

# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

**Marzo 2012**



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

**Marzo** 2012



# CONTENIDO\*/

---

<b>PREFACIO</b>	<b>5</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>7</b>
<b>DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES</b>	<b>11</b>
<b>I. ESCENARIO INTERNACIONAL</b>	<b>13</b>
<b>II. MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>17</b>
<b>III. DEMANDA Y ACTIVIDAD</b>	<b>21</b>
<b>IV. PRECIOS Y COSTOS</b>	<b>27</b>
<b>V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN</b>	<b>33</b>
<b>ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS</b>	<b>37</b>
<b>GLOSARIO Y ABREVIACIONES</b>	<b>39</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>43</b>
<b>RECUADROS</b>	
Nuevas cuentas nacionales	24
Mercado laboral	25
Precio de las exportaciones asiáticas	30
Precio de la energía en Chile	32

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 27 de marzo de 2012.



# 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 29 de marzo de 2012 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 03 de abril de 2012.

## El Consejo



# RESUMEN

---

En los últimos meses se han producido cambios en el balance de riesgos para la economía chilena. En lo externo, aunque se sigue considerando un panorama de crecimiento mundial débil, los temores de escenarios más adversos han disminuido y se ha dado una recuperación parcial de la confianza de los mercados financieros. En lo interno, la actividad y la demanda han crecido por sobre lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, en parte porque el escenario externo ha sido menos adverso que el anticipado. Al mismo tiempo, la inflación ha estado por sobre lo previsto en esa ocasión y las medidas subyacentes se han normalizado con rapidez. Considerando los riesgos del escenario externo y sus implicancias para Chile, en enero el Consejo redujo preventivamente la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base (pb). Posteriormente, ante el cambio del panorama de riesgos, el Consejo ha mantenido la TPM y ha condicionado sus movimientos futuros a las implicancias de las condiciones internas y externas sobre las perspectivas de inflación.

Las tensiones que se observaron a fines del año pasado en los mercados financieros externos han amainado, gracias a una conjunción de hechos. Por un lado, la provisión de préstamos a tres años plazo que hizo el Banco Central Europeo contribuyó a aliviar los problemas de liquidez en el mercado bancario y de deuda de gobierno. Por otro lado, el segundo paquete de rescate para Grecia y el canje de deuda con el sector privado alejaron la posibilidad de un desenlace desordenado en esa economía. También se han ido publicando indicadores de actividad y empleo algo más favorables para Estados Unidos. Así, la volatilidad de los mercados se redujo, los premios por riesgo y liquidez cayeron, el dólar se depreció en los mercados internacionales, y los precios de los activos subieron, al igual que los de las materias primas. Se destacan las alzas del cobre y del petróleo, en este último caso también afectado por las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. El mayor apetito por riesgo también ha fomentado una renovada entrada de capitales a las economías emergentes. Ante las menores tensiones, los bancos centrales de varias economías emergentes han detenido el proceso de aumento del estímulo monetario que comenzó en la segunda mitad del 2011, lo que coincidió también con correcciones al alza de las proyecciones de inflación en varias de esas economías.

Con todo, los riesgos del escenario externo aún son importantes. Las economías de la periferia de la Eurozona tienen altas necesidades de financiamiento este año y el próximo. Los gobiernos deben implementar ajustes fiscales cuantiosos, cuya aplicación práctica puede enfrentar trabas políticas y sociales crecientes, lo mismo que el financiamiento de nuevos paquetes de rescate en las economías con superávit de la zona. La banca enfrenta desafíos de capitalización que pueden reducir el crédito. Las rigideces cambiarias y salariales atrasan la solución a los problemas de competitividad de algunas economías. Todo esto, además



## SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2010	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)
Términos de intercambio	19,4	0,5	-5,3	-0,1
PIB socios comerciales	6,1	4,1	3,8	4,2
PIB mundial PPC	5,1	3,7	3,3	3,9
PIB mundial a TC de mercado	3,9	2,7	2,5	3,2
Precios externos (en US\$)	5,8	10,1	1,9	3,3
Precio del cobre BML (US\$/centro)	342	400	370	360
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	79	95	107	106
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	111	121	115
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	598	803	910	852
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,3	0,4	0,3

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

de configurar un escenario de crecimiento muy débil en la zona, deja abierta la puerta a nuevos episodios de estrés en los mercados financieros externos.

Respecto de diciembre, el escenario de crecimiento mundial no presenta cambios relevantes en el agregado, aunque sí algunas variaciones en su composición. En Estados Unidos, los indicadores más favorables de creación de empleo, de producción industrial y de expectativas se reflejan en un alza de sus proyecciones para este año, lo que compensa en parte las perspectivas más sombrías para la Eurozona. Las proyecciones para las economías emergentes, particularmente asiáticas, se corrigen levemente a la baja, teniendo en cuenta los resultados menos favorables de fines del 2011. No obstante, es difícil distinguir cuánto corresponde a un menor impulso externo proveniente de Europa, a la desaceleración natural de cada economía, al efecto rezagado de las políticas restrictivas aplicadas en el pasado, o a factores más puntuales, como las inundaciones en Tailandia. Respecto de lo contemplado en diciembre, el crecimiento de los socios comerciales no cambia para el 2012 y el 2013. El escenario base también considera que el precio del petróleo seguirá en niveles elevados por más tiempo que el previsto en diciembre. Además, eleva las proyecciones del precio del cobre: US\$3,7 y 3,6 promedio la libra el 2012 y el 2013, respectivamente. Ello también se traduce en términos de intercambio mejores que los proyectados en diciembre.

## CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2009	2010	2011	2012 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	-1,0	6,1	6,0	4,0-5,0
Ingreso nacional	0,5	13,1	6,1	3,3
Demanda interna	-5,7	14,8	9,4	5,3
Demanda interna (sin Variación de Existencias)	-2,5	10,2	10,3	5,8
Formación bruta de capital fijo	-12,1	14,3	17,6	8,9
Consumo total	0,8	9,0	7,9	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	-4,5	1,4	4,6	3,8
Importaciones de bienes y servicios	-16,2	27,4	14,4	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	2,0	1,5	-1,3	-3,4
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	3.518	3.269	-3.220	-8.900
Balanza comercial	15.360	15.324	10.792	4.000
Exportaciones	55.463	70.897	81.411	82.200
Importaciones	-40.103	-55.572	-70.619	-78.200
Servicios	-2.010	-1.806	-2.417	-1.900
Renta	-11.395	-14.765	-14.015	-13.500
Transferencias corrientes	1.563	4.515	2.418	2.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En Chile, los efectos de la turbulencia financiera externa han sido limitados y varias de las señales de traspaso observadas en la última parte del 2011 se han revertido, al menos parcialmente. Las fricciones en el mercado monetario han cedido. La bolsa y el tipo de cambio han vuelto a niveles similares a los previos al recrudescimiento de las tensiones financieras internacionales, aunque las primas de riesgo corporativo se encuentran por sobre los niveles de mediados del 2011. Al cierre estadístico de este IPoM, el peso se ha apreciado cerca de 6% respecto del dólar, en comparación con su valor del IPoM de diciembre. Considerando el actual nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el tipo de cambio real (TCR) está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

En el plano real, los efectos del escenario externo también han sido acotados, y la actividad y la demanda interna han crecido por sobre lo previsto en diciembre. Luego de una pérdida de dinamismo de la actividad en el tercer trimestre del 2011, las cifras del cuarto trimestre registraron una aceleración. La demanda interna ha mostrado tasas de variación anual altas, aunque en descenso. Lo mismo ha sucedido con el consumo, apoyado por el vigor del mercado laboral. La tasa de desempleo se ubica cerca de sus mínimos de los últimos quince años, lo que se refleja también en la evolución de los salarios. Las expectativas de los consumidores han mejorado en los últimos meses. Por el lado de la inversión, resalta el dinamismo de las obras de ingeniería, relacionadas principalmente con proyectos energéticos y mineros y el repunte más reciente de la edificación. Otros indicadores son coherentes con una moderación de la demanda y la actividad, como las menores tasas de crecimiento anual del consumo de bienes durables y de las importaciones de bienes de capital y de consumo. Además, el menor ritmo de crecimiento del empleo, de la masa salarial y de las colocaciones de consumo, sugieren una desaceleración en adelante. Con todo, el Consejo evalúa que las brechas de capacidad estarían cerradas, algo que también se apoya en las señales de estrechez del mercado laboral y en la rápida normalización de la inflación subyacente.



La inflación anual del IPC se ubica por sobre el rango de tolerancia, mientras las medidas subyacentes están en torno a 3%, con un ritmo de aumento más rápido que el del último trimestre del 2011 y que el previsto en el IPoM de diciembre. Con todo, el nivel de las medidas subyacentes concuerda con la evaluación sobre el estado de las brechas de capacidad. La evolución reciente de la inflación también se explica por el comportamiento de las tarifas del transporte y los precios de las frutas y verduras frescas. Estos últimos, probablemente afectados por factores climáticos, han tenido un patrón que contrasta con el habitual y no han restado inflación en los últimos meses. Las expectativas de inflación del mercado han aumentado, particularmente para el corto plazo, pero se mantienen en torno a 3% en el horizonte de política.

El escenario base prevé que este año el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0%<sup>1/</sup>. Este rango es superior al de diciembre, respondiendo principalmente al mayor crecimiento de la actividad a fines del 2011 y comienzos del 2012. Se agrega que varios de los riesgos que se contemplaron en el IPoM previo se han reducido y que la dinámica de ajuste de la demanda interna será algo más pausada que lo previsto en diciembre. El escenario base considera un mayor impulso externo, debido a los mejores términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo. En él, se contempla la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas en los mercados financieros internacionales. Se agrega el supuesto de que el crecimiento seguirá convergiendo a sus niveles de tendencia —que el Consejo sigue estimando en 5%— y que continuará respondiendo a los efectos rezagados de los aumentos de la TPM efectuados el 2011.

En el escenario base, la inflación anual del IPC oscilará en torno a 4% hasta entrado el segundo semestre de este año, para después converger a 3% y permanecer en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el primer trimestre del 2014. Las variaciones anuales de las medidas subyacentes seguirán aumentando en los próximos meses y luego tendrán una convergencia a 3% más lenta que la del IPC. Esta trayectoria se basa en que la propagación de los *shocks* de oferta hacia el resto de los precios se dará de acuerdo con sus patrones históricos. Además, supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También supone que el TCR se ubicará en niveles similares a los actuales. Finalmente, se usa como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

El escenario base refleja los eventos que el Consejo estima tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico del IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, podrían modificar el panorama macroeconómico, con implicancias sobre la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad y para la inflación está equilibrado.

Si bien los riesgos del escenario internacional son similares a los de informes previos, su probabilidad de ocurrencia es menor. Con todo, subsisten problemas estructurales en la Eurozona, por lo que la mayor confianza en los mercados financieros no está consolidada. La repetición e intensificación de episodios de

## INFLACIÓN

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
Inflación IPC promedio	1,4	3,3	4,0	3,1	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,4	3,5	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	0,5	2,4	3,5	3,2	
Inflación IPCX diciembre	2,5	3,3	3,3	3,1	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,1
Inflación IPCX1 promedio	-0,7	1,3	3,4	3,1	
Inflación IPCX1 diciembre	0,1	2,5	3,5	3,0	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,0

(f) Proyección.

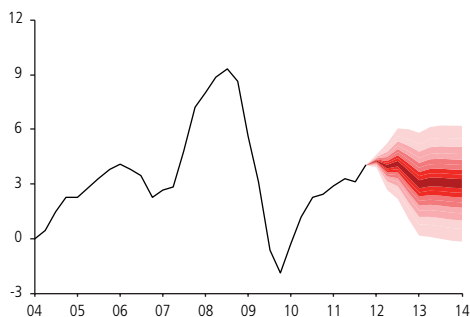
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> El 19 de marzo se publicaron nuevas cifras de Cuentas Nacionales utilizando la Compilación de Referencia 2008, las que introdujeron varias mejoras metodológicas de acuerdo con estándares internacionales (Recuadro III.1). La evaluación inicial de estas cifras no cambia la visión sobre el estado cíclico de la economía.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)**

(variación anual, porcentaje)

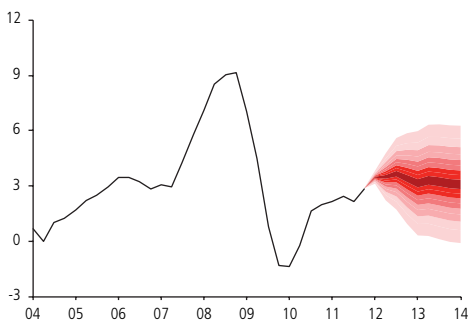


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

**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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

tensión financiera, en un contexto en que los bancos han incrementado la cautela para prestar y han aumentado los requerimientos de capital, podría ampliar la restricción del crédito, complicando el panorama de crecimiento de la región y del resto del mundo. También persisten las dudas sobre la intensidad que tendrá la desaceleración en China. De ser mayor, sus efectos se reflejarán no solo en un deterioro del crecimiento mundial, sino también en menores precios de las materias primas, en especial del cobre. Con todo, tampoco es descartable que otras economías tengan un desempeño mejor al previsto, que pueda compensar parte de estos efectos. De hecho, la mayor tranquilidad de los mercados financieros externos y el renovado apetito por riesgo, ha reflatado preocupaciones de cómo acomodar las entradas de capitales en las economías emergentes. La prolongación de los fuertes estímulos monetarios en el mundo desarrollado, y en especial en Estados Unidos, puede fomentar una ampliación de los desbalances globales. De todos modos, en esta economía el endeudamiento público es elevado y el alto precio del petróleo dificulta el cierre de su déficit externo.

En esta ocasión, se agrega que la intensificación de las tensiones geopolíticas en torno a Irán podría afectar significativamente el precio del petróleo, con efectos negativos sobre el crecimiento mundial y mayores presiones en la inflación de combustibles.

En Chile, la mantención de un gasto interno dinámico puede modificar el escenario base en dos sentidos. Por un lado, puede intensificar los riesgos inflacionarios que ahora se perciben, e incrementar la propagación de *shocks* de oferta, como el del petróleo o el de las frutas y verduras frescas. Tampoco puede descartarse que la velocidad con la que ha aumentado la inflación subyacente responda a brechas de capacidad más estrechas que las consideradas en el escenario base. Por otro lado, el sostenido crecimiento de la demanda interna puede provocar una ampliación del déficit en cuenta corriente y amplificar los efectos de *shocks* externos sobre Chile, en especial si se acompañan con caídas del precio del cobre.

El escenario macroeconómico descrito tiene elementos contrapuestos. El Consejo estima que la TPM actualmente se ubica dentro de rangos neutrales para la expansión de la economía. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM. Desviaciones de esta trayectoria dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias. Si bien los riesgos para la inflación en el corto plazo han aumentado, los riesgos del escenario externo siguen siendo importantes y su concreción puede acarrear efectos significativos en la economía chilena. Por ello, la complejidad del escenario actual requiere un manejo prudente de la política monetaria. El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

## ANTECEDENTES: REUNIÓN E IPOM DE DICIEMBRE 2011

Desde el IPoM de septiembre se había configurado un escenario externo más adverso y con riesgos significativos a la baja. La crisis de la Eurozona se había ido extendiendo y profundizando, a medida que crecía la desconfianza respecto de su situación fiscal, bancaria y económica. Lo anterior se reflejaba en una alta volatilidad de los mercados mundiales, aumentos de los premios por riesgo y liquidez, caídas de los precios de activos financieros y de las materias primas, y un deterioro de las proyecciones de crecimiento mundial. El escenario base contemplaba que las tensiones financieras persistirían, debido a que la situación de la Eurozona demoraría en solucionarse. Se preveía que esta región sufriría una recesión en el 2012 y que las demás economías desarrolladas tendrían un período prolongado de bajo crecimiento. Esto redundaría en una menor expansión del resto del mundo, haciendo que el crecimiento mundial previsto para el 2012 y el 2013 fuera de 0,5 y 0,4 puntos porcentuales más bajo que lo considerado en septiembre, respectivamente.

