

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2013



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2013



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	27
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	31
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	39
RECUADROS	
Impactos financieros de un retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. sobre las economías emergentes	17
Efectos reales de un aumento del precio de la energía	35

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 26 de noviembre de 2013.

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 noviembre de 2013 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 3 de diciembre de 2013.

El Consejo

RESUMEN

Durante el presente año, y de acuerdo con lo esperado, la actividad y el gasto han moderado paulatinamente su dinamismo, lo que se ha extendido a todos los componentes de la demanda interna. El menor crecimiento de la economía ha permitido reducir las presiones acumuladas sobre el uso de los recursos internos y el déficit de la cuenta corriente. La inflación ha seguido en niveles bajos y las expectativas de inflación permanecen en torno a 3% anual a dos años plazo. En lo externo, la decisión de la Reserva Federal de postergar la reducción de su programa de compra de activos alivió las condiciones financieras internacionales, pero los riesgos asociados a este proceso, especialmente para las economías emergentes, siguen latentes. Las economías desarrolladas continúan en un camino de recuperación gradual de su crecimiento, mientras que las perspectivas para las emergentes se han atenuado para el corto y el mediano plazo. Los precios internacionales de las materias primas, incluido el cobre, han bajado, contribuyendo a comprimir las ya reducidas presiones de inflación internacional. Dado que el escenario descrito en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre se ha ido cumpliendo, el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base en sus reuniones de octubre y noviembre, llevándola hasta 4,5%.

En Chile, la expansión de la actividad fue de 4,7% anual en el tercer trimestre. La minería mostró tasas de variación anual elevadas, alentada por la entrada en producción de importantes inversiones realizadas en los últimos años. Con ello, las exportaciones del sector se han incrementado, contribuyendo a la reducción del déficit de la cuenta corriente. Los sectores distintos de recursos naturales siguieron mostrando una tasa de expansión inferior a la del 2012. Ello, junto con la revisión de las tasas de crecimiento de los trimestres previos, confirmó que la economía chilena ha reducido su dinamismo en comparación con el año pasado.

Por el lado del gasto, la desaceleración se amplió a todos sus componentes, incluyendo el consumo privado y acompañado de una importante desacumulación de inventarios. En esta trayectoria, la maduración del ciclo de inversiones mineras, discutido en IPoM previos, ha tenido un rol preponderante. Se suma que este año no se han repetido las importaciones extraordinarias de material de transporte del último cuarto del 2012. El consumo también da cuenta de una desaceleración. Su ajuste, en todo caso, ha sido gradual pues las condiciones del mercado laboral continúan siendo estrechas, los salarios reales mantienen tasas de crecimiento elevadas y las expectativas de los consumidores siguen en niveles optimistas, aunque por debajo de los valores de la primera mitad del año. Se estima que la desaceleración del consumo privado continuará en los próximos meses de la mano de un menor dinamismo del mercado laboral, visión que se apoya en el Informe de Percepciones de Negocios.



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2012	2013 (f)	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	5,6	4,2	3,75-4,75
Ingreso nacional	6,3	5,2	4,4
Demanda interna	7,1	3,9	4,8
Demanda interna (sin variación de existencias)	7,3	5,1	4,5
Formación bruta de capital fijo	12,3	3,9	4,1
Consumo total	5,8	5,4	4,7
Exportaciones de bienes y servicios	1,0	5,3	3,1
Importaciones de bienes y servicios	4,9	4,4	4,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,5	-3,2	-3,7
Ahorro nacional (% del PIB)	21,4	21,1	20,6
FBCF (% del PIB nominal)	24,1	24,4	24,3
FBCF (% del PIB real)	26,8	26,8	26,7
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.497	-9.000	-10.450
Balanza comercial	3.422	2.500	600
Exportaciones	78.277	78.300	78.400
Importaciones	-74.855	-75.800	-77.800
Servicios	-2.435	-3.000	-2.650
Renta	-12.676	-10.800	-10.650
Transferencias corrientes	2.192	2.300	2.250

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación del IPC ha sido menor a lo esperado, principalmente por la baja de los precios externos de los combustibles, que más que contrarrestó las alzas relacionadas con la estacionalidad de algunos alimentos perecibles y la depreciación del peso. Así, en octubre la inflación del IPC, 1,5% anual, volvió a ubicarse transitoriamente por debajo del rango de tolerancia. En cambio, la medida subyacente IPCSAE no mostró mayores sorpresas y continuó aumentando hasta 1,6% anual en igual mes. Las expectativas de inflación a dos años siguen cercanas a 3%.

En los últimos meses, los movimientos en los mercados financieros internacionales han estado determinados en gran medida por las señales referentes al curso futuro de las políticas monetaria y fiscal en EE.UU. Si bien esto llevó a un mejoramiento temporal de las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes, el escenario base prevé nuevos episodios de volatilidad en la transición hacia condiciones financieras más normales. Por lo pronto, el carácter temporal de los acuerdos alcanzados en materia fiscal en EE.UU. podría llevar a nuevas tensiones a principios del 2014. De todos modos, aunque las condiciones financieras externas siguen siendo menos favorables que a comienzos de año, en comparación con septiembre las tasas de interés de largo plazo se redujeron y las bolsas internacionales aumentaron. Las monedas de varias de las economías emergentes se depreciaron con respecto al dólar. Dentro de estas últimas estuvo el peso chileno, que se transaba por sobre los \$520 por dólar al cierre estadístico del IPoM. El tipo de cambio real (TCR) se ubica en niveles similares a sus promedios de los últimos 15 a 20 años, y se estima que está dentro de los rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

En términos del panorama de crecimiento mundial, las economías desarrolladas siguen en un proceso gradual de recuperación. En el tercer trimestre, EE.UU. tuvo una expansión por sobre la esperada por el consenso del mercado y, si bien la acumulación de inventarios jugó un rol relevante, el desempeño más positivo del mercado laboral y de viviendas, las expectativas empresariales y de consumidores, el comportamiento de la bolsa y otros precios de activos y, en particular, la menor intensidad del ajuste fiscal, apuntan a que el crecimiento del próximo año superará al del 2013. La recuperación de la economía nipona sigue su curso, pero las alzas de impuestos anunciadas para el 2014 moderarán su crecimiento económico. La Eurozona tuvo un crecimiento positivo por segundo trimestre consecutivo, aunque algo inferior a lo esperado por el consenso. Destacaron el menor crecimiento de Alemania y la contracción de la economía francesa, y, en una nota positiva, algunas economías de la periferia crecieron nuevamente.

Las economías emergentes han seguido desacelerándose y las proyecciones de consenso han continuado revisándose a la baja. En China, luego de una corrección importante en sus proyecciones de crecimiento en la primera mitad del año, los datos más recientes muestran una estabilización de su crecimiento en torno a 7,5%. Esta, sin embargo, es bastante menor que en años previos. El escenario base contempla que la tasa de expansión de China disminuirá hasta 7,2% anual en el 2015, lo que refleja la necesidad de avanzar en la recomposición de las fuentes de ese crecimiento y resolver algunas vulnerabilidades de su sistema financiero. En el resto de las emergentes, sigue moderándose la actividad, lo que en algunos casos ha llevado a reducciones de sus tasas referenciales. Otras, en cambio, han restringido su política monetaria ante mayores presiones inflacionarias o devaluatorias, relacionadas con vulnerabilidades fiscales, monetarias o externas. Con todo, el crecimiento más bajo esperado para China, los menores precios de

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2012	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	-4,1	-3,9	0,2	-1,5
PIB socios comerciales (*)	3,4	3,4	3,6	3,8
PIB mundial PPC (*)	3,1	3,0	3,5	3,7
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,5	2,3	2,9	3,2
Precios externos (en US\$)	-0,2	0,2	-0,4	0,0
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	361	332	310	290
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	94	98	93	88
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	112	109	106	100
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	824	783	712	679
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	0,4	0,3	0,3	0,7

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

las materias primas, la menor expansividad de las condiciones financieras externas y los ajustes contractivos en algunas emergentes de gran tamaño, apoyan la idea de que las economías emergentes tendrán crecimientos más acotados que en los últimos tres años.

El escenario base de este IPoM anticipa que, después de expandirse 3,4% el 2013, los socios comerciales de Chile crecerán 3,6 y 3,8% el 2014 y el 2015, respectivamente, algo por debajo de lo que se consideró en septiembre. En este contexto, tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas los registros de inflación han sido menores que lo previsto. Además, los precios de las materias primas han disminuido. Las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente amainaron, lo mismo que algunas dificultades de refinación en EE.UU., lo que redundó en registros efectivos y proyecciones de precios de los combustibles inferiores a los de septiembre. El precio del cobre, aunque se mantuvo relativamente estable en los últimos meses, tuvo un descenso en las últimas semanas, con lo que las proyecciones para el metal son similares a las del IPoM previo. Así, el escenario base prevé términos de intercambio parecidos a los entonces contemplados.

En el escenario base, se estima que la economía chilena se expandirá 4,2% en el 2013, y luego alcanzará un crecimiento entre 3,75 y 4,75% el 2014, levemente inferior a lo proyectado en septiembre. En el 2014, la formación bruta de capital fijo crecerá a una tasa anual similar a la de este año. Para el consumo, en el 2014 el escenario base supone un crecimiento algo menor al del 2013. En este resultado se combinan, por un lado, una moderación del crecimiento del ingreso privado —relacionado con una menor estrechez en el mercado laboral—, la convergencia de la inflación hacia 3% y la depreciación cambiaria que afectará al consumo de bienes durables. Por otro, el que las expectativas de los consumidores aún se mantienen en el rango optimista. Este escenario contempla un impulso externo similar al de septiembre. Además, se considera que una parte de la desacumulación de inventarios de los últimos trimestres es indeseada y, por tanto, se recuperará en lo venidero. Dando cuenta del menor dinamismo de las importaciones y el mayor de las exportaciones, este panorama prevé también un déficit de cuenta corriente inferior al considerado en septiembre: 3,2% del PIB el 2013 y 3,7% el 2014. La estimación para su medición a precios de tendencia también se reduce, con lo que se atenúa el riesgo asociado a la evolución de la cuenta corriente que se había identificado en los últimos IPoM.

