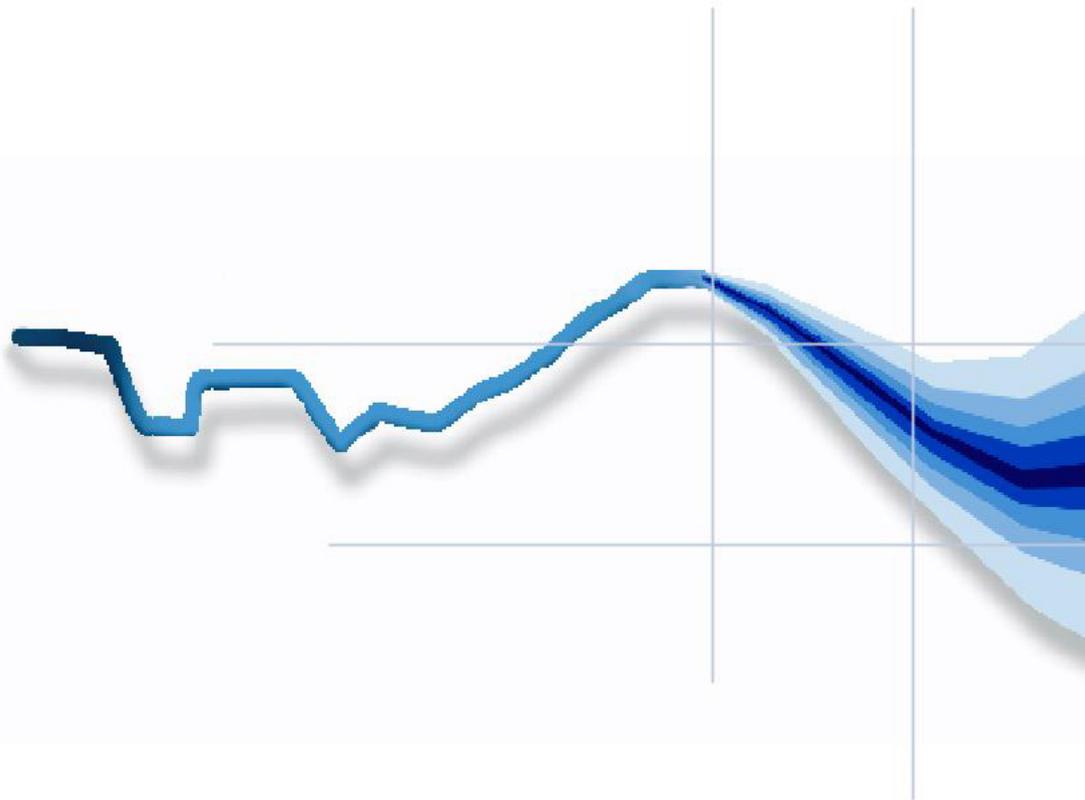


2011  
MARZO

IPoM 2011

# Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

# Informe de Política Monetaria

MARZO 2011



BANCO CENTRAL  
DE CHILE



Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	11
I. Escenario internacional	13
II. Mercados financieros	19
III. Demanda y actividad	23
IV. Precios y costos	27
V. Escenarios para la inflación	31
Índice de tablas y gráficos	35
Glosario y abreviaciones	37
Referencias bibliográficas	38
Recuadros	
Transmisión de un <i>shock</i> del precio del petróleo	17
Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE)	26
<i>Shock</i> del precio internacional de alimentos	30

---

<sup>\*/</sup> El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 28 de marzo de 2011.

# Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/ menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, la actividad y el empleo y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 31 de marzo de 2011 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 4 de abril de 2011.

**El Consejo**



# Resumen

En los últimos meses la inflación anual se ha mantenido en torno a la meta, acorde con lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. No obstante, los riesgos inflacionarios han aumentado. El Consejo ha seguido retirando el estímulo monetario, ubicando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4,0% en su reunión de marzo. Además, ha reiterado que será necesario continuar reduciendo el estímulo monetario en los meses venideros, a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

Los desarrollos del último tiempo han elevado la preocupación global por la inflación. En el mundo emergente, el crecimiento sigue acorde con lo previsto, en un ambiente donde se mantienen las tensiones cambiarias y los precios de las materias primas han continuado aumentando, en especial el petróleo y los alimentos. Este último fenómeno ha llevado a un escenario en el que las presiones inflacionarias se han elevado y, en concordancia con ello, lo han hecho las expectativas y los riesgos de inflación alrededor del mundo. Los bancos centrales de varias economías emergentes han reaccionado acelerando el retiro del estímulo monetario presente.

El panorama de crecimiento mundial se ve algo más favorable. Los datos efectivos de actividad en las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos, han sido mejores que lo esperado y las proyecciones de consenso se han corregido al alza. 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. Las tensiones financieras por la situación de algunas economías europeas siguen vigentes. La catástrofe en Japón también ha puesto una luz de alerta, pero hasta ahora sus implicancias negativas se estiman circunscritas mayormente al desempeño de la economía nipona. En el escenario base se contempla que el crecimiento de Japón en el 2011 será 0,5 puntos porcentuales menor por este fenómeno.

En Chile, la evolución de las brechas de capacidad ha continuado dentro de lo previsto, lo que ha redundado en una normalización de la tendencia inflacionaria. El 2010 cerró con un crecimiento económico anual de 5,2%, escenario en el cual las brechas de capacidad estarían cerradas. El dinamismo de la demanda interna, en particular del consumo, ha sido clave en este fenómeno. Las holguras del mercado laboral se han estrechado, con un rápido crecimiento del empleo y un aumento de los salarios. Este desempeño responde en gran parte al impulso que ha entregado la política monetaria al gasto interno y a la recuperación de la economía mundial. 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

## Supuestos del escenario base 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
Precio 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

(\*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

capacidad que se mantendrán cerradas a lo largo del horizonte de proyección. El dinamismo reciente de la economía se moderará en línea con un menor estímulo de las políticas macroeconómicas. En lo que dice relación con la política monetaria, las proyecciones consideran como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria de aumento comparable con la que se deduce de las diversas encuestas de expectativas. Respecto de la política fiscal, se utiliza como supuesto que el gasto fiscal crecerá este año por debajo del incremento de la actividad, en coherencia con los recientes anuncios del Gobierno en la materia, y posteriormente convergerá a un déficit estructural de 1% del PIB hacia fines del período de la actual administración.

En el escenario base, la situación cíclica de la economía chilena y el retiro de los estímulos macroeconómicos llevarán a una convergencia de la inflación anual de IPCX1 desde sus niveles actuales —cerca de 0,5%— hasta cifras algo por sobre 3% en la primera parte del 2012. Luego oscilará en torno a la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el primer trimestre del 2013.

La inflación total, no obstante, sobrepasará el límite superior del rango meta, en gran parte por el efecto de los mayores precios del petróleo y sus derivados. El escenario base supone que el precio del petróleo promediara valores en torno a US\$100 el barril WTI en el bienio 2011-2012. Con ello, la inflación anual del IPC se ubicará durante todo el segundo semestre de este año y hasta comienzos del 2012 por sobre 4%. Para diciembre del 2011, se proyecta que el incremento anual del IPC será de 4,3%, que se compara con el 3,3% considerado en diciembre. Gran parte de este cambio responde al impacto directo del mayor precio de los combustibles. En el caso del precio de los alimentos no perecibles, en los últimos meses los datos efectivos de inflación muestran un incremento que ha ido a la par de lo previsto en diciembre. En el escenario base, se considera que estos seguirán creciendo a tasas anuales del orden de 4 a 5% durante el 2011.

El Consejo proyecta que la variación anual del IPC volverá a ubicarse dentro del rango de tolerancia durante el segundo trimestre del 2012 y que se instalará en 3% hacia fines del próximo año. Esta proyección supone que la propagación de los mayores precios de los alimentos y del petróleo será acorde con el promedio de la experiencia histórica al respecto. También contempla que la economía crecerá a tasas acordes con su capacidad, lo que acota la propagación de estos *shocks* hacia otros precios, así como a las presiones de costos laborales.

Las expectativas de inflación privadas muestran un panorama similar al descrito en este escenario base. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo arroja que a diciembre de este año la inflación será 4,4% (3,2% en diciembre del 2010). La Encuesta de Operadores Financieros de la segunda quincena de marzo indica que la inflación se ubicará en 4,4% a un año plazo (3,3% en diciembre del 2010). A mediano plazo, la EEE de marzo anticipa que en dos años la inflación anual estará en 3,2% (3,0% en diciembre del 2010). Respecto de fines del 2010, las compensaciones inflacionarias que se infieren de los precios de los activos financieros también han aumentado en sus distintos plazos. Asimismo, las encuestas de confianza de empresarios y consumidores muestran una mayor preocupación por la inflación.

## Crecimiento económico y cuenta corriente

	2008	2009	2010	2011 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	3,7	-1,7	5,2	5,5 - 6,5
Ingreso nacional	3,7	-1,9	15,7	6,6
Demanda interna	7,7	-5,9	16,4	7,6
Demanda interna (sin Variación de Existencias)	7,6	-2,9	11,5	8,7
Formación bruta de capital fijo	19,4	-15,9	18,8	13,9
Consumo total	3,9	1,9	9,3	7,0
Exportaciones de bienes y servicios	3,2	-6,4	1,9	6,8
Importaciones de bienes y servicios	12,6	-14,6	29,5	9,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	1,6	1,9	1,2
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-3.307	2.570	3.802	3.100
Balanza comercial	8.529	14.117	15.855	18.700
Exportaciones	66.259	54.004	71.028	83.900
Importaciones	-57.730	-39.888	-55.174	-65.200
Servicios	-964	-1.444	-1.019	-100
Renta	-13.802	-11.666	-15.424	-20.000
Transferencias corrientes	2.930	1.563	4.390	4.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Inflación

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)					
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 IPCX1 promedio	2,8	-0,7	2,0	3,2	
Inflación IPCX1 diciembre	-1,1	0,1	3,3	3,0	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,0

(f) Proyección.

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

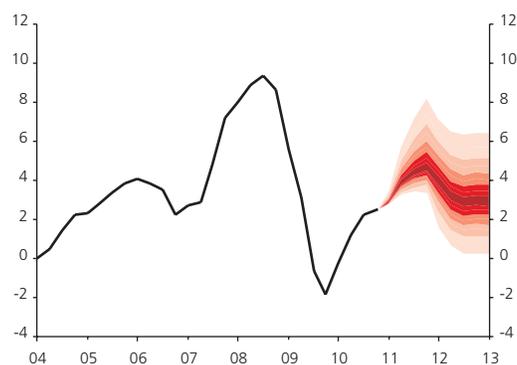
Fuente: Banco Central de Chile.

Como siempre, existen diversos riesgos que pueden llevar a que el escenario macroeconómico sea distinto del previsto. En esta ocasión, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad está sesgado al alza.

El riesgo principal se relaciona con el tamaño, persistencia y propagación del *shock* del precio de las materias primas y especialmente del petróleo. En lo externo, el escenario base supone una relativa estabilidad del precio del petróleo en niveles altos. No obstante, es posible que la continuación o intensificación de las tensiones políticas en algunos países exportadores de petróleo acentúe los movimientos al alza. Los efectos globales de un escenario de este tipo son claramente inflacionarios en lo inmediato, mientras que en un plazo mayor, la combinación de sus efectos sobre la demanda mundial y las tasas de interés pueden moderar la actividad económica global (Recuadro I.1). En el caso del precio de los alimentos, los índices agregados muestran que su nivel actual es superior al del *peak* del 2007-2008, aunque con diferencias en la composición de los productos que muestran los mayores aumentos (Recuadro IV.1). La velocidad de estas alzas, en todo caso, ha sido mayor a la del episodio previo, aunque en esta oportunidad el comportamiento del tipo de cambio nominal no ha amplificado el alza de los precios internacionales. Tanto los precios de los futuros como las proyecciones de analistas apuntan a que los precios externos no seguirán subiendo, sino más bien tenderán a una normalización. Con todo, no puede descartarse que la continuación de problemas de oferta en el sector agrícola, en un contexto de crecimiento elevado de las economías emergentes, intensifique las presiones sobre los precios de los alimentos.

## Proyección de inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) 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 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.

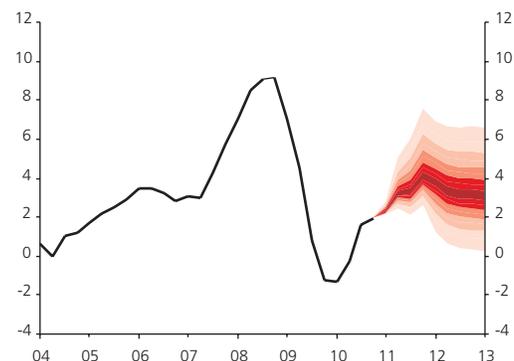
En lo que respecta a la propagación interna del *shock* del precio de las materias primas, en el caso de los alimentos, el ritmo de crecimiento de los precios locales ha sido inferior al de los precios externos, lo que es indicativo de una compresión de márgenes en el sector. En todo caso, esta compresión revierte la ampliación de los mismos que se observó en el 2008-2009, luego de la caída de los precios externos. Sin embargo, no puede descartarse que, si los precios internacionales siguen aumentando, se observen mayores efectos en la inflación.

Ante *shocks* adicionales, el sistema de estabilización vigente ayudaría a moderar las fluctuaciones de corto plazo de los precios de combustibles. Sin embargo, no es su objetivo, en un horizonte de mediano plazo, aislar las fluctuaciones de los precios locales de las de los precios externos. Además, los efectos podrían amplificarse en la medida que se dé un escenario de baja disponibilidad de energía hidroeléctrica y mayor dependencia de energía térmica generada con derivados del petróleo. Se debe recordar que en el 2007-2008 el precio de la energía subió de modo considerable, por una combinación de producción eléctrica más intensiva en generación térmica en momentos en que el petróleo alcanzaba sus máximos históricos. Hoy el costo marginal de generación eléctrica está 25% por debajo del máximo alcanzado en el 2008.

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. Es posible que, en la medida que la economía

## Proyección de inflación IPCX (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) 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 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.

sostenga un dinamismo más allá de su capacidad instalada, ello facilite una propagación mayor de estos *shocks* de precios relativos hacia los precios de otros productos y a los costos laborales, acentuando sus efectos inflacionarios. En el escenario base, se espera que las brechas se mantengan cerradas a lo largo del horizonte de proyección, pero no puede descartarse que la actividad y la demanda evolucionen por sobre lo anticipado, llevando a exceder los niveles normales de uso de la capacidad productiva de la economía y, por tanto, a presiones inflacionarias superiores a las contempladas en el escenario base. En contraposición, el alza de los combustibles y otros productos afecta el ingreso disponible de los consumidores y, por esta vía, puede ser un factor de moderación del gasto en otros bienes y servicios.

En el ámbito externo, siguen presentes las tensiones financieras en algunas economías de Europa y la situación de los desbalances globales está lejos de resolverse. También es incierto qué tan estrechas son las holguras de capacidad y presiones inflacionarias en algunas economías emergentes, especialmente en Asia, y cuál será la respuesta de las autoridades monetarias y los inversionistas ante las señales de mayor inflación que están enfrentando. En especial, considerando la experiencia del 2007-2008. Esto podría llevar a una reacción de política monetaria que provoque una desaceleración más pronunciada de la demanda en las economías emergentes, con consecuencias relevantes para el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. En contraposición, también es posible que las diferencias en el ritmo de recuperación de las economías emergentes y desarrolladas y las tensiones cambiarias presentes, impliquen una demora en el retiro del estímulo monetario, provocando una mayor inflación global en lo inmediato y respuestas más agresivas de política monetaria a posteriori.

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 esa forma, asegurará el logro de la meta de inflación y evitará consecuencias negativas sobre el bienestar de la población. Asimismo, ratifica que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

## **Antecedentes: Reunión e IPoM diciembre 2010**

Para la reunión de diciembre, el escenario externo mostraba una inusual configuración: elevados precios de materias primas, bajas tasas de interés y perspectivas de crecimiento moderado en las economías desarrolladas. Seguía la debilidad económica en varios países de Europa, ante la vulnerabilidad fiscal y bancaria de algunas economías de la región. Las economías emergentes tenían un fuerte crecimiento de la demanda interna con reducción de brechas, lo que, junto con incipientes presiones inflacionarias, había llevado a algunos de estos países a seguir ajustando su política monetaria. Solo la apreciación de sus monedas tenía efecto inverso sobre la inflación y, por lo mismo, había llevado a otro grupo de países, la mayoría, a poner una pausa a sus ajustes monetarios. Todo ello conformaba un cuadro de alta incertidumbre y riesgo. En el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre se estimaba una expansión de la economía mundial menor a la del consenso del mercado, principalmente por las negativas consecuencias de las turbulencias financieras en Europa y la implementación de planes más estrictos de ajuste fiscal en los países de esa región.