En lo interno, los efectos de la crisis de la Eurozona habían sido acotados. La actividad se había desacelerado en el tercer trimestre de acuerdo con lo previsto y, los indicadores mostraban que esta tendencia seguía y que, en lo principal, obedecía a una convergencia normal hacia tasas de tendencia. Con todo, en los últimos meses se observaba una menor intención de acumular inventarios en algunos sectores como el comercio y la industria, ante la mayor incertidumbre externa. Además, se habían observado condiciones algo más restrictivas en el mercado financiero local como consecuencia de la situación global. En el escenario base, la economía nacional tendría un crecimiento menor que el previsto en septiembre: de entre 3,75 y 4,75% el 2012. Las mayores fuentes de esta corrección eran los posibles efectos que el debilitamiento de la demanda externa, condiciones financieras internacionales más restrictivas y menores términos de intercambio tendrían sobre la actividad local.

La inflación se había mantenido dentro del rango de tolerancia y las medidas subyacentes seguían contenidas. Los últimos datos del IPC habían estado algo por sobre lo considerado en septiembre, explicados por la evolución de algunos precios específicos y por el efecto de la depreciación del peso. En el escenario base, la inflación del IPC disminuiría hacia cifras del orden de 3% en la primera mitad del 2012 y luego fluctuaría en torno a este valor hasta fines

del horizonte de proyección. La convergencia a 3% de la variación anual del IPCX1 era algo más lenta que lo estimado en septiembre.

En este contexto, el Consejo estimaba que el escenario externo más adverso tendría efectos sobre la inflación y el crecimiento en Chile. Además, que en esta ocasión la probabilidad de ocurrencia del escenario base era menor que la habitual. Existía una amplia gama de riesgos que podrían alejar significativamente la evolución de la economía internacional del escenario base. Las repercusiones sobre el panorama macroeconómico chileno de escenarios alternativos distintos del descrito eran variadas y, en algunos casos, difíciles de estimar. En esta ocasión, evaluadas las probabilidades de los escenarios alternativos, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad estaba sesgado a la baja y para la inflación estaba equilibrado. En el escenario más probable, la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguiría una trayectoria que, en el corto plazo, sería comparable con lo que se desprendía de las diversas encuestas de expectativas.

Las opciones de política monetaria para la reunión en diciembre eran mantener la TPM en 5,25% o recortarla en 25 puntos base (pb), hasta 5,0%. Recortar la TPM en 25pb tenía como ventaja comenzar a actuar en forma preventiva, anticipándose a los probables efectos del deterioro del escenario externo sobre el crecimiento y la inflación en Chile. Mantener la TPM tenía como ventaja dar tiempo para que la situación externa decantara y evaluar la intensidad de sus efectos en Chile. El riesgo era retrasar un relajamiento de las condiciones monetarias que ayudara a amortiguar los efectos del escenario externo sobre el crecimiento y la inflación local. De todas formas, se podía compensar con movimientos posteriores más intensos de la TPM, que llevaran rápidamente a la política monetaria a una posición más expansiva. Además, de ocurrir un deterioro más marcado y abrupto del panorama externo, también estaba la posibilidad de adoptar medidas complementarias para contribuir al normal funcionamiento de los mercados financieros nacionales. En consecuencia, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,25% anual.

## REUNIONES DE ENERO Y FEBRERO

Para la reunión de enero, las fricciones en el mercado monetario local habían tendido a disiparse, pero aún se observaban mayores costos y menor disponibilidad de líneas de financiamiento externo para bancos y empresas, así como mayores premios en los bonos de empresas. La última encuesta de crédito también indicaba un comportamiento



crediticio más cauteloso por parte de la banca, en contraste con las solicitudes de crédito, que aún se mantenían dinámicas.

El registro de la inflación de diciembre había excedido las proyecciones del Banco y las del mercado. En el dato del IPC se conjugaban algunos factores puntuales, como la evolución de los precios de combustibles y alimentos perecibles. Los factores puntuales deberían tener una influencia transitoria en la dinámica de la inflación, en la medida en que no afectaran las expectativas inflacionarias o se traspasaran a otros precios por cláusulas de indexación o compresión de márgenes. Por su parte, el análisis de la inflación de tendencia indicaba que la evolución reciente era coherente con una normalización de los indicadores, y que no alteraba el diagnóstico respecto de las presiones inflacionarias latentes. Desde hacía algunos trimestres, la evaluación del IPoM había sido que la brecha de capacidad estaba cerrada y que las condiciones en el mercado laboral eran estrechas. Sin embargo, las medidas de inflación subyacente evolucionaban por debajo de la meta y habían sorprendido a la baja.

En el ámbito externo, se estaba materializando el escenario base y las proyecciones del consenso del mercado se habían ido ajustando a las del IPoM. Asimismo, el crecimiento de otras economías emergentes ya denotaba efectos de los impactos de la desaceleración en el mundo desarrollado. En cuanto a la actividad local, el escenario no era muy distinto al de hace un mes atrás. La transmisión de la situación externa a la economía nacional seguía siendo acotado. En la industria, se observaba un menor crecimiento de las ramas orientadas a los mercados externos; en el comercio, una menor intención de acumulación de existencias. Pero el patrón no era uniforme. Otros indicadores, como el empleo, el crédito, las ventas de bienes durables y las importaciones de maquinaria y equipos, continuaban mostrando dinamismo.

Así, las opciones relevantes para esa reunión eran mantener la TPM en 5,25% o recortarla en 25pb a 5,0%. La evidencia acumulada parecía suficiente para anticipar que las tensiones en la Eurozona se mantendrían por un tiempo prolongado y que esta región atravesaría por un proceso recesivo, lo que afectaría el crecimiento mundial. La evidencia sobre la intensidad de sus efectos en Chile era más incierta. Sin embargo, la situación externa ya había generado mayor cautela en algunos agentes locales y, tal como había quedado en evidencia durante el mes anterior, también propiciaba que se produjeran situaciones de mayores fricciones financieras que afectarían la evolución del crédito y la demanda. Así, se acordó recortar la TPM en 25pb a 5,0% anual.

En febrero, las cifras externas de actividad y empleo no cambiaban de modo significativo el panorama de crecimiento global del IPoM. La evolución de Estados Unidos era algo más positiva, pero se compensaba con un peor desempeño de Europa y Japón. China mostraba señales de desaceleración, pero gradual y en línea con lo esperado. En contraste, desde la publicación del IPoM había

una mejora relevante de los términos de intercambio y de las condiciones de financiamiento externo para Chile. Sin embargo, existían dudas importantes respecto de su sustentabilidad. En la Eurozona, los balances de bancos y gobiernos seguían frágiles. Los programas fiscales y de fortalecimiento financiero tenían problemas importantes de implementación y su ejecución seguiría castigando el crecimiento de la región y la economía mundial.

Internamente, los indicadores de actividad y gasto mostraban, con vaivenes, una desaceleración gradual, aunque más lenta que lo esperado en el IPoM. La evidencia de la transmisión de la situación externa a la economía nacional seguía siendo tenue. El manejo de inventarios más conservador en sectores como el comercio, continuaba contrastándose con el dinamismo de las ventas finales. Se mantenía el fuerte dinamismo de la inversión y la creación de empleo, y las expectativas empresariales mostraban mayor optimismo, pese a que se constataba la postergación de algunos proyectos de inversión, según información de empresas. Las condiciones en el mercado monetario local habían tendido a normalizarse, aunque los costos de financiamiento externo para bancos y empresas, así como los premios en los bonos de empresas, seguían sobre los promedios históricos.

Los riesgos inflacionarios habían aumentado. Un factor de riesgo era la posibilidad de que el grado de uso de la capacidad de la economía, con un mercado laboral estrecho, pudiera ser más intenso que lo contemplado en el IPoM, y con márgenes de comercialización más comprimidos. La profundización de la caída de la tasa de desempleo y la rápida normalización de la inflación subyacente podrían apuntar en ese sentido. Este era un factor a seguir evaluando en los próximos meses. Con todo, las proyecciones del IPoM indicaban que el uso de la capacidad instalada y el mercado laboral no continuarían estrechándose. Además, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantenían estables en torno a la meta.

Así, las opciones relevantes para esta reunión eran mantener la TPM en 5,0% o recortarla en 25pb a 4,75%. Ambas opciones eran coherentes con el escenario delineado en el IPoM de diciembre. Recortar la TPM en 25pb permitiría anticiparse a los efectos de un eventual deterioro mayor en el escenario externo sobre el crecimiento y la inflación de tendencia en Chile. Sin embargo, esta decisión presentaba riesgos, porque aún era incierta la intensidad del impacto de la situación externa, así como la evaluación de la posición cíclica de la economía y las presiones inflacionarias subyacentes. Mantener la TPM daba la ventaja de acumular más información sobre la situación externa, así como de la intensidad de sus efectos en la economía chilena y en las presiones inflacionarias subyacentes. Esto permitía minimizar la probabilidad de una reversión posterior en el curso de la política monetaria, pero tenía el riesgo de requerir ajustes más pronunciados en el futuro. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,0% anual.

# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

## MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

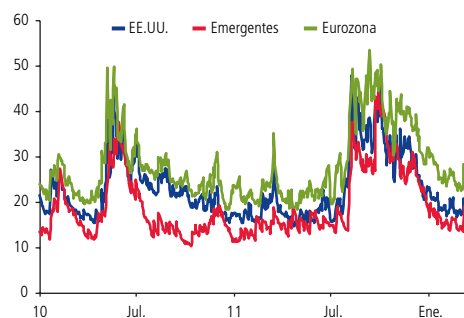
En los últimos meses, las tensiones en los mercados financieros han disminuido y, al menos por ahora, se han reducido las probabilidades de ocurrencia de escenarios más adversos que pudieran tener un impacto significativo en la economía mundial. La volatilidad de los mercados cayó hasta niveles similares a los observados antes del episodio de tensión de la segunda mitad del 2011 (gráfico I.1). Los premios de liquidez y de riesgo se han reducido, y se registran alzas de los precios de activos. No obstante, el panorama sigue siendo muy complejo y el escenario base contempla la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas en los mercados financieros.

Varios factores son los que están tras la mayor tranquilidad en los mercados financieros externos. El Banco Central Europeo (BCE) prestó montos significativos a los bancos a tres años plazo a través del programa de LTRO. Esta medida ha ido aliviando el creciente problema de liquidez que mostraba la banca hace unos meses (gráfico I.2). Además, ha ayudado a reforzar la idea de que, de ser necesario, el BCE está dispuesto a asistir al sistema financiero. Asimismo, ha destacado el reciente acuerdo de los miembros de la Eurozona para comprometerse con un nuevo pacto fiscal. El segundo paquete de rescate a Grecia y el canje de deuda soberana alejó, por ahora, las probabilidades de un ajuste desordenado en esa economía.

La fragilidad de la recuperación de la confianza tiene relación con varios temas fundamentales que aún están sin resolución. Las necesidades de financiamiento de las economías más cuestionadas de la periferia europea son elevadas — superiores a US\$1 billón entre el 2012 y el 2013 — por lo que pueden resurgir dudas sobre la capacidad de alguna de ellas para cumplir con sus obligaciones de pago, sobre todo en un contexto de bajo crecimiento económico. Además, está la dificultad para implementar procesos de ajuste fiscal muy exigentes, cuya viabilidad social y política puede ser cuestionada, más aún considerando las elevadas tasas de desempleo que presentan varias de ellas. Lo mismo ocurre con el financiamiento de paquetes de rescate adicionales por parte de las economías superavitarias de la zona.

Las economías emergentes también se han beneficiado de la mayor tranquilidad relativa de los mercados financieros desarrollados. Las condiciones de

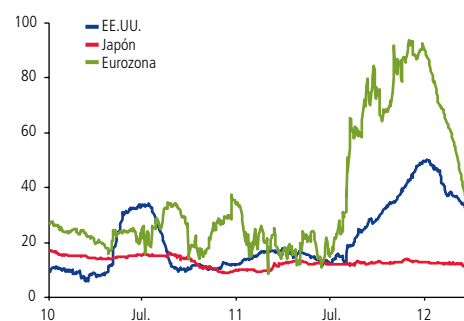
**GRÁFICO I.1**  
Volatilidad de mercados bursátiles (\*)  
(porcentaje)



(\*) Corresponde al índice VIX para EE.UU., al Vstoxx para la Eurozona y a una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares. Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO I.2**  
Condiciones de liquidez (\*)  
(puntos base)

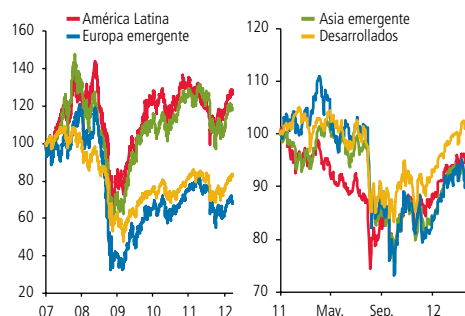


(\*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo y el overnight indexed swap (OIS), ambos a tres meses.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.3**
**Mercados bursátiles (\*)**

(indice 02/01/2007=100; 03/01/2011=100)

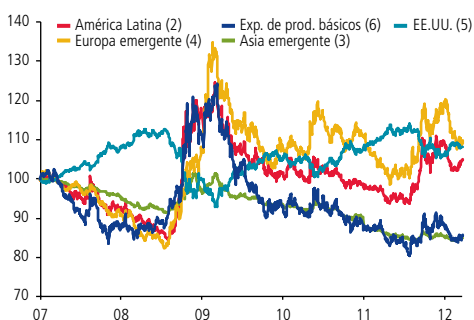


(\*) Corresponde a los índices MSCI en moneda local.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.4**
**Paridades de monedas (1)**

(indice 02/01/2007=100; moneda local por dólar)



(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación.

(2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México.

(3) Incluye a China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia.

(4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia.

(5) Dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Aumento indica depreciación del dólar.

(6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

financiamiento han mejorado en los últimos meses para estas economías, lo que se refleja en menores primas de riesgo, alzas de sus bolsas y una apreciación de sus monedas respecto del dólar (gráficos 1.3 y 1.4). En coherencia con el mayor apetito por riesgo, hay una renovada entrada de capitales a las economías emergentes (gráfico 1.5). Ello ha reflatado la discusión sobre la dificultad que pueden tener estas economías para acomodarlos, situación que se complicaría si los desbalances globales vuelven a acrecentarse. Ello, por ejemplo, producto de la prolongación de los fuertes estímulos monetarios en Estados Unidos. Algunas, como Brasil, han adoptado medidas administrativas para reducir las entradas de capitales. Otras han intervenido sus mercados cambiarios, como Perú.

**CRECIMIENTO MUNDIAL**

El escenario base de crecimiento mundial es similar al previsto en diciembre. No obstante, hay algunos ajustes de composición, con mejores perspectivas para Estados Unidos y una recesión más marcada en la Eurozona. Las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales no cambian para los próximos dos años (tabla 1.1). Las proyecciones del consenso de mercado también han detenido las correcciones a la baja. Más importante, sin embargo, es la evaluación de que las probabilidades de los escenarios más adversos para el crecimiento mundial, como, por ejemplo, una crisis bancaria en la Eurozona o una fragmentación del euro, se han reducido.

En la Eurozona hay varios factores que seguirán mermando el crecimiento. Por un lado, están los ajustes fiscales que ya se están implementando. Por otro, el proceso de desapalancamiento de los bancos. Si bien se está avanzando en la implementación de reformas estructurales, estas solo tendrán efectos en el crecimiento de mediano y largo plazo. Asimismo, se estima que, aunque el BCE ha inyectado grandes cantidades de liquidez a los mercados, la transmisión de estas medidas al resto de la economía puede ser lenta debido a la mayor cautela de los bancos, algo de lo que dan cuenta las encuestas de crédito en la región. Más aún, la ocurrencia de nuevos episodios de tensión, en un contexto en que además han aumentado los requerimientos de capital, podría exacerbar la restricción del crédito, complicando el panorama de crecimiento de la región y del resto del mundo. Las menores tensiones financieras aliviarán en algo el panorama y, por ahora, da espacios para seguir avanzando en los temas fundamentales. El PIB del último cuarto del 2011 mostró una contracción de 0,3% respecto del trimestre previo y los indicadores de confianza, de producción industrial y del mercado laboral apuntan a que esta tendencia ha continuado este año. El escenario base prevé que la Eurozona tendrá una recesión más marcada que la prevista en diciembre. Así, contempla una contracción de 0,3% en el 2012 y una magra recuperación posterior.