En el escenario base, la inflación del IPC convergerá a 3% hacia fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el último trimestre del 2015. Así la llegada a la meta será más lenta que lo previsto en septiembre. El IPCSAE seguirá aproximándose al 3% de modo paulatino, sin mayores cambios respecto de lo previsto en septiembre. Ello supone que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También incorpora como supuesto metodológico que el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que muestra la última Encuesta de Expectativas Económicas.

El escenario base refleja los eventos que tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que tanto el balance de riesgos para la actividad como para la inflación están equilibrados.

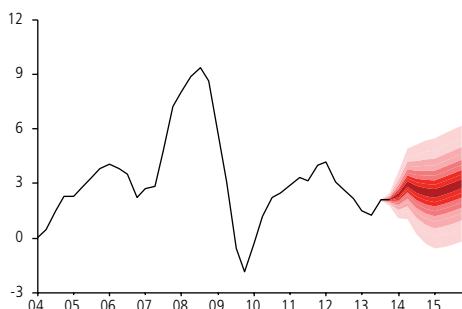
INFLACIÓN

	2012	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	3,0	1,7	2,6	
Inflación IPC diciembre	1,5	2,6	2,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,2	1,2	2,6	
Inflación IPCSAE diciembre	1,5	1,9	2,9	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

(f) Proyección.

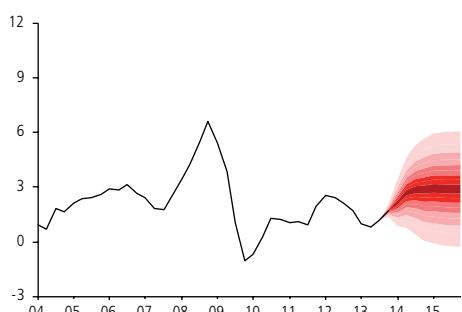
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

**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 utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que muestra la última Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)
(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 subyacente futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que muestra la última Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el plano externo, un primer riesgo se relaciona con la evolución del crecimiento de las economías emergentes, y en particular de China. Persisten las preocupaciones en torno a la fragilidad de su sistema financiero, que junto con las dudas por la evolución de los precios inmobiliarios, podrían limitar sus posibilidades de crecimiento a futuro. Como se ha señalado antes, la evolución de China preocupa por su relevancia en el PIB mundial y su incidencia en la determinación de los precios de las materias primas, incluido el cobre.

La volatilidad de los mercados financieros en los últimos meses refleja que el proceso de retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. no estará exento de tensiones, especialmente por la dificultad para calibrar las acciones de política de un proceso inédito. En este sentido, un riesgo importante tiene relación con sus efectos en algunas de las grandes economías emergentes que han acumulado desequilibrios macroeconómicos y son más dependientes del financiamiento externo. El riesgo asociado a la compleja interacción entre el magro crecimiento, la delicada situación fiscal y los problemas del sistema financiero europeo sigue presente.

En el plano local, los datos efectivos de inflación de los últimos trimestres han estado por debajo de lo anticipado y la fecha en que esta alcanzará la meta se ha ido postergando. Si bien las bajas recientes de la TPM contribuirán a su convergencia al 3%, la confirmación de una desaceleración más generalizada de todos los componentes de la demanda, junto con una baja más prolongada de la inflación en el resto del mundo y una eventual caída más marcada del precio internacional de los combustibles podría postergar aún más su llegada al 3%. No obstante, la depreciación del peso y la estrechez que aún muestra el mercado laboral podrían operar en la dirección opuesta.

Las proyecciones indican que en el corto plazo la economía chilena seguirá expandiéndose algo por debajo de su tendencia por algunos trimestres más. Sin embargo, la situación del mercado laboral y una recuperación más rápida de las existencias, entre otros factores, podrían llevar a un repunte más veloz de la actividad hacia tasas de crecimiento más cercanas a su tendencia.

El escenario macroeconómico ha evolucionado de acuerdo con las tendencias descritas en los últimos IPoM. Las perspectivas internacionales son de un crecimiento más balanceado entre economías desarrolladas y emergentes, condiciones financieras más normales y menores términos de intercambio. Internamente, la actividad y la demanda se desaceleran gradualmente y la inflación sigue baja. En sus reuniones recientes, el Consejo estimó adecuado reducir la TPM con el objeto de acomodar el nivel de estímulo monetario al menor dinamismo de la economía chilena y asegurar la convergencia de la inflación a la meta. La depreciación reciente del peso, que ha llevado al TCR hasta niveles similares a su promedio histórico, es parte del proceso de recomposición en las fuentes de crecimiento que debe acompañar al cambio en el entorno externo. En el escenario base no se anticipa que sean necesarios cambios significativos en la TPM, pero si lo fueran, la política monetaria tiene espacio y está disponible para realizar ajustes adicionales. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y 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: IPoM DE SEPTIEMBRE 2013

Desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, la actividad y la demanda interna habían proseguido con el proceso de normalización gradual iniciado este año, manteniendo tasas de expansión inferiores a las del 2012. La inflación había evolucionado en línea con lo anticipado y había vuelto a ubicarse dentro del rango de tolerancia, mientras las expectativas a dos años plazo seguían en torno a 3%. En el ámbito externo, se había consolidado la recuperación gradual de las economías desarrolladas junto a perspectivas de una desaceleración más pronunciada de las emergentes, especialmente de China. Además, los mercados anticipaban el pronto inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos. Este cambio del escenario externo había afectado la dirección de los flujos de capital y había generado algunas turbulencias en los mercados emergentes. El precio del cobre, aunque había dejado de caer, seguía en un nivel inferior al promedio del primer semestre del año. Todo ello redundaba en un impulso externo menor que el contemplado en junio. En este contexto, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%, pero había señalado que la consolidación de estas tendencias podría requerir de ajustes en esta variable.

En Chile, el PIB se había expandido 4,1% en el segundo trimestre, confirmando la desaceleración de la actividad. El sector de recursos naturales redujo su tasa de crecimiento anual, asociada principalmente a una menor producción minera al principio del trimestre, pero también a la importante caída de la pesca. Los sectores distintos de recursos naturales mantuvieron un desempeño inferior a su tendencia en el segundo cuarto. El crecimiento estuvo impulsado esencialmente por comercio y construcción, mientras las demás ramas ligadas a la inversión se desaceleraron. Con ello, el uso de la capacidad instalada había disminuido.

La demanda interna había continuado con su desaceleración en el segundo trimestre. Sin embargo, la demanda final, que excluye las existencias, había mantenido una tasa de crecimiento anual similar a la del primer cuarto. La formación bruta de capital fijo registraba una expansión anual por debajo de las cifras de la segunda mitad del 2012. Por otro lado, el consumo privado había mostrado un mayor dinamismo, especialmente en su componente habitual, y el durable permanecía en niveles

elevados. Las condiciones del mercado laboral no habían continuado estrechándose, pero seguían siendo el principal impulsor de este componente. Los salarios nominales y reales habían moderado su variación anual, mientras la tasa de desempleo seguía cercana a sus mínimos históricos. El último trimestre había dado cuenta de una importante desacumulación de inventarios, la que correspondía a la reversión del fenómeno opuesto que se dio en el primer trimestre del año, debido a los efectos del paro portuario, entre otros factores.

La inflación del IPC había vuelto a ubicarse dentro del rango de tolerancia, a medida que los factores transitorios que la habían afectado se habían ido diluyendo. En particular, el precio de la electricidad y la gasolina habían aumentado, considerando el término de las reliquidaciones de tarifas en el caso del primero y la evolución del precio internacional y, en menor medida, la depreciación cambiaria en el segundo. Con todo, la medida subyacente había permanecido cerca de 1% anual, reflejando la incidencia negativa que seguía teniendo su componente de bienes.

Si bien el Consejo había mantenido la TPM, se habían producido cambios en las tasas de interés internas y el tipo de cambio real que facilitaban el ajuste de la economía ante un escenario de menor impulso externo y de moderación de las presiones sobre los recursos internos. Las tasas de mercado se habían reducido en lo que iba del año. El tipo de cambio real (TCR) se había depreciado a valores cercanos a sus promedios de los últimos 15-20 años y se estimaba que estaba dentro de los rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

Los riesgos, en el plano externo, se relacionaban con China, entre otras razones por la fragilidad de su sistema financiero. Un escenario de dificultades en dicho sistema podría redundar en una desaceleración prolongada de esta economía. Además, existía incertidumbre con respecto a la forma en la cual las economías emergentes se acomodarían al retiro del estímulo monetario en los países desarrollados. Persistía el riesgo asociado a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona. Se agregaba la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, las que podrían afectar significativamente el precio del petróleo. En lo interno, no podía descartarse que la demanda final y en particular el consumo privado, se siguieran ajustando a un ritmo más lento que el deseado, aumentando el



riesgo de una inflación más alta y un déficit de cuenta corriente igual o mayor. Este último riesgo se acentuaría frente a un deterioro mayor de los términos de intercambio. Evaluados los escenarios, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad estaba sesgado a la baja y para la inflación estaba equilibrado.

REUNIONES DE SEPTIEMBRE Y OCTUBRE

Para la reunión de septiembre, las noticias tanto internas como externas eran coherentes con las proyecciones publicadas en el último IPoM. En el ámbito internacional, los indicadores confirmaban una recuperación gradual del crecimiento de las economías avanzadas junto a una desaceleración de las emergentes. Un aspecto positivo en estas últimas era la estabilización de algunos de los indicadores para China. Sin embargo, se mantenía la preocupación respecto de la salud de su sistema financiero. Los inversionistas internacionales seguían expectantes ante la próxima reunión de la Reserva Federal.

En Chile, desde el primer trimestre se venía observando una desaceleración del PIB asociada al menor crecimiento de la inversión, mientras que el consumo privado había mostrado un mayor dinamismo. Las proyecciones presentadas en el último IPoM anticipaban que la actividad mantendría la tendencia observada en la primera mitad del año, en tanto la desaceleración de la demanda final debería profundizarse en los próximos trimestres de la mano de un menor dinamismo del consumo privado. Hasta ese momento, la desaceleración de este último había sido menor, reflejando que tampoco se habían dado ajustes significativos en la evolución de los ingresos laborales o en la disponibilidad de crédito para los consumidores.

