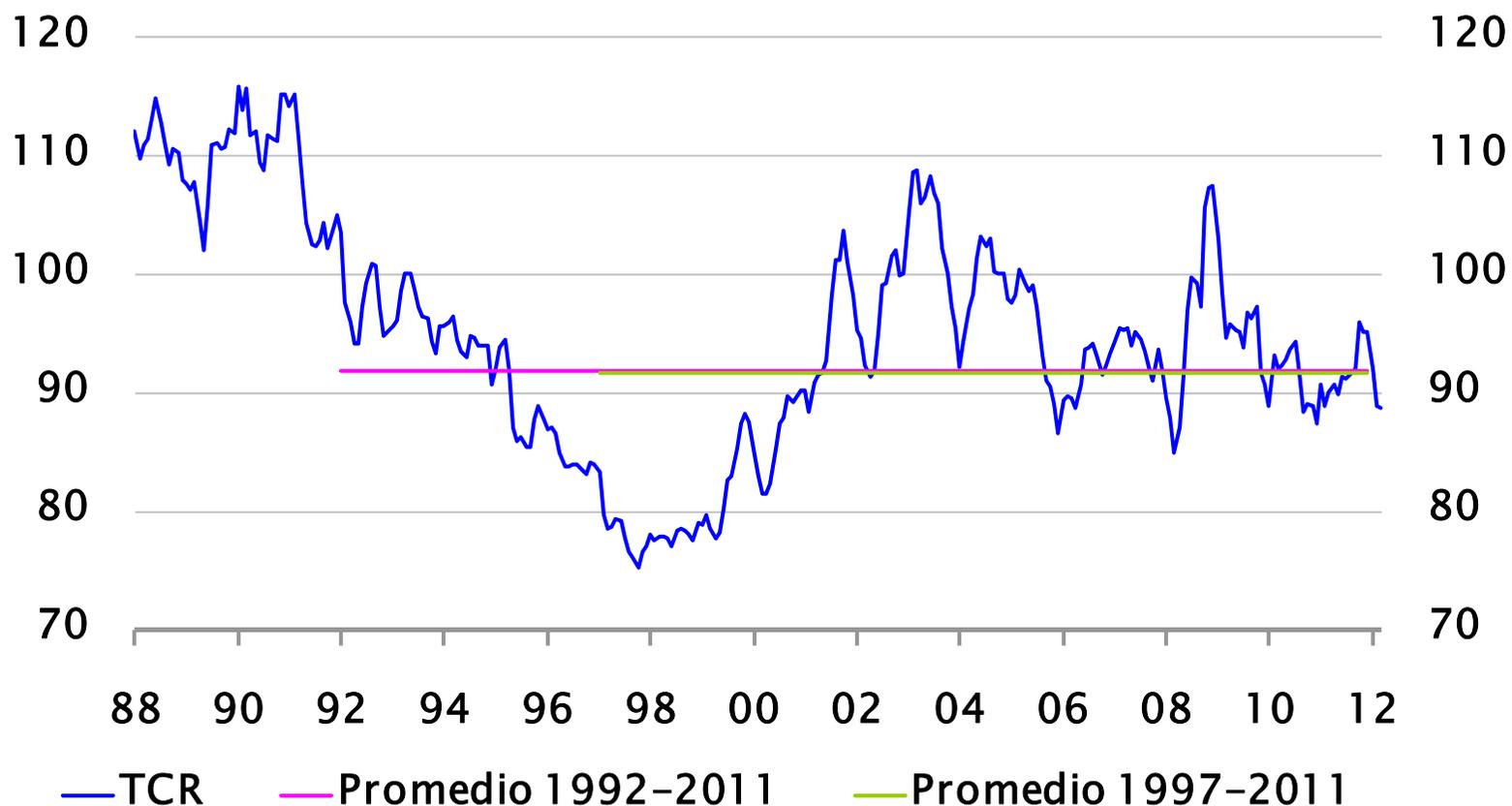


(1) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado. (2) Considera el índice *Broad*. (3) Valor más depreciado alcanzado en diciembre de 2011.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En Chile, el TCR se ha apreciado algo menos de 7% en los últimos meses.

Tipo de cambio real (\*)  
(índice 1986=100)

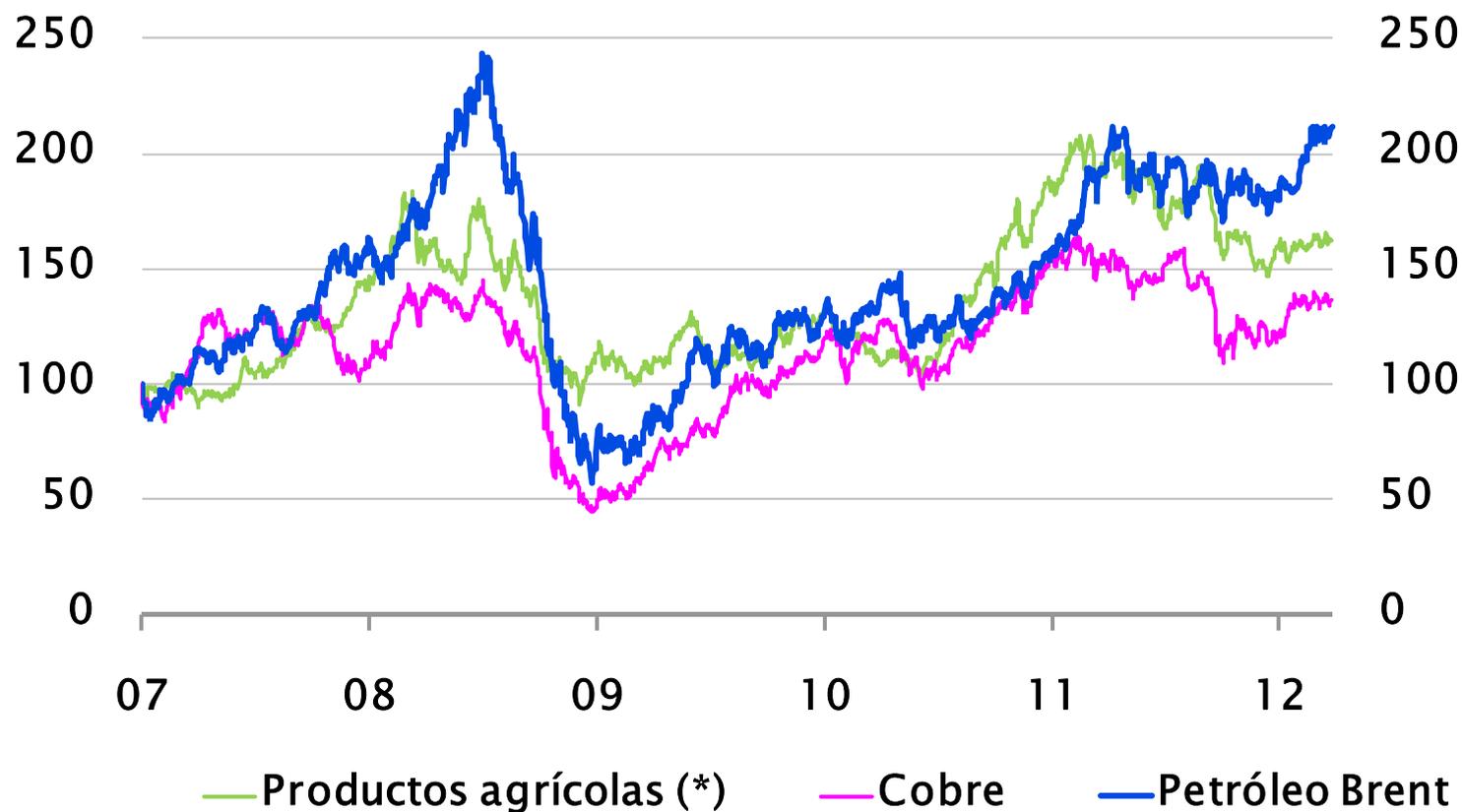




En este escenario se ha registrado un aumento generalizado de los precios de las materias primas.