En lo interno, la economía crecía a un ritmo similar al contemplado en septiembre, cerrando holguras de capacidad. El impulso de la demanda estaba liderado por el consumo privado, favorecido por: expectativas optimistas de los hogares, condiciones crediticias bastante normalizadas, y una positiva evolución del empleo y la masa salarial. En el escenario base, se preveía que en el 2010 la actividad crecería 5,2%. En el 2011, el PIB se ubicaría entre 5,5 y 6,5%, con un crecimiento dinámico del gasto, pero más moderado que el del 2010 por la normalización del crecimiento de las compras de bienes durables, la acumulación de inventarios y la inversión en maquinaria y equipos. Así, las holguras de capacidad se mantendrían cerradas hasta fines del horizonte de proyección.

La inflación había estado por debajo de lo esperado, por una menor inflación de los bienes importados, así como por algunos factores puntuales. La variación anual del IPC convergía gradualmente a la meta, pero más lento que lo estimado en septiembre, a la vez que el IPCX1 seguía en terreno negativo. El tipo de cambio había adquirido relevancia y su desarrollo requería un cuidadoso seguimiento. En adelante, la absorción de las holguras de capacidad y los mayores precios de los alimentos —por el traspaso acotado de los precios internacionales— y el supuesto de que la compresión de

márgenes en productos específicos no continuaría permitían prever que el IPC se mantendría en torno a 3% anual hasta fines del horizonte de proyección.

En este contexto, el Consejo estimaba que, en el escenario más probable, continuaría reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que era comparable con el que se desprendía de las diversas encuestas de expectativas.

En cuanto a los riesgos, a nivel internacional, la principal preocupación era una recuperación global más lenta que la prevista, lo que constituiría un menor impulso externo para la economía nacional. Esto podría obedecer a la persistencia e intensificación de las turbulencias financieras en Europa o a la implementación de políticas más restrictivas en algunas economías emergentes para evitar un rebrote inflacionario y/o un sobrecalentamiento. Las trabas en los ajustes cambiarios contribuían a amplificar tales efectos. En la inflación, los principales riesgos respondían a las presiones provenientes de mayores precios de alimentos y/o de otras materias primas, que podrían seguir subiendo y traspasarse con mayor intensidad y rapidez localmente. También era posible que el dinamismo de la demanda y actividad interna fuera más allá de lo proyectado, generando mayores presiones inflacionarias. Por último, las presiones de costos laborales seguían latentes ante el estrechamiento de las condiciones en el mercado del trabajo.

Así, las opciones más plausibles para diciembre eran mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,0% o aumentarla en 25 puntos base (pb), hasta 3,25%. La normalización de la política monetaria seguía siendo justificada, puesto que la dinámica de la actividad debería elevar naturalmente el nivel de los precios en el futuro. Si bien una pausa se explicaba por las menores presiones de precios y por la baja en el tipo de cambio, tenía el riesgo de que acelerara la inflación por sobre lo esperado. Además, la TPM de 3% era aún bastante baja, pues significaba una tasa real de 0%. La situación cambiaria, la incertidumbre externa y los bajos registros de inflación daban espacio para continuar con una normalización gradual de la política monetaria. La política monetaria interna no debía ser inmune a lo que pasaba en el resto del mundo. De lo contrario, el Tipo de Cambio Real (TCR) y la cuenta corriente a precios de tendencia podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible. El diferencial relevante respecto de las tasas de interés externas podría afectar la trayectoria del tipo de cambio en el corto plazo. Así, se acordó aumentar la TPM en 25pb, hasta 3,25% anual.

## Reuniones de enero y febrero

En la primera reunión del año, la principal novedad era que el 3 de enero, el Consejo había decidido iniciar la acumulación adicional de reservas internacionales por US\$12.000 millones para fortalecer su posición de liquidez internacional. Con ello, al término del programa (fines de diciembre del 2011) el nivel de reservas internacionales alcanzará a 17% del PIB. Este nivel es compatible con los valores observados en economías similares a la chilena. La intervención debería suavizar los efectos del ajuste cambiario al que había estado sometida la economía. Los efectos de esta medida, aunque transitorios, deberían proveer espacios para facilitar los ajustes reales en la economía nacional. Los efectos monetarios serían esterilizados. En el frente externo, las noticias habían sido algo mejores de lo esperado, especialmente en Estados Unidos. No obstante, su mercado laboral seguía deprimido y la economía aún mantenía elevadas holguras de capacidad. Persistía la incertidumbre respecto de la situación fiscal y financiera en Europa. Los precios internacionales de las materias primas y los alimentos habían continuado subiendo y, por tanto, la preocupación por la inflación en las economías emergentes se acentuaba. La economía nacional había seguido mostrando un marcado dinamismo. La inflación anual había estado dentro de lo esperado, manteniéndose en torno a la meta, y su trayectoria de mediano plazo seguía conducida en lo grueso por la evolución de la actividad y el cierre de holguras. Pero, había cierta preocupación por los efectos del alza del precio de los alimentos. El mercado había aumentado sus proyecciones de inflación en el corto y mediano plazo. El impacto inmediato de la intervención fue una depreciación del peso frente al dólar y un aumento en las tasas de interés de los bonos emitidos por el Banco o la Tesorería. La depreciación podía tener un impacto sobre la inflación, pero acotado en el corto plazo. Se estimó que no existían elementos para cambiar la trayectoria de tasas de interés considerada en el IPoM de diciembre, que sugería una normalización gradual durante el 2011, incluyendo pausas intermedias. De este modo, se analizó como opciones mantener la TPM en 3,25%, pero con un sesgo restrictivo para los próximos meses, o un incremento de 25pb, llevándola hasta 3,5%. Era esperable que en los primeros meses del año se produjese la primera pausa, por lo que su asimilación no debería ser un problema para el mercado, además había sido una opción en las dos últimas reuniones. No obstante, había varios elementos que sugerían un cambio en el balance de riesgos, con mayor énfasis en la inflación. Si los riesgos se intensificaban, existía flexibilidad para ajustar la trayectoria de la TPM en el futuro. La principal ventaja de subir la TPM era que señalaba con claridad la intención de continuar la trayectoria de normalización de la política monetaria y era coherente con reducir los riesgos inflacionarios. Sin embargo, podría interpretarse como una reacción al aumento de las expectativas privadas de inflación, lo que no parecía adecuado, por cuanto no era sorpresivo que la intervención provocara aumentos transitorios en la inflación. Esto, aun cuando el dinamismo de la economía local y el *shock* de precios internacionales de alimentos hacían recomendable tomar

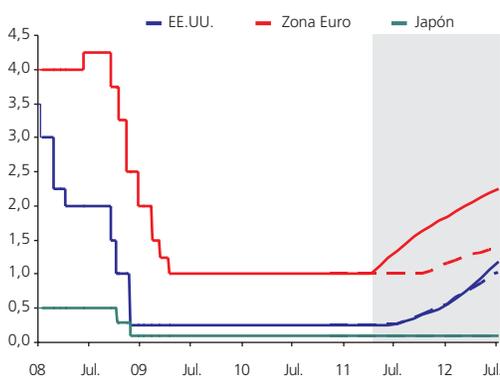
acciones preventivas, para evitar un aumento de la inflación que complicara el cumplimiento de la meta y que se generaran complejos incrementos en las expectativas de inflación. Así, se acordó mantener la TPM en 3,25% anual.

En febrero, destacaba el aumento de las expectativas de inflación a nivel global y local. Por su importancia en el proceso inflacionario, era clave no subestimar esto. Entre los factores que lo explicaban estaban: la consolidación de un alza importante del precio de los alimentos y otras materias primas, que representaba una amenaza para la inflación en muchos países, y el que las perspectivas de actividad en algunos países desarrollados mejoraban, dando cuenta de que los escenarios de mayor debilidad parecían menos probables. Internamente, también debía considerarse la intervención cambiaria, ya fuera por su efecto en el nivel del tipo de cambio nominal o porque se interpretó como una disposición a aceptar más inflación en el proceso de ajuste de tipo de cambio real. La experiencia inflacionaria del 2007-2008, aunque con condiciones muy diferentes, debía ser adecuadamente ponderada, aun cuando ahora los aumentos de precios fueran menores en términos porcentuales que entonces. Con todo, el escenario de inflación y actividad local se enmarcaba, en lo fundamental, dentro de lo previsto en diciembre. Se mantenían las condiciones que sostenían la expansión de la actividad local y no se advertían cambios muy relevantes en el horizonte previsible, lo que reafirmaba el crecimiento para los próximos trimestres. Las noticias del escenario internacional eran algo mejores, aunque continuaba la incertidumbre en Europa y la preocupación por los elevados indicadores de riesgo financiero en los países de la periferia de ese continente. A nivel local, en las presiones de costos destacaba la tendencia creciente de la variación anual del costo de la mano de obra, congruente con la significativa reducción de holguras en el mercado laboral. La paridad peso/dólar había vuelto a niveles similares a los del inicio del programa de compra de reservas. Esto daba cuenta de que las fuerzas internas y externas que sustentaban la apreciación real del peso eran significativas. Si bien el fortalecimiento del peso quitaba en algo las presiones inflacionarias, los riesgos seguían siendo al alza. Tanto los antecedentes acumulados desde la última reunión como los aspectos tácticos y comunicacionales, hacían que la opción recomendable fuera aumentar la TPM en 25pb, hasta 3,5%. La estrategia delineada en diciembre de retiro gradual del estímulo monetario seguía plenamente vigente, lo que era coherente con esta opción. La preocupación por las presiones inflacionarias reforzaba continuar normalizando la política monetaria y un alza de 25pb no imponía una excesiva presión en el mercado cambiario. No parecía prudente sobrerreaccionar con un alza mayor; en especial, porque la inflación efectiva, y particularmente la subyacente, eran acotadas y, pese al alza de las expectativas, se mantenían dentro del rango de tolerancia. Sin embargo, un aumento persistente de ellas podría requerir incrementos mayores de la TPM. De este modo, se decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,5% anual.

# I. Escenario internacional

**Gráfico I.1**

TPM y expectativas (\*)



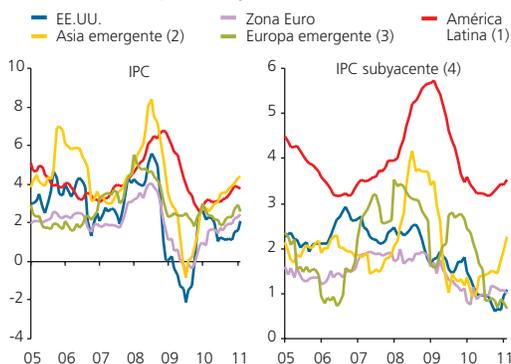
(\*) Área gris indica trayectoria implícita en los contratos futuros. Línea punteada muestra lo proyectado en el IPOM de diciembre.

Fuentes: Banco Central de cada país y Bloomberg.

**Gráfico I.2**

Inflación

(variación anual, porcentaje)



(1) IPC e IPC subyacente incluye Brasil, Colombia, México y Perú.  
 (2) IPC incluye China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. IPC subyacente incluye Rep. Corea y Tailandia.  
 (3) IPC incluye Hungría, Rep. Checa, Polonia y Rusia. IPC subyacente excluye Rusia.  
 (4) Corresponde a la definición de cada país.

Fuentes: Bloomberg, CEIC Data y oficinas de estadísticas de cada país.

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y describe el escenario externo relevante considerado más probable para la economía chilena, así como los principales riesgos.

## Inflación mundial y política monetaria

En los últimos meses, la inflación ha vuelto a ser un foco de preocupación global. Esto, por las mayores presiones inflacionarias a raíz del alza de los precios de las materias primas, en particular los alimentos y el petróleo. Se suma el progresivo cierre de las brechas de capacidad, especialmente en las economías emergentes, las que están operando con niveles de actividad cercanos al potencial.

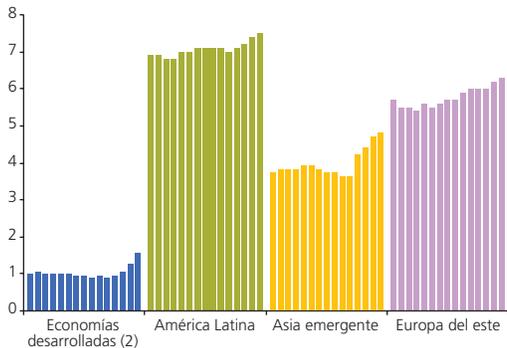
La gran mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes ha iniciado o continuado con el proceso de normalización de su política monetaria. Algunos de ellos han seguido implementando medidas alternativas para moderar el crecimiento de la liquidez y el crédito, como en China, India, Brasil y otras economías de la región. Además, tanto las expectativas de mercado como las autoridades monetarias de algunos bancos centrales indican la posibilidad de que la inflación se ubique transitoriamente por sobre sus objetivos.

En algunas economías desarrolladas, si bien la política monetaria se mantiene altamente expansiva, con medidas no convencionales y tasas en mínimos históricos, sus autoridades también han hecho explícita la preocupación por la evolución de la inflación e incluso parte de ellos se han abierto a la opción de iniciar prontamente su ciclo de normalización. De esta forma, las expectativas de mercado sobre el inicio de este proceso se han adelantado en algunas de estas economías y el ritmo de normalización esperado ha aumentado (gráfico I.1).

En las economías desarrolladas la inflación efectiva ya ha comenzado a subir. En el caso de Estados Unidos, la inflación pasó de 1,1% anual en septiembre del 2010 a 2,1% en febrero de este año y en la Zona Euro de 1,9 a 2,4% en el mismo período. Resalta la evolución de la inflación en Reino Unido, que se ha situado sobre la meta de 2% desde diciembre del 2009 y actualmente está algo por sobre 4%. Como consecuencia, en parte, de las elevadas holguras de capacidad que persisten en estas economías, la inflación subyacente permanece en niveles bajos (gráfico I.2).

**Gráfico I.3**

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



(1) Corresponde a la inflación promedio para el año, con excepción de América Latina que corresponde a la inflación a diciembre del 2011.

(2) Corresponde a un promedio geométrico de Estados Unidos, Zona Euro y Japón.

Fuente: Consensus Forecasts.

**Tabla I.1**

Inflación mundial  
(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-07	2010	2011 (f)	2012 (f)
Estados Unidos	3,0	2,8	1,7	1,9	1,9
Zona Euro	2,3	2,2	1,6	2,0	1,8
Japón	1,2	-0,3	-0,7	-0,1	0,0
China	7,8	1,7	3,3	4,5	3,6
Australia	2,5	3,2	2,8	3,1	3,6
Nueva Zelanda	2,1	2,6	2,3	4,0	2,7
Brasil	854,8	7,3	5,0	6,0	5,1
México	20,4	5,2	4,2	3,9	3,7
IPE (*)	1,8	4,6	5,8	7,8	2,9
IPL (*)	27,2	5,2	4,8	5,2	3,7

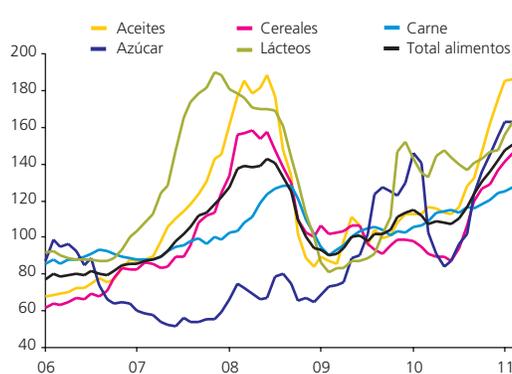
(\*) Para definiciones, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

**Gráfico I.4**

Precios de alimentos (\*)  
(índice 2009=100)



(\*) En base a datos de FAO que considera los precios promedios que se transan en los principales mercados.

Fuente: Bloomberg.

En las economías emergentes, la velocidad de expansión de la inflación ha comenzado a aumentar, especialmente la de la inflación subyacente en Asia. El mayor precio internacional de los alimentos tiene un alto impacto en la inflación de estas economías, toda vez que ponderan más en sus canastas del IPC. A ello se agrega el agotamiento de sus holguras de capacidad.

Las perspectivas de inflación han aumentado en todas las regiones, destacando el ajuste en Asia emergente (gráfico I.3). A mediados del 2010, se preveía que la inflación en el 2011 promediara 3,8% anual, cifra que subió a 4,8% en marzo pasado. En las economías desarrolladas, durante el segundo semestre del 2010 el promedio de inflación esperada para el 2011 se mantuvo en 0,9%, valor que subió a 1,6% en marzo pasado. En el escenario base se supone que durante este año, la inflación externa relevante para Chile (IPE) será mayor que la proyectada en diciembre. Este ajuste responde principalmente al aumento de las expectativas de inflación locales y a un dólar levemente más depreciado (tabla I.1).

**Materias primas**

Los precios de las materias primas han aumentado de manera generalizada desde mediados del 2010. Entre los factores que explican esta evolución está el dinamismo de la actividad mundial, particularmente de las economías emergentes. La creciente importancia de estas economías en la demanda mundial es particularmente relevante para explicar la fuerte alza del precio de los alimentos, del cobre y de otros metales. Se agregan, en el caso de los alimentos, factores climáticos adversos que han restringido la oferta en el corto plazo presionando aun más los precios.