Lo anterior llevó nuevamente a la Gerencia de División Estudios a proponer como opciones relevantes mantener la TPM en 5% o recortarla en 25 puntos base (pb) a 4,75%. Como se había señalado en reuniones anteriores, la opción de recortar la TPM podía justificarse ante la constatación de un menor impulso externo, la maduración del ciclo de inversiones en la minería y las perspectivas de un menor dinamismo del mercado laboral y el consumo privado, todo lo cual debería reducir las presiones sobre la capacidad instalada, el mercado laboral y, en último término, la inflación. La opción de mantener la TPM podía justificarse en que las condiciones del mercado laboral aún eran estrechas, la desaceleración de la actividad había sido suave y la demanda final aún mostraba un dinamismo relevante, a lo cual se agregaba la mitigación de algunos riesgos externos. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

En octubre, los antecedentes confirmaban la materialización de las tendencias anticipadas en el IPoM de septiembre tanto para la

economía externa como para la interna. En lo externo, destacaban las dificultades que había enfrentado el gobierno de Estados Unidos para lograr un acuerdo con el Congreso en materia fiscal. Además, la postergación del inicio del proceso de retiro de los estímulos monetarios en dicha economía llevó a una leve mejora de las condiciones financieras externas. En cuanto al crecimiento mundial, las economías desarrolladas seguían por una senda de lenta recuperación y se había consolidado la tendencia de mayor desaceleración de las emergentes. En Chile, las cifras de actividad seguían estando en línea con lo anticipado. En cuanto a la demanda, había señales que apuntaban a una desaceleración. Resaltaba la mejora de la balanza comercial, que podía traducirse en menores riesgos asociados al déficit en cuenta corriente. La inflación seguía baja y había señales de un aplazamiento de la convergencia a la meta.

Lo anterior llevó a la Gerencia de División Estudios a presentar nuevamente como opciones relevantes mantener la TPM en 5,0% o recortarla en 25pb a 4,75%. La opción de mantener era coherente con la lenta desaceleración que evidenciaba la demanda final en comparación con las proyecciones del IPoM, las estrechas condiciones que se mantenían en el mercado laboral y el repunte de algunos indicadores del consumo privado. Por su parte, la opción de recortar se justificaba por la progresiva consolidación del escenario proyectado en los IPoM de junio y septiembre. A lo largo de los últimos meses, se había afianzado un escenario de menor impulso externo, desaceleración del crecimiento de la economía chilena y presiones inflacionarias acotadas. Esta opción era adecuada para facilitar el ajuste de la economía y mantener la inflación alineada con la meta. Si bien en la coyuntura se observaban algunos elementos divergentes que debían seguir bajo vigilancia, también se debía tomar en cuenta que la política monetaria influía sobre la economía con rezagos, por lo que era ineludible actuar sobre la base de información incompleta sopesando los costos de equivocarse en una u otra dirección. Así, el Consejo decidió recortar la TPM en 25pb a 4,75%.

En noviembre, el Consejo acordó recortar la TPM en 25pb a 4,5%. Mayores antecedentes de esta decisión se encuentran en la minuta de la Reunión de Política Monetaria (RPM) de noviembre, publicada con posterioridad al cierre estadístico de este IPoM.

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.

CRECIMIENTO MUNDIAL

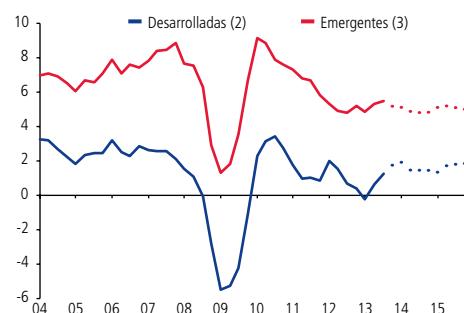
En el escenario internacional se ha ido asentando un panorama en que el mundo desarrollado tendrá una recuperación lenta pero sostenida y el emergente reducirá sus tasas de expansión respecto de años previos (gráfico I.1). Así, por un lado, se aprecia un mejor desempeño de las economías desarrolladas, lideradas por Estados Unidos. Por otro lado, las economías emergentes han continuado desacelerándose, aunque menos marcadamente que en trimestres previos. En lo más reciente resalta el repunte de los registros de crecimiento de China. Para el 2014 la proyección de crecimiento para los socios comerciales de Chile permanece sin cambios, en 3,6%, y para el 2015 se ajusta dos décimas a la baja a 3,8% (tabla I.1).

Este mejor panorama en el mundo desarrollado se ha plasmado en el mayor optimismo que reflejan las encuestas a los gerentes de compra de empresas de manufacturas y servicios (gráfico I.2), la confianza de los consumidores y el buen desempeño de los mercados bursátiles. En EE.UU., el crecimiento de la actividad se volvió a acelerar en el tercer trimestre (2,8% trimestral anualizado), con una importante contribución del consumo de bienes y de la inversión residencial, aunque el aporte de los inventarios (0,8 puntos porcentuales) pone una nota de cautela. Destacan los buenos resultados obtenidos por las empresas y los bancos en el tercer trimestre, y la relajación de los estándares de crédito para las grandes empresas. La recuperación del mercado laboral sigue su curso, con una saludable creación de empleos y una reducción de la tasa de desempleo en lo que va del año. Sin embargo, los desacuerdos políticos en relación con el presupuesto y el techo de la deuda generaron tensiones y desencadenaron la paralización del gobierno por alrededor de dos semanas, lo que podría mermar el crecimiento del último cuarto. Además, los acuerdos alcanzados son transitorios, por lo que las tensiones se podrían reanudar a principios del 2014.

En la Eurozona también se aprecian signos de mejoría. La región ratificó su salida de la recesión, creciendo por segundo trimestre consecutivo, aunque a menor velocidad. Asimismo, algunas economías periféricas lograron crecer por primera vez luego de varios trimestres de contracción. Se añaden los avances para llevar a cabo reformas estructurales en el sistema bancario. Además, el Banco Central Europeo ha reiterado su compromiso de mantener el impulso monetario por un tiempo prolongado, renovando algunas medidas de liquidez y recortando la tasa de interés. Sin embargo, aún persisten dificultades importantes. Pese a las mejoras de la actividad, el desempleo sigue elevado

GRÁFICO I.1

Crecimiento del PIB por regiones (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Los puntos corresponden a proyecciones a partir del cuarto trimestre del 2013.

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

(3) Incluye a Argentina, Bolivia, Brasil, China, Colombia, Ecuador, México, Perú, Rep. Corea, Taiwán y Venezuela.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2012 (e)	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,2	3,1	3,0	3,5	3,7
Mundial a TC de mercado	2,7	3,2	2,5	2,3	2,9	3,2
Socios comerciales	3,1	3,6	3,4	3,4	3,6	3,8
Estados Unidos	3,2	2,6	2,8	1,7	2,6	2,7
Eurozona	1,6	2,2	-0,6	-0,4	1,0	1,4
Japón	1,5	1,7	1,9	1,8	1,3	1,0
China	10,0	10,5	7,7	7,6	7,4	7,2
India	5,6	7,1	5,1	4,1	5,3	6,3
Resto de Asia	5,6	5,1	3,8	3,8	4,0	4,5
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	2,7	2,6	2,9	3,4
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	2,5	2,1	2,4	2,6

(e) Estimación.

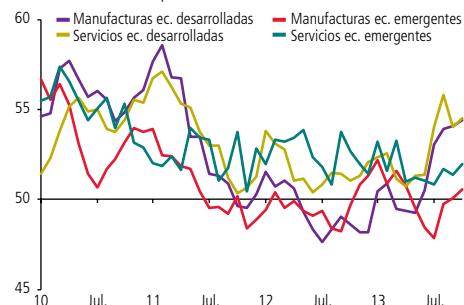
(f) Proyección.

(*) 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.2**

Expectativas de gerentes de compra: PMI (*)
(índice de difusión, pivote=50)

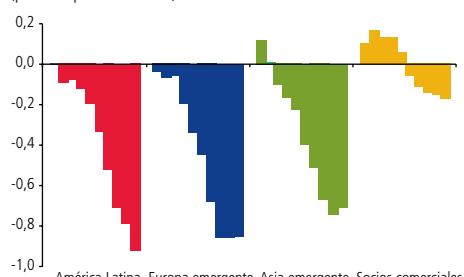


(*) Un valor sobre (abajo) 50 indica expansión (contracción).

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

GRÁFICO I.3

Ajustes acumulados de la proyección de crecimiento 2014 para economías emergentes (1) (2)
(puntos porcentuales)



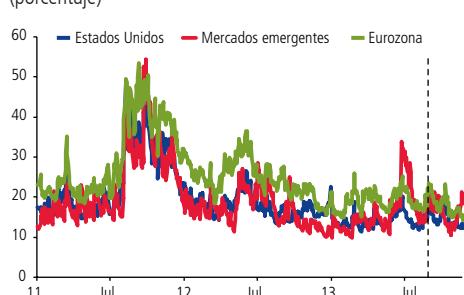
(1) Países ponderados a PPC. Participación de cada economía según WEO (FMI).

(2) Para sus definiciones, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO I.4

Volatilidad de mercados bursátiles (1) (2)
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

(2) Estados Unidos corresponde al VIX y Eurozona al Vstoxx. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

Fuente: Bloomberg.

y las vulnerabilidades de la compleja situación fiscal y financiera continúan presentes. Con todo, el escenario base prevé un crecimiento de 1,0% para la Eurozona en el 2014 (-0,4% el 2013). En el Reino Unido, la actividad aceleró su velocidad de expansión a 3,2% trimestral anualizado en el tercer trimestre. Todos los sectores económicos mostraron avances, destacando la construcción. Igualmente, las expectativas, la producción industrial y la reducción de la tasa de desempleo auguran la prosecución de esta fortaleza. En Japón también se apreciaron buenas cifras: el PIB creció 1,9% trimestral anualizado el tercer trimestre, la tasa de desempleo bajó y la inflación aumentó. No obstante, la consolidación fiscal, que busca reducir la elevada deuda pública, contempla un aumento permanente del impuesto al consumo a partir del 2014, parcialmente compensado con algunas medidas transitorias de impulso fiscal. Por ello, las proyecciones contenidas en este IPoM adelantan un crecimiento de Japón de 1,3% en el 2014, lo que se compara con el 1,8% del 2013.