En Estados Unidos, el panorama es más optimista que el de hace unos meses, en buena parte explicado por los mejores indicadores que se han ido conociendo. El mercado laboral ha creado empleos persistentemente por sobre lo anticipado, y los indicadores de confianza de consumidores y empresariales se han tornado más optimistas. No obstante, el escenario base aún contempla que la economía norteamericana se mantiene en una recuperación lenta, creciendo por debajo de su tasa media histórica. Ello, considerando que hay poco espacio para la utilización de estímulos adicionales. Se suma el hecho de que, si bien el mercado



laboral mejora, lo hace a un ritmo más lento en comparación con otros ciclos de recuperación. Además, el mercado inmobiliario continúa muy deprimido. Con todo, los antecedentes recientes han contribuido a elevar la proyección de consenso de la economía estadounidense y reducir su dispersión, alejándose la posibilidad de un escenario recesivo (gráfico I.6). La nota de cautela en esta economía proviene del elevado y creciente endeudamiento público, y de las dificultades para cerrar su déficit externo ante el alto precio del petróleo.

Las economías emergentes han seguido moderando sus tasas de crecimiento. La causa de su desaceleración no es única; no obstante, es difícil determinar cuánto se puede atribuir a cada factor. Por una parte, está la convergencia normal hacia niveles de tendencia como resultado de las políticas restrictivas aplicadas por varias economías hasta la primera mitad del año pasado. Por otra, algunos factores puntuales como la disrupción de la cadena productiva provocada por las inundaciones en Tailandia. Por último, los efectos derivados de la situación de las economías desarrolladas transmitidos a las emergentes a través de, entre otros canales, los lazos comerciales y financieros. En este sentido, aquellas con mayor exposición a la Eurozona han sido las más afectadas. Con todo, destaca que las correcciones a la baja de las cifras de crecimiento de las economías emergentes han sido bastante menores que las de la Eurozona, algo que podría indicar efectos más acotados de la situación de esa región sobre el resto del mundo.

La forma que tome la desaceleración de la actividad en China será determinante en el panorama global, debido a su peso en la economía mundial. Hay varias señales de que esta economía sigue en un proceso de moderación de sus tasas de crecimiento. El PIB creció 8,9% anual en el último cuarto del 2011, después de expandirse más de 10% el 2010. Diversos indicadores apuntan a que esta tendencia ha seguido en lo que va del 2012, como, por ejemplo, la desaceleración de sus exportaciones, ventas minoristas, producción industrial y las expectativas de los gerentes de compra de empresas manufactureras. Se suma el ajuste a la baja del objetivo de crecimiento para el 2012 desde 8 a 7,5% que realizaron sus autoridades. Con todo, persiste la duda sobre la intensidad de la desaceleración en China, más aún considerando los efectos sobre el crecimiento mundial y el precio de las materias primas que pueda tener una desaceleración mayor que la contemplada.

## MATERIAS PRIMAS

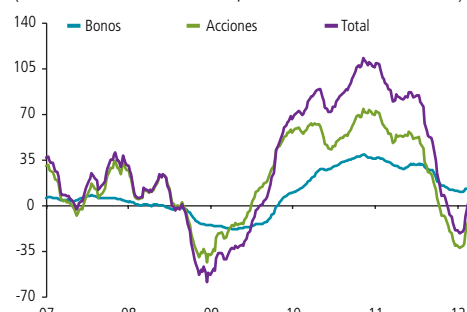
En los últimos meses se ha registrado un aumento generalizado de los precios de las materias primas. En varios casos las alzas están relacionadas con problemas en la oferta, como en el petróleo y algunos alimentos. También pueden asociarse los precios más elevados a la mayor confianza en los mercados financieros (gráfico I.7).

El precio del petróleo ha subido fuertemente desde el cierre del IPoM de diciembre, afectado en lo principal por las crecientes tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y la baja capacidad ociosa de los productores. Así, al cierre estadístico de este IPoM, el Brent se transa en cerca de US\$125 el barril y el WTI en torno a US\$105 el barril. Comparado con el cierre del IPoM de diciembre, esto representa alzas del orden de 15 y 6%, respectivamente. Las proyecciones de precio también se han elevado para ambos tipos de petróleo: considerando el promedio de los

**GRÁFICO I.5**

**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.1**

**Crecimiento mundial (\*)**

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 00-07	2010 (e)	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)
Mundo a PPC	4,2	5,1	3,7	3,3	3,9
Mundial a TC de mercado	3,2	3,9	2,7	2,5	3,2
Estados Unidos	2,6	3,0	1,7	2,1	2,3
Eurozona	2,2	1,9	1,4	-0,3	1,0
Japón	1,7	4,4	-0,7	2,0	1,6
China	10,5	10,4	9,2	8,1	8,5
India	7,2	8,5	7,0	7,3	7,9
Resto de Asia	5,1	7,7	4,3	4,3	4,8
América Latina (excl. Chile)	3,5	6,3	4,2	3,6	4,0
Exp. de productos básicos	3,1	2,9	2,2	2,7	2,7
Socios comerciales	3,6	6,1	4,1	3,8	4,2

(e) Estimación.

(f) Proyección.

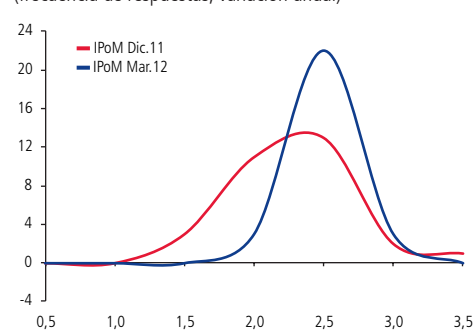
(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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.

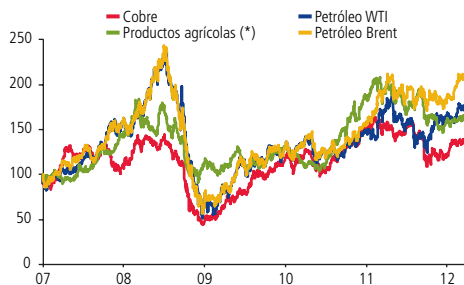
**GRÁFICO I.6**

**Distribución de las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos el 2012**

(frecuencia de respuestas; variación anual)

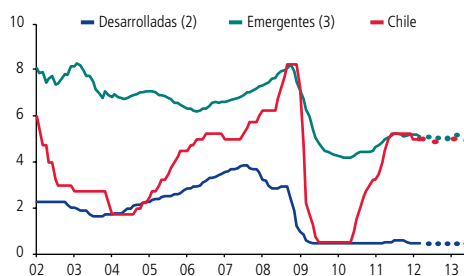


Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts.

**GRÁFICO 1.7**
**Precios de materias primas**  
(índice, 02/01/2007=100)


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

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.8**
**Tasas de política monetaria efectiva y esperada (1)**  
(porcentaje)


(1) Promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. Para las regiones, los puntos consideran la mediana de la encuesta de analistas de Bloomberg sobre la TPM esperada al término de cada trimestre. Para Chile considera la EEE de marzo para la TPM esperada. En este IPoM se usa como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

(2) Incluye EE.UU., Eurozona, Japón y Reino Unido.

(3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica.

Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

**TABLA 1.2**
**Inflación mundial (\*)**

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 2000-07	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
Estados Unidos	2,8	1,6	3,0	2,1	2,0
Eurozona	2,2	1,6	2,7	1,9	1,7
Japón	-0,3	-0,7	-0,3	0,2	0,1
China	1,7	3,3	5,3	4,1	3,6
Australia	3,2	2,8	3,4	2,5	3,0
Nueva Zelanda	2,6	2,3	4,3	2,0	2,5
Brasil	7,3	5,0	6,5	5,8	5,3
México	5,2	4,2	3,3	3,9	3,8
IPE (*)	4,6	5,8	10,1	1,9	3,3
IPL (*)	5,2	4,8	6,5	3,2	2,9

(\*) Para su definición, 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.

contratos futuros de los diez últimos días hábiles, se esperan precios promedio superiores a los que se esperaban en diciembre pasado, tanto para el 2012 como para el 2013. De agudizarse las tensiones geopolíticas, incrementos adicionales son un riesgo para el escenario base, considerando las consecuencias que pueden tener sobre la inflación y el crecimiento mundial<sup>1/</sup>.

El cobre también ha experimentado un alza importante y se transa actualmente en torno a US\$3,8 la libra, 10% por sobre su nivel de cierre del IPoM de diciembre. Además de las menores tensiones en los mercados financieros, la persistencia de un precio elevado tiene su origen en la recuperación de la demanda desde Estados Unidos y en importaciones de cobre de China que continúan dinámicas, a pesar de la desaceleración de la actividad en ese país. El escenario base de este IPoM considera precios promedio para este metal del orden de 7% por sobre lo supuesto en diciembre, tanto para el 2012 como para el 2013. No obstante, al riesgo de una desaceleración mayor en China se suma el objetivo de recomposición del crecimiento planteado por sus autoridades—orientándolo más hacia el consumo—. Ambos elementos, junto con la entrada en producción de varios proyectos podrían redundar en precios más bajos para el metal.

## INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Los registros de inflación IPC, en general, han tendido a moderarse, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. No obstante, en algunos casos se observa una tendencia creciente de los registros subyacentes. Ello, sumado al reciente incremento del precio del petróleo, ha elevado los riesgos inflacionarios. La inflación externa relevante para Chile (IPE) se corrige al alza para el 2012. Esto se explica básicamente porque a las mayores inflaciones locales proyectadas se suma la menor apreciación prevista para el dólar (tabla 1.2).

Hacia fines del 2011, varios bancos centrales tomaron medidas para incrementar la expansividad de sus políticas, ya fuera a través de la reducción de sus tasas de política monetaria —por ejemplo en Brasil, Suecia e Indonesia— o a través de la adopción cambios en los requerimientos de reservas —como en China—, o medidas no convencionales, como en Inglaterra. En las economías emergentes, muchos de estos movimientos correspondieron a medidas preventivas ante el incierto panorama mundial y los efectos que este tendría sobre sus economías. En lo más reciente, sin embargo, las acciones tendientes a incrementar el impulso monetario se han detenido en varias economías, algo que puede responder a la mayor tranquilidad de los mercados internacionales, lo que también ha coincidido con las correcciones al alza de las proyecciones de inflación (gráfico 1.8).

En las economías desarrolladas, nuevamente se postergaron las expectativas del inicio de un ciclo de alzas, lo que se condice con un débil panorama de crecimiento y con proyecciones de inflación sin mayores cambios. En el caso de Estados Unidos, estas expectativas también están en línea con el anuncio de la Reserva Federal de mantener las tasas de los fondos federales en su nivel actual al menos hasta fines del 2014.

1/ Véase Recuadro 1.1, IPoM marzo 2011, página 17.



## II. MERCADOS FINANCIEROS

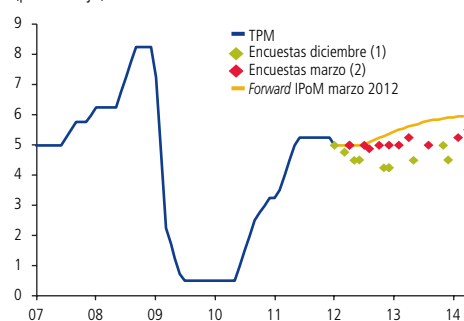
*Este capítulo revisa la evolución de los principales mercados financieros locales, desde la perspectiva de la política monetaria.*

### POLÍTICA MONETARIA

En enero, considerando los riesgos del escenario externo y sus implicancias para Chile, el Consejo redujo en forma preventiva la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base (pb). Desde entonces, se ha producido un cambio en el balance de los riesgos que enfrenta la economía chilena. Las tensiones en los mercados financieros internacionales, así como en el chileno, derivadas de las crisis de la Eurozona, han disminuido y los temores de escenarios más adversos, al menos en el corto plazo, se han alejado. En lo interno, la actividad y la demanda interna han crecido por sobre lo previsto en diciembre. La inflación se ubica algo por sobre el rango meta y la normalización de las medidas subyacentes ha ocurrido a un ritmo más rápido que lo anticipado. En este escenario, el Consejo mantuvo la TPM en 5,0% en febrero y marzo, y ha condicionado sus movimientos futuros a las implicancias de las condiciones internas y externas sobre las perspectivas para la inflación.

Los cambios en el panorama macroeconómico y el rebalanceo de los riesgos para la actividad y la inflación se han reflejado en un aumento de las perspectivas de inflación del mercado en el corto plazo. En el horizonte de proyección, se han mantenido en torno a la meta. En concordancia con ello, las expectativas del mercado respecto del curso de la TPM cambiaron, especialmente en el último mes, y ya no se esperan nuevas reducciones. Así, ahora el mercado estima que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante gran parte de este año y que luego aumentará levemente. Sin embargo, existe alta dispersión sobre el momento en que ocurrirán estos aumentos (gráfico II.1 y II.2). El mayor ajuste se dio en las expectativas provenientes de los precios de los activos financieros. Las expectativas que se extraen de la curva de contratos *forward* y de la Encuesta de Operadores Financieros prevén que el primer aumento de la tasa será entre octubre del 2012 y abril del 2013. Las que se derivan de la Encuesta de Expectativas Económicas esperan que la TPM se mantenga en 5,0% por lo menos hasta agosto del 2013. Con ello, la TPM prevista por el mercado a diciembre del 2012 es mayor que lo contemplado en el IPoM anterior, al igual que a uno y a dos años plazo. Así, de acuerdo con las distintas medidas de expectativas, la TPM se ubicaría entre 5,0 y 5,6% a un año plazo (4,12 y 4,75% en diciembre) y entre 5,25 y 6,0% a dos años plazo (4,50 y 5,38% en diciembre) (tabla II.1). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

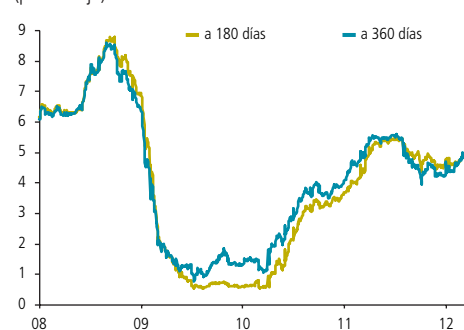
**GRÁFICO II.1**  
TPM y expectativas  
(porcentaje)



(1) Corresponde a la EEE de diciembre del 2011 y la EOF de la primera quincena de diciembre del 2011.  
(2) Corresponde a la EEE de marzo del 2012 y la EOF de la segunda quincena de marzo del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
Tasas *swap* (\*)  
(porcentaje)



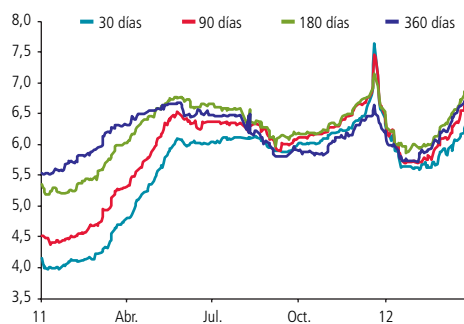
(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.3

Tasas TAB nominales a distintos plazos (\*)  
(porcentaje)

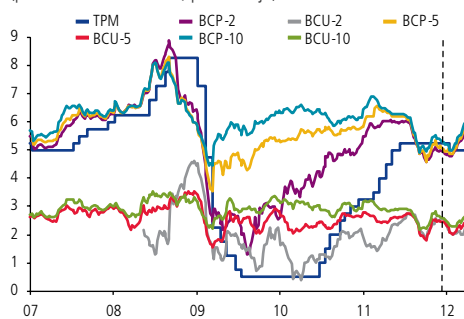


(\*) Para su definición, ver glosario

Fuente: Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.