### Precios de materias primas

(índice, 02/01/2007=100)

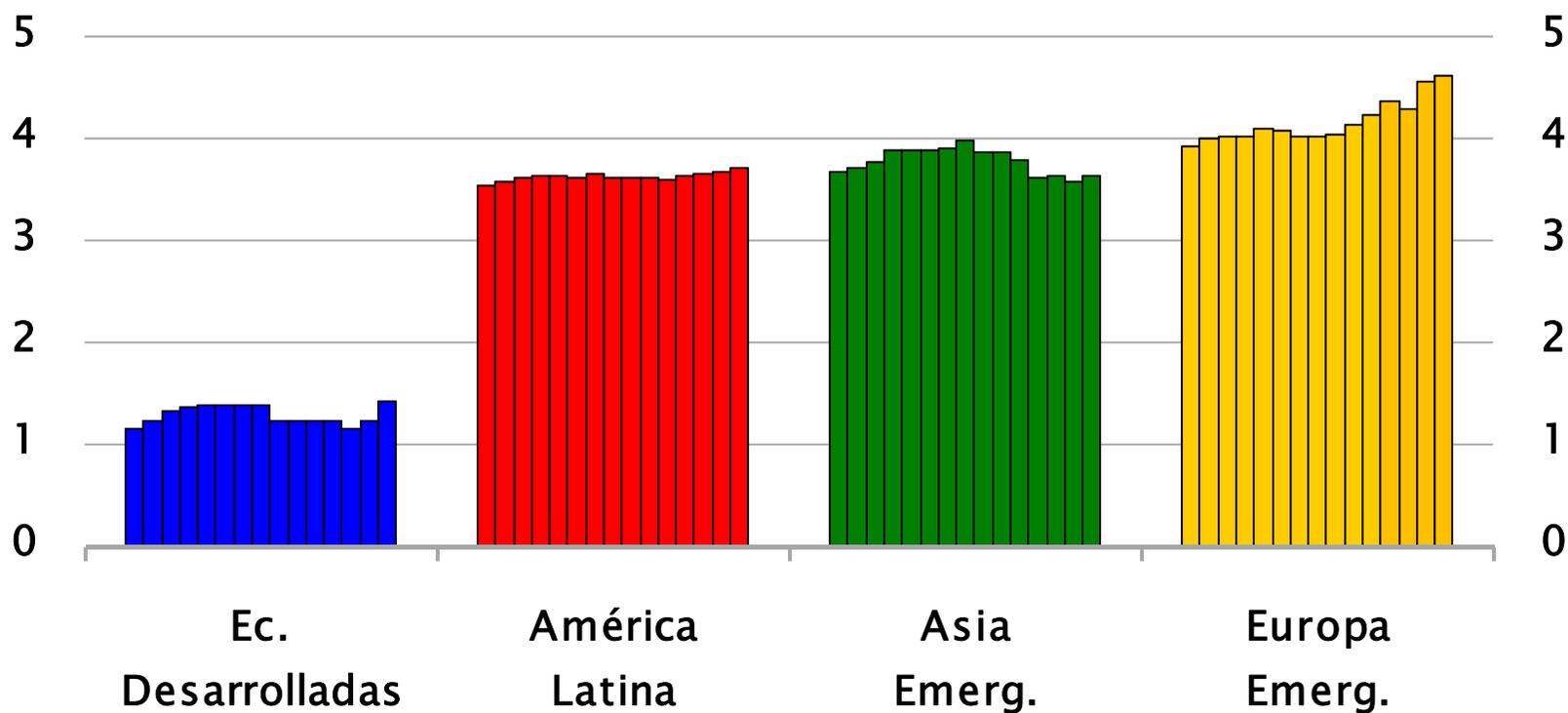


(\*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.  
Fuente: Bloomberg.



Lo anterior también se ha reflejado en mayores proyecciones de inflación para el 2012.