En el mundo emergente, tras un deterioro de las perspectivas de crecimiento a lo largo del año, en los últimos meses estas se han estabilizado (gráfico I.3). Esto, principalmente por el mejor desempeño de la economía china en el tercer trimestre: 7,8% anual (7,5% el segundo). Datos más coyunturales, como la producción y las expectativas industriales, el comercio exterior y la confianza del consumidor, continúan corroborando que el crecimiento de la actividad ha tendido a estabilizarse. De todas maneras, el escenario base contempla que el crecimiento anual chino disminuirá hasta 7,2% en el 2015, lo que refleja el ánimo de las autoridades chinas de conseguir un crecimiento sostenible en el largo plazo. Esto, tanto para enfrentar los riesgos relacionados con su sistema financiero como para dar una mayor participación al consumo por sobre la inversión. En lo primero, introdujo regulaciones para cautelar el cumplimiento de los límites de crédito establecidos. Además, anuncios recientes señalan la disposición de aumentar el rol del mercado en la asignación de recursos en la economía.

América Latina se sigue desacelerando de manera generalizada, aunque con menor intensidad que en la primera parte del año. Así, aunque el escenario base mantiene las proyecciones para su crecimiento el 2014, las corrige a la baja en una y tres décimas para el 2013 y el 2015, respectivamente. Las mayores correcciones a la baja se dan en Brasil, México y Perú. En México, las ventas minoristas, la producción industrial y la inversión fija se volvieron a contraer, mientras la confianza de los consumidores y las expectativas manufactureras se mantienen en terreno negativo. Los datos del tercer trimestre, en todo caso, fueron algo mejores. En Perú, las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo también se han reducido, ubicándose en torno a 5,5%. En ambas economías la desaceleración motivó un ajuste a la baja de sus tasas de política monetaria.

Los cambios en el escenario internacional, y en especial las condiciones financieras menos favorables, han puesto la atención sobre algunas economías emergentes de gran tamaño. Entre ellos resaltan Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica, que han sido los países cuyas proyecciones de crecimiento han sufrido los mayores recortes para el 2014, al mismo tiempo que sus precios financieros también han tenido los mayores ajustes desde mayo. Los países mencionados se caracterizan por presentar algunos indicadores de vulnerabilidad, tales como un importante déficit de cuenta corriente, alta inflación, alto déficit fiscal y otros que pueden dificultar su capacidad de respuesta ante un escenario externo más débil que en años anteriores (Recuadro I.1).

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Los movimientos en los mercados financieros se han vinculado en gran parte a las señales sobre el futuro de las políticas monetaria y fiscal en EE.UU. Así, luego de las importantes fluctuaciones tras el anuncio de la Fed en mayo, las últimas semanas han dado cuenta de un mejoramiento temporal de las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes, en línea con nuevos anuncios de la Fed y acuerdos parciales en materia fiscal en EE.UU. En todo caso, como ya se mencionó, el escenario base considera que, junto con un mayor crecimiento del mundo desarrollado, las excepcionalmente favorables condiciones financieras en los mercados externos también deben ir normalizándose.

Así, la volatilidad de los mercados disminuyó respecto de lo observado hasta septiembre (gráfico I.4). En las economías desarrolladas, las tasas de interés de los bonos de gobierno de largo plazo se redujeron (gráfico I.5), mientras que en las emergentes aumentaron en el margen. Esto último contrasta con lo acontecido en Chile, donde las tasas cayeron. Por su parte, considerando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, las bolsas subieron en ambas regiones. Con todo, en el margen el desempeño del mundo desarrollado y emergente ha sido dispar (gráfico I.6). En cuanto a los flujos de capital, posterior a la reunión de la Fed en septiembre se observó un incipiente retorno hacia las economías emergentes, ligados fundamentalmente a activos de renta variable los que se revirtieron en lo más reciente. Los de renta fija siguieron retrocediendo (gráfico I.7). En línea, las monedas del mundo emergente nuevamente comenzaron a depreciarse hacia el cierre estadístico de este IPoM. A su vez, los premios por riesgo soberano y bancario bajaron (gráfico I.8)

MATERIAS PRIMAS

Desde el cierre del IPoM anterior, los precios de las materias primas han descendido, aunque con distinta intensidad. Entre los más destacados está el de los combustibles, y en menor medida el de los alimentos y los metales (gráfico I.9). Varios acontecimientos mediaron, entre los que resalta la moderación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, mejores condiciones de oferta y menor demanda desde las economías emergentes.

El precio del petróleo cayó desde septiembre: 11,8% el WTI y 1,9% el Brent. Ello, principalmente debido a que aumentó la producción en EE.UU. y se atenuaron las tensiones geopolíticas en Medio Oriente^{1/}. En línea con el petróleo WTI y la mayor oferta que provocó la ampliación de la capacidad de refinación, el precio de la gasolina en el Golfo de México disminuyó 11,9% en el mismo lapso. Sobre la base de los precios implícitos en los contratos futuros de los últimos diez días hábiles anteriores al cierre de este IPoM, se sigue proyectando una trayectoria descendente de los precios de los combustibles, aunque en un nivel inferior al proyectado anteriormente para el WTI y sin cambios para el Brent.

El precio del cobre retrocedió 3,9% entre el cierre estadístico del IPoM anterior y este, transándose en torno a US\$3,20 la libra hacia fines de noviembre. El repunte del crecimiento de China, con alta participación de la inversión,

GRÁFICO I.5

Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años plazo (*) (porcentaje)

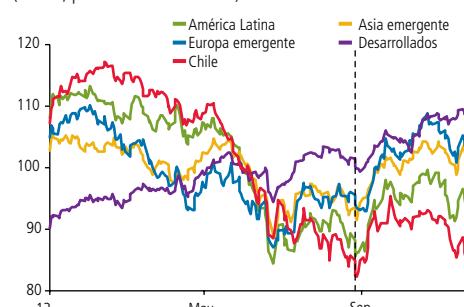


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6

Indicadores bursátiles (1) (2)
(índice, promedio 2013=100)



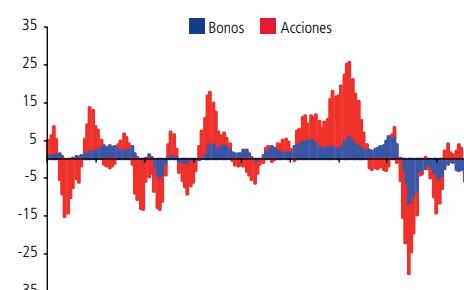
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

(2) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International denominado en dólares. Para Chile, corresponde al IPSA medido en dólares.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7

Flujos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)

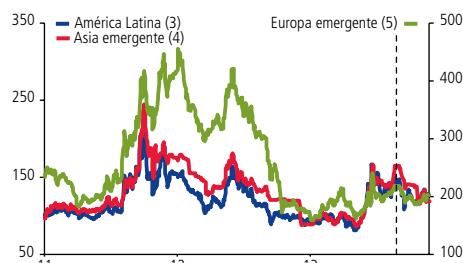


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

^{1/} La caída de la producción de la OPEP fue compensada por aumentos en Estados Unidos, que reflejan el impacto de las inversiones en extracción de gas de esquíto.

**GRÁFICO I.8**

Premios por riesgo de economías emergentes (1) (2)
(puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

(2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región.

(3) Incluye a Chile, Brasil, Perú, México Panamá y Colombia.

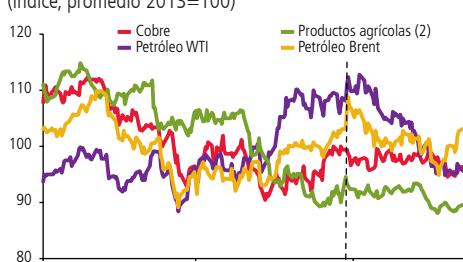
(4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia.

(5) Incluye a Rep. Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.9

Precios de materias primas (1)
(índice, promedio 2013=100)



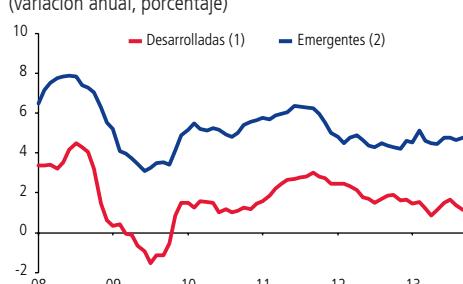
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.10

Inflación por regiones
(variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde a EE.UU., Japón y Eurozona. Países ponderados a PPC.

(2) Corresponde a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Hungría, Polonia, Rep. Checa, India, Indonesia, Malasia, China, Rep. Corea, Rusia, Tailandia, Taiwán y Turquía. Países ponderados a PPC.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

apuntaló la demanda, aunque la mayor producción interna en ese país hizo caer sus importaciones del metal. Pese a que los inventarios en bolsa continúan reduciéndose, ello corresponde en lo principal a mejoras logísticas en el almacenaje y por tanto no necesariamente anticipa un mayor precio futuro. El escenario base de este IPoM proyecta precios del cobre de US\$3,32 y US\$3,10 la libra para el 2013 y el 2014, respectivamente. Si bien los precios efectivos bajaron, son mejores que los proyectados, lo que justifica la leve corrección al alza.

Los precios de los productos agrícolas, medidos por el índice de Goldman Sachs, cayeron 3%. Esto, principalmente por los granos y cereales debido a que los mejores resultados de las cosechas ampliaron la oferta.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

La inflación a nivel global ha permanecido contenida durante largo tiempo, en parte por las amplias holguras de capacidad en el mundo desarrollado. En los últimos meses ha bajado algo más, principalmente por el descenso del precio de las materias primas (gráfico I.10). En las emergentes, con registros más elevados, la desaceleración del crecimiento también resta presiones a la inflación. Con todo, pese a los menores registros recientes, las perspectivas de inflación no sufren cambios significativos respecto de los meses precedentes, lo que no descarta que podrían ajustarse a futuro.