GRÁFICO II.4

TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (\*)  
(promedios semanales, porcentaje)



(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5

Mercados bursátiles (1)  
(índice 01/01/2007-27/03/2012=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2011.

(2) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

TABLA II.1

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A diciembre 2012		A un año		A dos años	
	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo
EEE (1)	4,25	5,00	4,25	5,00	5,00	5,25
EOF (2)	4,25		4,25	5,25	4,50	5,50
Curva forward (3)	4,75	5,37	4,75	5,60	5,38	5,98
Contratos swaps (4)	4,12	5,26	4,12	5,49	4,70	5,82

(1) Corresponde a la encuesta de diciembre del 2011 y marzo del 2012.

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de diciembre del 2011 y la segunda quincena de marzo del 2012.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Las fricciones en los mercados interbancario y monetario de fines del año pasado han cedido, lo que se observó en el descenso de los premios implícitos en las tasas de interés de captación. Esto, luego de algunas medidas adoptadas por el Banco Central para proveer liquidez a un plazo mayor que lo habitual, y de otros factores como la reducción de las tensiones provenientes del escenario externo. No obstante, el cambio de las expectativas en la trayectoria de la TPM se ha reflejado en las tasas de estos mercados. Así, después de disminuir, las TAB nominales han aumentado desde febrero (gráfico II.3). Lo mismo ha ocurrido, en las tasas de captación en pesos, tanto en las *prime* como en las transadas en bolsa.

El cambio en la trayectoria esperada de la TPM también se ha reflejado en las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central y la Tesorería. Así, estas tasas aumentaron con respecto al cierre estadístico del IPoM anterior, especialmente las de más corto plazo. Su evolución también puede deberse a los cambios en la exposición de los fondos de pensiones a estos instrumentos ante los cambios en las percepciones de riesgo del escenario internacional. Desde diciembre, estas tasas han subido entre 55 y 60pb, dependiendo del plazo (gráfico II.4). Respecto de las tasas en UF, luego de disminuir después del IPoM anterior, hoy se encuentran en niveles similares o algo inferiores a los de diciembre.

## CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones de financiamiento externo se aprecian más favorables que en diciembre, principalmente por la mayor tranquilidad relativa de los mercados financieros externos. Los premios por riesgo soberano y corporativo de las economías emergentes han disminuido, aunque algunos están por sobre los niveles de la primera parte del 2011. En Chile, el premio soberano a 5 y 10 años, medido a través del *Credit Default Swap (CDS)*, bajó en 35pb desde el IPoM de diciembre. El *spread* corporativo se redujo en 70pb. Los *spreads* de los créditos contratados por los bancos chilenos están en niveles inferiores a los de diciembre. Los volúmenes han aumentado. Sin embargo, los plazos de estos créditos han seguido mostrando la tendencia a la baja que tuvieron a fines del 2011.

En el mercado interno, los premios por riesgo asociado a los bonos corporativos y bancarios dejaron de aumentar, aunque se encuentran por sobre los niveles de mediados del 2011.

La evolución de las plazas bursátiles mundiales también ha estado determinada por la situación externa, manteniéndose la alta correlación de los movimientos entre mercados. Así, ante la relativa menor aversión al riesgo, las bolsas han recuperado parte de lo perdido el 2011 (gráfico II.5). El mercado accionario local, medido por el IPSA, aumentó 11,3% en moneda local. Esta variación es similar al promedio de las bolsas de las economías desarrolladas, medidas por el índice MSCI en moneda local. Las emergentes han tenido un incremento algo menor, de 9,3%.

Las condiciones crediticias de la banca local presentan algunos cambios respecto de diciembre. Las colocaciones de consumo han seguido aumentando mes a mes, pero a una velocidad menor. Según información preliminar a febrero, también disminuyeron su tasa de crecimiento anual a 16% (18% en noviembre) (gráfico II.6). Las tasas de interés de estas colocaciones, en sus tramos más relevantes, aumentaron en promedio, 213pb las de corto plazo y 306pb las de más largo plazo desde el cierre del IPoM anterior (gráfico II.7). Las colocaciones de vivienda mantienen una variación anual en torno a 13%. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios están en valores similares a los del IPoM de diciembre (+17pb), los que son bajos en comparación histórica. La evolución de estos créditos y sus tasas se condice con el dinamismo del componente construcción de la inversión residencial.

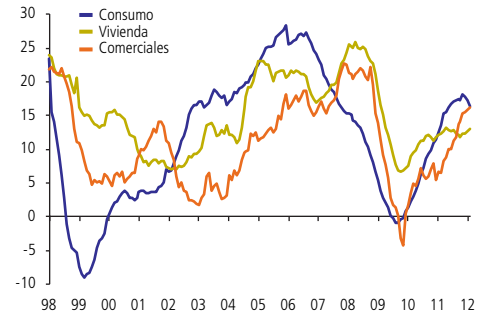
Respecto de las empresas, en términos mensuales, las colocaciones comerciales han mostrado tasas de crecimiento algo menores que las del último trimestre del 2011. En términos anuales, han mantenido su tasa de expansión en torno a 16%. Las tasas de interés de estos créditos, en sus plazos más significativos, retrocedieron entre 57 y 36pb, aunque las de más largo plazo subieron en febrero. Las colocaciones de comercio exterior se recuperaron, aumentando su velocidad de expansión mensual. Las tasas de interés de estas colocaciones, en sus tramos más relevantes, subieron entre 27 y 45pb.

Comparada con la del trimestre previo, la Encuesta de Crédito del cuarto trimestre del 2011 volvió a mostrar, al igual que en otras economías, condiciones algo más restrictivas en la aprobación de créditos para algunos sectores. Esto, en línea con la mayor cautela observada hacia fines del año pasado a raíz del deterioro del escenario internacional. Específicamente, para los créditos de vivienda y comerciales presentaron condiciones de oferta de financiamiento más restrictivas, con excepción de las empresas inmobiliarias. Para los créditos de consumo, las condiciones se mantuvieron estables, coincidiendo con el dinamismo que tuvo la demanda interna el último cuarto del 2011. En general, las solicitudes de crédito tanto de personas como de empresas no evidenciaron signos de debilitamiento.

Los agregados monetarios no muestran un comportamiento muy distinto a los del IPoM anterior. El M1, con información disponible a febrero, tuvo un crecimiento anual de 9,5% (9,5% en noviembre). En tanto, el M2 y el M3 han mantenido tasas de variación anuales cerca de 20%, pero redujeron su velocidad de expansión en comparación con el IPoM de diciembre (gráfico II.8).

**GRÁFICO II.6**

Colocaciones nominales por tipo de crédito (\*)  
(variación anual, porcentaje)

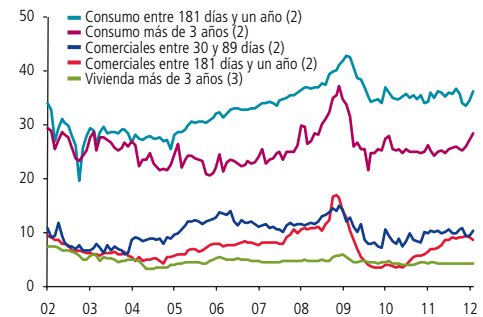


(\*) Los datos de febrero 2012 son provisionales.

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

**GRÁFICO II.7**

Tasas de interés de colocación (1)  
(porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.

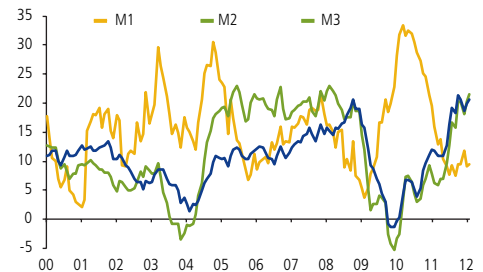
(2) Tasas nominales.

(3) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.8**

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

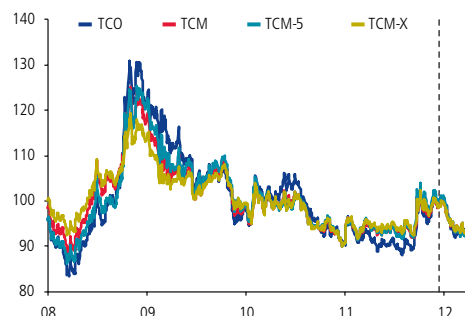


(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.9****Tipo de cambio nominal (1) (2)**

(índice 02/01/2008-27/03/2012=100)



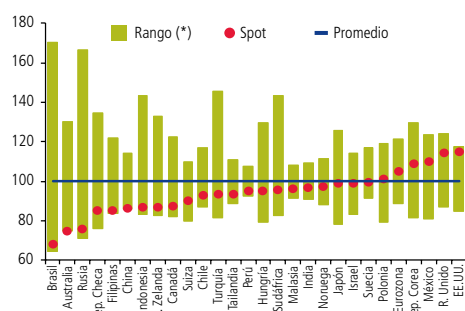
(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.10****Tipo de cambio real en el mundo**

(índice promedio enero 2000 - febrero 2012=100)

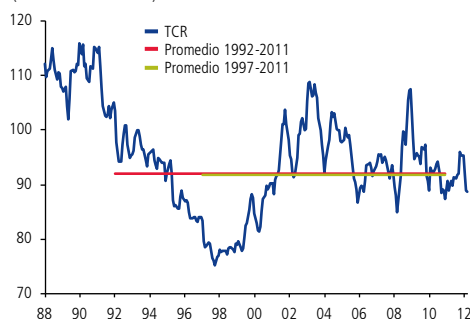


(\*) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado.

Fuentes: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales (BIS).

**GRÁFICO II.11****Tipo de cambio real (\*)**

(índice 1986=100)



(\*) Cifra de marzo incluye información hasta el 27 de marzo de 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**TIPO DE CAMBIO**

La evolución de las paridades de monedas también ha estado marcada por las menores tensiones en los mercados financieros globales y el mayor apetito por riesgo en comparación con el último trimestre del 2011. Ello se ha reflejado en la depreciación del dólar estadounidense frente a las monedas de una serie de países, incluido Chile. La apreciación de las monedas de las economías emergentes ha sido mayor que en las economías desarrolladas, lo que ha coincidido con el retorno de los flujos de capitales a las primeras.

En este contexto, desde diciembre el peso se apreció en torno a 6% respecto del dólar estadounidense. Al cierre estadístico de este IPoM, la moneda se transaba, aunque con vaivenes, en torno a \$485 por dólar. El comportamiento del peso también ha coincidido con el aumento del precio del cobre. En términos multilaterales la apreciación del peso es similar: 6% el TCM y el TCM-X, y más de 7% el TCM-5 (gráfico II.9). Con todo, la ganancia de valor del peso con respecto al dólar estadounidense desde su máximo alcanzado en diciembre del 2011 no es muy distinta a la de otros países exportadores de productos básicos u otras economías emergentes (tabla II.2).

**TABLA II.2****Paridades respecto del dólar estadounidense (1)**

(porcentaje)

Pais	Entre IPoM sep e IPoM dic 2011 (2)	Entre IPoM dic 2011 e IPoM mar 2012 (2)	Spot respecto del máximo del 2011
Australia	3,5	-2,8	-8,9
Canadá	3,6	-2,5	-5,7
Brasil	13,0	0,1	-4,4
<b>Chile</b>	<b>10,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>-8,9</b>
Colombia	8,4	-9,0	-11,1
Eurozona	8,0	1,0	-3,0
Hungría	20,3	-2,9	-9,9
Indonesia	5,8	1,4	0,3
Israel	4,7	-0,3	-2,3
Malasia	5,7	-2,5	-4,6
México	9,9	-6,9	-10,7
Nueva Zelanda	8,2	-5,4	-12,5
Perú	-1,2	-1,1	-5,7
Polonia	17,0	-7,2	-11,3
Reino Unido	4,6	-1,4	-3,8
Rep. Checa	12,9	-2,1	-7,4
Rep. Corea	5,5	-0,6	-5,2
Sudáfrica	14,0	-6,2	-11,5
Suecia	7,0	-0,7	-4,5
Suiza	15,7	-1,3	-7,0
Tailandia	3,2	-0,5	-3,2
Turquía	5,1	-2,2	-7,0

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

(2) Calculado a partir del promedio de los últimos diez días al cierre estadístico de cada IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El tipo de cambio real (TCR) se ha fortalecido, apreciándose a casi 7% respecto de diciembre, revirtiéndose las presiones depreciativas observadas la última mitad del 2011. Esta tendencia también se ha visto en otras economías, cuyos tipos de cambio reales a febrero se ubican cerca o en sus valores mínimos del período 2000-2012 (gráfico II.10). Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubica actualmente algo por debajo de 90 (en su medida 1986=100) (gráfico II.11). Con ello, continúa dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base de proyección de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR se ubicará en niveles similares a los actuales.

### III. DEMANDA Y ACTIVIDAD

*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.*

#### ACTIVIDAD SECTORIAL

En los últimos meses la actividad y la demanda interna han crecido por sobre lo previsto en el IPoM de diciembre. Luego de que en el tercer trimestre del 2011 —que era la información disponible al cierre del IPoM previo— diversos indicadores dieran cuenta de una desaceleración de la actividad, en los datos del cuarto trimestre se retomó un mayor dinamismo. Esto pudo observarse en el comportamiento del Imacec y de algunos sectores más vinculados a la demanda interna, como el comercio y la construcción (gráfico III.1). Así, de acuerdo con las nuevas cifras de Cuentas Nacionales (Recuadro III.1), en el último trimestre del 2011 la economía creció a una tasa anual de 4,5%, aumentando respecto del trimestre precedente. El año cerró con un crecimiento anual del PIB de 6,0%.

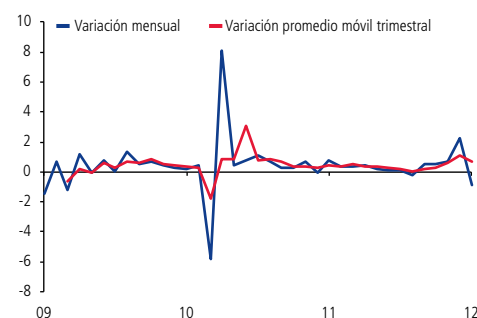
Por sectores, en los de recursos naturales, se contrapusieron el crecimiento de la pesca y de electricidad, gas y agua, con la caída de la actividad minera, lo que llevó a que en el agregado el sector mostrara una contracción en el 2011. Ello también se reflejó en el desempeño de las exportaciones mineras, cuyo volumen cayó 2% en el año. En el resto de los sectores, en la última parte del año destacó el mayor crecimiento de la construcción, lo mismo que la fortaleza que mantuvo el comercio (gráfico III.2). Ambos sectores tuvieron tasas de expansión anual por sobre las del PIB agregado. La industria, aunque con un comportamiento relativamente plano de sus niveles desestacionalizados, mantuvo tasas de variación anual positivas durante todo el 2011. Las exportaciones industriales, en parte por la recuperación en la producción de salmones, tuvieron un incremento de volumen del orden de 14% en el 2011.

En el escenario base la economía crecerá en un rango entre 4 y 5% durante el 2012, el que es superior al previsto en diciembre pasado<sup>1/</sup>. La mayor parte de esta corrección proviene del mayor crecimiento de fines del 2011 y comienzos del 2012. Se agrega la reducción de varios de los riesgos contemplados en el IPoM previo y que la dinámica de ajuste de la demanda interna será algo más pausada que lo previsto en diciembre. El escenario base considera un mayor impulso externo, por los mejores términos de intercambio y condiciones de

**GRÁFICO III.1**

**IMACEC**

(porcentaje, serie desestacionalizada)

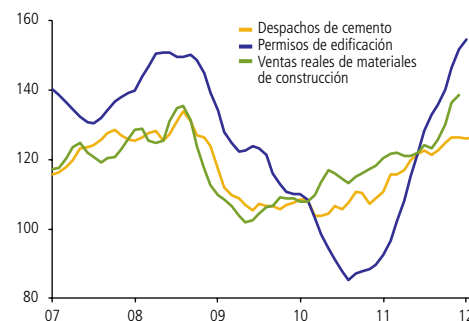


Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.2**

**Indicadores de construcción (\*)**

(Índices 2003=100, series desestacionalizadas)



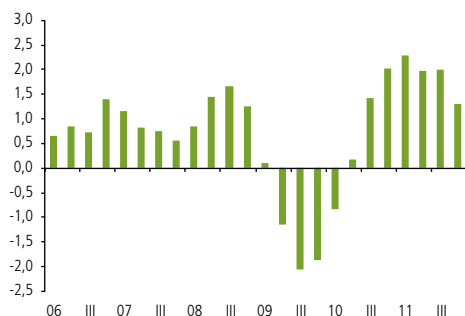
(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

<sup>1/</sup> Proyección construida considerando las Cuentas Nacionales base 2008, índices encadenados.