El índice agregado de precios de alimentos de la FAO está en su máximo histórico. Destaca que el alza en valor ha sido generalizada en todos los alimentos (gráfico I.4). Tanto los futuros como las proyecciones de analistas apuntan a que los precios externos no seguirán subiendo, sino más bien tenderán a una normalización. Con todo, no puede descartarse que la continuación de problemas de oferta en el sector agrícola, en un contexto de crecimiento elevado de las economías emergentes, intensifique las presiones sobre los precios de los alimentos (Recuadro IV.1).

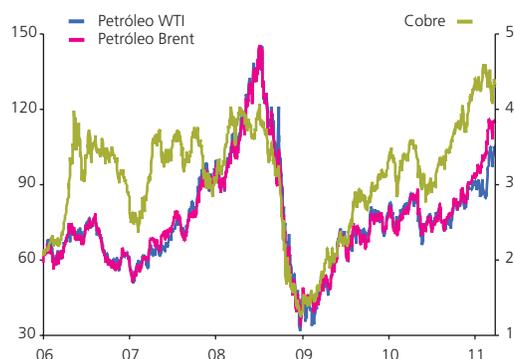
El precio del petróleo WTI también ha tenido una trayectoria ascendente, debido al aumento de la demanda mundial. Este incremento del valor del crudo se intensificó por las tensiones políticas en Medio Oriente y el norte de África. Al cierre estadístico de este IPoM, se ubicaba en torno a US\$105 el barril (+15% respecto de diciembre)<sup>1/</sup> (gráfico I.5). Usando el promedio de los futuros de los diez últimos días hábiles al cierre estadístico de este IPoM, se proyectan precios promedio de US\$102 y 103 el barril para el 2011 y 2012, respectivamente. Estos valores son mayores a los del IPoM de diciembre.

El precio de los derivados del petróleo ha mostrado aumentos superiores a los del crudo. Desde diciembre, el precio de la gasolina y el diesel han subido 25%. Ello, en línea con el incremento de los márgenes de refinación que están en niveles cercanos a US\$20, muy por sobre sus promedios históricos.

<sup>1/</sup> El precio del petróleo Brent aumentó en cerca de 25% desde diciembre, transándose en alrededor de US\$115 el barril al cierre de este IPoM. El mayor aumento del Brent respecto del WTI se debe a que sus principales oferentes se encuentran en zonas de conflictos geopolíticos.

**Gráfico I.5**

Precios de petróleo y cobre  
(dólares el barril; dólares la libra)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.6**

Actividad mundial (1)  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



(\*) 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.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

**Tabla I.2**

Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(\*) Para definiciones, ver Glosario.

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.

Además, los futuros indican que este se mantendrá alto en el corto plazo.

El precio del cobre subió 5% desde el cierre estadístico previo. A mediados de febrero incluso alcanzó un nuevo máximo histórico nominal. Al cierre estadístico de este IPoM, se ubicaba en torno a US\$4,4 la libra. Dado que la demanda se mantiene elevada y la oferta ha reaccionado con lentitud, los agentes privados han continuado corrigiendo al alza sus proyecciones de precios. El escenario base de este IPoM aumenta las proyecciones de precios a US\$4,2 y 4,0 la libra para el 2011 y 2012, respectivamente (US\$3,3 y 3,2 en diciembre). El precio estimado para el largo plazo también sube, desde US\$2,0 a 2,6 la libra.

## Crecimiento mundial

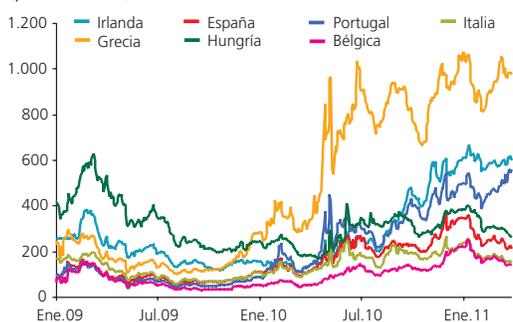
El panorama de crecimiento mundial se ve algo más favorable. Destaca la recuperación de diversos indicadores de las economías desarrolladas. Entre ellos, la producción industrial y las encuestas a los gerentes de compra dan indicios de que continuará el repunte de la actividad. Sin embargo, el mercado laboral se recupera lentamente en la mayoría de estas economías, especialmente en Estados Unidos. Esta economía está retomando las tasas de crecimiento de antes de la crisis, aunque aún no recupera el nivel de producto perdido. En la Zona Euro, el crecimiento continúa dispar, siendo liderado por el buen desempeño de Alemania. En esta zona se verifican tasas de crecimiento menores a las previas a la crisis, lo que en parte refleja los problemas financieros y fiscales que todavía tienen varias de sus economías. En las emergentes, la actividad siguió expandiéndose en el último cuarto del 2010, aunque a una velocidad menor que en trimestres previos, situación que se habría prolongado en el primer trimestre del 2011 (gráfico I.6). Con ello, las brechas de capacidad estarían prácticamente cerradas en estas economías. Acorde con lo anterior, se ha visto un retiro del estímulo monetario y fiscal, principalmente en América Latina y Asia emergente, a fin de evitar el sobrecalentamiento de sus economías.

Desde diciembre, el consenso de mercado aumentó las proyecciones de crecimiento mundial para el 2011. Resalta el ajuste en las proyecciones de Estados Unidos, cercano a un punto porcentual. El escenario base contempla una corrección al alza de tres décimas en el crecimiento mundial para el 2011 (tabla I.2). Este ajuste responde principalmente a las mejores cifras efectivas del cuarto trimestre del 2010 y de los primeros meses de este año, en especial para las economías desarrolladas. La menor incertidumbre respecto de su recuperación se refleja en la disminución de la dispersión de las proyecciones de consenso de mercado para el 2011, tanto para Estados Unidos como para la Zona Euro. El escenario base considera también una perspectiva más positiva para las economías centrales de la Zona Euro, esperándose una menor propagación de los problemas fiscales de las economías de la periferia. Las proyecciones de crecimiento mundial contenidas en el escenario base de este IPoM siguen siendo inferiores a las del consenso de mercado, debido a que estas aún no incorporan del todo el efecto del incremento del precio del petróleo en la actividad mundial. Finalmente, el escenario base contempla un menor crecimiento en Japón como consecuencia de la catástrofe que vivió esta economía en el último mes.

Pese a que el panorama mundial ha mejorado, siguen presentes algunos riesgos. Uno de ellos está asociado al efecto de un mayor incremento

**Gráfico I.7**

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



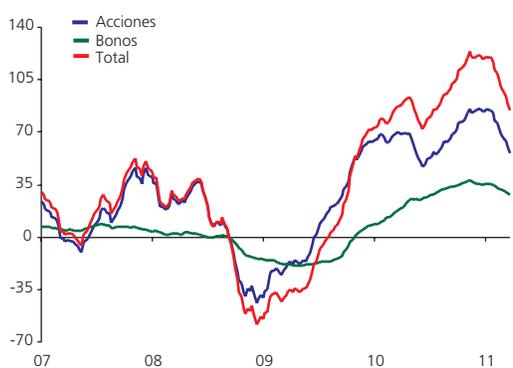
(\*) Medido a través de los premios CDS a 5 años. Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.8**

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes (\*)

(miles de millones de dólares, acumulados en doce meses)



(\*) Corresponde a fondos de inversión que invierten en economías emergentes.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

**Tabla I.3**

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)

(variación porcentual entre el 28/03/2011 y la fecha indicada)

Pais	IPoM dic. 2010	31.12.2009	31.12.2008	15.09.2008	Variación máx. (2)
Australia	-1,6	-12,4	-31,4	-21,3	-41,3
Canadá	-2,6	-7,1	-19,8	-8,7	-24,8
Brasil	-1,8	-4,7	-28,2	-8,4	-33,8
<b>Chile</b>	<b>-1,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-25,2</b>	<b>-9,8</b>	<b>-29,6</b>
Colombia	-1,1	-8,1	-16,5	-9,3	-28,0
Hungría	-7,8	0,5	0,0	11,7	-24,7
Indonesia	-3,0	-7,3	-21,6	-7,9	-31,1
Israel	-1,8	-7,1	-6,8	-1,0	-17,2
Malasia	-3,2	-11,7	-12,7	-12,4	-18,8
México	-3,2	-8,5	-12,4	11,5	-23,1
Nueva Zelanda	1,8	-3,8	-22,9	-12,2	-34,4
Perú	-1,4	-2,6	-10,2	-5,4	-13,7
Polonia	-4,9	-0,8	-4,4	20,3	-27,1
Rep. Checa	-8,1	-5,7	-9,4	3,2	-25,8
Sudáfrica	1,2	-7,2	-27,9	-15,0	-40,6
Tailandia	0,8	-9,2	-12,8	-12,2	-16,5
Turquía	4,6	4,2	1,4	23,5	-13,6

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

(2) Diferencia entre el valor más depreciado y el valor spot, para el período entre el 15/09/2008 y el 28/03/2011.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

del precio del petróleo en la actividad e inflación global (Recuadro I.1). También persisten los riesgos asociados a la evolución y consecuencias de los problemas financieros de algunas economías europeas. Los desbalances globales están lejos de resolverse. La dicotomía en el estado de las brechas entre las economías emergentes y desarrolladas también es un riesgo, en particular por la tensión que ello implica en el manejo de las políticas monetaria y cambiaria, en un contexto de presiones inflacionarias en aumento como el actual.

## Mercados financieros

Entre diciembre y principios de febrero, se apreció una relativa calma en los mercados financieros internacionales. Ello, en parte, por las mejores cifras efectivas de actividad y las mayores perspectivas de crecimiento para las economías desarrolladas. En estas, las bolsas repuntaron y las tasas de interés de largo plazo aumentaron. No obstante, en marzo se observó una mayor preferencia por activos más seguros, con un retroceso parcial de las bolsas y una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. Ello, debido a la inestabilidad política en Medio Oriente y el norte de África y a la incertidumbre sobre el impacto de la catástrofe que afectó a Japón.

En los primeros meses del año disminuyó la presión sobre los mercados de deuda en las economías europeas. No obstante, en marzo las primas por riesgo soberano y bancario de algunos países volvieron a aumentar. En Portugal ya superan los niveles de fines de diciembre. Los mercados siguen muy susceptibles a noticias que apunten a la necesidad de una reestructuración de deuda, pongan en duda el cumplimiento de los planes de consolidación fiscal o den cuenta de mayores riesgos financieros de la banca, en especial en Grecia, Irlanda, España y Portugal (gráfico I.7). Con todo, los episodios de volatilidad no se han traspasado a otros mercados como en el segundo trimestre del 2010.

En este contexto, desde diciembre el dólar se ha depreciado cerca de 3% en términos multilaterales. Las monedas de la mayoría de las economías emergentes han seguido apreciándose, pero a un ritmo menor que en períodos anteriores. Esto ha coincidido con la salida de flujos de capitales desde estos mercados, principalmente de los asociados a renta variable (gráfico I.8). Ello puede deberse a la aplicación de medidas restrictivas y a las mayores expectativas de inflación en estos países, pero también a un rebalanceo de los portafolios desde economías emergentes a desarrolladas, ante mejores cifras de crecimiento de estas últimas. Las bolsas emergentes han mostrado un cierto retroceso desde el IPoM de diciembre. Ante la apreciación de sus monedas, varias economías emergentes —como Brasil, Chile, Indonesia, Israel, México y Perú— han implementando medidas cambiarias. Con todo, considerando un período más amplio, la apreciación de las monedas de estos países respecto del dólar estadounidense, no es muy distinta de la observada en otros países exportadores de productos básicos u otras emergentes (tabla I.3).

## Recuadro I.1: Transmisión de un *shock* del precio del petróleo

Desde julio del año pasado, el precio del petróleo ha mostrado una marcada tendencia al alza. Los precios implícitos en los contratos futuros no contemplan nuevos incrementos, pero tampoco una reversión de sus altos niveles actuales en el horizonte de proyección. Con todo, existe una mayor incertidumbre respecto de su evolución futura de corto plazo, que se corrobora en el aumento de la volatilidad implícita en los precios de las opciones de crudo. La mantención de un precio alto ha levantado las preocupaciones por sus implicancias sobre la inflación y el crecimiento mundial. Este recuadro revisa cuáles pueden ser estos potenciales efectos y presenta un ejercicio para analizar sus consecuencias en Chile.

La recuperación de la economía mundial posterior a la recesión del 2008-2009 ha incrementado la demanda por petróleo, lo que ha sido un factor relevante en explicar el alza de su precio desde mediados del 2010. El aumento se intensificó desde mediados de febrero de este año, principalmente porque factores políticos en Medio Oriente y el norte de África crearon disrupciones en la oferta de crudo y despertaron temores de problemas mayor. Al cierre estadístico de este IPoM, el precio del barril de petróleo WTI se ubicaba en torno a US\$105, totalizando un alza superior a 30% desde mediados del año pasado. Aunque este valor dista del máximo cercano a US\$150 que alcanzó a mediados del 2008, considerando los contratos futuros, el precio promedio que el crudo alcanzará en el 2011 y el 2012 será solo 15% inferior al que registró en los primeros ocho meses de ese año (antes que estallara la crisis financiera). Los derivados del petróleo, como la gasolina o el diesel presentan aumentos incluso mayores.

Mayores precios del petróleo generan mayores presiones inflacionarias en el corto plazo. Su efecto directo se constata en una inflación de combustibles y de energía más elevada. El tamaño de este efecto depende de cuán importante son los combustibles en las canastas de precios de cada economía y de los mecanismos de amortiguación de precios que cada una tenga implementados. Además, pueden existir efectos de segunda vuelta a otros precios. Usando la metodología de Pedersen (2010) para una muestra más amplia de países, se obtiene que, en promedio, la propagación de un *shock* al precio de la energía hacia otros precios se inicia dos meses después de ocurrido este y dura seis meses en total. El mayor efecto en los precios se produce en el séptimo mes. En todo caso, existen diferencias por economías, con un efecto de propagación bastante menor

en Estados Unidos y mayor en Europa emergente, mientras en América Latina es algo mayor al promedio. Con todo, es probable que los efectos de segunda vuelta sean mayores en aquellas economías que están produciendo a plena capacidad, pues en esa situación es más fácil para las empresas defender sus márgenes y traspasar los incrementos en costos a precios, así como para los trabajadores mantener sus ingresos reales, indexando sus salarios a la inflación. Diversas estimaciones apuntan a que el efecto total en la inflación de un aumento de US\$10 en el precio del petróleo podría ser de entre 0,2 y 0,7 puntos porcentuales (pp) dependiendo de la economía (tabla I.4).

**Tabla I.4**

Impacto en PIB e inflación de un aumento de US\$10 en el precio del petróleo (puntos porcentuales)

	FMI		OCDE		Consenso de mercado	
	PIB	Inflación	PIB	Inflación	PIB	Inflación
EE.UU.	-0,6	0,6	-0,3	0,5	-0,35	0,5
Zona Euro	-0,4	0,2	-0,3	0,5	-0,5	0,4
Japón	-0,2	-	-0,4	0,3	-0,3	0,3
Emergentes	-0,2	-	-	-	-0,2	-
Asia-ex Japón	-0,8	0,7	-	-	-0,8	0,7
China	-0,8	-	-	-	-0,27	0,46
América Latina	-0,2	-	-	-	-	-
Mundial	-0,4	-	-	-	-0,4	-

(\*) Para efectos de comparabilidad, se ajusta el tamaño del *shock* de los estudios en cuestión de modo de igualarlos.

Fuentes: Banco Central de Chile, Deutsche Bank, Fondo Monetario Internacional y OCDE.

Un aumento del precio del petróleo también puede tener efectos negativos sobre el crecimiento mundial. Este *shock* genera una transferencia de ingresos desde las economías importadoras de petróleo a las exportadoras. Los efectos en crecimiento se pueden dar a través de varios canales. Primero, como consecuencia de diferencias en la propensión al gasto entre ambos grupos de países, se espera un efecto negativo sobre la demanda mundial, sesgado en contra de los países importadores. El incremento de los superávits en cuenta corriente de las economías exportadoras además realza los desbalances globales. Segundo, mayores precios de petróleo e incertidumbre sobre su evolución futura deterioran la confianza de los agentes económicos, lo que reduce las intenciones de invertir o consumir. Tercero, dependiendo de la persistencia del *shock*, se pueden generar reasignaciones de recursos desde los sectores más intensivos en el uso del precio del petróleo hacia los menos intensivos. Si existen rigideces para

esta reasignación de recursos, se pueden provocar caídas en los niveles de actividad. Cuarto, dadas las mayores presiones inflacionarias que provoca, también es posible una respuesta de política monetaria más restrictiva y con ello, una contracción adicional de la demanda y la actividad. En el caso de las economías desarrolladas, este último canal debiera ser más débil en la coyuntura actual dado el alto nivel de desempleo que prevalece en estas economías. Sin embargo, la respuesta puede ser más agresiva en las economías emergentes, que no presentan holguras de capacidad y además están enfrentando alzas de los precios de los alimentos.