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

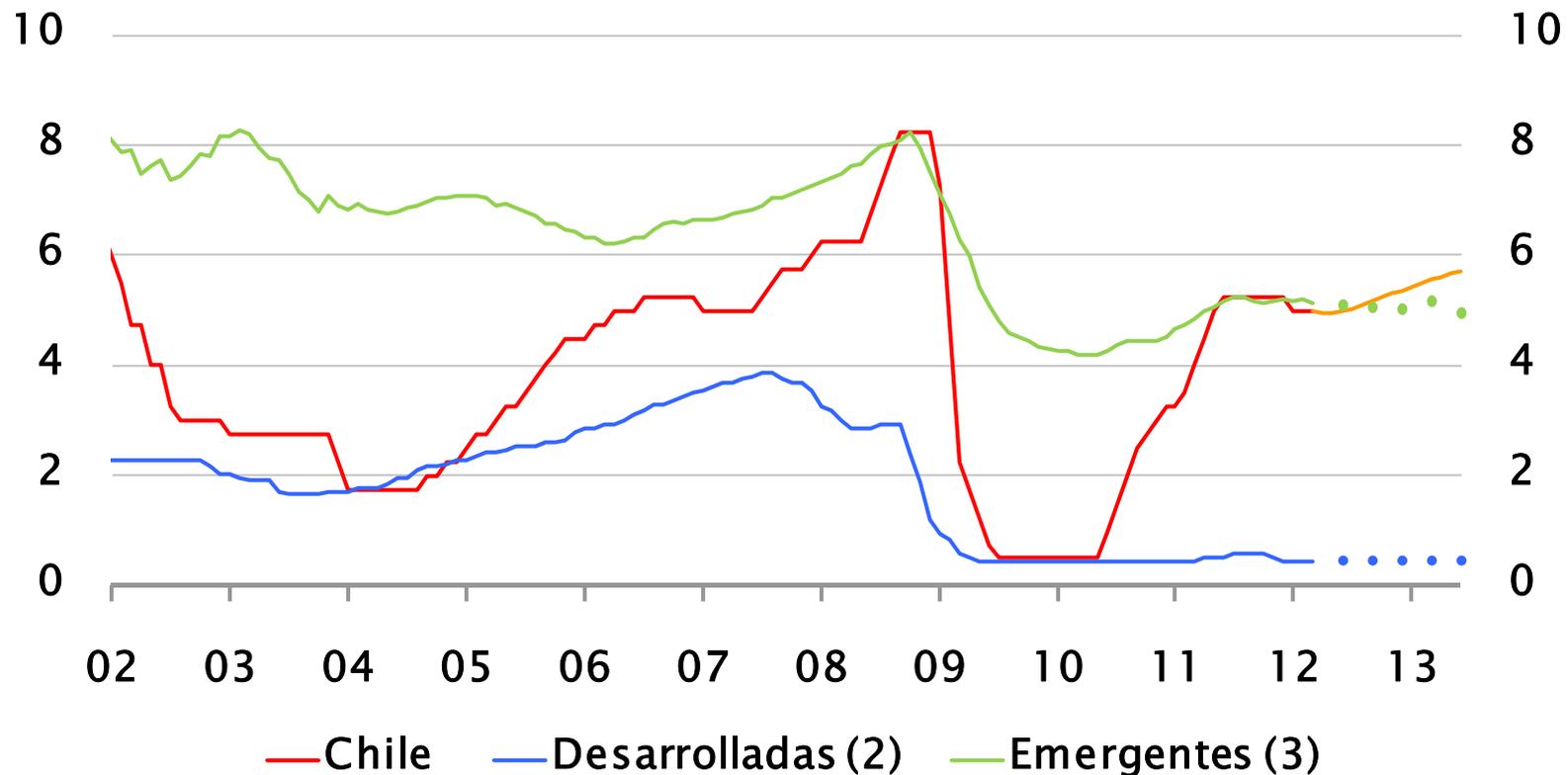


(\*) Inflación promedio para el año, a excepción de América Latina que corresponde a la inflación a diciembre. Fuente: Consensus Forecasts.



En este escenario, los bancos centrales de varias economías emergentes han detenido el proceso de aumento del estímulo monetario que comenzó en la segunda mitad del 2011. En las desarrolladas, nuevamente se postergaron las expectativas del inicio de un ciclo de alzas.

### TPM efectiva y esperada en el mundo (1) (porcentaje)



(1) Promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. Para las regiones, los puntos consideran la mediana de la encuesta de analistas de Bloomberg sobre la TPM esperada al término de cada trimestre. Para Chile, se usa la curva *forward*. (2) Incluye EE.UU., Eurozona, Japón y Reino Unido. (3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica. Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



# Escenario interno



La bolsa y el tipo de cambio nominal han vuelto a sus niveles previos al recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales.

### Tipo de cambio y bolsa chilena

(índice 03.01.2011-31.03.2012=100)



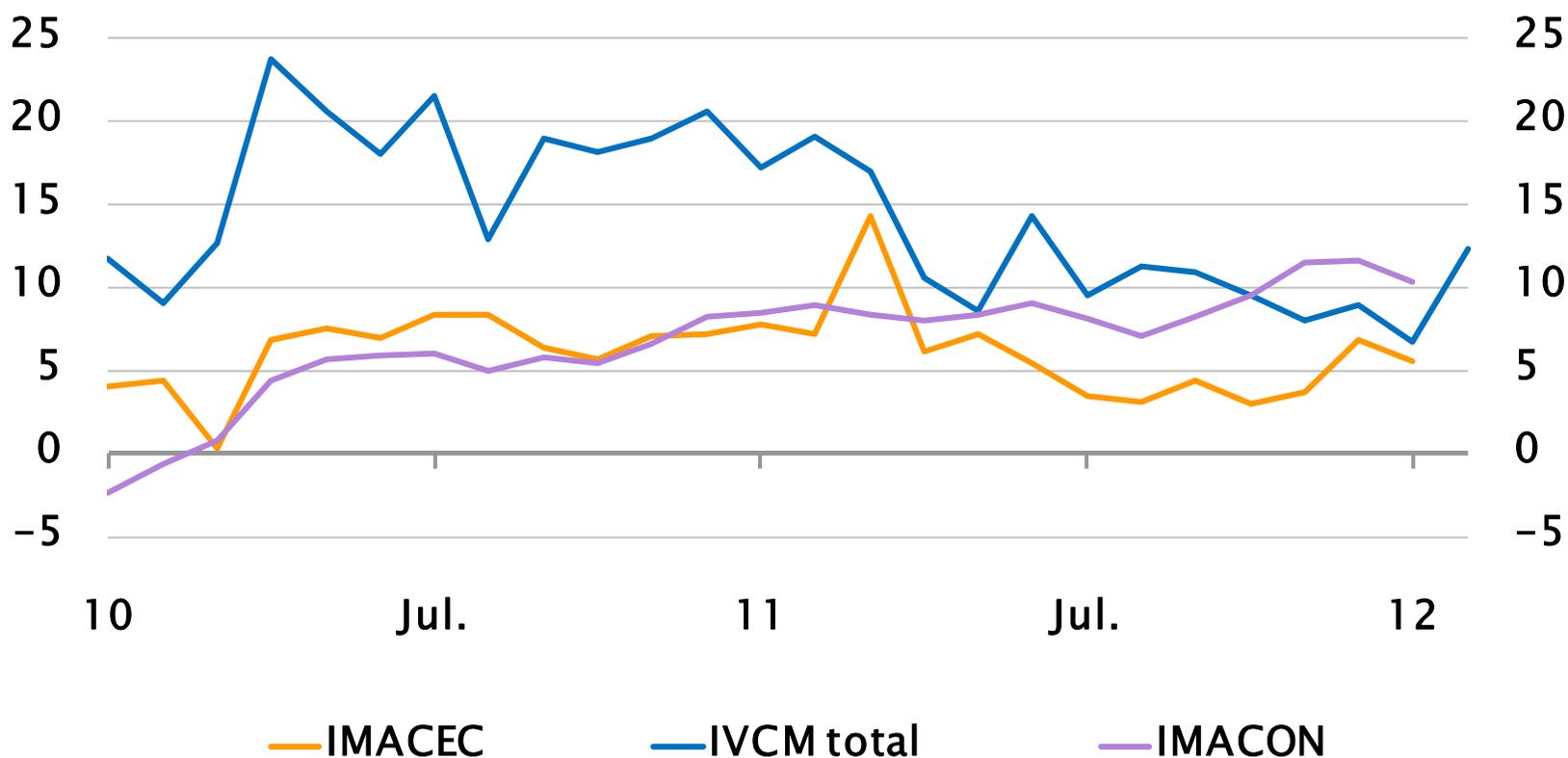
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



La actividad tuvo una desaceleración en el tercer trimestre, que luego ha sido compensada. Destaca el dinamismo de la construcción y del comercio.