**GRÁFICO III.3**
**Inventarios**

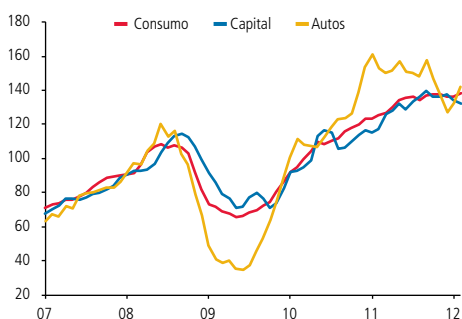
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.4**
**Importaciones de bienes (\*)**

(índice, promedio enero 2007-febrero 2012=100)

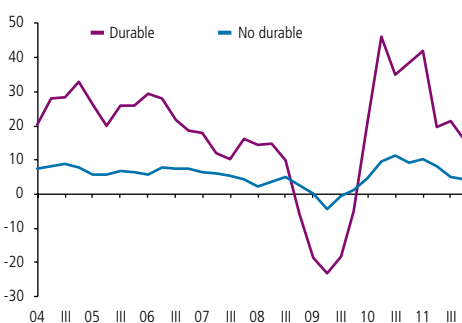


(\*) Importadas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.5**
**Consumo privado**

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

financiamiento externo. En él, se prevé la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas en los mercados financieros internacionales. Las expectativas del sector privado se han movido en concordancia con la evaluación de que la economía tendrá un mejor desempeño. Entre diciembre y marzo de este año, la proyección de crecimiento para el 2012 incluida en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasó de 4,2 a 4,4%. En todo caso, es importante notar que estos números corresponden a estimaciones realizadas cuando aún no se contaba con las nuevas cifras de Cuentas Nacionales, factor que podría modificarlas.

**DEMANDA AGREGADA**

Al cierre del tercer trimestre y comienzos del cuarto se observó una mayor precaución de los agentes, reflejada en un descenso de los inventarios y de las expectativas (gráfico III.3). También resaltaron las menores importaciones de bienes durables, en especial de automóviles (gráfico III.4). No obstante, los datos de los últimos meses mostraron una cierta reversión y/o estabilización en estos indicadores, y no el deterioro adicional que en un momento se previó dado el complejo escenario externo de la segunda mitad del 2011. De este modo, en el último cuarto del 2011 el crecimiento anual de la demanda interna disminuyó a 5,5% (8,6% el tercero) y cerró el año en 9,4%.

Por el lado del consumo privado, en el segundo semestre del 2011 el crecimiento anual de la parte durable siguió reduciéndose, luego de los altos incrementos de principios de año (gráfico III.5). Estos registros, en todo caso, estaban fuertemente afectados por la base de comparación posterior al 27-F. En términos de nivel, los indicadores parciales de consumo privado se han estacionado en niveles altos (gráfico III.6).

Las menores tasas de expansión anual del consumo, pero en niveles elevados, son coherentes con la evolución de sus fundamentos, en particular con la situación del mercado laboral. Por un lado, la tasa de desempleo ha llegado a sus niveles más bajos de los últimos quince años. Según los datos de la Universidad de Chile, en diciembre se situó en 6,2% para el Gran Santiago. En la medición del INE, en el trimestre móvil terminado en enero se ubicó en 6,6% a nivel nacional. La baja en el desempleo ha respondido tanto a un aumento en la ocupación como a una menor destrucción de empleos (Recuadro III.2).

Por el lado del empleo, un elemento relevante, coherente con el estado cíclico de la economía, ha sido su recomposición hacia una mayor ocupación de asalariados respecto de cuenta propia. Este factor también apoyaría mayores niveles de consumo, por la mayor estabilidad de los ingresos percibidos y la capacidad de endeudamiento. En todo caso, los datos más recientes muestran que el nivel de empleo ya es elevado y su tasa de crecimiento anual ha disminuido (gráfico III.7).

El comportamiento de los salarios también ha reaccionado acorde con el crecimiento del empleo y las señales de estrechez del mercado laboral. Las tasas de variación anual de los distintos indicadores de salarios se han incrementado en los últimos meses, llegando a cifras cercanas a 8% a comienzos del 2012. De todos modos, el ya mencionado menor crecimiento del empleo ha hecho que la expansión anual de la masa salarial se haya ido reduciendo en los últimos meses.

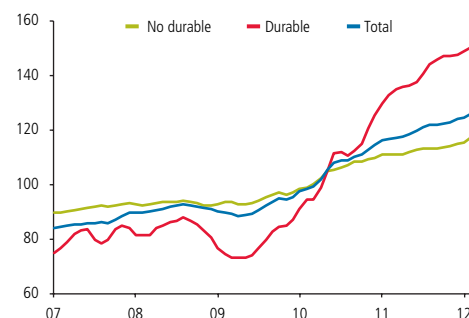
Hay elementos que apoyan una reducción de las tasas de incremento anual del consumo. Por un lado, el mencionado menor crecimiento anual de los ingresos laborales. Por otro, la evolución de las condiciones crediticias para el consumo. Las tasas de interés de este tipo de créditos han aumentado en los últimos meses, lo que ha coincidido con un descenso tanto de sus tasas de expansión anual como mes a mes. Se agrega que probablemente ya se realizó la parte más significativa, si no la totalidad, de la recuperación del stock de bienes durables luego de la recesión del 2009 y el 27-F.

En cuanto a la inversión, durante los últimos meses lo más destacado ha sido la recomposición de su crecimiento desde maquinaria y equipos hacia edificación y obras. Por un lado, las importaciones de bienes de capital, aunque con vaivenes importantes, han perdido dinamismo, y sus niveles, aunque elevados, están por debajo de los de mediados del 2011. Ello se ha reflejado también en que sus tasas de variación anual, que seguían cercanas a 20% a fines de año, se han ido reduciendo paulatinamente. Por otro lado, la inversión en construcción y obras ha mostrado dinamismo. Los distintos indicadores de permisos de edificación y uso de materiales de construcción han registrado aumentos importantes, medidos tanto en sus variaciones anuales como desestacionalizadas. La mayor parte del incremento ha provenido de proyectos de inversión de los sectores minero y energético (gráfico III.8). En el primero de ellos, el alto nivel que ha mantenido y se espera mantenga el precio del cobre ha sido determinante en el aumento de la inversión. El catastro de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC), si bien muestra correcciones a la baja entre septiembre y diciembre, está por sobre los niveles de junio del 2011. En el componente de vivienda también se observa un mayor crecimiento. En todo caso, los indicadores de ventas de viviendas nuevas y stock acumulado no presentan cambios relevantes respecto de hace unos meses. Al mismo tiempo, las condiciones crediticias para este segmento se han mantenido relativamente estables, con tasas de interés que han tenido aumentos menores.

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró el 2011 con un déficit de 1,3% del PIB, valor algo menor al previsto en diciembre. La revisión de cifras y un valor de las exportaciones algo por sobre el esperado explica la diferencia. Para el 2012 se proyecta un déficit de 3,4% del PIB. Su ampliación respecto del 2011 responde mayormente a una balanza comercial más deficitaria. El principal determinante de este resultado es que el precio promedio del cobre este año será 7% menor al del 2011. Ello disminuye el valor de las exportaciones, pese a una desaceleración menos intensa en los volúmenes. Se agrega un precio del petróleo que es mayor al del año anterior.

GRÁFICO III.6

Indicadores de consumo privado  
(índice, promedio enero 2007-febrero 2012=100)

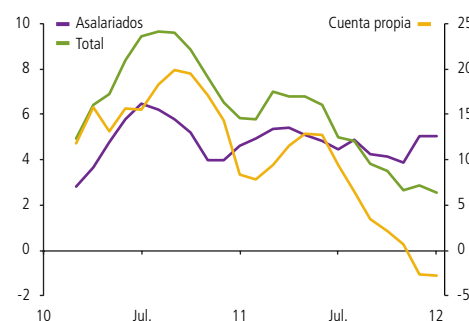


(\*) Vendidos en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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

GRÁFICO III.7

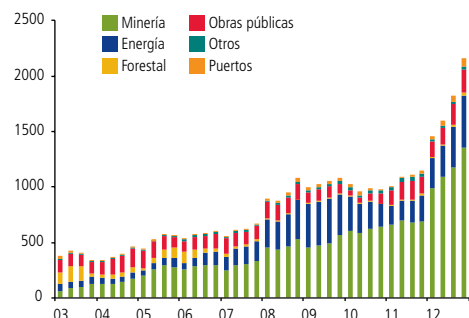
Empleo  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.8

Inversión en obras de ingeniería  
(millones de dólares)



Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.





## RECUADRO III.1

### NUEVAS CUENTAS NACIONALES

El 19 de marzo pasado se publicaron las nuevas series de Cuentas Nacionales para el periodo 2003-2011, elaboradas a partir de la Compilación de Referencia (CdeR) con base 2008<sup>2/</sup>. Con respecto a las cifras previamente publicadas para el periodo en cuestión, se registró un mayor nivel del PIB nominal, lo que también llevó a modificar las tasas de variación nominal y real. La principal fuente de cambios es la utilización de la CdeR 2008, que contiene mejoras metodológicas y de fuentes de información, así como también, la instauración de una base de precios móvil encadenada, para las mediciones del crecimiento real o de volumen. Se agrega, como es habitual, la revisión de las series trimestrales y anuales. Con estos cambios, las estadísticas chilenas de Cuentas Nacionales se elaboran con estándares comparables con las del resto de los países que integran la OCDE.

Respecto de las mejoras metodológicas, destacan: i) la utilización de nuevos clasificadores de actividades y productos, que permiten elaborar estimaciones a un mayor nivel de detalle; ii) la separación de actividades integradas verticalmente en sus fases primaria e industrial, destacando el tratamiento de la actividad salmonera; y iii) el nuevo cálculo y asignación de los servicios financieros por tipo de usuario, en reemplazo de la estimación de imputaciones bancarias.

En cuanto a la nueva metodología para las mediciones de volumen, las bases de precios móviles encadenadas reemplazan la base de precios fija utilizada en las anteriores mediciones. Este cambio implica utilizar los precios del año anterior para la valoración de las cantidades del año en curso. La base de precios fijos pierde representatividad a medida que el año de medición se aleja del año base, y puede introducir un sesgo positivo en la medición del crecimiento, al sobreponderar aquellos sectores que muestran una rápida expansión real, cuyos precios relativos están descendiendo, en desmedro de los sectores que crecen más lentamente, cuyos precios relativos están aumentando. Por el contrario, las bases encadenadas permiten que la estructura de precios relativos (estructura de ponderación de los agregados de oferta y demanda) se actualice año a año y mantenga su representatividad en el tiempo.

En cuanto a las mejoras en las fuentes de información, resaltan: i) la actualización anual del directorio de empresas, mejorándose

con ello la representatividad de las estimaciones de las actividades, y eliminando el posible sesgo negativo en la medición de crecimiento, por la incorporación de nuevas empresas; ii) la utilización de nuevos registros del Servicio de Impuestos Internos; y iii) la incorporación de nuevas fuentes para la medición de componentes tanto del origen del PIB como del gasto; entre ellos, la inclusión de nuevos indicadores de coyuntura, como el índice de producción industrial manufacturero del Instituto Nacional de Estadísticas.

Respecto de las cifras publicadas previamente, las tasas de crecimiento muestran cambios por el efecto de la revisión de las ponderaciones, atribuido al uso de la base móvil, así como por la revisión de las tasas de variación, asociados a las mejoras metodológicas y de fuentes de información. En particular, en el 2011 el PIB aumentó 6,0% anual, cifra que se compara con el 6,3% anual que se podía deducir de los Imacec publicados con la metodología antigua. Por el lado del origen, lo anterior se explica, principalmente, por el efecto del sector minería. Este tuvo una mayor contracción en el año, cuyo efecto se intensificó ante el aumento de su ponderación dentro del PIB de 6,4 (precios 2003) a 16,1% (precios 2010). En sentido opuesto operaron el mayor dinamismo de industria, construcción, comercio, servicios empresariales y personales. En el caso de construcción y servicios empresariales, el impacto de la revisión al alza de sus tasas de crecimiento sobre el crecimiento del PIB total se intensificó debido al aumento de sus respectivas ponderaciones.

Respecto del gasto, destacan el cambio en la ponderación de sus distintos componentes en el PIB real. La demanda interna disminuyó su proporción de 117,5 a 93,8% el 2011. La formación bruta de capital fijo y el consumo total también redujeron su participación en el PIB. En el caso de la formación bruta de capital fijo, resalta la menor participación del componente maquinaria y equipos. En el consumo, la menor ponderación se asocia principalmente a la caída en la participación del consumo privado. Respecto del comercio exterior de bienes y servicios, sobresale la menor ponderación de las importaciones.

Con todo, la evaluación preliminar de estas cifras no cambia la visión sobre el estado cíclico de la economía, en particular respecto de que las brechas de capacidad estarían cerradas. Esta evaluación se apoya también en las señales de estrechez del mercado laboral y la rápida normalización de la inflación subyacente.

<sup>2/</sup> Para mayores detalles ver presentación Cuentas Nacionales de Chile 2003-2011 (Referencia 2008).



## RECUADRO III.2

### MERCADO LABORAL

En los últimos trimestres se han observado signos de estrechez en el mercado laboral: la tasa de desempleo ha caído, al mismo tiempo que los salarios nominales han aumentado sus tasas de crecimiento. Los datos más recientes muestran que las tasas de desempleo han alcanzado sus niveles mínimos de los últimos quince años y el incremento anual de los salarios se aproxima a 8%. Este recuadro presenta una descripción del comportamiento reciente del mercado laboral.

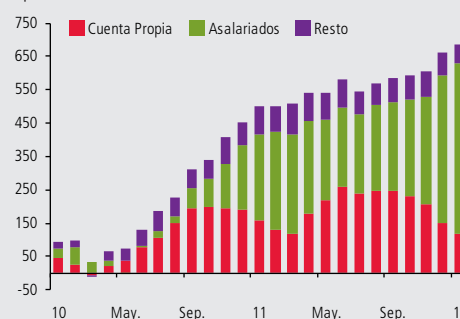
La recesión del 2009 provocó un aumento de la tasa de desempleo. De acuerdo con los datos de la U. de Chile para el Gran Santiago, descontada la estacionalidad, esta llegó a su peak en marzo del 2009, cuando alcanzó a 12,2% desde un nivel próximo a 8% a mediados del 2007. A diciembre del 2011 esta tasa se ubicó en 6,5%. El menor registro previo data de mediados de 1998. En la información a nivel nacional que proporciona el INE, la tasa de desempleo descendió a 6,6% en el trimestre móvil finalizado en enero del 2012, luego de llegar a 11,6% a mediados del 2009<sup>3/</sup>.

De acuerdo con los datos de la Nueva Encuesta de Empleo Nacional del INE (NENE), desde diciembre del 2009 a enero del 2012 se han creado cerca de 690 mil puestos de trabajo (gráfico III.9). Un aspecto importante es la mayor creación de empleos asalariados, en desmedro de ocupaciones por cuenta propia. Este cambio de composición podría ser relevante para la evolución del consumo, por la mayor estabilidad de los ingresos percibidos y la capacidad de endeudamiento. De este modo, el crecimiento del consumo en los últimos trimestres se apoyaría no solo en el mayor nivel de empleo, sino que también en su composición.