En Chile, la evolución de los precios locales de combustibles está determinada fundamentalmente por la evolución de los precios internacionales. En el corto plazo, los movimientos del tipo de cambio pueden exacerbar o amortiguar este efecto, mientras que los mecanismos de estabilización de precios, como el Sistema de Protección al Contribuyente ante variaciones de precios de Combustibles (SIPCO), pueden mitigar transitoriamente el traspaso de las alzas o bajas del precio internacional de los combustibles. Los combustibles —considerando el precio de la gasolina, el kerosene y el gas licuado— ponderan 4,6% en el IPC. En promedio, cada \$10 de aumento en el valor del litro de gasolina, la inflación IPC aumenta en 0,06 puntos porcentuales. Además, en el caso de Chile, el mayor precio del petróleo también puede implicar un incremento de los costos de generación eléctrica, en la medida que se utilicen derivados de este combustible. Este factor puede amplificar el efecto del petróleo en los costos y, por lo tanto, en las presiones inflacionarias. Con todo, los costos de generación de energía eléctrica son actualmente 25% menores a los vigentes en el máximo de marzo del 2008 (gráfico I.9).

### Gráfico I.9

Costo marginal de generación eléctrica (\*)  
(dólares por MWh)



(\*) Subsistema Alto Jahuel.

Fuente: Centro de Despacho Económico de Carga (CEDEC) del Sistema Interconectado Central.

A mediano plazo, la cuantificación de estos impactos, puede realizarse a partir de simulaciones de un modelo de equilibrio general<sup>2/</sup>. Los ingredientes fundamentales que determinan los efectos de este tipo de *shocks* son la existencia de rigideces en el comportamiento de precios o salarios reales, por ejemplo como consecuencia del uso de reglas de indización, la sensibilidad de las expectativas inflacionarias a su evolución contemporánea y la agresividad de la respuesta de la política monetaria. Asimismo, es posible que la relevancia de algunos de estos factores cambie según la posición cíclica de la economía y el grado de uso de la capacidad instalada. En particular, este tipo de modelos muestran que ante un aumento de 20% del precio promedio anual del petróleo, el crecimiento del PIB podría verse afectado negativamente, entre 0,3 y 0,6pp al cabo de un año, mientras que los efectos de segunda vuelta sobre la inflación subyacente serían positivos, entre 0,5 y 1 pp en el mismo período.

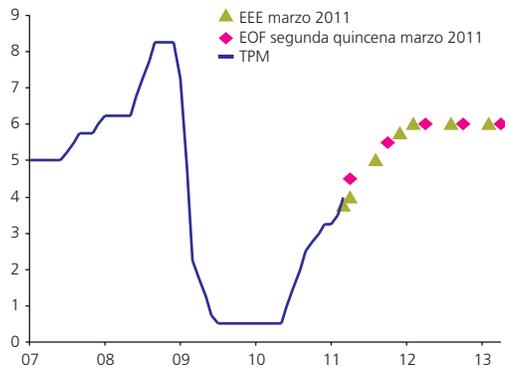
Los efectos que provocaron en la inflación el *shock* del precio del petróleo y alimentos en el 2007-2008 alerta sobre las consecuencias que el actual incremento del precio del crudo puede generar. Desde diciembre último a la fecha, el aumento del precio de los combustibles ha sido la principal incidencia en el IPC. El escenario base de proyección de este IPoM considera que la propagación del mayor precio del petróleo y sus derivados hacia otros precios en la economía será comparable con el promedio de la experiencia histórica. Una expansión más rápida de la demanda interna, mayores rigideces en salarios o precios reales, o un incremento sostenido de las expectativas de inflación, podrían amplificar el efecto en la inflación subyacente, pero también conllevarían respuestas de la política monetaria más pronunciadas.

<sup>2/</sup> Para más detalles, Medina y García (2009).

## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

TPM y expectativas  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.2**

Tasa de interés de política monetaria real a partir de expectativas de mercado  
(porcentaje)



(1) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena para cada mes.  
(2) Corresponde a la tasa *swap* promedio cámara.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo revisa la evolución de los principales mercados financieros locales, desde la perspectiva de la política monetaria.

### Política monetaria

Desde el IPoM de diciembre el escenario macroeconómico ha evolucionado en lo grueso acorde con lo previsto a fines del 2010. Sin embargo, los sucesos de los últimos meses han incrementado los riesgos inflacionarios que enfrenta la economía chilena. El Consejo ha seguido retirando el estímulo monetario. Tras una pausa en la reunión de enero, la Tasa de Política Monetaria (TPM) subió 25 puntos bases (pb) en febrero, y otros 50pb en marzo, situándola en 4,0%. Además, ha reiterado que será necesario continuar reduciendo el estímulo monetario en los meses venideros, a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

El mayor precio externo de los alimentos y, más recientemente, del petróleo y sus derivados aumentaron las perspectivas de inflación, en especial en el corto plazo, tanto del mercado como en el escenario base de este IPoM. El Consejo anticipa que en el segundo semestre de este año la inflación se ubicará por sobre el límite superior del rango de tolerancia de la meta. Este mayor panorama de inflación cambió las expectativas de mercado respecto del curso de la TPM y se observó un alza en la velocidad del retiro del estímulo monetario. Con ello, la TPM prevista por el mercado para mediados del 2011 es mayor que lo anticipado en diciembre, como también para fines de este año. Según las expectativas de mercado al cierre estadístico de este IPoM, la TPM alcanzaría un valor entre 5,6 y 5,8% a fines del 2011 (4,7 y 5,4% en diciembre) (tabla II.1).

**Tabla II.1**

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A diciembre 2011		A un año		A marzo 2013 (1)
	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM marzo
EEE (2)	5,00	5,75	5,00	6,00	6,00
EOF (3)	4,75	--	4,75	6,00	6,00
Curva forward (4)	5,38	5,72	5,38	6,08	6,72
Contratos swaps (5)	4,70	5,64	4,70	5,87	6,25

(1) A excepción de la EEE, que muestra expectativas a febrero del 2013.

(2) Corresponde a la encuesta de diciembre del 2010 y marzo del 2011.

(3) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de diciembre del 2010 y la segunda quincena de marzo del 2011.

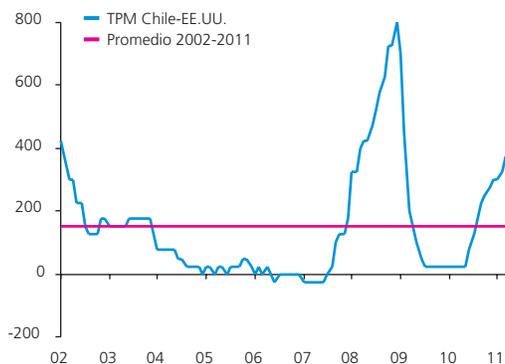
(4) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta dos años y luego las tasas de interés de BCP.

(5) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.3**

Diferencial de tasas de política monetaria  
(puntos base)

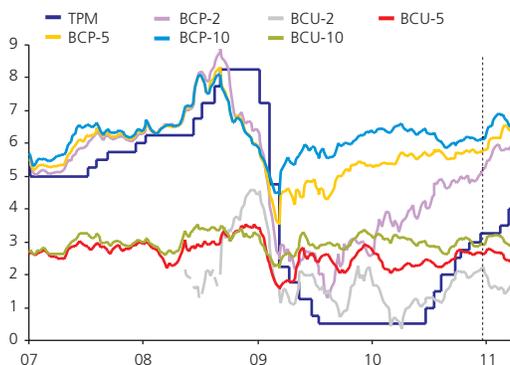


Fuentes: Banco Central de Chile y Reserva Federal de Estados Unidos.

**Gráfico II.4**

TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (\*)

(promedios semanales, porcentaje)

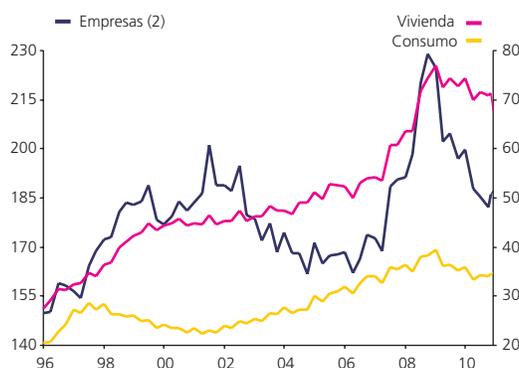


(\*) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM diciembre 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**

Colocaciones nominales por tipo de crédito (1)  
(porcentaje del PIB)



(1) Los datos de febrero del 2011 son provisionarios. Se utiliza el PIB del cuarto trimestre del 2010 para las cifras de enero y febrero del 2011.

(2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Pese a este cambio en la velocidad de ajuste de la TPM durante el 2011, el nivel al que se estima llegará hacia fines del horizonte de proyección —el primer trimestre del 2013— no ha variado sustancialmente. En la encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y de Operadores Financieros (EOF) la TPM esperada para el primer trimestre del 2013 es de 6% (gráfico II.1). En diciembre pasado, estas mismas encuestas esperaban que hacia fines del 2012 la TPM se ubicara entre 4,8 y 5,0% —nivel que las expectativas de mercado hoy adelantan para mediados del 2011—. Hacia fines del horizonte de proyección, las expectativas que se deducen de los contratos *swap* y de la curva *forward* muestran una TPM más alta, entre 6,3 y 6,7%<sup>1/</sup>. Como supuesto de trabajo para el escenario base de este informe se considera que la TPM seguirá una trayectoria de aumento comparable con la que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

El nivel actual de la TPM es expansivo en comparación con estimaciones históricas de su nivel neutral<sup>2/</sup>. No obstante, su estimación está sujeta a una incertidumbre mayor que la habitual, por el inusual nivel que muestran las tasas de interés en las economías desarrolladas. Por una parte, la TPM real descontando la inflación esperada a un año es similar a la que se observaba a fines del 2010. Sin embargo, la tasa real de política monetaria esperada a dos años es mayor que la de diciembre último, al igual que las tasas de mercado a ese plazo (gráfico II.2). Estos factores indican que la instancia se ha hecho más restrictiva en el período reciente, aunque aún por debajo de su promedio histórico. Por otra parte, las tasas de interés en Chile se sitúan en un nivel mayor al de las tasas internacionales (gráfico II.3).

A comienzos de enero, el Consejo decidió iniciar un programa de compra de reservas por un monto de US\$12 mil millones. Esto, para fortalecer la posición de liquidez internacional y suavizar los efectos del ajuste cambiario al que ha estado sometida la economía chilena. Junto con el anuncio de compra de divisas se comunicó el plan de deuda para su esterilización. Primero, vía la emisión de instrumentos de corto plazo por US\$1 mil millones durante enero. Segundo, con la emisión de documentos de corto plazo por otros US\$ 1 mil millones y de largo plazo por US\$10 mil millones en los meses posteriores. De esta porción de instrumentos de largo plazo, al cierre estadístico de este IPoM se habían emitido aproximadamente US\$2 mil millones.

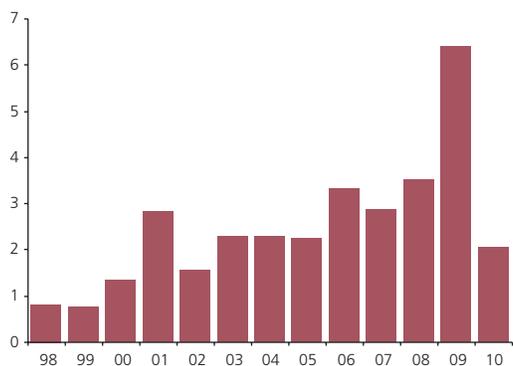
Tras el anuncio del citado plan de deuda, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería aumentaron, en particular aquellas en pesos. Luego, las tasas de interés nominales siguieron al alza, mientras aquellas en UF retrocedieron, especialmente las de más corto plazo, reflejando un incremento de las expectativas de inflación. En lo más reciente, parte del aumento de las tasas de los documentos en pesos se ha revertido. Así, desde el cierre del IPoM anterior, estas subieron entre 40 y 80pb según el plazo. En los papeles en UF, la mayor variación la tuvo la tasa a 2 años: -44pb. El BCU a 5 años disminuyó en torno a 25pb y el BCU a 10 años se mantuvo prácticamente estable (gráfico II.4).

<sup>1/</sup> En todo caso, estas estimaciones están afectadas por el efecto que tuvo sobre las tasas de mercado el anuncio del plan de deuda del Banco Central tras la intervención. Se estima que algunos de estos ajustes en las tasas de interés aún persisten.

<sup>2/</sup> En Fuentes y Gredig (2008) se pueden encontrar diversas estimaciones para el valor de la tasa de interés neutral.

**Gráfico II.6**

Emisión de bonos corporativos (\*)  
(miles de millones de dólares)

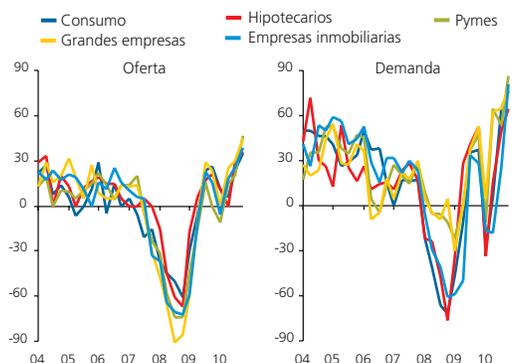


(\*) No incluye entidades bancarias.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

**Gráfico II.7**

Encuesta de Crédito Bancario (\*)  
(balance de respuestas, porcentaje)



(\*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.8**

Razón precio-utilidad estimada (\*)



(\*) Estimación del consenso de mercado para los siguientes cuatro trimestres.

Fuente: Bloomberg.

## Condiciones financieras

Las condiciones en los mercados financieros han continuado favorables para las empresas y personas, sin mostrar grandes cambios respecto de lo observado al cierre del IPoM anterior.

A febrero, según información preliminar, el stock de créditos de consumo continuó expandiéndose mes a mes, comportamiento que se ha observado desde febrero del 2009 y que tiene como contrapartida el dinamismo de los indicadores de consumo. El stock de vivienda retrocedió en el margen, lo que contrasta con el alza en las ventas de viviendas de los últimos meses. Asimismo, el stock de las colocaciones comerciales disminuyó por primera vez desde mediados del 2010.

Hasta ahora, las colocaciones se han recuperado moderadamente, incluso a una velocidad menor a la que lo hicieron en otros ciclos de expansión económica (gráfico II.5). En el caso de las empresas, no se ha visto que la desaceleración en el crecimiento de la deuda bancaria haya ido de la mano de un aumento en el uso de otras fuentes de financiamiento. En efecto, las emisiones de bonos corporativos han estado en niveles comparativamente bajos desde el 2010, luego de que alcanzaran un máximo histórico en el 2009 (gráfico II.6). Esto sugiere que las empresas han logrado satisfacer sus necesidades de inversión con recursos propios.

Las tasas de interés aplicadas por los bancos, en los tramos más relevantes, no han tenido variaciones sustanciales en los últimos meses. En su mayoría están en torno a los promedios históricos (tabla II.2).

**Tabla II.2**

Tasas de interés de colocación (1)  
(porcentaje)

	Consumo entre 181 días y un año (2) (29,5%)	Consumo más de 3 años (2) (43,9%)	Comerciales entre 30 y 89 días (2) (23,3%)	Comerciales entre 181 días y un año (2) (19,6%)	Vivienda más de 3 años (3) (99,0%)
2002-2009 Prom.	32,2	25,6	7,6	10,2	4,9
2010 1T Prom.	35,9	27,0	3,8	9,4	4,5
2T Prom.	34,9	25,1	3,5	8,0	4,1
3T Prom.	35,5	25,6	4,8	8,9	4,0
Oct.	35,5	25,1	5,6	8,5	4,1
Nov.	34,8	24,9	5,6	8,3	4,4
Dic.	35,5	24,7	6,0	10,0	4,4
2011 Ene.	34,1	25,1	6,4	9,8	4,3
Feb.	34,3	26,1	6,9	10,3	4,4

(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. Entre paréntesis, participación en el total de las colocaciones por tipo de crédito en el 2010. (2) Tasas nominales. (3) Tasas en UF.

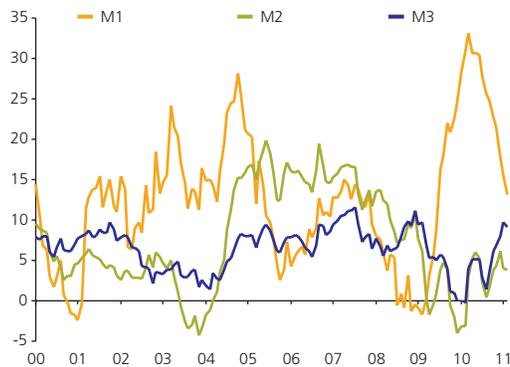
Fuente: Banco Central de Chile.

La Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre dio cuenta de que la mayoría de los bancos siguió flexibilizando las condiciones de acceso al crédito, en términos de mayores montos y plazos otorgados para los préstamos en todos los sectores. Además, se percibió un fortalecimiento de la demanda de las empresas constructoras e inmobiliarias, lo que es coherente con el mayor dinamismo de este sector en los últimos meses (gráfico II.7).

En cuanto al mercado bursátil, en lo que va del año, la bolsa local —medida por el IPSA— registró un descenso, siguiendo en parte lo que ocurrió en la mayoría de las bolsas de economías emergentes. En las plazas desarrolladas, en cambio, se apreció un alza en este lapso. Esto, a pesar de caídas puntuales importantes en los mercados bursátiles tras la catástrofe en Japón. Esta diferencia en el

**Gráfico II.9**

Agregados monetarios (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

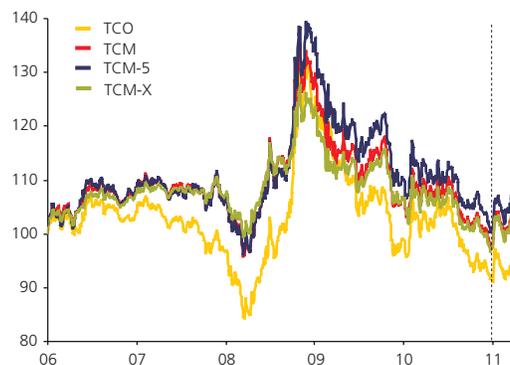
Fuente: Banco Central de Chile.

desempeño de las plazas coincidió en parte con la mejora de las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas y la mayor aversión al riesgo de los inversionistas ante los conflictos en Medio Oriente y el norte de África.

Si bien en los últimos días la bolsa local se ha ido recuperando, el IPSA mostró un descenso mayor al resto de las plazas durante el primer trimestre (16% en dólares y en pesos). No obstante, esta caída se encuentra dentro del promedio si se compara con la que otras economías emergentes han tenido a partir del segundo semestre del 2010. Considerando una muestra de 20 países, estas caídas están en un rango de 10 a 30% medidas en dólares y 7 a 23% en moneda local. Comparado con el cierre del IPoM anterior, medidas en dólares, las bolsas emergentes retrocedieron en algo menos de 1% en promedio (-2% en moneda local) y el IPSA cayó alrededor de 10%, independiente de su denominación. El desempeño del IPSA también ha estado en línea con un ajuste en la relación precio/utilidad de la bolsa nacional. Esta razón estaba en un nivel superior a la de otras emergentes y el ajuste del último tiempo la ha llevado a niveles más similares (gráfico II.8).

**Gráfico II.10**

Tipo de cambio nominal (1) (2)  
(índice 02/01/2006=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM diciembre 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a los agregados monetarios, el M1, conformado mayormente por activos no remunerados, siguió reduciendo su tasa de expansión, en línea con el aumento de las tasas de interés de corto plazo. Entre diciembre del 2010 y febrero del 2011, la tasa de crecimiento real anual pasó de 18 a 13%. El M2 y M3 mostraron un incremento moderado mes a mes. En términos de variación anual, el M2 crece a tasas en torno a 4% y el M3 cerca de 10% (gráfico II.9).

**Tipo de cambio**

La paridad peso-dólar ha mostrado vaivenes importantes en los últimos meses, ubicándose al cierre estadístico de este IPoM en torno a \$480 por dólar. Tras el anuncio del programa de acumulación de reservas, el peso se depreció, acercándose a \$500 por dólar. Luego de ello, comenzó una tendencia de apreciación que lo llevó de vuelta a niveles similares a los previos a la intervención. Sin embargo, los efectos de esta medida se han mezclado con los desarrollos externos. Relevante ha sido la sostenida debilidad del dólar a nivel global y el aumento del precio del cobre hasta valores máximos históricos nominales, junto con el alza en sus proyecciones de mediano plazo. Con todo, desde su nivel máximo a fines del 2008, 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 en su mercado cambiario.

**Gráfico II.11**

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



(\*) Información al 28 de marzo de 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

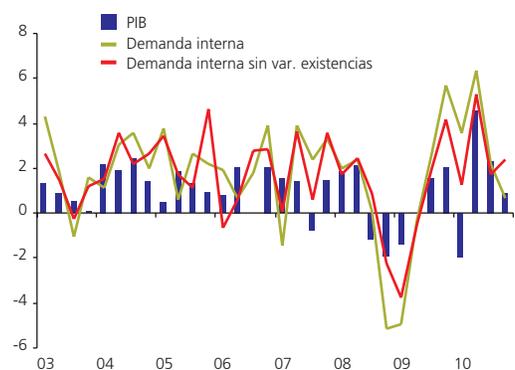
En las semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, el peso se depreció, coincidiendo con una mayor aversión al riesgo de los inversionistas dado los conflictos en Medio Oriente y norte de África y la catástrofe en Japón. Con ello, considerando los últimos diez días hábiles al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, el tipo de cambio nominal se mantuvo estable. En tanto, en términos multilaterales, la paridad se depreció: 2,9% el TCM y 3,6% el TCM-5 (gráfico II.10).

El tipo de cambio real (TCR) siguió la tendencia de la paridad multilateral. Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubica actualmente en torno a 90 (en su medida 1986=100). Con ello, continúa en niveles coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base de proyección de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes (gráfico II.11).

# III. Demanda y actividad

**Gráfico III.1**

Producto interno bruto (\*)  
(variación trimestral, porcentaje)

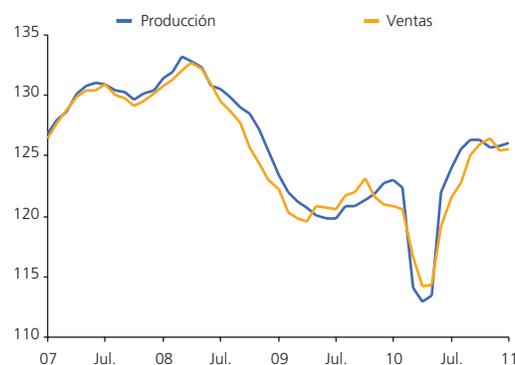


(\*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.2**

Industria: producción y ventas físicas (\*)  
(índice 2002=100, promedio móvil trimestral)



(\*) Series desestacionalizadas.

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

Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la demanda y la actividad, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

## Demanda agregada

En el cuarto trimestre del 2010, la demanda interna y la actividad siguieron creciendo, aunque a una velocidad menor que en trimestres previos. En dicho período, el PIB creció 5,8% anual, con una velocidad de expansión trimestre a trimestre anualizada de 3,6% (gráfico III.1). Con esto, de acuerdo con la primera estimación de Cuentas Nacionales, en el 2010 la economía chilena creció 5,2%, con lo que las brechas de capacidad estarían cerradas.

La generalidad de los sectores económicos tuvo una variación positiva durante el 2010, salvo pesca e industria<sup>1/</sup>. La actividad de los sectores distintos de recursos naturales —PIB resto— lideró el crecimiento del PIB total. Destacaron los sectores ligados a servicios. El comercio creció 13,3% anual, con una velocidad de expansión relevante a lo largo de todo el año. En contraste, la industria cayó 1% anual, en parte importante por los efectos disruptivos del terremoto y maremoto de febrero del 2010 (27-F). De hecho, en la segunda parte del año mostró tasas de expansión anual positivas, aunque moderadas (gráfico III.2). Las exportaciones industriales exhibieron un mayor dinamismo a fines del año pasado. La actividad de la construcción fue en alza a lo largo del 2010 y luego de un primer semestre lento, en la segunda mitad del año dio señales de mayor dinamismo.

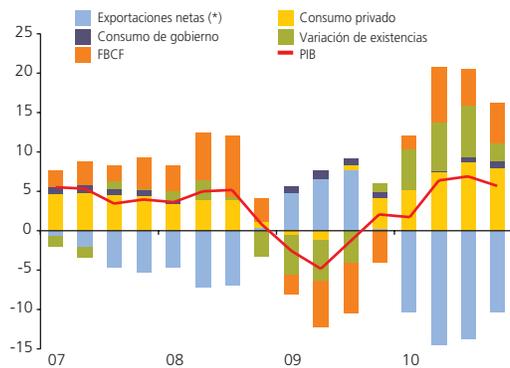
La actividad de los sectores ligados a recursos naturales creció levemente en el año. La pesca, principalmente centros de cultivo, se fue recuperando y hacia fines de año retomó importantes tasas de expansión. El sector de Electricidad, Gas y Agua mostró tasas de crecimiento anual en descenso a lo largo del año, por la desaparición de las bajas bases de comparación de comienzos del 2009 y la mayor generación de energía termoeléctrica en relación con la de origen hídrico. La minería creció 1,2% anual. El valor de las exportaciones del sector ha crecido, beneficiándose del elevado precio del cobre.

La revisión de cifras, el mayor precio efectivo del cobre y un *quantum* de exportaciones superior al esperado explica en buena parte que en el 2010 la cuenta corriente de la balanza de pagos acumulara un superávit, en vez del déficit proyectado en el IPoM de diciembre. Así, la cuenta corriente registró un saldo positivo de US\$3.802 millones, equivalente a 1,9% del PIB.

<sup>1/</sup> De acuerdo con el calendario de divulgación de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 18 de marzo se publicó el cierre del PIB del 2010 y revisiones a las cifras del 2008 y el 2009.

### Gráfico III.3

Contribución al crecimiento anual del PIB  
(variación real anual, puntos porcentuales)

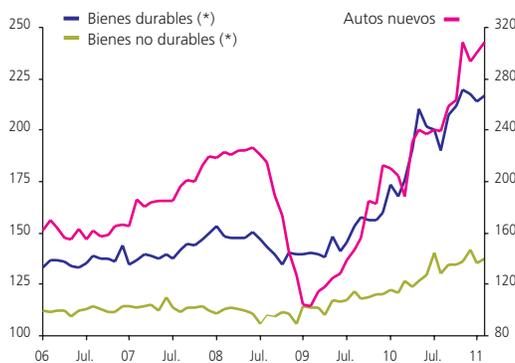


(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico III.4

Ventas del comercio minorista y de autos nuevos  
(índice 2003=100, series desestacionalizadas)

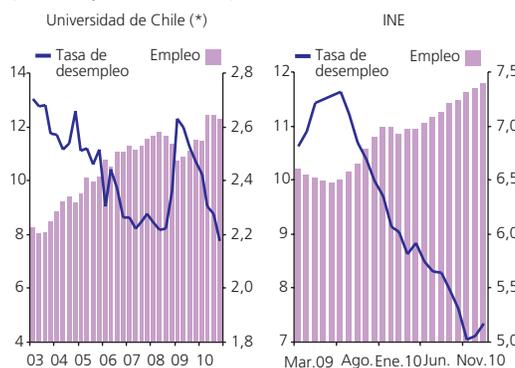


(\*) Ventadas en el trimestre móvil.

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

### Gráfico III.5

Mercado laboral  
(porcentaje; millones de personas)



(\*) Series desestacionalizadas.

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

## Demanda interna

La demanda interna creció 14,6% anual en el cuarto trimestre del 2010 (16,4% en el año). Este resultado fue mayormente impulsado por la formación bruta de capital fijo (FBCF) y el consumo privado (gráfico III.3). Parte también se debió a la recuperación de las existencias posterior a la recesión del 2009 y el 27-F. Descontada la variación de existencias, la demanda interna creció 11,5% en el 2010 (12,5% en el cuarto trimestre). En el plano fiscal, el balance efectivo fue de -0,4% del PIB, mientras que el balance estructural preliminar alcanzó a -2,1% del PIB.

El consumo total continuó con un importante dinamismo en el último cuarto del 2010, aunque con una expansión trimestre a trimestre levemente inferior a la del período previo. El principal impulso vino por el lado del consumo privado, en especial las compras de bienes durables. En los primeros meses del 2011 las importaciones de bienes, las ventas del comercio minorista y de autos nuevos siguen en niveles elevados (gráfico III.4).

El dinamismo del consumo se explica por la rápida recuperación del producto, el empleo y el ingreso luego de la recesión del 2009, la normalización de las compras de bienes durables posterior a la caída experimentada en el 2008, expectativas optimistas a lo largo del 2010 y condiciones financieras favorables, en parte influidas por un nivel expansivo de la TPM.

Según la Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre del 2010, las condiciones de acceso al crédito continuaron flexibilizándose, con una demanda que se fortaleció de modo importante. Las tasas de interés de las colocaciones de consumo están en torno a sus promedios históricos y su stock ha aumentado a tasas anuales cercanas a 9% en los últimos meses. Con todo, el proceso de retiro del estímulo monetario que está llevando a cabo el Banco Central debería contribuir a moderar la expansión del consumo privado.

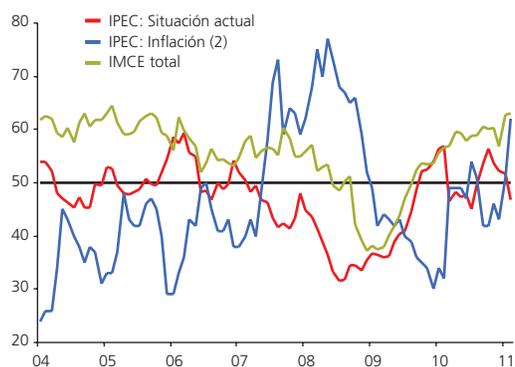
El mercado laboral también señala un cierre de las holguras de capacidad. Según datos del INE, el empleo, la fuerza laboral y la tasa de participación han seguido creciendo. En el trimestre móvil finalizado en enero del 2011, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 7,3%, ligeramente por sobre la del trimestre móvil anterior (7,1%). Aunque los cambios en la encuesta de empleo del INE dificultan la comparabilidad histórica de estos datos, cabe señalar que la tasa de desempleo está en niveles bastante inferiores a los de comienzos del 2010, calculada con la misma encuesta, y a los promedios que la anterior encuesta entregó para el último quinquenio (gráfico III.5) (Recuadro III.1). Por sectores productivos, coherente con la evolución de la actividad en lo más reciente y las perspectivas para el año, uno de los que más empleo generó en el 2010 fue la construcción.

Otras fuentes de información, el empleo de la Asociación Chilena de Seguridad y el número de cotizantes en los Fondos de Pensiones, confirman el crecimiento de la ocupación. En contraposición, la Encuesta de Ocupación y Desocupación para el Gran Santiago de la Universidad de Chile da cuenta de una leve disminución del empleo durante el cuarto trimestre del 2010. No obstante, en términos desestacionalizados, la tasa de desempleo de la Universidad de Chile está en niveles no vistos desde mediados de 1998.

Al aumento del empleo se ha sumado un incremento de los salarios. Los salarios reales, independiente de su medición, registraron tasas de crecimiento cercanas

**Gráfico III.6**

Expectativas de los consumidores y empresas (1)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).  
 (2) Corresponde al porcentaje de encuestados que creen que la inflación subirá "mucho" en los próximos doce meses.

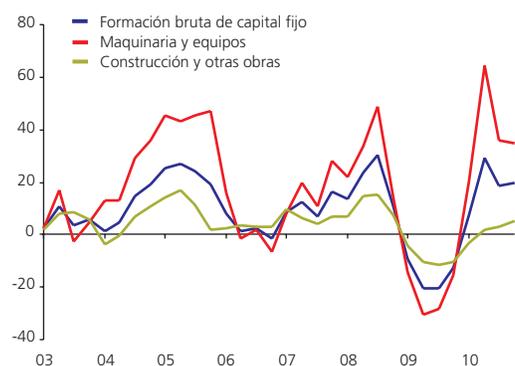
Fuente: Adimark.

a 3% anual en enero. Así, la importante creación de puestos de trabajo, junto con el cambio de composición del empleo, desde cuenta propia a asalariados (más estables) y el crecimiento del ingreso laboral, permiten prever que las condiciones del mercado del trabajo seguirán apoyando el crecimiento del consumo en los meses venideros.

Las expectativas de los consumidores alentaron el comportamiento del consumo en gran parte del 2010, aunque en lo más reciente han mostrado un retroceso. En febrero, las expectativas medidas por el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) se situaron en niveles pesimistas. Esta caída ha coincidido con la mayor percepción de inflación de los encuestados, comportamiento que también se observó en el 2007-2008 (gráfico III.6). Otros componentes del IPEC, como las perspectivas económicas a nivel país para los próximos doce meses y el momento para la compra de artículos para el hogar también disminuyeron, aunque siguen en niveles por sobre el neutral.

**Gráfico III.7**

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

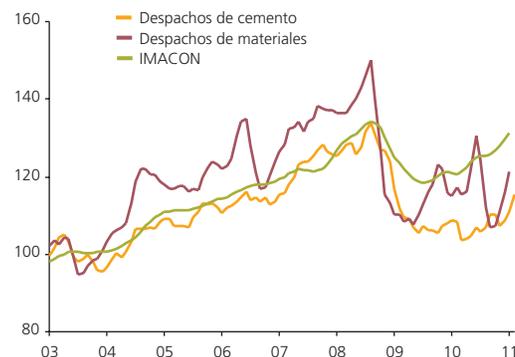


Fuente: Banco Central de Chile.