### Indicadores de demanda interna (\*)

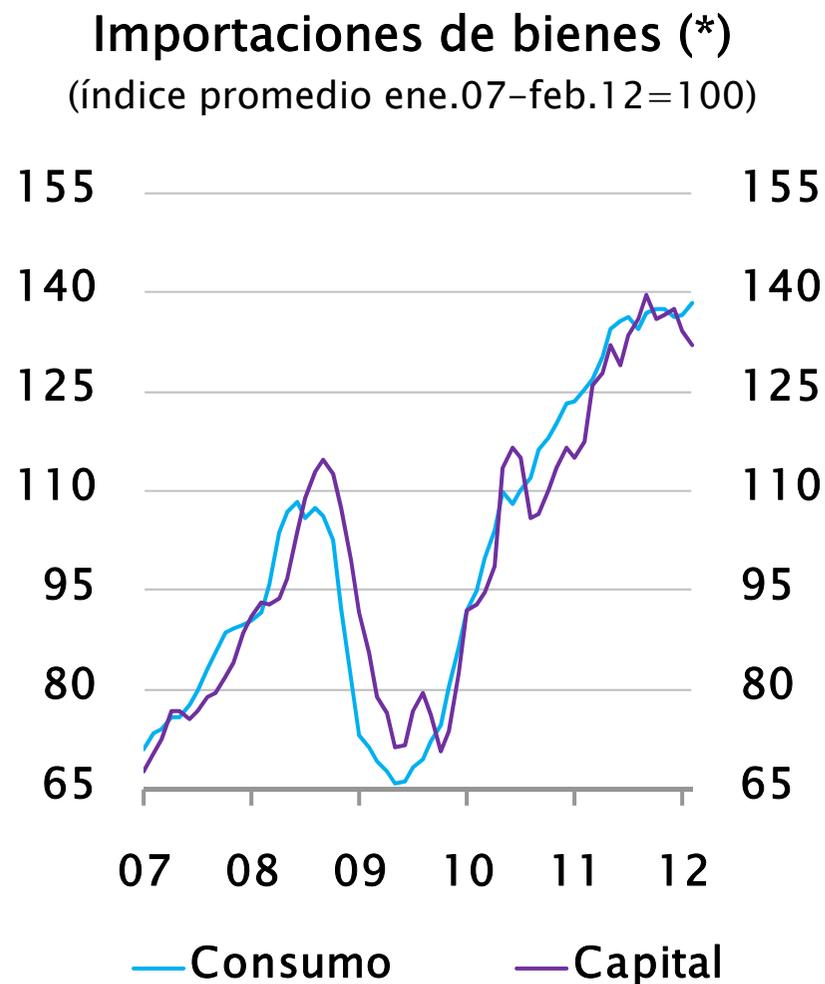
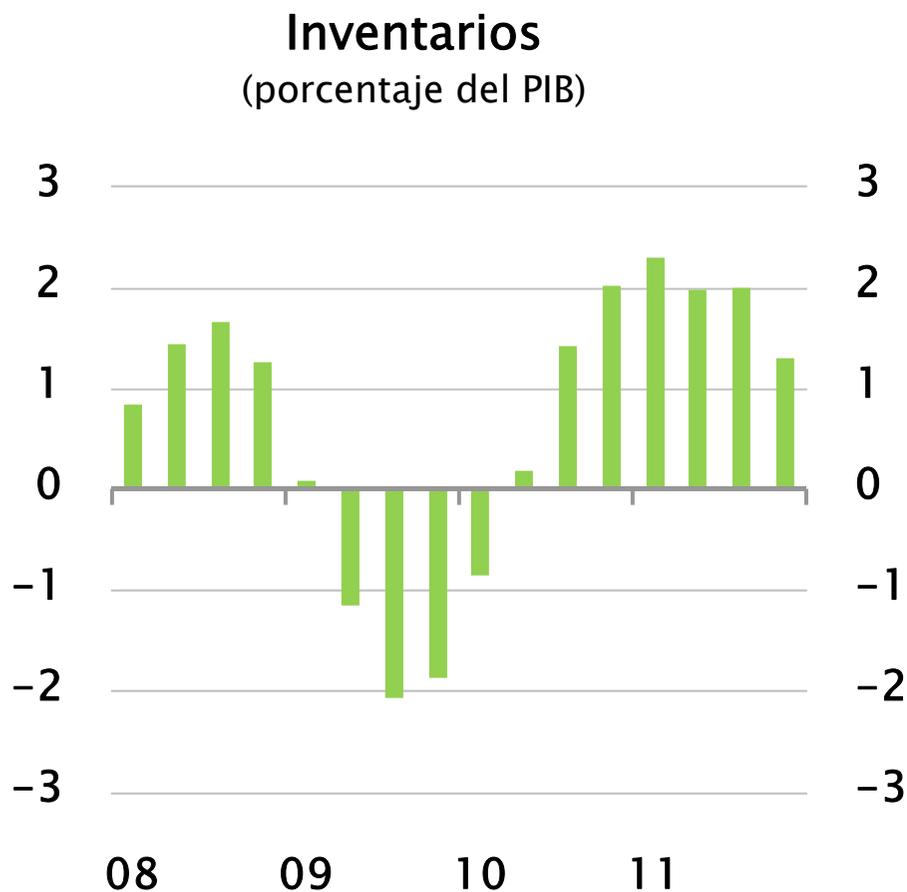
(variación anual, porcentaje)



(\*) IVCM: Índice de ventas al comercio al por menor. IMACON: Índice mensual de la actividad de la construcción. Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.



En el gasto, los mayores efectos se vieron en la acumulación de inventarios y las importaciones. En todo caso, su magnitud fue relativamente acotada.