De este modo, se mantienen las perspectivas respecto de que la política monetaria convencional —los bajos niveles de las tasas de interés de política monetaria— se mantendrán por un período prolongado. De hecho, las encuestas apuntan que hacia el 2015 podría darse algún cambio en las tasas de los fondos federales en EE.UU. En la Eurozona, la inflación anual cayó marcadamente (0,7%), lo que gatilló un recorte de la tasa de política monetaria a 0,25%, el nivel más bajo desde la conformación del bloque. La mayoría de los bancos centrales de las economías desarrolladas siguen comunicando que mantendrán las tasas de política en niveles mínimos por un tiempo prolongado.

Lo anterior se diferencia de lo que ocurre con las políticas no convencionales, en particular con el retiro gradual del programa de compras de activos de la Fed. Si bien en mayo se dieron señales de un retiro anticipado, en septiembre ello se retrotrajo, influido por algunas señales de debilidad en el mercado laboral y la expectativa de tensiones en materia fiscal. Los datos posteriores indican que el mercado laboral mantiene su dinamismo, lo que ha llevado a los analistas a anticipar que las compras de activos comenzarán a reducirse a partir de marzo próximo, pero no se descarta que pudiera comenzar antes.

La conducción de la política monetaria de las economías emergentes ha sido mixta en los últimos meses. En la mayoría prevalece la mantención de las tasas de política. Sin embargo, algunas redujeron su tasa de interés en coherencia con economías que se han desacelerado y condiciones externas que se prevén menos favorables que en los años anteriores. Otras, han subido sus tasas de referencia debido a que acumularon desequilibrios internos y externos que se están traduciendo en registros de inflación persistentemente altos y presiones a la devaluación de sus monedas. Tal es el caso de Brasil, India e Indonesia.

RECUADRO I.1

IMPACTOS FINANCIEROS DE UN RETIRO DE LOS ESTÍMULOS MONETARIOS EN EE. UU. SOBRE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

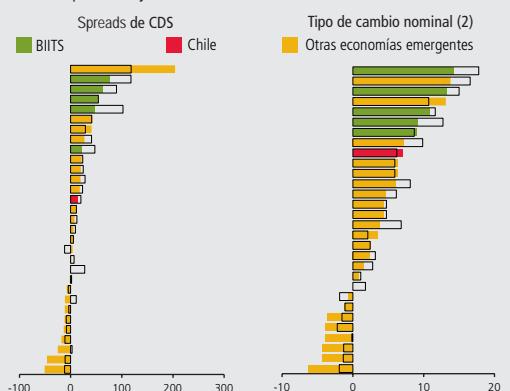
En los últimos años, las economías emergentes se beneficiaron de condiciones de financiamiento externo muy favorables. Estas se derivaron, en lo principal, de los importantes estímulos monetarios convencionales y no convencionales implementados en las desarrolladas, lo que llevó a que las tasas de interés en dichas economías se ubicaran en niveles históricamente bajos y la liquidez global tuviera un aumento significativo. Este ambiente fomentó, entre otras cosas, la búsqueda de mayores retornos por parte de los inversionistas, con lo que se observaron importantes flujos de capitales hacia las economías emergentes. Sin embargo, a partir de mayo del 2013, las autoridades monetarias en EE.UU. dieron algunas señales de que podrían estar próximos a comenzar a retirar dichos estímulos, a lo que se sumaron señales de desaceleración de la economía china. Los mercados financieros reaccionaron con alzas de las tasas de interés de largo plazo, salidas de capitales de las economías emergentes y una apreciación del dólar, abriéndose una discusión respecto de las consecuencias sobre los países emergentes de un deterioro en las condiciones de financiamiento externo.

Si bien el proceso de retiro de los estímulos en las economías desarrolladas —y en particular en EE.UU.— no estará exento de volatilidad en los mercados financieros, la menor expansividad de las políticas monetarias en el mundo desarrollado es un evento positivo. Ello, pues solo se producirá cuando se hayan asentado mejores tasas de crecimiento en sus economías, lo que los favorece tanto a ellos mismos como a las emergentes, por la mayor demanda externa y precios de materias primas que implicará.

Con todo, la forma en que las economías emergentes enfrenten este cambio de las condiciones no es igual para todas y algunas de ellas podrían enfrentar mayores dificultades para adaptarse. De hecho, en los meses inmediatamente posteriores a las primeras señales de retiro de los estímulos en EE.UU. algunas de las grandes economías emergentes suscitaron especial atención (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica; conocidas como BIITS), pues fueron las que más se vieron afectadas por la volatilidad generada (gráficos I.11 y I.12). Estas economías, además, han sido las que desde ese entonces han tenido los mayores ajustes a la baja de sus proyecciones de crecimiento (gráfico I.13).

GRÁFICO I.11

Movimientos de spreads y tipo de cambio desde mayo 2013 (1) (puntos base; porcentaje)



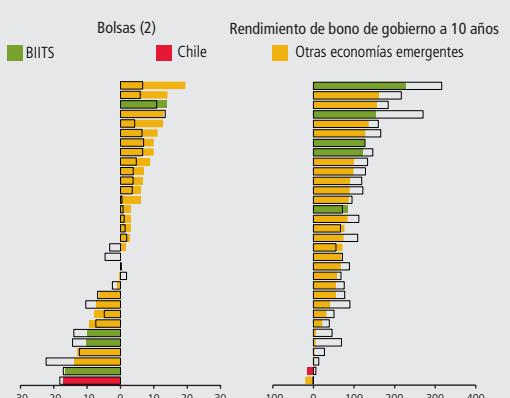
(1) Barra sólida: variación entre el 1/05/2013 y el 25/10/2013. Barra transparente: variación entre el 01/05/2013 y el 17/09/2013.

(2) Aumento indica depreciación de la moneda local respecto del dólar.

Fuente: Pistelli y Sáez (2013).

GRÁFICO I.12

Movimientos de bolsas y tasas de interés locales desde mayo 2013 (1) (puntos base; porcentaje)



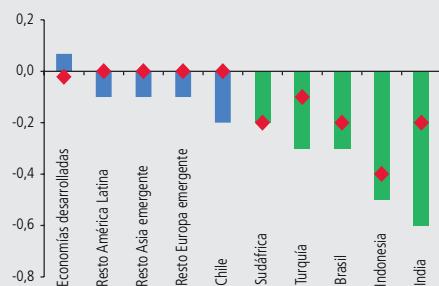
(1) Barra sólida: variación entre el 1/05/2013 y el 25/10/2013. Barra transparente: variación entre el 01/05/2013 y el 17/09/2013.

(2) Corresponde a la variación del índice MSCI en moneda local deflactado por el IPC.

Fuente: Pistelli y Sáez (2013).

**GRÁFICO I.13**

Revisões de las proyecciones de crecimiento de Consensus Forecasts para el PIB del 2014 (*)
(puntos porcentuales)



(*) Barras representan la variación entre el informe de Consensus Forecasts de agosto y octubre, mientras los rombos representan la variación entre septiembre y octubre.

Fuente: Consensus Forecasts.

Las distintas reacciones entre las economías emergentes pueden explicarse por varios factores, entre los que destacan la acumulación de algunos desequilibrios macroeconómicos y la mayor dependencia de fuentes de financiamiento externo. De hecho, en el caso de los BIITS la menor fortaleza institucional en comparación con otros países, acompañada de alta inflación y elevados déficits de cuenta corriente son factores que ayudan a explicar estas reacciones de los mercados financieros y sus perspectivas económicas. Si bien las economías con estas características tienden a ser las que en períodos de abundancia

de capitales crecen más y se aprecian más, ante eventos que limiten la disponibilidad de financiamiento externo se depreciarán más. Por el contrario, economías que han construido una mayor solidez macroeconómica e institucional y que cuentan con un grado de integración internacional superior han podido adecuarse de mejor manera al cambio de las condiciones externas^{1/}.

Chile se encuentra entre las economías que han logrado construir fundamentos sólidos para enfrentar de mejor manera los cambios que se avecinan. Los desarrollos de los últimos meses también han ayudado a reducir el déficit de la cuenta corriente, elemento de riesgo para la economía chilena que se había destacado en los últimos IPoM. La posición interna y externa del país es sólida, el sistema financiero mantiene riesgos acotados y la política monetaria está en una posición que, de ser necesario, le permitiría sin mayor problema entrar en una fase distinta a la actual. Con todo, la economía chilena no está aislada de lo que ocurra en el resto del mundo, y sin duda que los sucesos que se den a nivel global tendrán impactos locales. Sin embargo, también tiene las herramientas de política para mitigar sus impactos.

^{1/} Véase Pistelli y Sáez (2013) y Contreras y Pinto (2013).

II. MERCADOS FINANCIEROS

Este capítulo revisa la evolución de los principales mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses, la actividad y la demanda han seguido moderando su ritmo de expansión, mientras que la inflación se mantiene baja y las expectativas a dos años plazo siguen en torno a 3%. En el escenario internacional se ha consolidado un impulso externo menor que el considerado a principios de año, con un crecimiento mundial más bajo, términos de intercambio inferiores y condiciones financieras que irán normalizándose. Así, considerando la materialización de las tendencias anticipadas, entre octubre y noviembre el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base (pb) a 4,5%. También indicó que cambios futuros de esta dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Luego de la reducción de la TPM en la reunión de octubre, las expectativas para su trayectoria se ajustaron a la baja (gráfico II.1). Resalta la menor dispersión entre las distintas medidas de expectativas acerca de cuál será el nivel mínimo al que llegará la TPM y también en cuál se ubicará hacia fines del horizonte de proyección (gráfico II.2 y tabla II.1). Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,0 y 4,3% (4,5 y 4,9% en el IPoM anterior) y a dos años plazo entre 4,3 y 4,8% (4,5 y 5,3% en el IPoM anterior).

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A diciembre 2013		A un año		A dos años	
	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre
EEE (1)	4,50	4,50	4,50	4,25	4,75	4,50
EOF (2)	4,75	4,50	4,50	4,00	4,50	4,25
Curva forward (3)	4,63	4,37	4,88	4,29	5,27	4,80
Contratos swaps (4)	4,66	4,51	4,50	3,99	4,83	4,29

(1) Corresponde a la encuesta de agosto y noviembre 2013.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de agosto y de noviembre 2013.