La inversión creció con fuerza durante el último cuarto, principalmente impulsada por el componente de maquinaria y equipos, que aumentó en parte por una reposición del stock de capital destruido el 27-F y en parte por una recuperación de la caída en los niveles de inversión durante la recesión del 2009 (gráfico III.7). La inversión en construcción y otras obras creció a tasas bastante menores en el 2010. No obstante, el sector construcción retomó una mayor actividad hacia la segunda mitad del 2010. El Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (Imacon) mostró un mejor desempeño en los últimos meses, lo mismo que los despachos de cementos y materiales (gráfico III.8). Por el lado de las viviendas nuevas, sus ventas y el número de meses para agotar el stock también se comportaron favorablemente hacia fines del 2010. En todo caso, se espera que los buenos indicadores parciales de los últimos meses y la consecución de los esfuerzos de reconstrucción posteriores al 27-F eleven de modo importante el crecimiento de la inversión en edificación. Según el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de enero del 2011, este año el valor de los proyectos de inversión aumentará cerca de 30% respecto del 2010. Esta tasa, es algo menor que la prevista en el catastro de octubre, en lo principal por menores montos en los sectores de energía y minería. Parte de esta menor inversión en el 2011 se traslada para el bienio 2012-2013, cuando se prevé un mayor gasto en obras de ingeniería respecto del catastro previo.

**Gráfico III.8**

Indicadores de la actividad de la construcción (\*) (índices 2003=100, series desestacionalizadas)



(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.

Con todo, durante el 2010 la tasa de FBCF a PIB aumentó hasta 28,4% medida a precios del 2003. Esto recupera en parte la caída del orden de cuatro puntos porcentuales que sufrió entre el 2008 y 2009. Medida a precios corrientes, la tasa de FBCF a PIB fue 20,9% en el 2010 (21% en el 2009).

Los indicadores sectoriales de expectativas siguen favorables. En el IMCE, las perspectivas para la industria, minería, comercio y construcción se han mantenido en la zona optimista ya por varios meses. La confianza empresarial, en términos agregados suma 18 meses de optimismo. A lo largo de los últimos meses destaca el repunte del sector construcción.

Las perspectivas para el primer trimestre del año apuntan a que la economía crecerá a tasas anuales elevadas como consecuencia de una baja base de comparación influida por el efecto del 27-F. Este efecto será particularmente notorio en las cifras de crecimiento anual de marzo. El escenario base de este IPoM considera que el PIB del 2011 tendrá un crecimiento anual entre 5,5 y 6,5%. Este rango es igual al previsto en diciembre pasado.

## Recuadro III.1: Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE)

A partir del trimestre móvil terminado en marzo del 2010, el INE mide el estado del mercado laboral a través de la Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE), la que reemplazó a la Encuesta Nacional de Empleo (ENE) vigente desde 1966<sup>2/</sup>. La nueva encuesta incorporó una serie de recomendaciones de la OIT y la OCDE, que facilitan su comparación con estadísticas internacionales. Sin embargo, existen diferencias conceptuales significativas respecto de la antigua encuesta, por lo cual es esperable que se registren cambios relevantes en la cantidad de personas que se asignan a cada categoría del mercado laboral<sup>3/</sup>.

Las diferencias entre ambas encuestas radican principalmente en el cuestionario (tabla III.1), mientras que las muestras son equivalentes. La nueva encuesta permite clasificar de manera más precisa la condición laboral, y por tanto, se aleja de la autoclasificación de la antigua encuesta, en la que dominaba la autoidentificación respecto de la condición laboral. Particularmente importante es que, para identificar a los empleados, la nueva encuesta pregunta explícitamente si se ha trabajado una hora o más en la semana de referencia, eliminando así la ambigüedad respecto de si trabajos de tiempo reducido son o no verdaderos empleos.

**Tabla III.1**

Criterios de clasificación en las distintas encuestas

	ENE	NENE	Impacto esperado en la categoría
Ocupados	1) Auto-clasificación sin especificar tiempo mínimo de trabajo.	1) Haber trabajado una hora o más durante la semana de referencia. 2) Haber recibido ingresos por la actividad, salvo para los trabajadores familiares no remunerados.	Positivo
Desocupados	1) Haber buscado trabajo en los últimos dos meses.	1) Haber buscado trabajo durante las últimas cuatro semanas. 2) Estar disponible para trabajar en las próximas dos semanas.	Incierto
Inactivos	1) No se distingue entre inactivos con mayor y menor probabilidad de incorporarse a la Fuerza de Trabajo.	1) Los inactivos se clasifican en tres grupos dependiendo de su potencialidad de entrada al mercado laboral: Habituales, Iniciadores y Potencialmente activos.	Negativo. Inactivos iniciadores y Potencialmente activos serán en el futuro una presión para el mercado laboral.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>2/</sup> Los datos oficiales de la NENE comenzaron en el trimestre móvil enero-febrero-marzo del 2010. El INE publicó datos referenciales para el 2009, enero y febrero del 2010. Para fines de comparación, en este recuadro se usan los datos del trimestre móvil octubre–noviembre–diciembre del 2009. Ver INE (2010).

<sup>3/</sup> Para más detalle, ver Naudon y Ricaurte (2011).

Un análisis a priori de la nueva encuesta lleva a formular la hipótesis de que un mayor número de personas podría calificar como ocupado en comparación con la anterior, especialmente en aquellos grupos que realizan trabajos parciales y menos formales. Dentro de estos se agrupan, mayormente, mujeres y jóvenes. En el caso de los desocupados, en cambio, existen fuerzas opuestas que pueden llevar a un aumento de los desocupados, principalmente en desmedro de los inactivos, o a una disminución de los desocupados, principalmente en favor de los ocupados. Consecuentemente, se espera una caída de los inactivos. La comparación de ambas encuestas en el trimestre móvil que termina en diciembre del 2009 muestra un mayor número de ocupados, desocupados y, por lo tanto, mayor participación laboral en la nueva medición. Asimismo, los aumentos más relevantes se observan en aquellos grupos en que predominan trabajos parciales o menos formales (tabla III.2).

**Tabla III.2**

Participación en los distintos estados laborales (diciembre 2009, porcentaje de la población en edad de trabajar)

	Ocupados		Desocupados		Inactivos	
	ENE	NENE	ENE	NENE	ENE	NENE
Hombres, 25-65, con educación universitaria	86,7	87,7	5,6	4,9	7,7	7,5
Hombres, 18-25, sin educación universitaria	46,0	49,7	10,5	12,0	43,4	38,3
Mujeres, 25-65, con educación universitaria	76,5	72,7	4,8	6,5	18,7	20,8
Mujeres, 18-25, sin educación universitaria	31,5	34,7	8,3	12,1	60,1	53,2
Personas, 18-25, sin educación universitaria	43,8	47,6	10,8	13,3	45,4	39,1
Hombres	64,6	65,4	5,7	6,4	29,7	28,2
Mujeres	38,0	40,1	3,9	5,3	58,0	54,6
Total	51,0	52,5	4,8	5,8	44,1	41,7

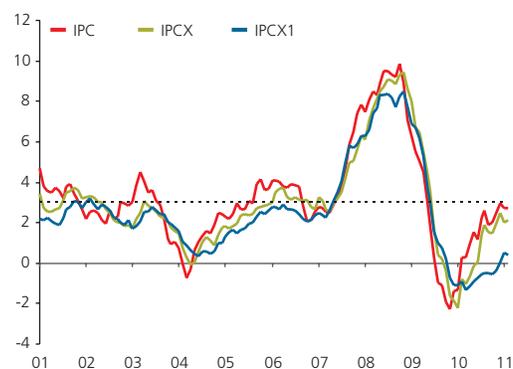
Fuente: Naudon y Ricaurte (2011).

Desde marzo del 2010, el empleo ha mostrado un fuerte incremento, lo que es coherente con el crecimiento de la economía. A su vez, la fuerte caída de la tasa de desempleo la ha llevado a niveles bastantes inferiores a los de años anteriores. Sin embargo, la imposibilidad, por ahora, de realizar un empalme simple entre ambas encuestas, limita la medición de la tasa natural o neutral de desempleo. Es posible que la tasa de crecimiento del empleo pueda estar influida por cambios en el patrón estacional y por el mayor peso que adquieren grupos cuya condición laboral es más sensible al ciclo económico. De hecho, en principio, es de esperar que bajo la nueva metodología, la mayor presencia de trabajadores con historias laborales presumiblemente más volátiles, podría aumentar las fluctuaciones estacionales y cíclicas del empleo medidas por la NENE.

## IV. Precios y costos

**Gráfico IV.1**

Inflación IPC, IPCX e IPCX1 (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.2**

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.

En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de inflación y costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias en la coyuntura y su probable evolución futura.

### Evolución reciente de la inflación

En lo grueso, la inflación ha evolucionado de acuerdo con lo esperado en el IPoM de diciembre. La inflación anual del IPC se ha mantenido en torno a la meta, con una variación de 2,7% a febrero. Los indicadores subyacentes han regresado a cifras positivas, aunque aún en valores acotados (gráfico IV.1). Sin embargo, las perspectivas inflacionarias han aumentado, en particular por los incrementos de los precios de los alimentos y, más recientemente, del petróleo y sus derivados. Ello ha llevado a que la inflación prevista en el corto plazo haya incrementado en los últimos meses.

Como se mencionó, entre diciembre y febrero la inflación ha estado en torno a lo previsto, con variaciones mensuales entre 0,1 y 0,3% para el IPC, IPCX y el IPCX1. La inflación IPC acumulada desde diciembre alcanzó a 0,6%, determinada principalmente por dos factores. Por un lado, los combustibles aportaron 0,4 puntos porcentuales (pp). Por otro, los alimentos no perecibles, que junto con las carnes, aportaron 0,3 pp a la inflación acumulada. El resto de los precios —en el agregado— no mostraron una incidencia positiva significativa en la inflación. En el mismo lapso, la inflación acumulada del IPCX1 sin alimentos alcanza a 0,4%. En línea, a febrero, la inflación anual del IPCX y el IPCX1 fue de 2,1 y 0,4%, respectivamente. Esta evolución más acotada de los indicadores subyacentes, respecto del IPC también está acorde con lo previsto en diciembre.

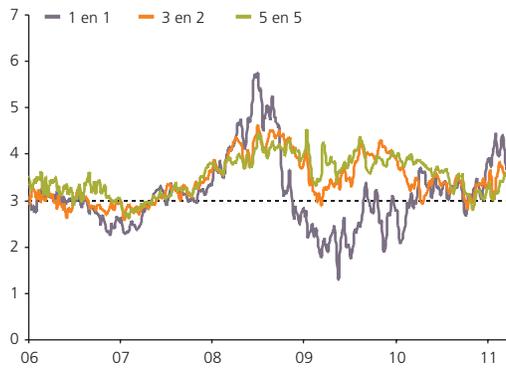
### Perspectivas y riesgos para la inflación

Las expectativas de inflación han aumentado de manera generalizada, especialmente en el corto plazo. En lo inmediato, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) ubica la inflación para marzo en 0,7% mensual, mientras que la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) la sitúa en 0,8%. Para diciembre de este año, la EEE arroja una inflación de 4,4% anual (3,2% en diciembre). A un año plazo, estas encuestas también apuntan a una inflación superior a lo previsto en el IPoM pasado (4,0 y 4,4% en los últimos registros de la EEE y la EOF, respectivamente). Aunque a plazos más largos las expectativas también se han ajustado al alza, lo han hecho en menor medida. Por tres meses seguidos, la EEE ha ubicado la inflación a dos años en 3,2% anual. La EOF sitúa la inflación a dos años en 3,6%. Con todo, cabe mencionar que las expectativas a uno y dos años que se extraen

**Gráfico IV.3**

Compensación inflacionaria *forward* promedio a partir de tasas *swap*

(promedio móvil semanal, porcentaje)

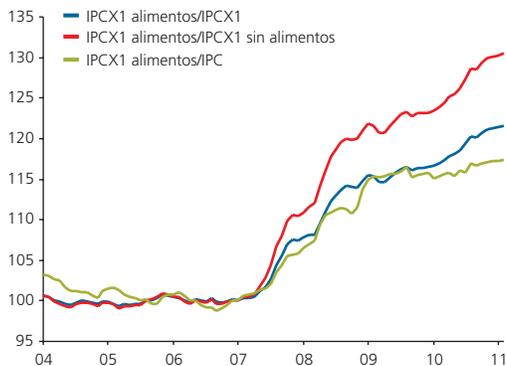


Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.4**

Precios relativos de alimentos

(índice, enero 2007=100)

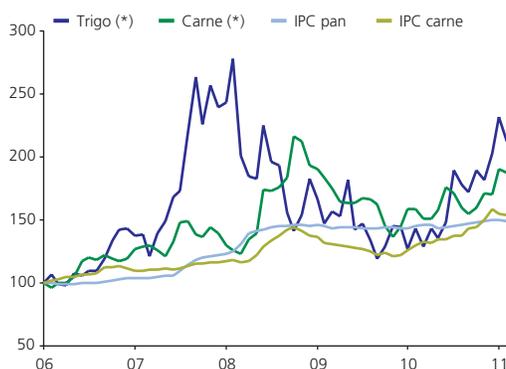


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.5**

Precios de alimentos

(índice enero 2006=100)



(\*) Corresponde a precios internacionales.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a cifras de Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas.

de esta última encuesta se ajustaron levemente a la baja con posterioridad a la Reunión de Política Monetaria de marzo (gráfico IV.2). Otras fuentes también apuntan a aumentos de la trayectoria esperada para la inflación. Las expectativas a un año que se extraen del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) pasaron de 3,4% en el IPoM de diciembre a 3,6% en febrero, mientras que el porcentaje de encuestados en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) que responden que la inflación “subirá mucho” en los próximos doce meses subió de 46% a 62% en igual lapso.

Las expectativas de inflación que se derivan de las compensaciones inflacionarias también subieron desde el IPoM pasado. No obstante, en las de más corto plazo, esto se revirtió parcialmente luego de a la Reunión de Política Monetaria de marzo. Así, la compensación inflacionaria *forward* uno en uno que se deriva de los *swaps* promedio cámara pasó de un promedio de 3,3% en diciembre del 2010 a valores cercanos a 3,7% en lo más reciente. Las expectativas entre el año 3 y 5, se ubican en 3,6% levemente por sobre el nivel del cierre del IPoM de diciembre. Las expectativas entre el año 6 y 10, pasan de 3,1 a 3,6%<sup>1/</sup> (gráfico IV.3).

Las expectativas de inflación para este año también han subido de manera generalizada en el resto del mundo, pero más marcadamente en las economías emergentes. Para Asia emergente, la proyección de inflación de *Consensus Forecasts* para el 2011 pasó de 3,6% en octubre del 2010 a 4,8% en su registro de marzo, mientras que para América Latina lo hizo de 7,1 a 7,5% en igual lapso. Considerando que en el escenario base se espera que el dólar siga depreciándose en los mercados externos, el índice de precios externos relevantes para Chile (IPE) aumentará 7,8% en el 2011, mayor al incremento de 5,8% que tuvo en el 2010.

El fuerte aumento de los precios internacionales de las materias primas, en particular del petróleo y los alimentos, se ha transformado en el factor principal de riesgo inflacionario del último tiempo a nivel mundial (detalles en el capítulo I de este IPoM). Para efectos de la inflación local, este *shock* debe evaluarse considerando su tamaño, persistencia y propagación. Es allí donde radican los principales riesgos hacia adelante para la inflación en Chile. En el episodio del 2007-2008, las alzas de los precios internacionales se prolongaron aproximadamente por un año y medio, cerca del doble del *shock* actual (Recuadros I.1 y IV.1). Con todo, existen diferencias que pueden provocar que el efecto en la inflación de este *shock* sea distinto al del episodio previo. Primero, a diferencia de lo ocurrido en ese entonces, actualmente la evolución del tipo de cambio no ha contribuido a elevar las presiones inflacionarias.

Segundo, el traspaso a los precios locales también puede amortiguarse por el alto nivel que alcanzaron los precios relativos de los alimentos luego del *shock* previo. Una vez que estos últimos subieron en el episodio 2007-2008, no se devolvieron, lo que ha permitido amortiguar el traspaso de los costos a precios en este sector (gráfico IV.4). También existen diferencias en el comportamiento de los márgenes por productos. Por ejemplo, en el pan los márgenes locales se recuperaron con el descenso de los precios

<sup>1/</sup> Con todo, la lectura de las compensaciones inflacionarias puede estar influida por el efecto que tuvo sobre las tasas de mercado el anuncio del plan de deuda del Banco Central tras la intervención. Se estima que algunos de estos ajustes en las tasas de interés aún persisten.