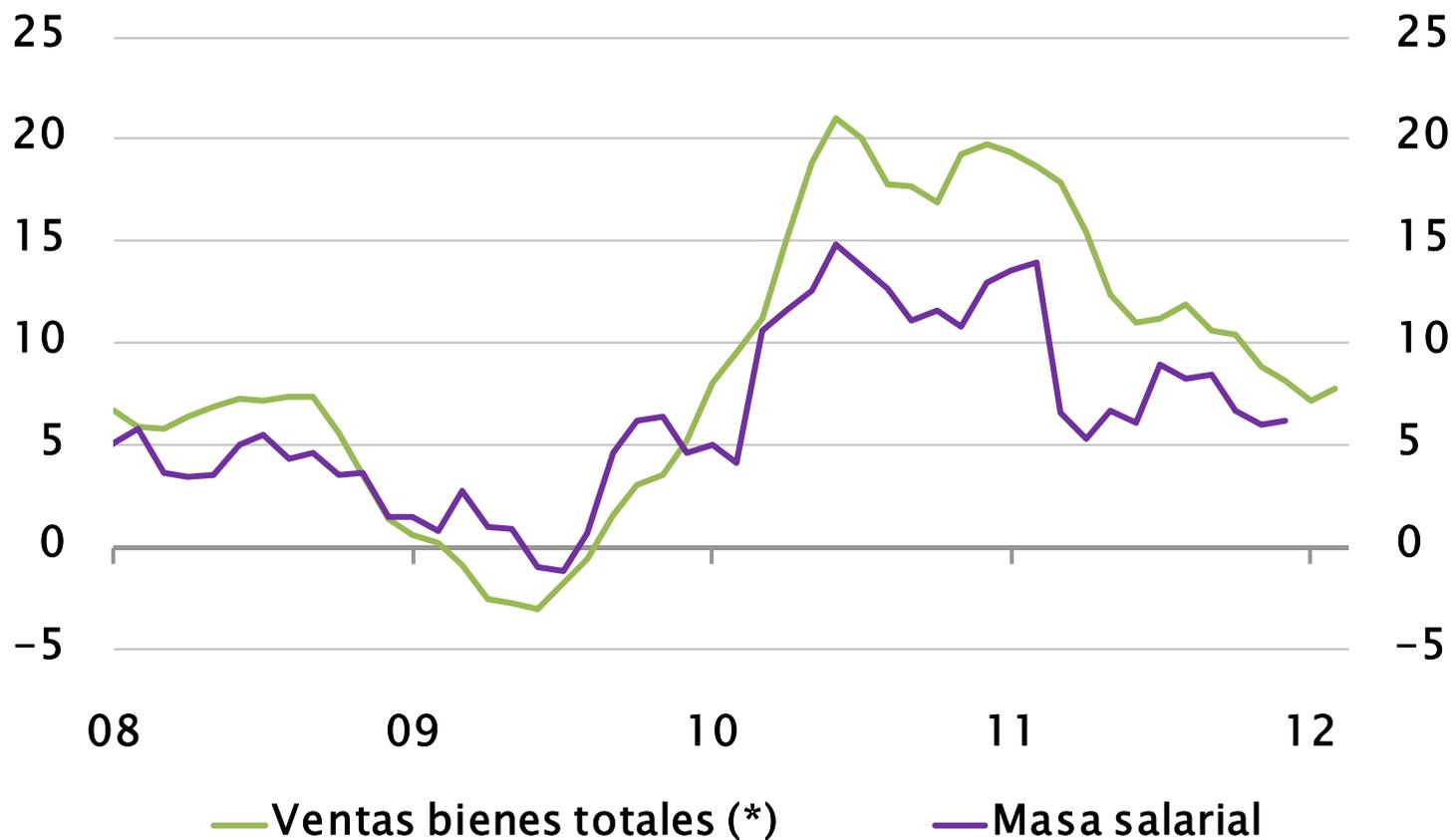


(\*) Importadas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.  
Fuente: Banco Central de Chile.



El consumo no se ha visto mayormente afectado, lo que se apoya en el estado del mercado laboral.

### Indicadores de consumo privado (variación anual, porcentaje)

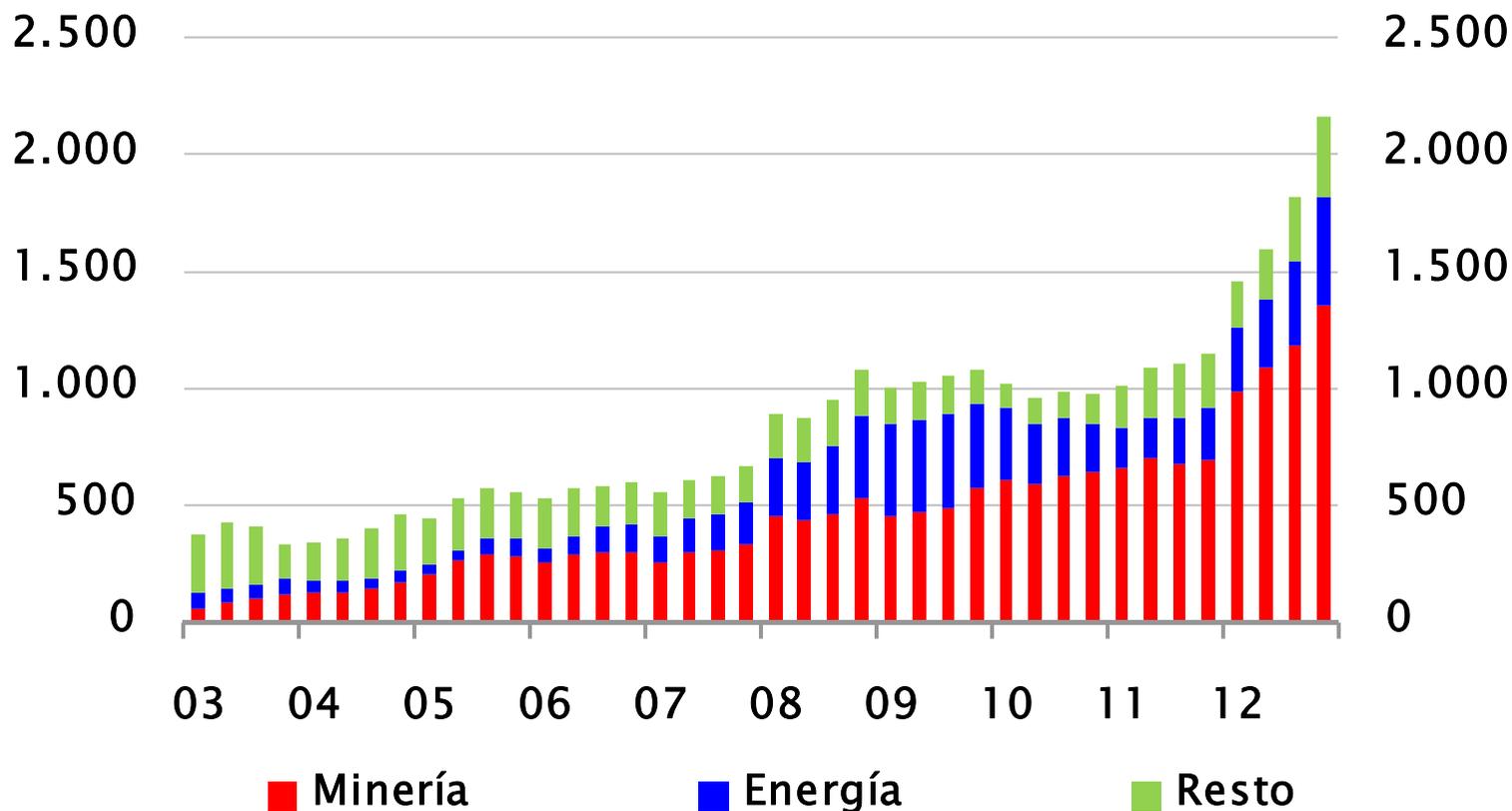


(\*) Serie desestacionalizada.  
Fuente: Banco Central de Chile.



En la inversión, destaca un cambio de composición hacia el componente de edificación y obras, en desmedro del de maquinaria y equipos. La ejecución de proyectos en los sectores de minería y energía explican parte de ello.