<sup>3/</sup> El cambio en la encuesta de empleo realizado por el INE no permite comparaciones históricas más prolongadas. En todo caso, en la antigua encuesta de empleo nacional la última vez que la tasa de desempleo se ubicó por debajo de 6% fue entre fines de 1997 y comienzos de 1998.

**GRÁFICO III.9**

Cambio en el empleo por categorías desde diciembre del 2009 (miles de personas)

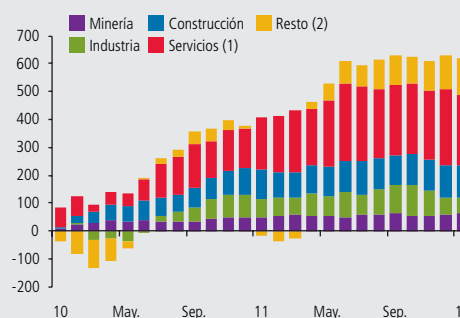


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por sectores, el aumento de la ocupación se ha dado con mayor fuerza en los servicios (gráfico III.10). La construcción, cuya actividad muestra un dinamismo importante en lo más reciente, no presenta un incremento significativo en su nivel de empleo. Lo mismo sucede con la minería. La industria, en cambio, muestra un descenso en los últimos datos.

**GRÁFICO III.10**

Cambio en el empleo por sectores desde diciembre del 2009 (miles de personas)



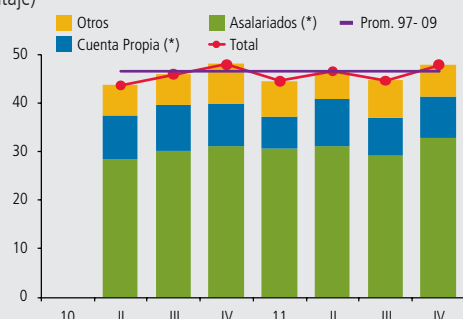
(1) Corresponde a la suma de comercio, hoteles y restaurantes, transporte y comunicaciones, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.

(2) Corresponde a la suma de administración pública, enseñanza, servicios sociales, pesca, agricultura, electricidad, gas y agua y otras actividades.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Respecto de los flujos dentro de la fuerza de trabajo, el de personas que pasa del desempleo al empleo no muestra un comportamiento muy distinto de sus patrones históricos (gráfico III.11). Dicho porcentaje se mantiene en torno a 47%, similar a lo que se observaba en promedio con la anterior Encuesta Nacional de Empleo.

**GRÁFICO III.11**  
Proporción de desempleados que transitan al empleo  
(porcentaje)

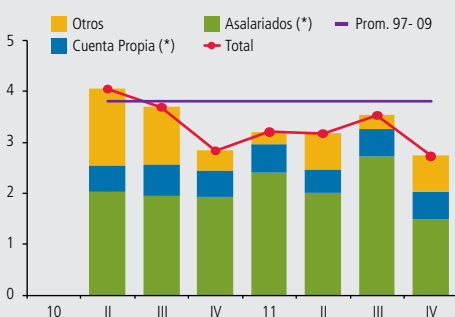


(\*) No considera sector agrícola

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

Donde sí se ha observado alguna diferencia importante es en el flujo de personas que pasa del empleo al desempleo. En este caso, la información de los últimos trimestres muestra una caída, tanto respecto de los promedios históricos medidos con la encuesta previa como con lo observado en la primera mitad del 2010 (gráfico III.12). Este tipo de comportamiento es característico de las fases de expansión económica. Utilizando los datos de la antigua Encuesta de Empleo Nacional del INE, García y Naudon (2012) muestran que la probabilidad de transitar desde el empleo al desempleo es contra cíclica. No obstante, los cambios a la encuesta de empleo del INE dificultan el contraste del comportamiento reciente con el patrón histórico.

**GRÁFICO III.12**  
Proporción de empleados que transitan al desempleo  
(porcentaje)



(\*) No considera sector agrícola

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

El comportamiento de la ocupación y desocupación ha ido de la mano de un mayor crecimiento anual de los salarios. Además, desde mediados del 2011, las variaciones mensuales de las remuneraciones por hora están algo por sobre su promedio de la década pasada, con una velocidad de expansión que ha ido al alza en los últimos registros (gráfico III.13).

**GRÁFICO III.13**  
Salarios nominales  
(velocidad trimestral móvil, series desestacionalizadas, porcentaje)

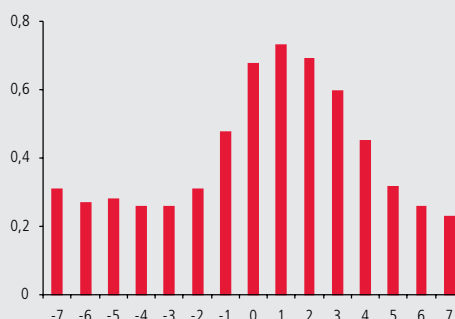


(\*) Series desestacionalizadas.

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

Un mayor aumento de los salarios tiene implicancias directas sobre la inflación, puesto que algunos componentes del IPC de servicios —que están ligados al componente subyacente de la inflación— son medidos a través de la variación de los índices de salarios. Por otro lado, aunque el aumento de los salarios afecta los costos de producción, su impacto en los precios finales depende de la productividad y los márgenes. Justel y Salas (2012) muestran que existe una bi-causalidad entre los salarios y la inflación total, por lo que alzas en salarios no implican necesariamente alzas en el nivel general de precios, pues estas pueden responder a variaciones anteriores en el nivel de precios. No obstante, los autores sí confirman la causalidad previamente mencionada entre salarios e inflación de servicios (gráfico III.14).

**GRÁFICO III.14**  
Correlación cruzada entre IREM e IPC Servicios X (t+i)



Fuente: Justel y Salas (2012)

## IV. PRECIOS Y COSTOS

*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

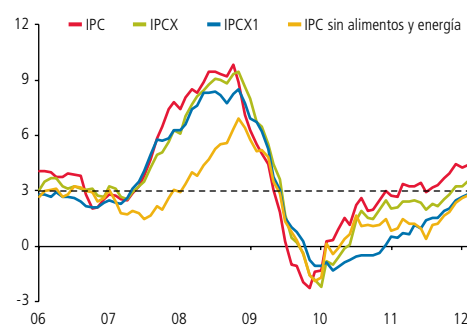
En los últimos meses, la inflación anual del IPC se ha ubicado por sobre el rango de tolerancia, mientras que las medidas subyacentes se han aproximado a 3%, con un ritmo de aumento más rápido que el del último trimestre del 2011 y que lo previsto en el IPoM de diciembre (gráficos IV.1 y IV.2). Esta normalización es coherente con el grado de utilización de la capacidad instalada en la economía y el estado del mercado laboral. A esto se agrega el impacto de la depreciación del peso en la segunda mitad del 2011, así como el traspaso rezagado de los mayores precios internacionales de alimentos. En todo caso, como se mencionó en Informes anteriores, el bajo crecimiento anual de las medidas subyacentes constituía un fenómeno particular, cuya reversión era esperada. Aunque con una incidencia menor, a la mayor inflación subyacente se agregaron sorpresas relacionadas con las frutas y verduras frescas, y alzas de la gasolina.

Entre noviembre y febrero, el IPC acumuló un alza de 1,2 puntos porcentuales (pp). Las mayores incidencias se dieron en el servicio de transporte de pasajeros y multimodal (0,7pp en el IPC), seguido por los alimentos no perecibles (0,3pp en el IPC), la vivienda (0,2pp) y la salud (0,2pp). Además aumentó el precio de la gasolina, pero fue completamente contrarrestado con bajas del precio del gas, licuado y por red, y de la electricidad, lo que llevó a la inflación del IPC a acumular una variación por debajo de las medidas subyacentes. En particular, el IPC descontado los alimentos y la energía acumuló un alza de 1,5pp.

Los movimientos mensuales también modificaron la composición de la inflación anual. Por un lado, los combustibles han disminuido su aporte a la inflación anual (0,6pp en febrero), mientras los precios de los alimentos no perecibles se mantuvieron prácticamente estables (1,6pp). Ello, a diferencia de las frutas y verduras frescas y el resto de los componentes —ligados, en su mayoría, a la inflación subyacente— que aumentaron su aporte a la inflación anual: 0,7 y 1,5pp, respectivamente. Así, entre noviembre y febrero, el IPC pasó de 3,9 a 4,4% anual, mientras que, excluidos los alimentos y la energía varió de 1,9 a 2,7%. En igual lapso, el IPC de productos no transables aumentó de 4,8 a 5,5% anual, mientras que el IPC de productos transables pasó de 3,2 a 3,6% (gráfico IV.3).

Como se indicó, el mayor aporte a la inflación durante los últimos meses provino del componente subyacente y, en particular, del componente de servicios. Entre

**GRÁFICO IV.1**  
Indicadores de inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

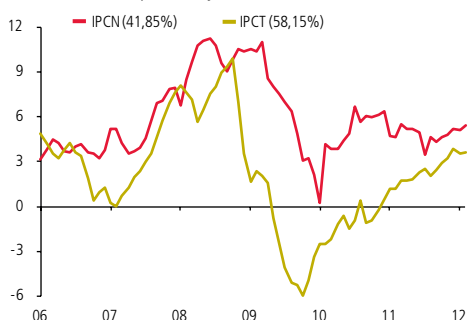
**GRÁFICO IV.2**  
Velocidad de la inflación del IPCX1  
(variación del trimestre móvil anualizado, porcentaje)



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

**GRÁFICO IV.3**
**Inflación de productos transables (IPCT) y no transables (IPCN) (\*)**

(variación anual, porcentaje)

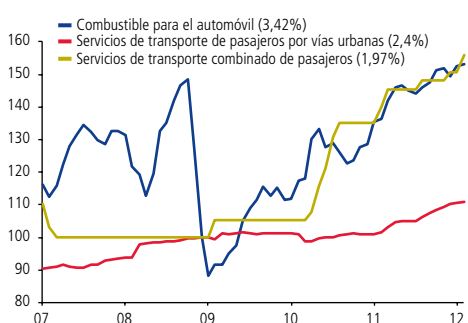


(\*) Entre paréntesis, ponderación en la canasta del IPC con base 2009=100.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.4**
**Precio del transporte (\*)**

(índice diciembre 2008=100)

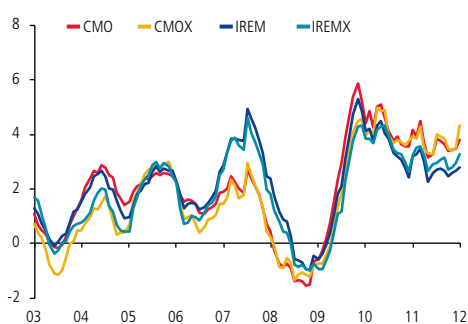


(\*) Entre paréntesis, ponderación en la canasta del IPC con base 2009=100.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.5**
**Diferencial de crecimiento de salarios e indexación habitual por inflación (\*)**

(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

noviembre y febrero, el IPC de productos no transables acumuló un crecimiento de 2,4pp. El costo del transporte de pasajeros tuvo una incidencia importante en este componente, lo que se debió, en parte, a efectos estacionales habituales de la época (gráfico IV.4). Otros componentes del sector de servicios, como salud, educación y recreación, y vivienda también mostraron aumentos en la tasa de variación anual. En estos, en parte porque algunos de ellos se miden directamente de los indicadores de remuneraciones, el incremento de los salarios es un factor determinante de su mayor inflación (Recuadro III.2). Durante estos meses, los salarios nominales han incrementado sus tasas de expansión anual y mes a mes. En términos de crecimiento anual, se situaron en enero entre 6,6 y 7,7% dependiendo de la medida (6,1 y 7,0% en noviembre). En términos reales, descontado el ajuste habitual por inflación, los salarios se han ido aproximando hacia tasas de crecimiento de entre 3 y 4% anual (gráfico IV.5). El efecto de estos mayores salarios sobre los costos laborales unitarios no es del todo claro, toda vez que han sido acompañados de una mayor productividad. Con todo, el mayor dinamismo del costo de la mano de obra, junto con la evaluación de que las brechas de capacidad estarían cerradas, aumenta el riesgo de un mayor traspaso a precios.

En los bienes, el aumento de sus precios ha sido bastante más acotado que el de los servicios. Dentro de estos, las mayores alzas se encuentran en el equipamiento de la vivienda. Estos precios habían mostrado una tendencia a la baja durante varios trimestres, la que se interrumpió en lo más reciente. Es posible que este cambio esté afectado por la depreciación del peso del segundo semestre del 2011. Indicadores parciales para el cuarto trimestre muestran que los márgenes de explotación del comercio, si bien están más bajos que el trimestre anterior, siguen sobre el promedio de los últimos diez años. Otro factor a considerar en este ámbito, es el mayor aumento de los precios de los bienes exportados por Asia, lo que podría implicar mayores niveles de precios en los mercados de destino (Recuadro IV.1). Los precios del vestuario también han mostrado un cambio de comportamiento.

Los precios de los alimentos no perecibles incluidos en las medidas subyacentes continuaron aumentando mes a mes, pero en términos de crecimiento anual se han mantenido en torno al 6% desde noviembre. El traspaso de las alzas de los precios externos al mercado local ha sido acorde con lo previsto. En todo caso, en los últimos meses, los precios de algunos bienes agrícolas en el mercado externo han vuelto a aumentar, aunque en una proporción menor a la de otras materias primas como cobre y petróleo. Medidos por el índice agregado de productos agrícolas de Goldman Sachs, estos se mantienen en torno a 20% por debajo de los máximos alcanzados en la primera mitad del 2011. Así por ejemplo, el precio del trigo y del maíz aumentaron cerca de 10% desde diciembre, mientras que otros productos agrícolas se mantuvieron prácticamente estables o disminuyeron, en particular la leche y la carne (en torno a 8% desde diciembre). Esto último contrasta con los movimientos de precios que ha tenido la carne en el mercado local, afectado aún por la suspensión de las importaciones de carne paraguaya al país.

Además del alza de la inflación subyacente, otro factor que ha incrementado la inflación en los últimos meses han sido los precios de las frutas y verduras frescas. Estos últimos, probablemente afectados por factores climáticos, han tenido un

patrón que contrasta con el habitual (gráfico IV.6). La incidencia acumulada entre noviembre y febrero fue nula, lo que se compara con la incidencia negativa (-0,4pp) que tuvieron en los mismos meses del año anterior.

Otro factor que ha provocado preocupación en el ámbito inflacionario ha sido el marcado incremento del precio del petróleo y de sus derivados en el mercado externo, en gran parte asociado a los problemas geopolíticos en el Medio Oriente. La mayor dependencia de los hidrocarburos que tiene la matriz energética chilena, aumenta la sensibilidad de la economía frente a fluctuaciones del precio del petróleo (Recuadro IV.2). El precio del petróleo Brent aumentó cerca del 15%, mientras la gasolina en el principal mercado de referencia del Golfo de México subió en torno a 25% desde diciembre. El petróleo WTI tuvo un alza menor, alrededor de 6%. En el mercado local, parte de los movimientos fueron compensados por la apreciación del peso y el funcionamiento del Sistema de Protección al Contribuyente (SIPCO). En efecto, la gasolina aumentó 4% en el mercado interno. En el agregado, los precios internos de los combustibles mostraron un descenso en los últimos meses, ya que los mayores precios de la gasolina fueron más que compensados por las bajas del precio del gas, licuado y por red. Además, otras fuentes de energía como la electricidad también tuvieron caídas de precios.

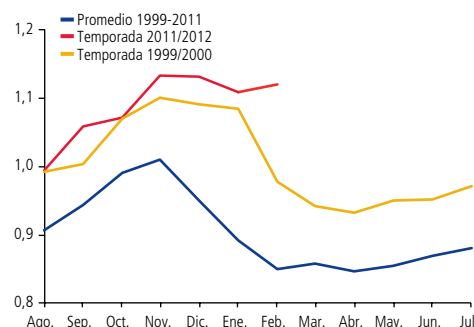
## PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Los cambios en el escenario macroeconómico interno y externo han modificado las perspectivas inflacionarias para el corto plazo, pero a mediano plazo se han mantenido en torno a la meta de inflación.