**Gráfico IV.6**

Precio de la gasolina en pesos

(índice semanal, 01/01/2007 y 07/06/2010=100)

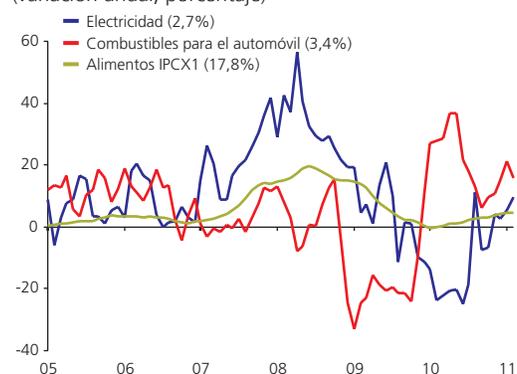


Fuentes: Banco Central de Chile y ENAP.

**Gráfico IV.7**

Inflación por componentes

(variación anual, porcentaje)



(\*) Entre paréntesis, las ponderaciones en la canasta IPC.

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

**Gráfico IV.8**

Salarios nominales (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(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 e Instituto Nacional de Estadísticas.

internacionales a partir de la segunda mitad del 2008 y permanecieron elevados con posterioridad. Ello ha permitido que los incrementos de los precios internacionales de estos productos no se reflejen totalmente en los precios locales<sup>2/</sup>. No obstante, otros productos, como la carne y el azúcar, sí han traspasado en mayor grado las alzas de los precios internacionales a la inflación local (gráfico IV.5). En tercer lugar, la composición del *shock* es distinta a la del 2007-2008. Algunos productos cuyos precios externos subieron en esa ocasión, ahora no lo han hecho en la misma magnitud, como la leche.

En el caso de los precios internacionales de los combustibles, los mayores incrementos se han verificado en las últimas semanas, de la mano de las tensiones en Medio Oriente y el norte de África. Aunque el precio internacional del barril WTI dista de los cerca de US\$150 que alcanzó a mediados del 2008, la gasolina está cerca de 15% por debajo del máximo de ese entonces en el principal mercado de referencia. En pesos, el precio de la gasolina es similar a los niveles alcanzados en ese episodio (gráfico IV.6). Con todo, ante *shocks* adicionales, el sistema de estabilización vigente —SIPCO— ayudaría a moderar las fluctuaciones de corto plazo de los precios de combustibles.

Las mayores perspectivas para la inflación también responden al alza de algunos precios puntuales. La tarifa del Transantiago, más allá de los incrementos causados por los mayores precios de los combustibles, ha tenido alzas determinadas por el panel de expertos orientadas a mantener el financiamiento del sistema. También, el impacto del alza del precio internacional del petróleo sobre la economía local podría ser magnificado en caso de un escenario de baja disponibilidad de energía hidroeléctrica y mayor dependencia de energía térmica generada con derivados del crudo, tal como ocurrió en el episodio 2007-2008 (gráfico IV.7).

Otro factor que puede introducir riesgos para la inflación futura es la evolución de las brechas de capacidad. Aunque el escenario base de este IPoM considera que estas estarían cerradas y que permanecerán así el resto del horizonte de proyección, no pueden descartarse escenarios distintos. Asimismo, por el lado del mercado laboral, diversas fuentes de información dan cuenta de una importante creación de empleos en los últimos meses y la encuesta de la Universidad de Chile arroja una tasa de desempleo desestacionalizada en el mínimo de los últimos doce años. Sin duda, ello tiene efectos sobre la evolución de los salarios y las presiones de costos que de ello se deducen. Las medidas de salarios y costos laborales han seguido una tendencia alcista. En el último año, la tasa de crecimiento del costo de la mano de obra (CMO) y el índice de remuneraciones (IREM) se ha más que duplicado. El CMO pasó de una variación anual de 2,6% en enero 2010 a 6,7% en enero de este año, mientras que el IREM pasó de 2,3% anual a 5,7% en igual periodo (gráfico IV.8). Esta tendencia es bastante generalizada entre sectores. Al hacer una comparación de más largo plazo, utilizando los datos de la Asociación Chilena de Seguridad, se observa que los salarios crecen a tasas anuales por sobre los promedios de largo plazo.

<sup>2/</sup> Ver IPoM diciembre 2010, Recuadro IV.1, página 32.

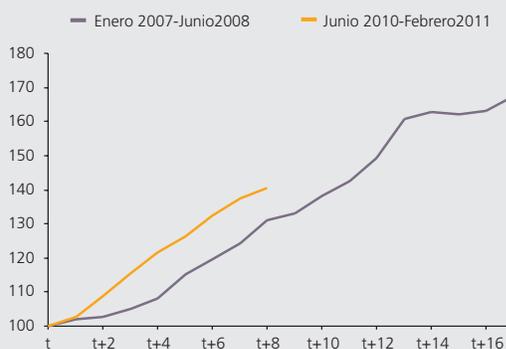
## Recuadro IV.1: **Shock del precio internacional de alimentos**

La experiencia del 2007-2008 ha contribuido a que el incremento que los precios internacionales de los alimentos muestran desde mediados del año pasado elevara la preocupación por sus efectos en la inflación. En el episodio anterior, Chile fue una de las economías más golpeadas por este *shock*<sup>3/</sup>, que explicó casi un tercio de la inflación entre principios del 2007 y octubre del 2008. Este recuadro examina las similitudes y diferencias entre ambos períodos.

Destaca la mayor velocidad de aumento de los precios internacionales en el período reciente. Desde junio del 2010 se observa una aceleración de los precios de los alimentos, que hasta febrero último acumulaban un aumento de 40%, según el índice de la FAO en dólares. En el episodio previo, el repunte de los precios de los alimentos se inició en enero del 2007 y se extendió hasta mediados del 2008. En los primeros nueve meses de ese período —entre enero y septiembre del 2007— el incremento del índice FAO fue de 31% (gráfico IV.9). Sobre la eventual continuación de esta tendencia, cabe señalar que el nivel al que llegó este índice en febrero último superó en más de 5% al nivel máximo del episodio previo. Además, en los contratos futuros para productos agrícolas predominan las expectativas de una moderación de los precios a nivel internacional, a raíz de la normalización de factores de oferta adversos (por ejemplo, condiciones climáticas). Sin embargo, que continúen los aumentos en el precio internacional de los alimentos es un riesgo que no se puede descartar.

### Gráfico IV.9

Precios internacionales de los productos básicos alimenticios (\*)  
(índice mensual, enero 2007 y junio 2010=100)



(\*) En base a índice de la FAO que considera los precios promedios que se transan mensualmente en los principales mercados.

Fuente: Bloomberg.

El aumento de los precios de los bienes agrícolas ha contribuido a aumentar tanto los registros efectivos como esperados de

<sup>3/</sup> Para detalles, ver Recuadro IV.1: "Evolución de la inflación en Chile durante el período 2007-2009", IPoM marzo 2010. Páginas 31 y 32.

inflación en un gran número de países, incluido Chile. Llevado a pesos, la magnitud del *shock* —considerando igual cantidad de meses desde su inicio— es comparable a la del evento anterior<sup>4/</sup>. Esto, porque la apreciación del peso ha compensado en parte la magnitud del aumento de los precios en dólares, que ha sido mayor (gráfico IV.10). Sin embargo, es importante consignar que, comparado con el mismo lapso del episodio anterior, los precios internos de los alimentos han aumentado menos. Entre junio del 2010 y febrero del 2011, los precios de los alimentos —excluidos frutas y verduras— han subido 4,0%, lo que se compara con un alza de 10,6% entre enero y septiembre del 2007. Una diferencia relevante con la experiencia anterior es la existencia de mayores márgenes iniciales, que se estima podrían haber amortiguado el traspaso a precios internos. Estos márgenes provienen del hecho que tras el aumento del 2007-2008, los precios locales no siguieron a los externos en la fuerte caída que registraron durante la recesión mundial del 2008-2009 (gráfico IV.4). Asimismo, otro factor que puede haber influido en la respuesta de los precios internos es el estado de las brechas de capacidad, que en los últimos trimestres se encontraban en una situación menos estrecha que en el período 2007-2008.

### Gráfico IV.10

Índice de precios externos relevantes de alimentos para Chile (\*)  
(índice enero 2007=100)



(\*) 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, FAO e Instituto Nacional de Estadísticas.

Considerando la experiencia del 2007-2008, el aumento de los precios internacionales de los alimentos plantea riesgos y desafíos relevantes para el manejo de la política monetaria del Banco Central, toda vez que debe evitar que *shocks* específicos se propaguen a otros precios poniendo en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

<sup>4/</sup> Ver Pistelli y Riquelme (2011).

# V. Escenarios para la inflación

**Tabla V.1**

Supuestos del escenario base 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
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	102	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m <sup>3</sup> ) (*)	471	598	820	816
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,4	1,4

(\*) Para definición, ver Glosario.  
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.1**

Términos de intercambio

(variación anual, porcentaje)



(\*) Se estiman utilizando como referencia el precio promedio de la Bolsa de Metales de Londres del 2003. No se consideran otros potenciales efectos en precio y cantidad.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 17 de marzo de 2011. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

## Escenario base de proyección

En los últimos meses, el escenario de crecimiento mundial se ha vuelto algo más favorable que el previsto en diciembre. Los datos del último trimestre de 2010 mostraron un crecimiento más rápido, en especial en Estados Unidos. El escenario base de proyección considera una corrección al alza en el crecimiento mundial previsto para este año, el que pasa desde 3,8% en diciembre a 4,1% en este IPoM (tabla V.1). Parte de esta corrección responde a las mejores cifras efectivas. Las proyecciones de crecimiento para la Zona Euro se corrigen al alza, acercándose en mayor grado al consenso de mercado. La catástrofe en Japón se estima, por ahora, tendrá efectos mayormente circunscritos al crecimiento de esa economía. El escenario base supone que el crecimiento nipón de este año será cinco décimas inferior al que se habría dado de no haber ocurrido el terremoto y maremoto. Este recorte de la proyección es similar al que muestran las proyecciones de consenso. Con todo, para el bienio 2011-2012 se espera que el crecimiento mundial promedie 4,2%, idéntico al promedio del período 2000-2007, con brechas de capacidad en las economías desarrolladas que, aunque se irán cerrando paulatinamente, seguirán abiertas.

En el primer cuarto del 2011, los precios de las materias primas han intensificado el aumento que mostraban desde mediados del año anterior, en particular el petróleo. El cobre alcanzó un nuevo máximo nominal en febrero, lo mismo que el precio de algunos alimentos. Las razones para estas trayectorias continúan siendo la demanda vigorosa de las economías emergentes, particularmente las asiáticas, y limitaciones a la oferta en algunos mercados. En el caso del petróleo, las tensiones políticas en Medio Oriente y el norte de África hicieron aumentar fuertemente su precio a mediados de febrero, ubicándose en torno a US\$105 el barril WTI al cierre estadístico de este IPoM.

En el escenario base se supone que los precios de los productos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales o tendrán descensos, pero de menor cuantía. En el caso del cobre, las proyecciones para el metal se elevan significativamente respecto de diciembre, ubicándose en US\$4,2 y 4,0 la libra, para el 2011 y el 2012, respectivamente. Para el petróleo WTI también aumentan respecto de diciembre, a US\$102 y 103 el 2011 y 2012, respectivamente.

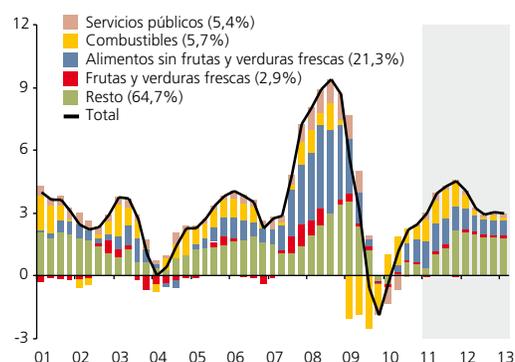
**Tabla V.2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2008	2009	2010	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	3,7	-1,7	5,2	5,5 - 6,5
Ingreso nacional	3,7	-1,9	15,7	6,6
Demanda interna	7,7	-5,9	16,4	7,6
Demanda interna (sin Variación de Existencias)	7,6	-2,9	11,5	8,7
Formación bruta de capital fijo	19,4	-15,9	18,8	13,9
Consumo total	3,9	1,9	9,3	7,0
Exportaciones de bienes y servicios	3,2	-6,4	1,9	6,8
Importaciones de bienes y servicios	12,6	-14,6	29,5	9,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	1,6	1,9	1,2
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-3.307	2.570	3.802	3.100
Balanza comercial	8.529	14.117	15.855	18.700
Exportaciones	66.259	54.004	71.028	83.900
Importaciones	-57.730	-39.888	-55.174	-65.200
Servicios	-964	-1.444	-1.019	-100
Renta	-13.802	-11.666	-15.424	-20.000
Transferencias corrientes	2.930	1.563	4.390	4.500

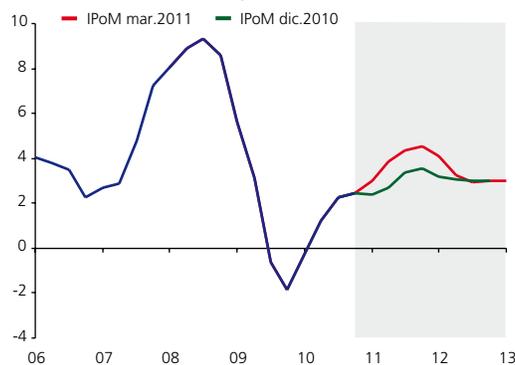
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.2**Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)  
(puntos porcentuales)

(1) El área gris, a partir del primer trimestre del 2011, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base. (2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

**Gráfico V.3**Proyección de inflación IPC  
(variación anual, porcentaje)

(\*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2011, corresponde a la proyección.

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

Con esto, a diferencia de lo previsto en diciembre, los términos de intercambio volverán a aumentar en el 2011, para caer a partir del 2012 (gráfico V.1). Las mayores perspectivas para la inflación que se han instalado en el mundo, se reflejan en que el índice de precios externos relevantes para Chile (IPE), medido en dólares, variará 7,8% este año. El ajuste al alza de esta proyección se debe principalmente a inflaciones en moneda local superiores.

En el escenario base, la actividad crecerá este año en un rango entre 5,5 y 6,5% (tabla V.2). Esto implica que las holguras de capacidad, que ya se estiman cerradas, se mantendrán así durante todo el horizonte de proyección. En lo inmediato, se estima que la actividad tendrá un importante crecimiento en el primer trimestre del año. Considerando los datos conocidos de enero, las estimaciones preliminares de febrero y el elevado crecimiento previsto para la actividad en marzo, producto de la baja base de comparación debido al impacto del 27-F, se proyecta que el crecimiento de la actividad en el primer trimestre se ubicará entre 9 y 10% anual. En todo caso, la velocidad de expansión de la actividad, medida trimestre a trimestre, se mantendría en línea con las estimaciones de crecimiento potencial.

La demanda interna aumentará 7,6% anual en el 2011. Esta tasa es superior a la prevista en diciembre, principalmente porque el consumo privado crecerá a tasas superiores a las consideradas a fines del 2010. Esta trayectoria se apoya en datos del último trimestre del 2010 y primero del 2011 que han seguido dando cuenta del dinamismo de este componente del gasto. En todo caso, el retiro de los estímulos macroeconómicos cooperará para que la velocidad de incremento del consumo disminuya y la economía sostenga tasas de crecimiento acordes con su capacidad instalada. Se sigue estimando que el crecimiento potencial de la economía se ubica en torno a 5%.

Para la inversión, se prevé que durante este año se observará con mayor fuerza el impacto de los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados, lo que debería reflejarse principalmente en la inversión en infraestructura, con un correlato en construcción. La tasa de FBCF a PIB será algo superior a 30% medida a precios del 2003. Ello significa un aumento del orden de 2 puntos porcentuales (pp) respecto del 2010. La variación de existencias, por su parte, será menor que en el 2010, debido al término del proceso de reposición de inventarios gatillado por la desacumulación de fines del 2008 y, posteriormente, por el 27-F. En el caso del sector público, se utiliza como supuesto que el gasto fiscal crecerá este año por debajo del incremento de la actividad, en coherencia con los recientes anuncios del Gobierno en la materia, y posteriormente convergerá a un déficit estructural de 1% del PIB hacia fines del período de la actual administración.

En el escenario base, las exportaciones de bienes y servicios aumentarán casi 7% en el 2011, con envíos de bienes que crecerán del orden de 6% anual en términos reales. Las importaciones de bienes y servicios crecerán algo menos de 10% real en el 2011, lo que es coherente con la normalización del ritmo de expansión de la demanda interna.

La importante corrección en el precio del cobre hará que este año la cuenta corriente de la balanza de pagos nuevamente tenga un superávit, esta vez de 1,2% del PIB. Esta cifra contrasta con la estimada en diciembre, cuando se preveía un déficit de 1,4% del PIB. Medido a precios de tendencia —cálculo

Tabla V.4

## Inflación

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
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 IPCX1 promedio	2,8	-0,7	2,0	3,2	
Inflación IPCX1 diciembre	-1,1	0,1	3,3	3,0	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,0

(f) Proyección.