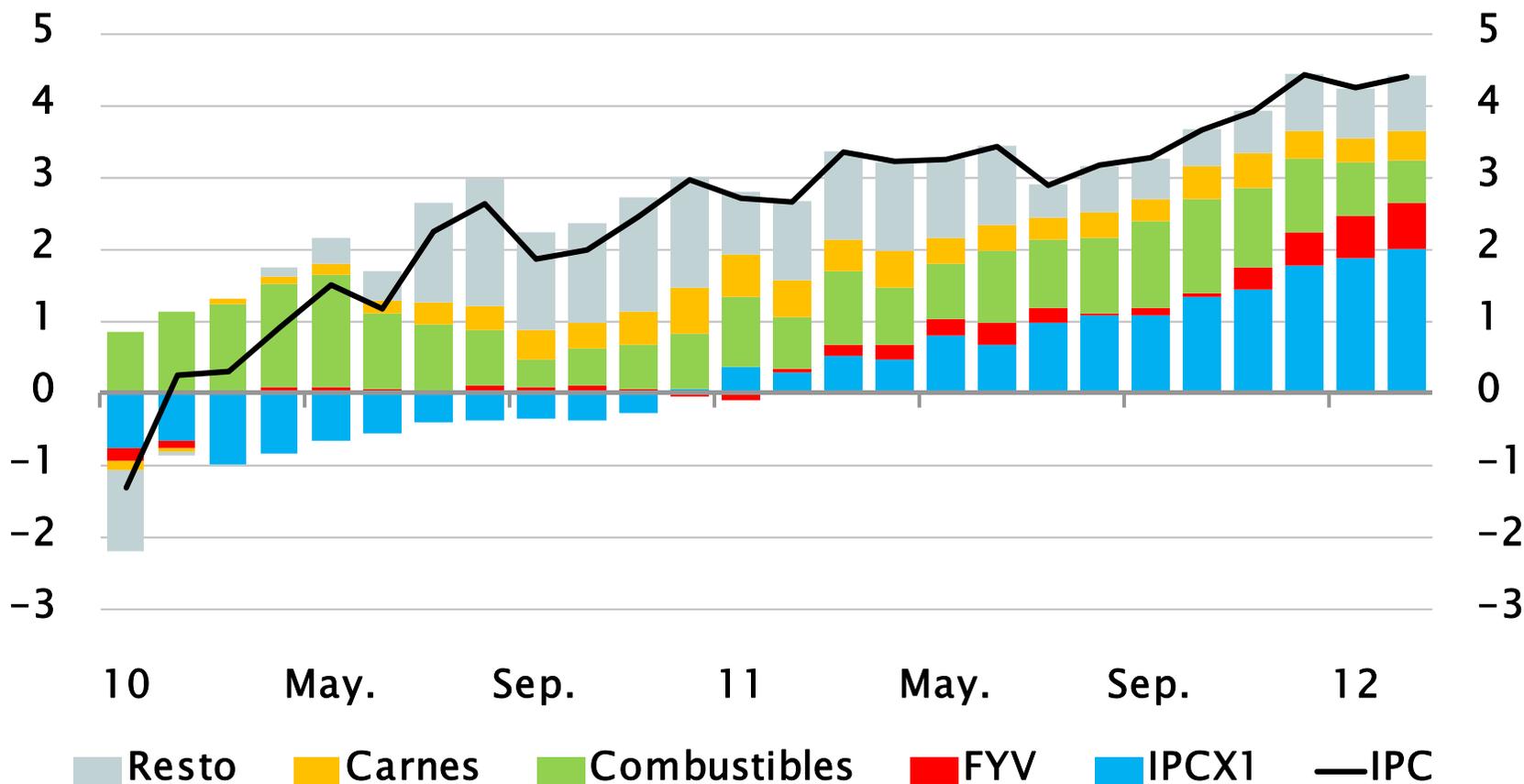
### Inversión en obras de ingeniería (millones de dólares)





En los últimos meses, la inflación ha superado lo previsto. En parte por una rápida normalización de la inflación subyacente y en parte por shocks específicos de precios.

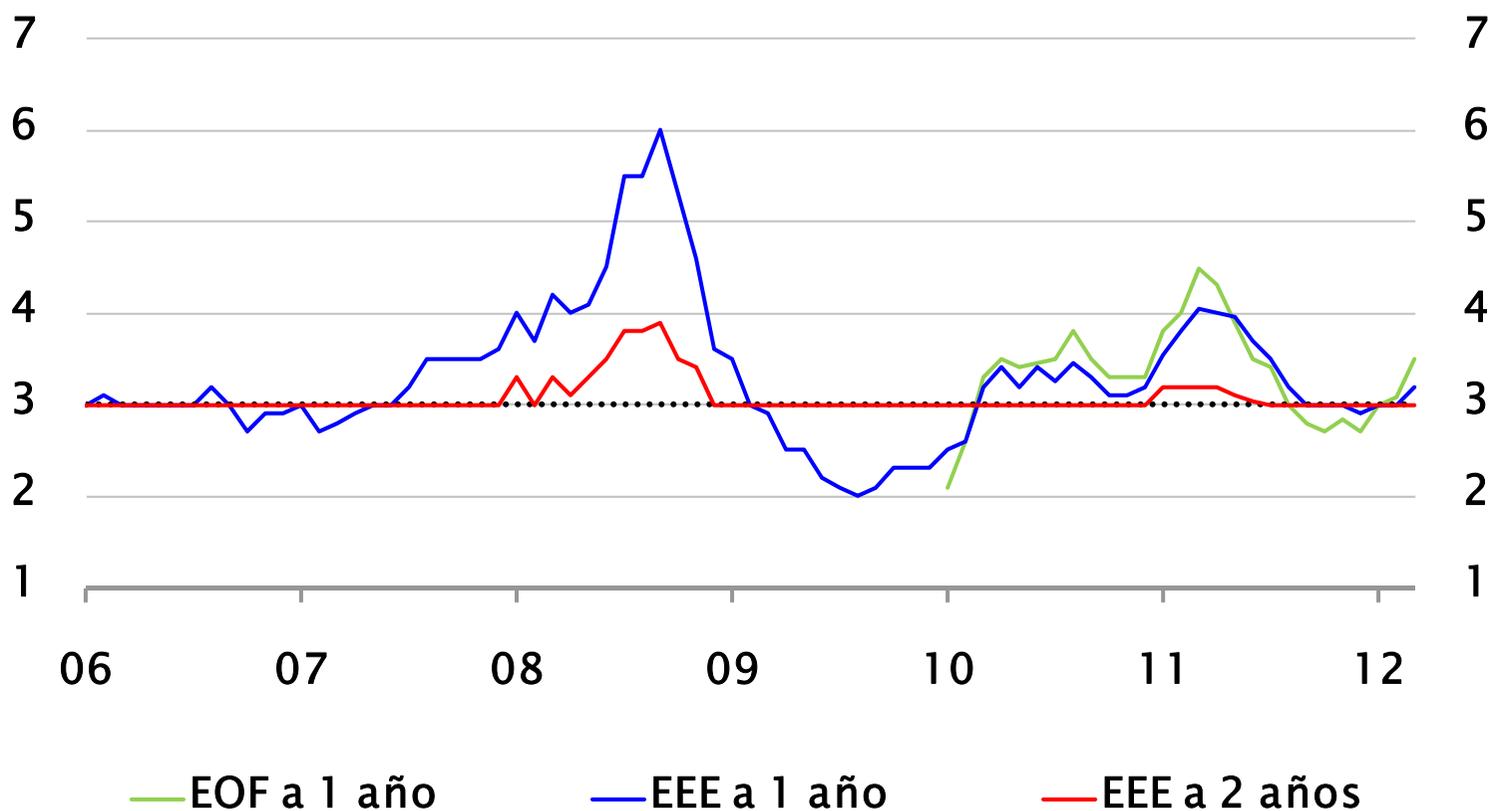
### Incidencias en la inflación anual del IPC (puntos porcentuales)





La mayor inflación ha llevado a un incremento de las expectativas de inflación en el corto plazo. Las de mediano plazo se han mantenido en torno a la meta.