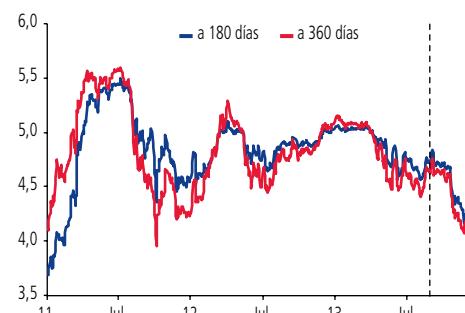
(3) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta un año y luego las tasas de interés de los BCP.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.1

Tasas swap (*)
(porcentaje)

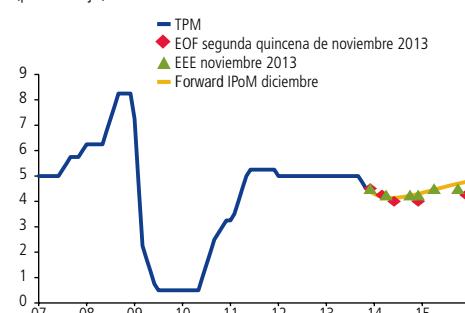


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2

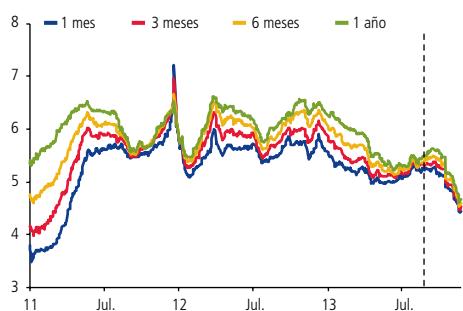
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.3
Tasas de captación prime (1) (2)
(porcentaje)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de renta fija —especialmente las nominales— y del mercado monetario disminuyeron tras la reducción de la TPM y el ajuste a la baja en sus expectativas. En particular, en el mercado monetario las tasas prime cayeron alrededor de 70pb (gráfico II.3). Así, se ubican en torno a 4,4% a 30 días y a 4,7% a un año. Algo similar sucedió con las tasas en pesos de los depósitos transados en bolsa. Las tasas TAB nominales, que reflejan el costo de fondos de los bancos, han seguido una trayectoria descendente desde octubre.

A diferencia de lo ocurrido en los mercados externos, en el mercado de renta fija local, las tasas nominales de los documentos del Banco Central y de la Tesorería disminuyeron, especialmente en el corto plazo. Así, las tasas de los BCP entre 2 y 5 años cayeron en torno a 45 y 50pb, respectivamente, y las de los BCP a 10 años en 30pb. De esta manera, se mantuvo la brecha observada desde mediados de año entre las tasas de corto y largo plazo. Como se mencionó, la evolución de las tasas nominales en Chile sigue contrastando con las de los mercados internacionales, cuyos movimientos han estado influenciados principalmente por los cambios en las expectativas respecto del comienzo del retiro del programa de compra de activos de la Reserva Federal (Fed). Como se señala en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre, en Chile no es inusual encontrar períodos de baja covarianza entre las tasas de interés interna y externa. Sin embargo, el IEF destaca que no se pueden descartar futuros ajustes en las tasas locales (gráfico II.4).

En el caso de las tasas de interés de los documentos reajustables, el impacto de la reducción de las expectativas para la TPM fue menor. En las de corto plazo, especialmente en la de los BCU a un año, primó el comportamiento de la inflación. Así, aunque con vaivenes, los BCU a un año se encuentran 25pb por sobre las del cierre del IPoM anterior, y las de los BCU entre 5 y 10 años entre 5 y 20pb por debajo a las de dicho período.

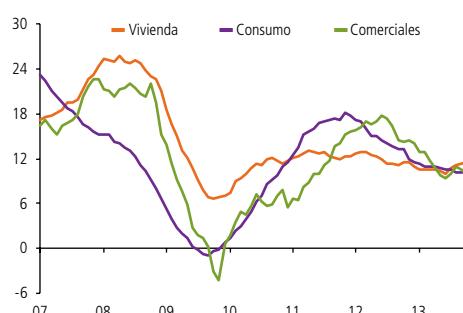
CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes, incluido Chile, siguen siendo menos expansivas que en la primera parte del año o un año atrás, aunque continúan favorables desde una perspectiva histórica. Sin embargo, respecto del IPoM de septiembre han mejorado algo, pero dentro de la volatilidad que han exhibido desde el segundo trimestre del año.

Las condiciones financieras para personas y empresas en el mercado interno son similares a las del IPoM anterior. Por el lado del crédito a personas, la tasa de crecimiento anual de las colocaciones de consumo se mantuvo en torno a 10% y las de la vivienda en torno a 11% (gráfico II.5). Las tasas de interés de estos créditos —en promedio, aunque con vaivenes— se encuentran en niveles similares a los del cierre estadístico del IPoM de septiembre. En cuanto a las condiciones de acceso al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre volvió a mostrar condiciones restrictivas para los créditos de consumo (gráfico II.6). Para los créditos hipotecarios, los bancos estiman que no se produjeron cambios con respecto del trimestre anterior. Por el lado de la demanda, a diferencia del trimestre anterior, la encuesta reporta un fortalecimiento de las solicitudes de créditos tanto de consumo como hipotecarios.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.5
Colocaciones nominales por tipo de crédito
(variación anual, porcentaje)



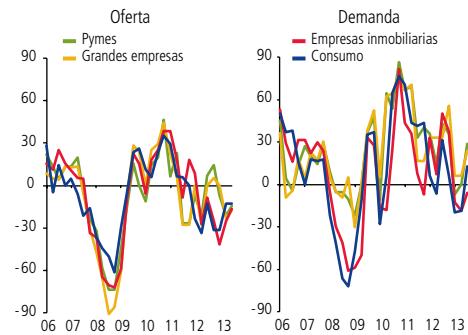
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

En cuanto al crédito a empresas tampoco se aprecian cambios sustanciales en las condiciones crediticias. El crecimiento anual de las colocaciones a octubre, aunque con vaivenes, es similar al del IPoM anterior, en torno a 10%. Las tasas de interés de estos créditos se encuentran, en promedio, 40pb por debajo de las de ese entonces. Ello, principalmente por las de corto plazo. Las condiciones de acceso al crédito, de acuerdo con la ECB, siguieron restringiéndose para las empresas. Para las grandes y las pymes, la banca señala que el deterioro del entorno económico o sus perspectivas y la posición de capital del banco incidieron en este resultado. Esto se reflejó, entre otros, en mayores premios, requerimientos de garantías o imposición de otras condiciones contractuales. Para las constructoras, las condiciones restrictivas se explican por una percepción de la banca de un deterioro del entorno del sector y un aumento del riesgo de crédito de sus clientes. Ello coincide con el deterioro de la rentabilidad de las empresas constructoras. De acuerdo con el IEF del segundo semestre esta compresión de márgenes de las constructoras se ha reflejado en un deterioro de su comportamiento de pago bancario. Con todo, el IEF indica que dicha compresión debiese revertirse en el mediano plazo, conforme se reduzca el crecimiento de los salarios en el sector y se liciten nuevos contratos. Por el lado de la demanda, según la ECB, las solicitudes de créditos de las grandes empresas y pymes se fortalecieron con respecto al trimestre anterior, lo que la banca atribuye a mayores necesidades de capital de trabajo de los clientes.

Como ya se señaló, las tasas de crecimiento anual de las colocaciones de los créditos comerciales se encuentran en niveles similares a los del IPoM anterior. No obstante, el uso de otras fuentes de financiamiento, como las colocaciones de bonos de sociedades no financieras en el mercado tanto interno como externo, aumentó comparado con el IPoM de septiembre (gráfico II.7). Esto último parece responder al aprovechamiento de cierta mejora de las condiciones de financiamiento externo, tras la postergación del retiro monetario no convencional por parte de la Fed y que se tradujo en una combinación de menores tasas externas y menores premios por riesgo soberano y corporativo. Con todo, como ya se ha señalado, las condiciones de financiamiento externo son menos favorables que seis meses o un año atrás. Así, los premios por riesgo soberano y corporativo siguen en niveles superiores a los de dicho período.

En cuanto al mercado bursátil, la mayoría de las bolsas de las economías emergentes han acumulado una rentabilidad negativa en el año, mientras que las de las economías desarrolladas han aumentado. Ello ha coincidido con las salidas netas de capitales, accionarios y de renta fija, de las primeras hacia las segundas (gráfico I.7). Respecto del cierre del IPoM anterior, la situación es algo distinta, observándose aumentos en la mayoría de ellas, aunque de distinta magnitud. Así, aunque con vaivenes, las bolsas de las economías emergentes y desarrolladas, medidas por el índice MSCI en moneda local, en promedio, subieron en torno a 6 y 7% respecto del IPoM anterior, respectivamente (7 y 8% en dólares, respectivamente). La bolsa chilena, medida por el IPSA, aumentó 2% en moneda local y 1% en dólares (gráfico I.6). En tanto, en lo que va del año, el IPSA ha caído 15% en moneda local y 22% en dólares. Si bien esta caída es mayor que el promedio de las emergentes, está dentro del rango de otros países de América Latina, cuyas bolsas han caído entre 5 y 35% en moneda local y en dólares, medidas por el índice MSCI.

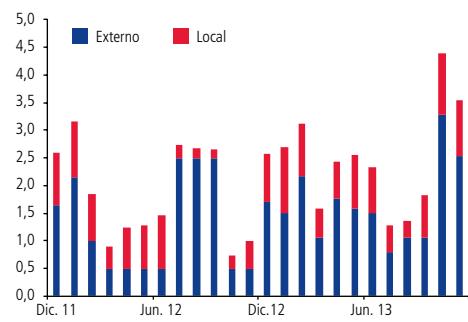
GRÁFICO II.6
Encuesta de Crédito Bancario (*)
(balance de respuestas, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7
Colocaciones de bonos de sociedades no financieras (*)
(trimestre móvil acumulado, miles de millones de dólares)



(*) Cifra de noviembre del 2013 incluye información hasta el 26 del mes.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y Bolsa de Comercio de Santiago.