Las expectativas privadas para la inflación a dos años plazo que se deducen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se ha mantenido en 3%. A un año plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) aumentó a 3,4% (2,7% para la encuesta de la primera quincena de diciembre). Para igual plazo, la EEE sube a 3,2% (2,9% en diciembre) y a diciembre del 2012 aumenta a 3,5% (2,9% en diciembre) (gráfico IV.7). Las expectativas que se deducen de las encuestas a consumidores y empresas también muestran alzas para el corto plazo. El porcentaje de personas que creen que la inflación subirá "mucho" en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC) subió a 60% en febrero (52% en noviembre). Las expectativas de inflación para los próximos doce meses del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) pasó a 3,7% (3,5% en noviembre). Las expectativas de inflación que se deducen de las compensaciones inflacionarias también registraron movimientos. A distintos plazos, las compensaciones que se derivan de los *swaps* promedio cámara, se han situado en torno a 3,5% en los últimos meses.

En el escenario base, el Consejo anticipa que la inflación del IPC oscilará en torno a 4% hasta entrado el segundo semestre del 2012, para después converger a 3% y permanecer en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el primer trimestre del 2014.

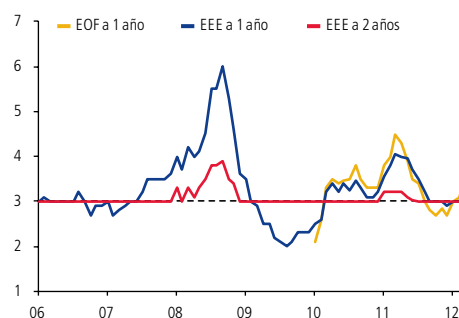
**GRÁFICO IV.6**  
Precios de frutas y verduras frescas (\*)  
(índice)



(\*) Corresponde a la razón entre el IPC de frutas y verduras frescas y el IPC total excluido este componente.

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

**GRÁFICO IV.7**  
Expectativas de inflación: encuestas EEE y EOF (\*)  
(porcentaje)



(\*) Corresponde a la EOF de la primera quincena de cada mes, a excepción del dato de marzo del 2012, que considera la de la segunda quincena.

Fuente: Banco Central de Chile.

## **RECUADRO IV.1** **PRECIO DE LAS EXPORTACIONES ASIÁTICAS**

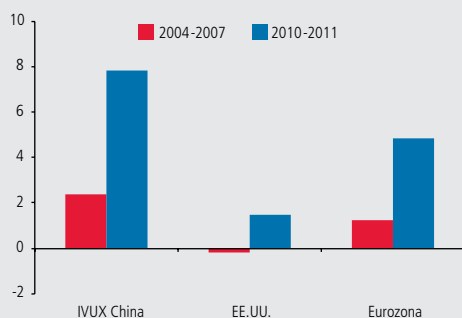
A nivel global, durante los últimos años se ha registrado un fuerte aumento de las exportaciones de bienes manufacturados provenientes de economías asiáticas, y en particular de China. El menor costo relativo de estas economías ha permitido incrementar su participación en los mercados de destino, al tiempo que ha acotado las presiones de precios en los bienes manufacturados. La información más reciente muestra que la tasa de crecimiento de los precios de las exportaciones provenientes de Asia se ha incrementado en los últimos años, lo que podría implicar mayores niveles de precios en los mercados internos.

En China, el crecimiento anual del índice de valor unitario de sus exportaciones aumentó desde un promedio en torno a 2% para el 2004-2007 a casi 8% para el 2010-2011 (gráfico IV.8). Es importante notar que este mayor aumento de los precios se ha dado en prácticamente todas las categorías de productos (gráfico IV.9). Para Estados Unidos, destaca que hasta mediados del 2006 los precios de las importaciones chinas, medidos en dólares, muestran una tendencia a la baja, que se revierte durante el 2007 y 2008. Luego de una baja, retoman una tendencia al alza a partir del 2010 (gráfico IV.10). En esta evolución influyen tanto la trayectoria de los márgenes y costos de producción, como la evolución de la paridad yuan-dólar.

**GRÁFICO IV.8**

**Precios de exportación de China (IVUX) y precios de importaciones chinas hacia destino**

(medidos en dólares, variación promedio período, porcentaje)

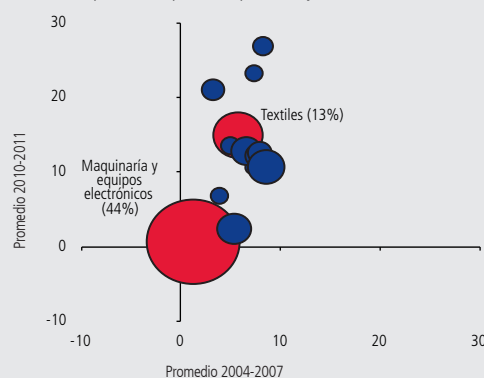


Fuente: Contreras et al (2012).

**GRÁFICO IV.9**

**China: Precios de los bienes exportados en dólares (\*)**

(variación anual promedio período, porcentaje)



(\*) Entre paréntesis, ponderación en la canasta exportadora de China.

Fuente: Contreras et al (2012).

**GRÁFICO IV.10**

**Estados Unidos: Precios de las importaciones chinas**

(índice enero 2004=100)

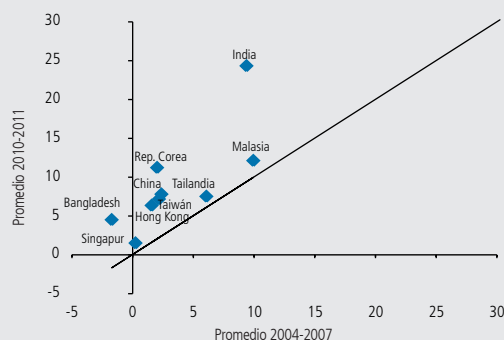


Fuente: Bloomberg.

Evidencia preliminar para otros países asiáticos sugiere resultados similares. La variación anual promedio de los precios de exportaciones, basado en índices de valor unitario, muestra un aumento mayor en el período 2010-2011 respecto del promedio 2004-2007 (gráfico IV.11).

**GÁFICO IV.11**

Precios de las exportaciones en dólares  
(variación anual, porcentaje)

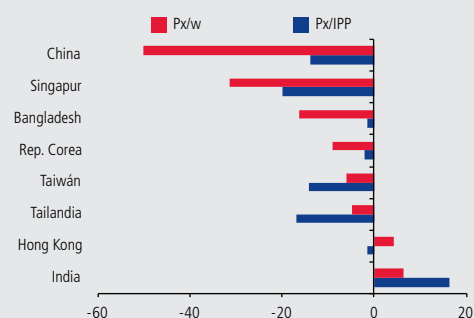


Fuente: Contreras et al (2012).

Contreras, Pinto y Sáez (2012), obtienen medidas indirectas de márgenes para distintas economías asiáticas, a partir de la comparación de los precios de las exportaciones con el Índice Precios al Productor (IPP) y los salarios. Los resultados muestran que en la mayoría de las economías consideradas ambas medidas se comprimen en el período 2010-2011 respecto del promedio 2004-07 (gráfico IV.12). En China, la compresión se ha dado principalmente en los productos agrícolas, manufactura de metales, textiles y en maquinaria y equipo eléctrico que en conjunto abarcan el 66% de la canasta exportadora del país. Se debe tener presente que estas medidas no consideran posibles ganancias de productividad que pueden hacer menos relevante la compresión de márgenes. Igualmente, por ser canastas agregadas tampoco es descartable que las composiciones de unos y otros indicadores difieran entre sí.

**GRÁFICO IV.12**

Márgenes de los precios de los bienes exportados (\*)  
(variación entre 2010-2011 y 2004-2007, porcentaje)



(\*) Corresponde a la razón entre los precios de los bienes exportados (Px) y los salarios (w) y el índice de precios al productor (IPP).

Fuente: Contreras et al (2012).

Si bien estos antecedentes sugieren que la tasa de crecimiento en dólares de los precios de las exportaciones asiáticas han aumentado en los últimos años, su eventual impacto podría verse atenuado por la sustitución de los mercados de importación de estos productos. Es así como se han registrado cambios en centros de producción de vestuario hacia países con menores costos salariales, como Vietnam y Bangladesh. En tanto, China ha ganado terreno en otros rubros, como son automóviles y equipos de tecnología, desplazando a productores de mayores costos.



## RECUADRO IV.2

### PRECIO DE LA ENERGÍA EN CHILE

Un factor relevante del escenario macroeconómico de los últimos años ha sido el aumento del precio de la energía. A fines de la década de los noventa, el precio del petróleo WTI se ubicaba en niveles nominales del orden de US\$10 el barril. Al cierre estadístico de este IPoM, dicho precio superaba los US\$100 el barril.

El mayor costo de la energía es un factor que incide en la competitividad y capacidad de crecimiento de la economía chilena. La mayor dependencia de la matriz energética de Chile de los hidrocarburos implica que el país es más sensible ante las fluctuaciones del precio del petróleo, que incide sobre los costos de la electricidad que pagan los hogares y las empresas.

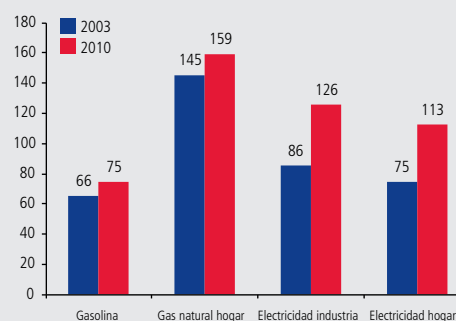
A partir de los datos de la Agencia Internacional de Energía, se observa que en el 2010 el costo de la energía eléctrica estaba significativamente por encima de la mediana de los países de la OCDE, mientras que el precio de la gasolina estaba por debajo de la mediana. La misma comparación para el año 2003, cuando el precio del petróleo se encontraba en torno a US\$30 el barril y el país contaba con gas natural desde Argentina, revela que el costo de la energía eléctrica que pagaban hogares y empresas chilenas estaba por debajo de la mediana de los países de este grupo (gráfico IV.13).

En el escenario base, se prevé que el precio del petróleo permanecerá en niveles elevados por los próximos dos años. Sin embargo, dadas las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, existen escenarios de riesgo en que el precio del crudo puede tener incrementos significativos, con consecuencias sobre el costo de la generación eléctrica, y el escenario de actividad e inflación previsto en este IPoM.

**GRÁFICO IV.13**

#### Precios de la energía en Chile

(en dólares a TC de mercado, índice precio mediana OCDE = 100)



Fuente: Agencia Internacional de Energía (2012).



## V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

*Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años. 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 el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será mayor que el previsto en diciembre. En los últimos meses, las tensiones en los mercados financieros internacionales y la probabilidad de escenarios negativos extremos se han reducido. Ello ha provocado una mejora de las condiciones de financiamiento externo y de los términos de intercambio (TDI). Con todo, no cambia la visión de que en el 2012 el crecimiento global será menor que el del año anterior y que la actividad en las economías desarrolladas seguirá débil. En el mundo emergente, los efectos de la situación europea han sido menores que los previstos, pero igual se espera un crecimiento inferior al de años previos.

Dado que la situación en la Eurozona aún está lejos de resolverse y que quedan importantes desafíos por enfrentar, en el escenario base, se contempla la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas en los mercados financieros internacionales. Los lazos comerciales y financieros hacen que la recesión algo más marcada que se espera para la Eurozona en el 2012 se refleje, aunque de manera marginal, en la revisión de las proyecciones de crecimiento de otras regiones, principalmente Asia y Europa emergente. Estados Unidos tendrá este año un crecimiento mayor al previsto en diciembre. Los mejores datos económicos de los últimos meses sustentan este cambio. De todos modos, la actividad estadounidense seguirá siendo débil. La suma de estos cambios hace que el crecimiento previsto para el mundo se corrija levemente a la baja este año. Sin embargo, para los socios comerciales se mantiene tanto para el 2012 como para el 2013 (tabla V.1).

El mayor precio de las materias primas hace revisar al alza el precio del petróleo y el cobre en el escenario base. Para el cobre, se prevén precios de US\$3,7 y 3,6 la libra en el 2012 y 2013. Para el petróleo, también se esperan precios más altos. Estos mayores precios son la principal fuente de cambio para las proyecciones de inflación global. La inflación externa relevante para la economía chilena (IPE) es más alta este año y el próximo. El nivel de los TDI para el 2012 también es superior al proyectado en diciembre, lo que se explica principalmente por el aumento del precio del cobre. Descontado este factor, el nivel de los TDI para el 2012 es menor al previsto en diciembre.

**TABLA V.1**

Supuestos del escenario base internacional

	2010	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)
Términos de intercambio	19,4	0,5	-5,3	-0,1
PIB socios comerciales	6,1	4,1	3,8	4,2
PIB mundial PPC	5,1	3,7	3,3	3,9
PIB mundial a TC de mercado	3,9	2,7	2,5	3,2
Precios externos (en US\$)	5,8	10,1	1,9	3,3
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	342	400	370	360
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	79	95	107	106
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	80	111	121	115
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	598	803	910	852
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,3	0,4	0,3

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

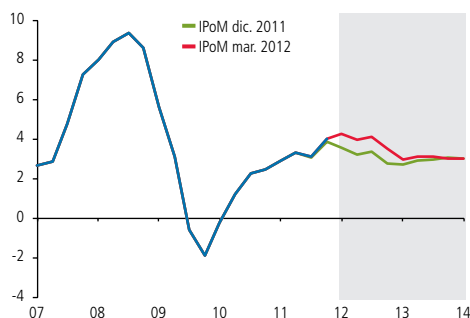
**TABLA V.2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011	2012 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	-1,0	6,1	6,0	4,0-5,0
Ingreso nacional	0,5	13,1	6,1	3,3
Demanda interna	-5,7	14,8	9,4	5,3
Demanda interna (sin Variación de Existencias)	-2,5	10,2	10,3	5,8
Formación bruta de capital fijo	-12,1	14,3	17,6	8,9
Consumo total	0,8	9,0	7,9	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	-4,5	1,4	4,6	3,8
Importaciones de bienes y servicios	-16,2	27,4	14,4	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	2,0	1,5	-1,3	-3,4
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	3.518	3.269	-3.220	-8.900
Balanza comercial	15.360	15.324	10.792	4.000
Exportaciones	55.463	70.897	81.411	82.200
Importaciones	-40.103	-55.572	-70.619	-78.200
Servicios	-2.010	-1.806	-2.417	-1.900
Renta	-11.395	-14.765	-14.015	-13.500
Transferencias corrientes	1.563	4.515	2.418	2.500

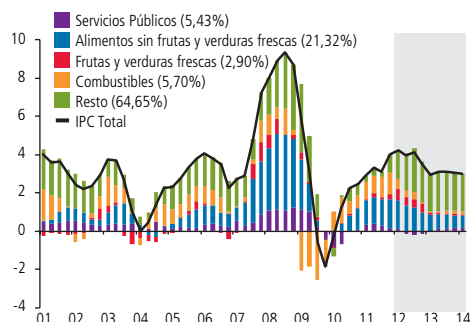
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.1**
**Proyección de inflación IPC**  
(variación mensual, porcentaje)


(\*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2012, corresponde a la proyección.

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

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


(1) El área gris, a partir del primer trimestre del 2012, 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.