Expectativas de inflación de las encuestas de mercado (\*)  
(porcentaje)



(\*) Corresponde a la EOF de la primera quincena de cada mes, a excepción del último dato que corresponde a la EOF de la segunda quincena de marzo. Fuente: Banco Central de Chile.



# Perspectivas



El escenario de crecimiento mundial es similar al previsto en diciembre. No obstante, hay algunos ajustes de composición, con mejores perspectivas para EE.UU. y una recesión más marcada en la Eurozona. Las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales no cambian para el 2012 y 2013.

### Supuestos del escenario base internacional (\*)

	2010	2011 (e)	2012 (f)			2013 (f)		
			IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12
Crecimiento			(variación anual, porcentaje)					
Socios comerciales	6,1	4,1	4,3	3,8	3,8	4,6	4,2	4,2
Mundo a PPC	5,1	3,7	4,0	3,5	3,3	4,5	4,1	3,9
Estados Unidos	3,0	1,7	2,0	1,8	2,1	2,8	2,2	2,3
Eurozona	1,9	1,4	1,2	-0,1	-0,3	2,1	1,0	1,0
China	10,4	9,2	8,3	8,2	8,1	8,7	8,5	8,5
Resto de Asia	7,7	4,3	4,5	4,4	4,3	5,0	4,8	4,8
América Latina (excl. Chile)	6,3	4,2	3,9	3,6	3,6	4,2	4,0	4,0
			(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	342	400	370	350	370	350	340	360
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	80	111	108	107	121	106	102	115
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio (*)	19,4	0,5	-5,3	-6,7	-5,3	-2,6	-3,5	-0,1

(e) Estimación. (f) Proyección. (\*) Las proyecciones de septiembre y diciembre fueron realizadas con las cuentas nacionales con año base 2003 y las cifras de 2010 y 2011 y la proyección de marzo con las cuentas nacionales con año base 2008 considerando los índices encadenados. Fuente: Banco Central de Chile.



El PIB crecerá en un rango entre 4 y 5% en el 2012. El cambio en la proyección se origina en gran parte por el mayor crecimiento efectivo de fines del 2011 y comienzos del 2012.

## Crecimiento económico y cuenta corriente (\*)

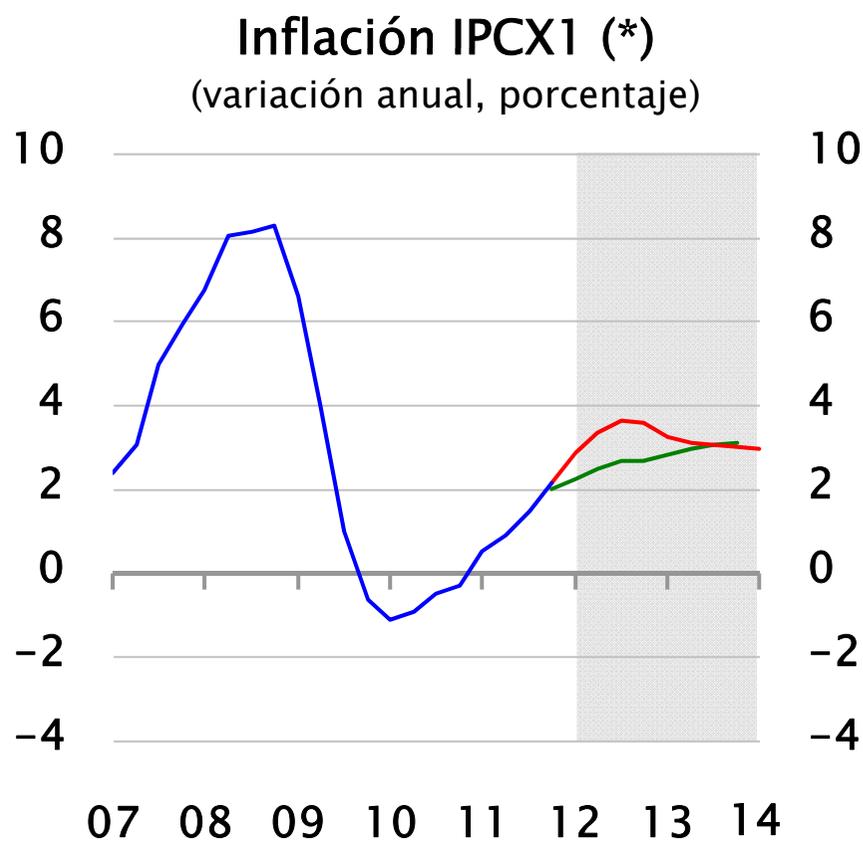
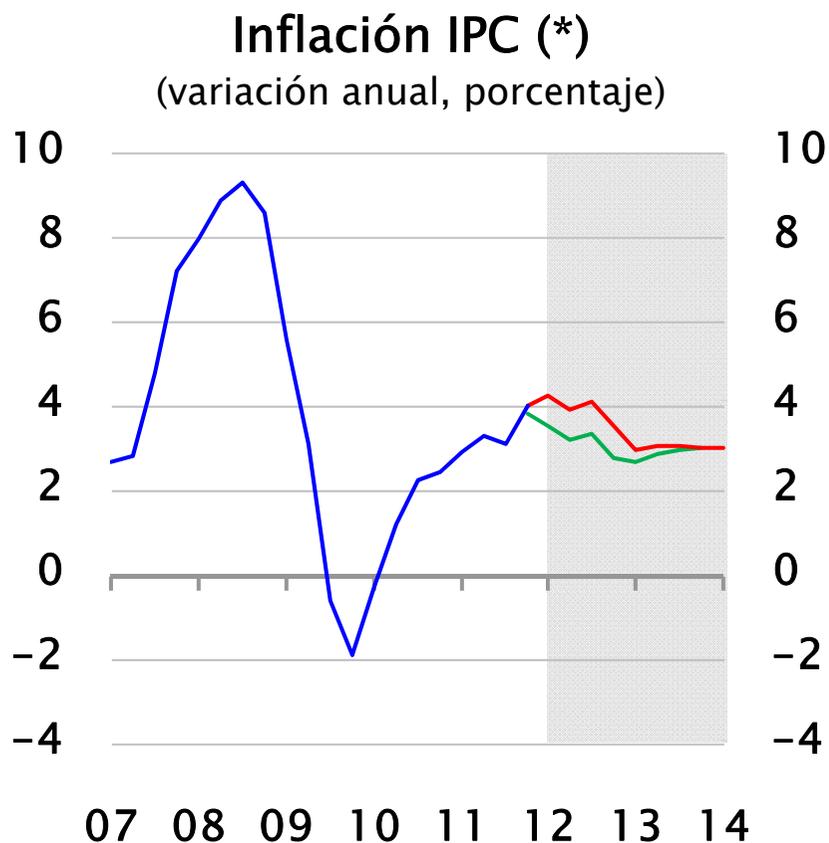
(variación anual, porcentaje)