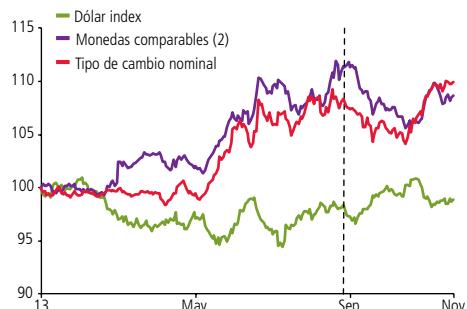
GRÁFICO II.8
Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 03/01/2011 - 26/11/2013=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.9**Tipo de cambio nominal (1)
(índice 02/01/2013=100)

(1) Aumento indica depreciación. (2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, República Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO octubre 2013.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

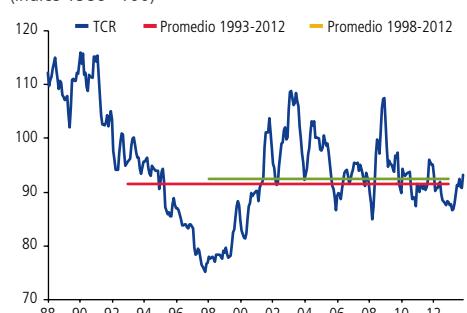
TABLA II.2Paridades respecto del dólar estadounidense (1)(2)
(porcentaje)

País	Variación TCN			Spot/ 01/01/2013	mínimo del 2012
	Jun./Mar. 2013 (2)	Sep./Jun. 2013 (2)	Dic./Sep. 2013 (2)		
Brasil	9,7	9,1	-3,9	12,2	35,3
Indonesia	2,1	8,1	8,4	20,1	32,4
Malasia	1,4	4,3	-2,8	5,3	7,5
Turquía	4,5	3,9	2,5	12,7	15,5
Australia	10,6	3,8	-2,4	13,9	18,4
Tailandia	5,2	2,5	0,2	4,8	5,7
Chile	6,3	2,2	1,5	9,0	11,0
Perú	6,2	2,0	-0,2	9,9	10,1
Sudáfrica	8,7	1,4	-0,5	19,7	36,1
Canadá	0,4	1,4	0,6	6,1	8,8
Hungría	-5,6	0,8	-1,6	-0,3	3,8
Colombia	5,1	0,4	0,5	9,2	9,8
México	4,9	0,2	-0,2	1,3	4,0
Reino Unido	-3,1	-0,1	-3,3	0,2	0,4
Suiza	-2,2	-0,2	-1,2	-1,0	1,2
Rep. Checa	-2,6	-0,3	4,6	6,0	9,3
Nueva Zelanda	4,7	-0,3	-4,0	1,0	3,3
Suecia	1,1	-0,4	1,6	1,1	1,1
Eurozona	-2,6	-0,5	-1,1	-2,7	-0,8
Israel	-1,5	-0,9	-1,3	-5,2	-4,4
Polonia	0,1	-1,6	-2,2	0,4	1,1
Rep. Corea	2,4	-1,8	-4,9	-0,4	-0,4

(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 del IPoM del mes señalado.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.10Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)

(*) Cifra de noviembre del 2013 incluye información hasta el 26 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de los agregados monetarios, el M1, —conformado mayormente por pasivos bancarios no remunerados—, aunque con vaivenes, disminuyó su tasa de crecimiento anual. Con información disponible a noviembre, tuvo una variación de 12,9% (13,7% en julio). Ello, por la caída de la expansión anual de los depósitos y ahorros a la vista. El M2 y el M3 aumentaron levemente sus tasas de variación anual a 11 y 12% en octubre, respectivamente (10 y 11% en julio).

TIPO DE CAMBIO

Con respecto al mercado cambiario, el peso mostró vaivenes en los últimos meses, en parte por los cambios en el escenario externo, pero también por el menor diferencial de tasas de interés externo e interno que supuso la rebaja de la TPM. Así, desde el cierre del IPoM anterior, la paridad peso/dólar se apreció hasta cerca de \$490 por dólar a mediados de octubre y superó los \$520 por dólar en noviembre. Con esto, la paridad peso/dólar se depreció en torno a 1,5% desde septiembre (gráfico II.8). Las monedas de otras economías emergentes tuvieron una trayectoria similar a la del peso, también influenciadas por los cambios en las expectativas sobre el término del programa de estímulo de la Fed. Sin embargo, la pérdida de valor del peso en este lapso ha sido mayor que la de la mayoría de las monedas de economías emergentes, por el mencionado efecto de la menor TPM (gráfico II.9). Algo similar se observó en las monedas de algunos países emergentes que también redujeron sus tasas de política monetaria. En términos multilaterales, excluyendo el dólar estadounidense, la depreciación del peso desde el IPoM anterior se ubicó en torno a 1,9%. Con todo, en lo que va del año las monedas de la mayoría de las economías emergentes y exportadoras de materias primas, incluido Chile, se han depreciado con respecto al dólar estadounidense (tabla II.2).

El tipo de cambio real (TCR) se mantuvo en valores por sobre 90. Así, sigue en niveles similares a su promedio de los últimos 15 a 20 años y dentro del rango coherente con sus fundamentos de largo plazo (gráfico II.10). Al cierre de este IPoM, considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades vigentes durante los diez días previos a dicha fecha, el TCR se ubica en 93,7 (92,1 en septiembre). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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 el tercer trimestre, la actividad siguió mostrando tasas de expansión anual menores que las del 2012: 4,7% (tabla III.1). Este resultado se enmarca dentro del proceso de desaceleración que ha mostrado la economía en los últimos trimestres (gráfico III.1). Sectorialmente, la baja en el desempeño económico ha sido más notoria en los sectores distintos de recursos naturales, cuya actividad está más ligada a la evolución de la demanda interna (gráfico III.2).

En los sectores de recursos naturales resaltó el mejor desempeño de la minería, que ya a fines del segundo cuarto mostraba una recuperación relevante. Este repunte se debió a la mayor producción de importantes empresas del sector cuprífero y a la ejecución de proyectos que favorecieron las condiciones de explotación. A esto se sumó la baja base de comparación, asociada a la irregularidad operativa de algunas faenas durante igual período del 2012. En tanto, los envíos de cobre —en *quantum*— aumentaron 20,8% anual (11% en el segundo trimestre), e información parcial del último cuarto da cuenta de que estos persistieron en altos niveles en octubre. Con ello, por segundo trimestre consecutivo el volumen de las exportaciones mineras se expandió a una tasa mayor que la producción (gráfico III.3), provocando una nueva desacumulación de existencias, la que tuvo una incidencia negativa en la demanda interna en el trimestre. El sector de electricidad, gas y agua (EGA) redujo su crecimiento anual en el trimestre, aunque sigue en valores más altos que a inicios de año, en gran parte por la utilización de insumos de menor costo en la generación eléctrica respecto del 2012. La pesca mantuvo una tasa de expansión anual negativa, asociada al bajo desempeño tanto del sector extractivo como del acuícola.

El resto de los sectores —aquejados a recursos naturales— mostraron un comportamiento similar al de los últimos trimestres y mantuvieron un crecimiento menor en relación al 2012. La construcción redujo su expansión anual, en línea con la heterogeneidad de los indicadores de este sector y la fase actual del ciclo de inversión minera. Las comunicaciones y los servicios financieros mostraron bajas importantes de sus tasas de variación anual. Al igual que en los trimestres precedentes, la industria mantuvo un bajo desempeño. El comercio, que siguió liderando el crecimiento de este

TABLA III.1

Producto interno bruto (1)
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2012				2013		
		I	II	III	IV	I	II	III
Agropecuario-Silvícola	2,9	-5,5	3,5	5,0	1,2	5,2	5,7	7,4
Pesca	0,5	-2,1	0,1	-0,5	10,8	-17,7	-14,0	-8,1
Minería	13,0	1,5	2,6	8,1	5,0	7,6	4,5	8,5
Industria	10,2	3,3	2,9	-0,4	4,5	-0,2	1,0	2,0
EGA	2,2	13,1	9,2	7,4	-1,2	2,7	6,5	5,7
Construcción	7,6	8,0	8,2	8,2	7,9	4,4	4,8	4,2
Comercio	9,1	6,5	8,1	9,4	9,2	7,5	7,7	7,3
Restaurantes y hoteles	1,7	5,5	5,6	3,3	2,1	-2,3	-3,0	1,5
Transportes	4,1	2,5	5,7	3,1	5,3	4,8	4,0	4,4
Comunicaciones	2,0	6,1	7,3	7,5	6,7	5,1	3,3	2,5
Servicios Financieros	5,2	9,5	9,8	10,3	10,3	8,1	5,8	5,1
Servicios Empresariales	13,3	8,9	7,4	5,9	4,4	4,3	3,6	3,9
Servicios de Vivienda	4,5	2,6	2,9	3,2	3,4	3,4	3,3	3,4
Servicios Personales (2)	11,0	6,1	6,2	6,0	5,6	4,4	3,0	2,9
PIB Total	100,0	5,1	5,7	5,8	5,7	4,7	4,0	4,7
PIB Resto (3)	76,0	5,4	6,2	5,4	5,9	4,2	3,8	4,0
PIB RRNN (3)	15,6	3,2	3,5	7,7	4,1	6,1	4,2	7,6

(1) Cifras preliminares.

(2) Incluye educación, salud y otros servicios.

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.1

Imacec (*)

(variación mensual de la serie desestacionalizada, porcentaje)



(*) Promedio seis meses móviles.

Fuente: Banco Central de Chile.