En Chile, los datos de actividad de los últimos meses han sido superiores a los proyectados. Tras perder dinamismo en el tercer trimestre del 2011 —información con la que se cerró el escenario base del IPoM de diciembre—, en el cuarto trimestre la actividad retomó impulso, con un importante dinamismo del sector construcción. Para la demanda interna, los datos de fines del 2011 también muestran un crecimiento mayor al previsto en diciembre. Con todo, en los últimos meses los datos de importaciones tanto de bienes de consumo como de maquinaria y equipos dan cuenta de una paulatina desaceleración del gasto. Asimismo, las tasas de crecimiento anual del consumo privado han mostrado una trayectoria descendente, aunque hacia fines del 2011 su velocidad de expansión trimestral aumentó, a raíz del comportamiento del consumo habitual. En cambio, el componente durable registra mayores descensos en sus tasas de crecimiento anual y también una velocidad de expansión trimestral a la baja. Ello es coherente con la dinámica del proceso de reposición del stock de durables tras la recesión del 2009 y el 27-F. Por último, la inversión ha mostrado una recomposición, con un mayor dinamismo del componente de edificación y obras de ingeniería, coherente con el mayor crecimiento del sector inmobiliario y la ejecución de variados proyectos en el sector energético y minero.

En el escenario base, el crecimiento anual de la demanda interna continuará descendiendo en los trimestres venideros. Esta evaluación se basa en que los factores que han apoyado el aumento del consumo en los últimos trimestres comenzarán a moderar su impulso. Los ingresos laborales reducirán su tasa de expansión anual acorde con un menor crecimiento del empleo, considerando el alto nivel ya alcanzado. Las condiciones financieras serán menos expansivas que en trimestres previos, lo que ya se aprecia en el comportamiento de las tasas de interés de mercado y en la evolución mes a mes de las colocaciones de consumo. Las perspectivas del sector construcción y los proyectos de obras de ingeniería en carpeta compensarán el menor crecimiento previsto en maquinaria y equipos, con lo que formación bruta de capital fijo será el componente de la demanda interna con mayor aumento en el 2012. Con esto, la tasa de inversión a PIB se ubicará cercana a 25% en términos nominales (algo más de 23% en el 2011).

La cautela que la incertidumbre externa aún presente implica sobre el comportamiento de las empresas hará que el ajuste en inventarios de la segunda mitad del 2011 se prolongue hacia este año (gráficos III.2 y III.6). Esto significará que durante el 2012 la variación de existencias descienda como porcentaje del PIB respecto del 2011. La suma de estos antecedentes hace estimar que en el 2012 el crecimiento de la demanda interna será menor que en el 2011, con una tasa de crecimiento anual algo por sobre la del crecimiento de la actividad. Descontada la variación de existencias, el gasto interno crecerá medio punto porcentual más que el total.

Para el 2012, se proyecta que el PIB crecerá entre 4 y 5%. Este rango es superior al previsto en diciembre, principalmente por el mayor crecimiento de fines del 2011 y comienzos del 2012. Se agrega que varios de los riesgos que se contemplaron en el IPoM previo se han reducido y que la dinámica de ajuste de la demanda interna será algo más pausada que lo previsto en diciembre (tabla V.2). La proyección también considera que el crecimiento de la actividad seguirá aproximándose a tasas coherentes con su tendencia, que el Consejo sigue estimando en 5%. Con esto, las brechas de capacidad se mantendrían cerradas a lo largo del horizonte de proyección.

Por el lado del gasto fiscal, el escenario base considera que el déficit estructural convergerá hasta alcanzar a 1% del PIB hacia fines de la actual administración, acorde con lo anunciado por la autoridad y en concordancia con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

En el escenario base, se proyecta un déficit en cuenta corriente para el 2012 que es prácticamente equivalente al previsto en diciembre: 3,4% del PIB. Esto, tras haber registrado un déficit de 1,3% del PIB en el 2011. Su ampliación responde mayormente a una balanza comercial más deficitaria. En ello, el principal determinante es el precio del cobre, que es 7% menor al del 2011. Esto reduce el valor de las exportaciones, pese a una desaceleración menos intensa en los volúmenes. Se agrega un precio del petróleo que es mayor al del año anterior. Medida a precios de tendencia, en el 2012 la cuenta corriente tendría un déficit algo por debajo de 6% del PIB, cifra similar a la del 2011.

Los registros de inflación IPC de los últimos meses han sido superiores a los previstos en diciembre. Un componente subyacente que se ha normalizado hacia 3% con una rapidez mayor que la prevista y shocks en precios específicos —particularmente precios de frutas y verduras frescas— explican la diferencia. Se suma el mayor precio internacional de los combustibles. En el escenario base se espera que la inflación total permanezca en torno a 4% por algunos meses, para luego converger hacia 3% en la primera mitad del 2013 y oscilar en torno a ese valor hasta el fin del horizonte de proyección, el primer trimestre del 2014. Para fines de año, se estima que la variación anual del IPC se ubicará en 3,5%, cifra por sobre lo previsto en diciembre.

En el escenario base, la variación anual de la inflación subyacente seguirá aumentando en los próximos meses, situándose en la parte alta del rango de tolerancia durante algún tiempo. La mayor velocidad de expansión observada en los datos recientes de inflación subyacente, lo mismo que el crecimiento actual de los salarios y el cierre de las brechas de capacidad explican la inflación subyacente más alta que se proyecta en el escenario base. La habitual mayor persistencia de este componente de la inflación hará que su convergencia hacia 3% sea más lenta que la del IPC, la que se dará en la segunda mitad del 2013 (gráficos V.1 y V.2) (tabla V.3).

Como supuestos de trabajo, estas proyecciones consideran que el TCR, que actualmente se sitúa dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo, permanecerá en niveles similares por los próximos dos años. Se basa además en que la propagación de los shocks de oferta hacia el resto de los precios se dará de acuerdo con sus patrones históricos. También en que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. En cuanto a la política monetaria, se usa como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.3).

## ESCENARIOS DE RIESGO

El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables al momento de realizar estas proyecciones. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, podrían modificar el panorama macroeconómico, con implicancias

**TABLA V.3**

### Inflación

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
Inflación IPC promedio	1,4	3,3	4,0	3,1	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,4	3,5	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	0,5	2,4	3,5	3,2	
Inflación IPCX diciembre	2,5	3,3	3,3	3,1	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,1
Inflación IPCX1 promedio	-0,7	1,3	3,4	3,1	
Inflación IPCX1 diciembre	0,1	2,5	3,5	3,0	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,0

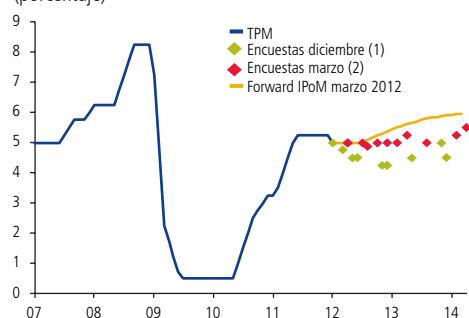
(f) Proyección.

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.3**

### TPM y expectativas (porcentaje)



(1) Corresponde a la EEE de diciembre del 2011 y la EOF de la primera quincena de diciembre del 2011.

(2) Corresponde a la EEE de marzo del 2012 y la EOF de la segunda quincena de marzo del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

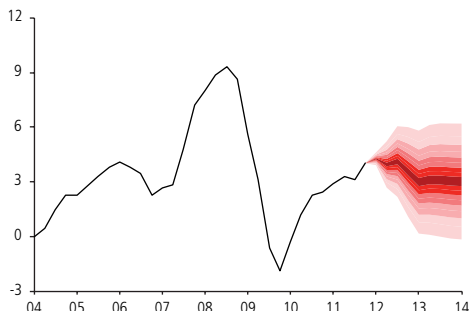
**GRÁFICO V.4**

### Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*) (variación anual, porcentaje)



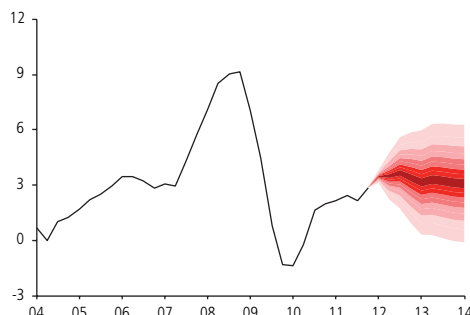
(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.5**
**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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.6**
**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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

sobre la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad y para la inflación está equilibrado (gráficos V.4, V.5 y V.6).

Si bien los riesgos del escenario internacional son similares a los de informes previos, su probabilidad de ocurrencia es menor. Con todo, subsisten problemas estructurales en la Eurozona, por lo que la mayor confianza en los mercados financieros no está consolidada y pueden repetirse e intensificarse episodios de tensión. En el contexto actual, ello podría ampliar la restricción del crédito y complicar el panorama de crecimiento de la región y del resto del mundo. También es posible una desaceleración más intensa de la economía china, que deterioraría el crecimiento mundial y reduciría los precios de las materias primas, en especial del cobre. Tampoco es descartable que otras economías tengan un desempeño mejor al previsto que pueda compensar parte de estos efectos. Han reflatado preocupaciones por la entrada de capitales en las economías emergentes. La prolongación de los fuertes estímulos monetarios en el mundo desarrollado, y en especial en Estados Unidos, puede ampliar los desbalances globales. De todos modos, en esta economía el endeudamiento público es elevado y el alto precio del petróleo dificulta el cierre de su déficit externo. Se agregan las tensiones geopolíticas en torno a Irán, que podrían afectar significativamente el precio del petróleo, con efectos negativos sobre el crecimiento mundial y mayores presiones en la inflación de combustibles.

En Chile, la mantención de un gasto interno dinámico puede modificar el escenario base en dos sentidos. Por un lado, puede intensificar los riesgos inflacionarios que ahora se perciben e incrementar la propagación de shocks de oferta. Tampoco puede descartarse que la velocidad de aumento de la inflación subyacente responda a brechas de capacidad más estrechas que las consideradas en el escenario base. Por otro lado, puede ampliar el déficit en cuenta corriente y amplificar los efectos de shocks externos sobre Chile, en especial si se acompañan con caídas del precio del cobre.

El escenario descrito tiene elementos contrapuestos. El Consejo estima que la TPM actualmente se ubica dentro de rangos neutrales para la expansión de la economía. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM. Desviaciones de esta trayectoria dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias. Si bien los riesgos para la inflación en el corto plazo han aumentado, los riesgos del escenario externo siguen siendo importantes y su concreción puede acarrear efectos significativos en la economía chilena. Por ello, la complejidad del escenario actual requiere un manejo prudente de la política monetaria. El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# ÍNDICE

## TABLAS

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	15
I.2: Inflación mundial	16
II.1: Expectativas para la TPM	18
II.2: Paridades respecto del dólar estadounidense	20
V.1: Supuestos del escenario base internacional	33
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	33
V.3: Inflación	35

## GRÁFICOS

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: Volatilidad de mercados bursátiles	13
I.2: Condiciones de liquidez	13
I.3: Mercados bursátiles	14
I.4: Paridades de monedas	14
I.5: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	15
I.6: Distribución de las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos el 2012	15
I.7: Precios de materias primas	16
I.8: Tasas de Política Monetaria efectiva y esperada	16
II.1: TPM y expectativas	17
II.2: Tasas <i>swap</i>	17
II.3: Tasas TAB nominales a distintos plazos	18
II.4: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	18
II.5: Mercados bursátiles	18
II.6: Colocaciones nominales por tipo de crédito	19
II.7: Tasas de interés de colocación	19
II.8: Agregados monetarios	19
II.9: Tipo de cambio nominal	20
II.10: Tipo de cambio real en el mundo	20
II.11: Tipo de cambio real	20

III.1:	IMACEC	21
III.2:	Indicadores de construcción	21
III.3:	Inventarios	22
III.4:	Importaciones de bienes	22
III.5:	Consumo privado	22
III.6:	Indicadores de consumo privado	23
III.7:	Empleo	23
III.8:	Inversión en obras de ingeniería	23
III.9:	Cambio en el empleo por categorías desde diciembre del 2009	25
III.10:	Cambio en el empleo por sectores desde diciembre del 2009	25
III.11:	Proporción de desempleados que transitan al empleo	26
III.12:	Proporción de empleados que transitan al desempleo	26
III.13:	Salarios nominales	26
III.14:	Correlación cruzada entre IREM e IPC Servicios X (t+i)	26
IV.1:	Indicadores de Inflación	27
IV.2:	Velocidad de la inflación: IPCX1	27
IV.3:	IPC de productos transables (IPCT) y no transables (IPCN)	28
IV.4:	Precio del transporte	28
IV.5:	Diferencial de crecimiento de salarios e indexación habitual por inflación	28
IV.6:	Precios de frutas y verduras frescas	29
IV.7:	Expectativas de inflación: encuestas EEE y EOF	29
IV.8:	Precios de exportación de China (IVUX) y precio de importaciones chinas hacia destino	30
IV.9:	China: Precios de los bienes exportados en dólares	30
IV.10:	Estados Unidos: Precios de las importaciones chinas	30
IV.11:	Precios de las exportaciones en dólares	31
IV.12:	Márgenes de los precios de los bienes exportados	31
IV.13:	Precios de la energía en Chile	32
V.1:	Proyección de inflación IPC	34
V.2:	Incidencias en la inflación anual del IPC	34
V.3:	TPM y expectativas	35
V.4:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	35
V.5:	Proyección de inflación IPC	36
V.6:	Proyección de inflación IPCX	36

# 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, septiembre 2011). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2011-2013 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 3,6% para el período 2011-2013.

**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, septiembre 2011). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 2,0% para el período 2011-2013.

**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, en promedio, para el período 1990 – 2011.

**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 indizados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total.

**IPC sin alimentos y energía:** IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos (alimentos y bebidas en el IPCX1, frutas y verduras frescas, carnes y pescados) permaneciendo 72% 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.

**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 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.

**Spread prime-swap:** Corresponde a la diferencia entre la tasa de captación *prime* y la tasa *swap* promedio cámara. Al igual que sus equivalentes en otros mercados —tales como el *spread Libor-OIS*— se utiliza como referente para el análisis de las condiciones de liquidez de financiamiento de la banca.

**Swap:** Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras. Uno de los contratos de swap más comunes es el de tasa de interés, en el cual se intercambian flujos definidos a una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, por flujos definidos a una tasa variable.

**Swap promedio cámara:** Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras, entre una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, y una tasa variable. La tasa variable corresponde al promedio de la tasa de interés de cámara interbancaria, la que a su vez se deriva del índice cámara promedio.

**Tasa de captación prime:** Tasa de interés que las instituciones financieras ofrecen a sus mejores clientes para captar depósitos de corto y mediano plazo.



**Tasa TAB nominal:** Tasa Activa Bancaria. Es la tasa de interés promedio ponderada de captación para operaciones reajustables a 90, 180 y 360 días. Para su cálculo se considera la tasa máxima de captación a la que se le restan los costos del encaje bancario.

**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, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, 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

**IPCN:** Índice de precios al consumidor de no transables

**IPCT:** Índice de precios al consumidor de transables

**IVUM:** Índice de valor unitario de importaciones

**TPM:** Tasa de política monetaria

**TCO:** Tipo de cambio observado



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2012. Presentación Cuentas Nacionales 2003-2011 (Referencia 2008) [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)
- Barclays Capital. 2012. *Global Economics Weekly*. Marzo.
- Consensus Forecasts. 2012. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Contreras, G., F. Pinto y C. Sáez. 2012. "Inflación exportada desde Asia". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Marzo.
- Deutsche Bank. 2012a. *Asia Economics Monthly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2012b. *Dollar Bloc Weekly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2012c. *Emerging Markets Monthly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2012d. *Focus Europe*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2012e. *Global Economic Perspectives*. Marzo.
- Fondo Monetario Internacional. 2011a. *World Economic Outlook*. Septiembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2011b. *World Economic Outlook*. Update Enero.
- Food and Agriculture Organization. 2012. *FAO Food Price Index*. Febrero.
- García M. y A. Naudon. 2012. "Dinámica laboral en Chile". Documentos de Trabajo. Banco Central de Chile. Enero.
- International Energy Agency. 2012. *Energy Prices and Taxes*, Vol. 2011/4, OECD Publishing.
- JP Morgan Chase. 2012. *Global Data Watch*. Marzo.
- Justel S. y S. Salas. 2012 "Salarios e inflación". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Marzo.

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

MARZO 2012

ISSN: 0716-2219

Edición de 1.700 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 2012