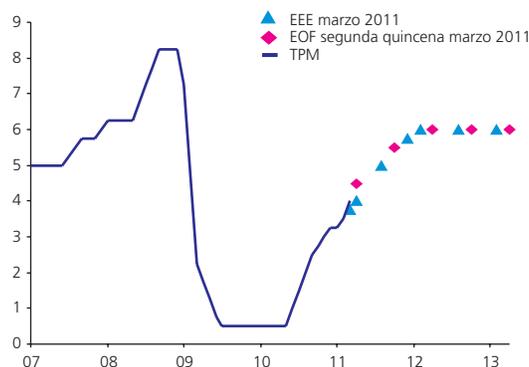
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.4

## TPM y expectativas

(porcentaje)

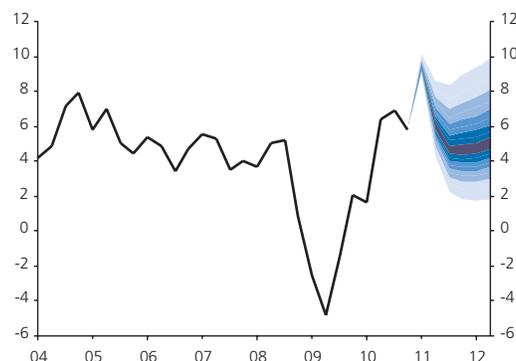


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.5

## Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) 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 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.

que considera correcciones en precios y no en volúmenes— el saldo de la cuenta corriente para el 2011 es deficitario, entre 4 y 5% del PIB<sup>1/</sup>.

El fuerte incremento del precio del petróleo y sus derivados hará que la inflación del IPC se ubique durante todo el segundo semestre del año, y hasta comienzos del 2012, por sobre 4% anual. El Consejo estima que este año el IPC cerrará con una variación anual de 4,3%, que descenderá a 3% en el curso del 2012 y se mantendrá en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, el primer trimestre del 2013. La relevancia del mayor precio actual y previsto del petróleo en las proyecciones de inflación se refleja en que 0,7pp del cambio en la proyección a diciembre próximo —1pp respecto del IPoM pasado— se explica por el efecto directo del mayor precio de los combustibles. El mayor precio del petróleo también tiene efectos indirectos capturados en los precios del transporte público y en la propagación. En el caso del IPCX, que incluye tarifas del transporte público, se estima que para fines del 2011 su incremento anual se situará en 3,7% (3,1% en el IPoM anterior). La inflación del IPCX1, que aísla tanto los precios de los combustibles como del transporte público y otros precios regulados, se proyecta llegará a 3,3% anual en diciembre, valor algo por sobre el previsto a fines del 2010, en respuesta a la propagación de los mayores precios de los combustibles (gráficos V.2 y V.3 y tabla V.3). Este escenario base supone que la situación cíclica de la economía chilena y el retiro de los estímulos macroeconómicos llevarán a una convergencia de la inflación anual de IPCX1 hacia 3%. También considera que la propagación de los mayores precios de los alimentos y del petróleo será acorde con la experiencia histórica al respecto y que el hecho que la economía crecerá a tasas acordes con su capacidad, acota la propagación de estos *shocks* hacia otros precios, así como a las presiones de costos laborales.

Las proyecciones suponen que el tipo de cambio real se mantendrá en torno a los valores recientes. Ello, por cuanto en los últimos meses se ha situado en niveles coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Si bien el escenario externo seguirá agregando impulso a la economía, este se irá diluyendo en el tiempo. Las presiones inflacionarias importadas seguirán contenidas. Asimismo, se contempla que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con el estado cíclico de la economía y la dinámica de la inflación, y que las decisiones de ajustes de precios se basan en expectativas de inflación alineadas con la meta. Finalmente, las proyecciones consideran como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria de aumento comparable con la que se deduce de las diversas encuestas de expectativas (gráfico V.4). El Consejo señala que ello dependerá, en todo caso, de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

## Escenarios de riesgo

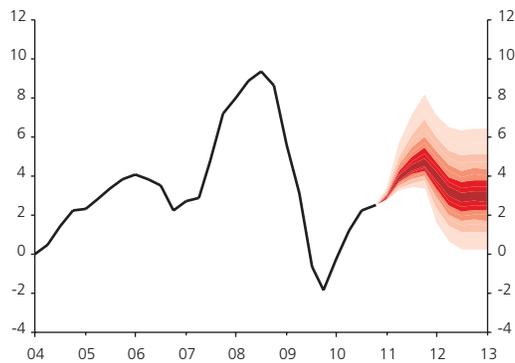
El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables con la información disponible al realizar estas proyecciones. Situaciones diferentes implicarán un escenario macroeconómico —y una trayectoria de política monetaria— también distinto. Evaluadas estas, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad está sesgado al alza (gráficos V.5, V.6 y V.7).

<sup>1/</sup> Este cálculo considera un precio del cobre de US\$2,6 la libra, y para el petróleo de US\$75 el barril.

**Gráfico V.6**

Proyección inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)



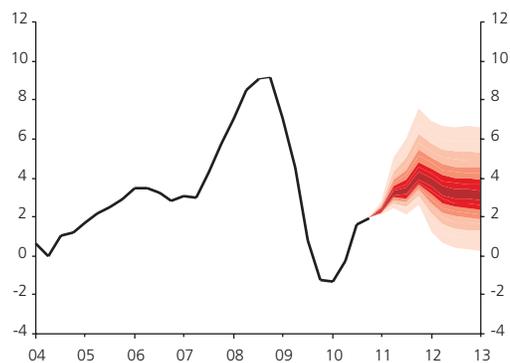
(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza 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.

**Gráfico V.7**

Proyección inflación IPCX (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) 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 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.

El riesgo principal se relaciona con el tamaño, persistencia y propagación del *shock* del precio de las materias primas y especialmente del petróleo. En este último caso, un escenario de mayores precios tiene efectos globales claramente inflacionarios en lo inmediato, que pueden moderarse en algo en un plazo mayor (Recuadro I.1). En el caso del precio externo de los alimentos, tanto los futuros como las proyecciones de analistas apuntan a que estos no seguirán subiendo, sino más bien tenderán a una normalización. Con todo, no puede descartarse que la continuación de problemas de oferta en el sector agrícola, con un alto crecimiento de las economías emergentes, intensifique las presiones sobre estos precios.

Sobre la propagación interna del *shock* del precio de las materias primas, en el caso de los alimentos, el aumento de los precios locales ha sido menor al de los precios externos, indicando una compresión de los mayores márgenes que el sector acumuló entre el 2008 y 2009. Sin embargo, no puede descartarse que, si los precios internacionales siguen aumentando, se observen mayores efectos en la inflación.

En el caso del petróleo, el sistema de estabilización vigente ayudaría a moderar las fluctuaciones de corto plazo de los precios de combustibles. Sin embargo, en un horizonte de mediano plazo no aislará los precios locales de los externos. Además, los efectos podrían amplificarse en la medida que se dé un escenario de baja disponibilidad de energía hidroeléctrica y mayor dependencia de energía térmica generada con derivados del petróleo.

La propagación de estos *shocks* de precios relativos al resto de la economía tiene relación de forma importante con la sensibilidad de las expectativas de inflación a la evolución de corto plazo de los precios y la flexibilidad de los salarios reales. El que la economía sostenga un dinamismo por sobre su capacidad instalada podría facilitar una propagación mayor de estos *shocks* hacia otros precios y a los costos laborales, acentuando sus efectos inflacionarios. En el escenario base, las brechas se mantendrán cerradas durante el horizonte de proyección, pero no puede descartarse que la actividad y la demanda crezcan más que lo previsto, con lo que se excedan los niveles normales de uso de la capacidad productiva y, por tanto, se generen mayores presiones inflacionarias. En sentido opuesto, el alza de los combustibles y otros productos afecta el ingreso disponible de los consumidores, pudiendo ser un factor de moderación del gasto en otros bienes y servicios.

En el ámbito externo, siguen presentes las tensiones financieras en algunas economías de Europa y la situación de los desbalances globales está lejos de resolverse. También existen dudas sobre el manejo de política monetaria en las economías emergentes ante el panorama inflacionario actual. Por un lado, podría darse una reacción de política monetaria que provoque una desaceleración más pronunciada de la demanda en las economías emergentes, con efectos importantes en el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. También es posible que el diferente ritmo de recuperación de las economías emergentes y desarrolladas y las tensiones cambiarias presentes, lleven a una demora en el retiro del estímulo monetario, provocando una mayor inflación global en lo inmediato y respuestas más agresivas de política monetaria a posterior.

En todo caso, como ya lo ha hecho en el pasado, el Consejo adoptará las medidas necesarias para enfrentar eventos que modifiquen el escenario macroeconómico y las perspectivas inflacionarias.

## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Inflación mundial	14
I.2: Crecimiento mundial	15
I.3: Paridades con respecto del dólar estadounidense	16
I.4: Impacto en PIB e inflación de un aumento de US\$10 en el precio del petróleo	17
II.1: Expectativas para la TPM	19
II.2: Tasas de interés de colocación	21
III.1: Criterios de clasificación en las distintas encuestas	26
III.2: Participación en los distintos estados laborales	26
V.1: Supuestos del escenario base internacional	31
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	32
V.3: Inflación	33

### Gráficos

Proyección inflación IPC	9
Proyección inflación IPCX	10
I.1: TPM y expectativas	13
I.2: Inflación	13
I.3: Expectativas de inflación para el 2011	14
I.4: Precios de alimentos	14
I.5: Precios de petróleo y cobre	15
I.6: Actividad mundial	15
I.7: Premios por riesgo soberano	16
I.8: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	16
I.9: Costo marginal de generación eléctrica	18
II.1: TPM y expectativas	19
II.2: Tasas de interés de política monetaria real a partir de expectativas de mercado	19

II.3:	Diferencial de tasas de política monetaria	20
II.4:	TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	20
II.5:	Colocaciones nominales por tipo de crédito	20
II.6:	Emisión de bonos corporativos	21
II.7:	Encuesta de Crédito Bancario	21
II.8:	Razón precio-utilidad estimada	21
II.9:	Agregados monetarios	22
II.10:	Tipo de cambio nominal	22
II.11:	Tipo de cambio real	22
III.1:	Producto interno bruto	23
III.2:	Industria: producción y ventas físicas	23
III.3:	Contribución al crecimiento anual del PIB	24
III.4:	Ventas del comercio minorista y de autos nuevos	24
III.5:	Mercado laboral	24
III.6:	Expectativas de los consumidores y empresas	25
III.7:	Formación bruta de capital fijo	25
III.8:	Indicadores de la actividad de la construcción	25
IV.1:	Inflación IPC, IPCX e IPCX1	27
IV.2:	Expectativas de inflación: EEE y EOF	27
IV.3:	Compensación inflacionaria <i>forward</i> promedio a partir de tasas <i>swap</i>	28
IV.4:	Precios relativos de alimentos	28
IV.5:	Precios de alimentos	28
IV.6:	Precio de la gasolina en pesos	29
IV.7:	Inflación por componentes	29
IV.8:	Salarios nominales	29
IV.9:	Precios internacionales de los productos básicos alimenticios	30
IV.10:	Índice de precios externos relevantes de alimentos para Chile	30
V.1:	Términos de intercambio	31
V.2:	Incidencias en la inflación anual del IPC	32
V.3:	Proyección de inflación IPC	32
V.4:	TPM y expectativas	33
V.5:	Escenario de crecimiento del PIB trimestral	33
V.6:	Proyección inflación IPC	34
V.7:	Proyección inflación IPCX	34

## Glosario

**América Latina:** Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

**CMOX:** Costo de mano de obra (CMO) excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2010). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2010-2012 se calculan a partir de una muestra de países que representan 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 4,9% para el período 2010-2012.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2010). Los países considerados en la muestra representan 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 1,6% para el período 2010-2012.

**Crecimiento socios comerciales:** Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 93% del total de las exportaciones.

**Credit Default Swap (CDS):** Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (*CDS spread*) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

**Exportadores de productos básicos:** Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

**IPCX:** Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo los precios de combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 91% de la canasta total.

**IPCX1:** IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indexados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total.

**IPE:** Índice de precios externos relevantes para Chile. Es calculado considerando los IPM (o IPC, según disponibilidad) expresados en dólares de los países considerados en el cálculo del TCM y su participación en el comercio con Chile, excluyendo petróleo y cobre.

**IPE-5:** IPE considerando los índices de precios de Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro.

**IPL:** Índice de precios en moneda local de economías relevantes para Chile, implícito en el IPE. Es calculado utilizando los IPM (o IPC, según disponibilidad) expresados en moneda local de los países considerados en el cálculo del IPE y su participación en el comercio con Chile, excluyendo petróleo y cobre.

**IREM:** Índice de Remuneraciones. Corresponde a un promedio de la remuneración por hora pagada, ponderado por el número de horas ordinarias de trabajo.

**IREMX:** IREM excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

**M1:** Considera circulante más depósitos en cuentas corrientes netos de canje del sector privado no financiero más depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes y depósitos de ahorro a la vista.

**M2:** Considera M1 más depósitos a plazo, depósitos de ahorro a plazo, cuotas de fondos mutuos con inversiones en instrumentos de deuda con duración de hasta un año y captaciones de cooperativas de ahorro y crédito, menos los depósitos a plazo de los fondos mutuos mencionados y de las cooperativas de ahorro y crédito.

**M3:** Considera M2 más depósitos en moneda extranjera, documentos del Banco Central de Chile, bonos de Tesorería, letras de crédito hipotecario, efectos de comercio, bonos de empresas, cuotas del resto de los fondos mutuos y cuotas de AFP en ahorro voluntario, menos lo que los fondos mutuos y AFP tienen invertido en los activos que componen M3.

**Precio de paridad de la gasolina:** Costo referencial de importación de la gasolina, calculado a partir de cotizaciones de calidades similares a las vigentes en Chile, en los mercados relevantes (América, Europa y Asia). Incluye además, flete marítimo, tasa de seguro, arancel y otros.

**PIB otros servicios:** Corresponde a los sectores de servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

**PIB resto:** Corresponde a los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

**PIB RRNN:** Recursos naturales. Corresponde a los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

**Resto de Asia:** Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán.

**TCM:** Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2011: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, Rep. Corea, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, Suiza y Tailandia.

**TCM-X:** TCM que excluye el dólar estadounidense.

**TCM-5:** TCM considerando las monedas de: Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Zona Euro.

**TCR:** Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

## Abreviaciones

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

**BCU:** Bonos de BCCh reajustables en UF

**EEE:** Encuesta de expectativas económicas

**EOF:** Encuesta de operadores financieros

**TPM:** Tasa de política monetaria

# Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2011. *Global Economics Weekly*. Marzo.
- Consensus Forecasts. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Deutsche Bank. 2011a. *Asia Economics Monthly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2011b. *Dollar Bloc Weekly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2011c. *Emerging Markets Monthly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2011d. *Focus Europe*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2011e. *Global Economic Perspectives*. Marzo.
- Fondo Monetario Internacional. 2000. "The Impact of Higher Oil Price on the Global Economy". Diciembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2010. *World Economic Outlook*. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2011. *World Economic Outlook Update*. Enero.
- Fuentes, R. y F. Gredig. 2008. "La Tasa de Interés Neutral: Estimaciones para Chile". *Economía Chilena*. 11(2): 47-58. Banco Central de Chile. Agosto.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2010. "Nueva Encuesta Nacional de Empleo. Manual Conceptual y Metodológico. Diseño Muestral". Abril.
- JP Morgan Chase. 2011. *Global Data Watch*. Marzo.
- Medina, J.P. y P. García. 2009. "Una Visión Global Simple de la Desaceleración Económica de EE.UU., los Ciclos de Auge y Caída y el Aumento del Proteccionismo". *Documento de Trabajo* N° 529. Banco Central de Chile. Octubre.
- Naudon, A. y M. Ricaurte. 2011. "La Nueva Encuesta Nacional de Empleo". *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Abril.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. 2004. *Economic Outlook*. N° 76. Diciembre.
- Pedersen M. 2010. "Propagation on Inflationary Shocks in Chile and International Comparison of propagation of shocks to food and energy prices". *Documento de Trabajo* N° 566 Banco Central de Chile. Abril.
- Pistelli A. y Riquelme V. 2011. "Shock de Precios Internacionales de Alimentos: Análisis Comparativo". *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Abril.

**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones  
MARZO 2011

ISSN: 0716-2219  
Edición de 2.000 ejemplares  
Santiago, Chile  
Agustinas 1180, Santiago, Chile  
Casilla Postal 967, Santiago, Chile  
Tel.: 56-2-670 2000  
Fax: 56-2-670 2231  
[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)  
[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



**BANCO CENTRAL  
DE CHILE**

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA MARZO 2011