	2011 (f)			2012 (f)		
	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12
PIB	6,25-6,75	6,2	6,0	4,25-5,25	3,75-4,75	4,0-5,0
Demanda interna	9,1	9,5	9,4	4,5	3,7	5,3
Demanda interna (sin variación de existencias)	9,7	10,2	10,3	5,4	4,8	5,8
Formación bruta de capital fijo	14,4	16,9	17,6	7,1	5,8	8,9
Consumo total	8,2	8,1	7,9	4,9	4,5	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	6,5	7,4	4,6	5,0	3,7	3,8
Importaciones de bienes y servicios	12,0	14,3	14,4	4,6	3,0	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	-1,5	-1,3	-2,1	-3,3	-3,4

(f) Proyección. (\*) Las proyecciones de septiembre y diciembre fueron realizadas con las cuentas nacionales con año base 2003 y la proyección de marzo con las cuentas nacionales con año base 2008 considerando los índices encadenados. Fuente: Banco Central de Chile.



En el corto plazo la inflación será mayor que la prevista en diciembre, ubicándose en torno a 4% por algunos meses.



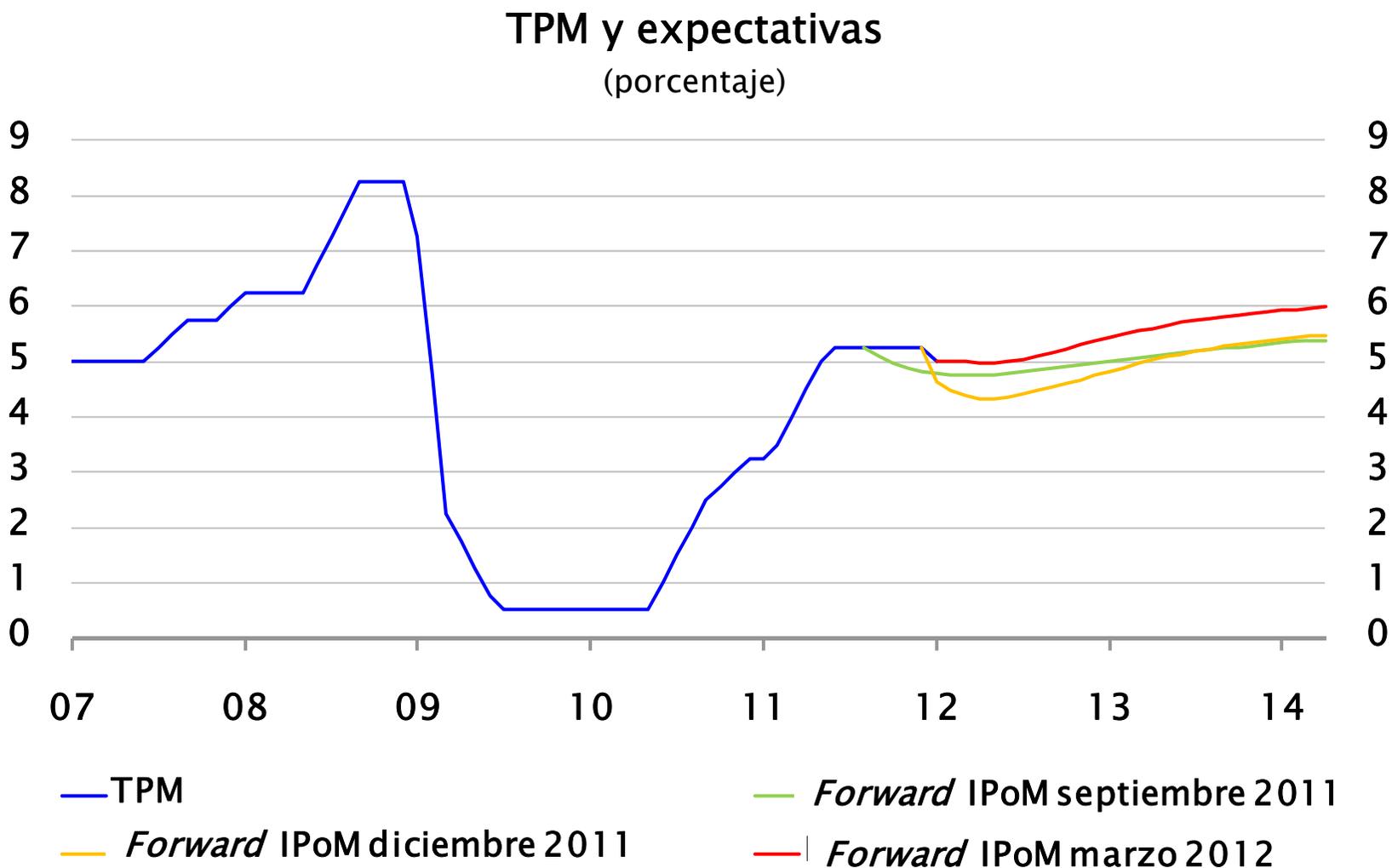
— IPoM Dic.2011

— IPoM Mar.2012

(\*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2012, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.





El balance de riesgos para la actividad y la inflación está equilibrado. Persisten los riesgos del escenario internacional, pero su probabilidad de ocurrencia es menor.

---

- Pueden repetirse e intensificarse episodios de tensión, con efectos sobre el crédito en la Eurozona y el crecimiento mundial.
- La desaceleración China puede ser más intensa, afectando el crecimiento mundial y el precio del cobre. De todos modos, es posible que otras economías tengan un mejor desempeño que pueda compensar parte de estos efectos.
- Preocupaciones por entradas de capitales en las economías emergentes.
- Los desbalances globales pueden ampliarse, en especial por la prolongación de los fuertes estímulos monetarios en Estados Unidos. Su deuda pública es alta y el elevado precio del petróleo dificulta el cierre de su déficit externo.
- El precio del petróleo podría subir significativamente, con efectos en el crecimiento mundial y en la inflación de combustibles.



## En Chile, se agrega el riesgo de que persista el dinamismo de la demanda interna.

---

- Esto puede intensificar los riesgos inflacionarios e incrementar la propagación de *shocks* de oferta, como el del petróleo o el de las frutas y verduras frescas. Tampoco puede descartarse que la velocidad con la que ha aumentado la inflación subyacente responda a brechas de capacidad más estrechas que las consideradas en el escenario base.
- También puede provocar una ampliación del déficit en cuenta corriente y amplificar los efectos de *shocks* externos sobre Chile, en especial si se acompañan con caídas del precio del cobre.



## La complejidad del escenario actual requiere un manejo prudente de la política monetaria.

---

- El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.
- Desviaciones de esta trayectoria dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.
- Si bien los riesgos internos para la inflación en el corto plazo han aumentado, los riesgos del escenario externo tienen el signo opuesto. Estos siguen siendo importantes y su concreción puede acarrear efectos significativos en la economía chilena.
- El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Marzo 2012

Manuel Marfán  
Vice-Presidente  
Banco Central de Chile