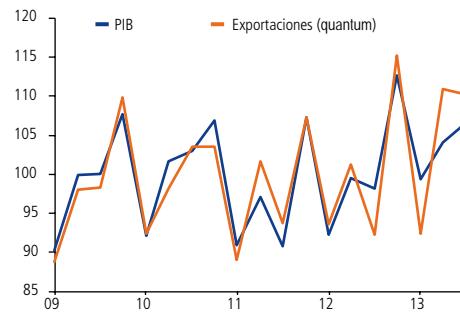


GRÁFICO III.2
Crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Sector minero
(índice 2009-2013=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2
Demanda interna (1)
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2012				2013			
		I	II	III	IV	I	II	III	
Demanda Interna	99,6	4,9	6,9	8,3	8,2	7,2	4,1	1,3	
Demanda interna (s/existencias)	98,8	5,2	6,4	7,3	9,8	6,8	6,7	4,7	
Formación Bruta Capital Fijo	24,1	7,3	9,8	13,4	18,1	9,4	8,6	3,2	
Construcción y otras obras	14,6	9,2	9,0	8,6	9,1	5,3	5,3	4,8	
Maquinaria y Equipo	9,5	3,7	10,8	20,6	31,3	16,2	13,7	1,3	
Consumo Total	74,7	4,6	5,4	5,4	7,3	5,9	6,1	5,2	
Consumo Privado	62,5	5,1	5,7	6,0	7,3	6,5	6,5	5,3	
Bienes Durables	6,5	13,9	11,5	11,4	14,1	16,1	17,0	11,6	
Bienes No Durables	25,9	3,1	4,2	5,3	6,9	5,8	7,5	5,9	
Servicios	30,2	5,0	5,7	5,5	6,3	5,0	3,6	3,5	
Consumo Gobierno	12,1	1,6	4,2	2,5	7,2	2,5	3,7	4,9	
Variación de existencias (2)	0,8	1,0	1,1	1,3	0,9	1,0	0,3	-0,4	
Exportación Bienes y Servicios	34,2	3,5	-0,2	-4,3	4,7	0,2	7,0	13,1	
Importación Bienes y Servicios	33,9	2,9	2,4	2,3	11,9	6,7	7,0	2,9	
PIB Total	100,0	5,1	5,7	5,8	5,7	4,7	4,0	4,7	

(1) Cifras preliminares.

(2) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

grupo, redujo su expansión a 7,3% anual (7,7% en el segundo cuarto), en concordancia con el menor dinamismo del consumo en el tercer cuarto. Este sector continuó impulsado por las altas ventas minoristas —en especial de bienes durables—, toda vez que las mayoristas han seguido desacelerándose. Las expectativas del sector (IMCE), han sido las únicas de esta medición que se han mantenido en terreno positivo a lo largo de los últimos años; no obstante, su nivel actual está por debajo de lo observado hasta mayo. En contraste con los sectores antes descritos, los restaurantes y hoteles registraron un aumento importante de su variación anual, mientras los servicios empresariales siguieron creciendo en torno a 4% anual, luego de la corrección al alza de su expansión en el segundo trimestre.

En el escenario base, el Consejo estima que la economía crecerá 4,2% en el 2013, dentro del rango previsto en septiembre. Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), las expectativas de mercado se han ido ajustando a la baja a partir del segundo trimestre de este año, proyectando también un crecimiento de 4,2% en noviembre (5,1% en abril). Para el 2014, el Consejo estima que el crecimiento del PIB se ubicará en un rango entre 3,75 y 4,75%, levemente inferior al considerado en septiembre. La EEE de noviembre da cuenta de menores perspectivas de expansión para el próximo año: 4,1% (4,5% en agosto).

DEMANDA INTERNA

El crecimiento anual de la demanda final —descontadas las existencias— siguió moderándose en el tercer trimestre, de forma algo más intensa que en la primera mitad del año. Este menor crecimiento fue visible tanto en la inversión como en el consumo. El aumento anual de la demanda interna se redujo de manera más marcada, por el menor acopio de inventarios mineros. Así, disminuyó su expansión anual a 1,3% (4,1% en el segundo cuarto) (tabla III.2 y gráfico III.4).

El mayor ajuste del incremento anual se observó en la inversión, en gran parte por una caída importante del componente de maquinaria y equipos. Las importaciones de bienes de capital mostraron tasas de variación anual negativas entre agosto y octubre, reflejo en parte de la alta base de comparación de un año atrás. De todas formas, en niveles, estas internaciones han tendido a estabilizarse en lo más reciente, luego de un aumento sostenido en meses previos (gráfico III.5). En lo que va del año, la desaceleración de la formación bruta de capital fijo también ha estado asociada con la proximidad a la madurez del ciclo de inversión minera, en un contexto en el cual además se han afianzado algunas de las condiciones menos favorables en el escenario externo^{1/}.

La inversión en construcción y obras redujo su expansión anual a 4,8% (5,3% en el segundo cuarto), en línea con las menores perspectivas de inversión para este año contenidas en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital

^{1/} Para mayor detalle, ver Recuadro V.2: "Ciclo de inversión minera". IPoM septiembre 2013, página 35.

(CBC) de septiembre, especialmente por la postergación de varios proyectos energéticos. Con todo, este ajuste podría corresponder a una recalendariización habitual de los proyectos, pues el mismo catastro eleva las proyecciones de inversión en obras de ingeniería en su conjunto para el 2014, en gran parte por iniciativas en la minería. Las perspectivas para el bienio 2015-2016 también aumentaron, de la mano de la incorporación de varios proyectos inmobiliarios al catastro, comerciales en lo principal. En cuanto a las iniciativas habitacionales, las correcciones fueron de menor magnitud^{2/} (gráfico III.6). Los indicadores parciales del sector continuaron mostrando movimientos mixtos durante el tercer trimestre. Por el lado de la demanda, se sigue apreciando un dinamismo importante. Las ventas de viviendas nuevas, según sus distintas mediciones (Cámara Chilena de la Construcción y Collect), permanecen en niveles elevados y el stock disponible continúa bajo. Como destaca el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre del 2013, el precio de las viviendas mantiene la dinámica de crecimiento de períodos previos. Según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre, la demanda crediticia para la compra de viviendas mostró un fortalecimiento en el tercer cuarto.

Sin embargo, por el lado de la actividad en la construcción, los indicadores son algo menos favorables. Como ya se indicó, el PIB del sector construcción ha mostrado un menor crecimiento en los últimos trimestres. Sumado a ello, eliminada la estacionalidad, tanto los permisos de edificación como los despachos de cemento y hormigón han caído gradualmente en los últimos meses (gráfico III.7). En este contexto, la confianza empresarial (IMCE) en el sector construcción persiste bajo el umbral neutral. Además, según la ECB, las condiciones de oferta crediticia para empresas inmobiliarias y constructoras continuaron mostrándose más restrictivas.

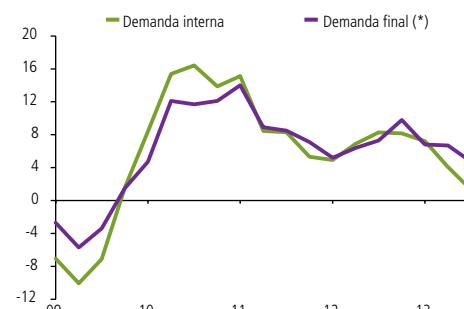
El consumo privado perdió vigor en el tercer cuarto y cerró con un crecimiento anual de 5,3% (6,5% en el segundo). Esta baja se relaciona en gran medida con una reducción importante de la expansión del consumo durable, que de todas formas continúa siendo el componente que más crece dentro de esta parte de la demanda. Entre las ventas de durables siguen destacando las de automóviles, que han reducido su expansión anual, estabilizándose en niveles altos en los últimos meses^{3/}. El consumo de bienes no durables también se moderó, aunque con menor intensidad. Este menor desempeño fue particularmente visible al término del trimestre, en especial en las líneas de vestuario y alimentos, cuyas ventas fueron afectadas por alzas en algunos de sus respectivos precios. Los servicios mantuvieron un crecimiento en torno a 3,5% anual y siguen siendo el componente más débil del consumo (gráfico III.8).

El menor crecimiento anual del consumo privado se condice con la evolución de sus fundamentos. Por un lado, el crecimiento de los ingresos laborales reales ha tendido a moderarse en la segunda mitad del año, por una combinación de

^{2/} En todo caso, el catastro también muestra un marcado descenso de los montos de inversión previstos en la minería a partir del 2015. Ello, es coincidente con el declive de los indicadores de horas contratadas a empresas de ingeniería que permiten anticipar un menor desarrollo de estos proyectos en el mediano plazo.

^{3/} Información preliminar no permite concluir si el menor dinamismo de las ventas de automóviles en los meses de septiembre y octubre está asociado a factores estructurales o coyunturales, como la paralización del Registro Civil e Identificación, entre otros. Para mayor detalle véase *Informe de Percepciones de Negocios*, noviembre del 2013.

GRÁFICO III.4
Demanda interna y final
(variación anual, porcentaje)



(*) Demanda interna descontada la variación de existencias.

Fuente: Banco Central de Chile.

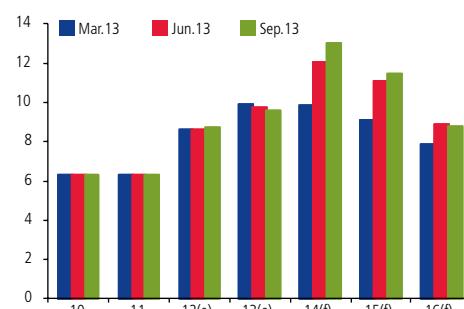
GRÁFICO III.5
Importaciones de bienes de capital (*)
(índice 2009-2013=100)



(*) Promedio seis meses móviles de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

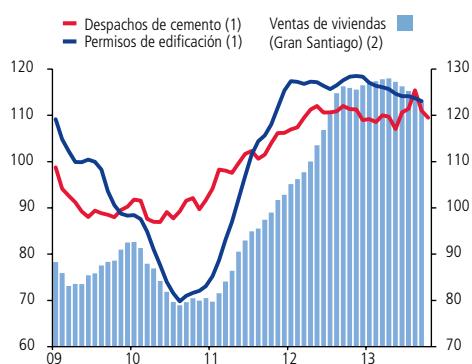
GRÁFICO III.6
Inversión en obras de ingeniería
(miles de millones de dólares)



(e) Estimación.

(f) Proyección.

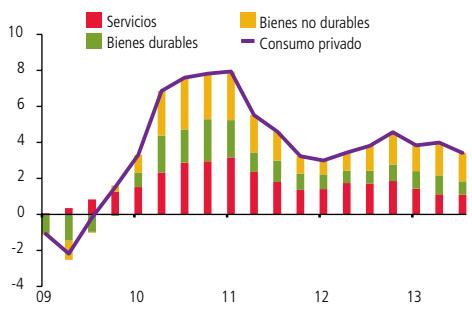
Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

**GRÁFICO III.7**Indicadores del sector inmobiliario
(índice promedio 2009-2013=100)

(1) Promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada.

(2) Acumulado en 12 meses.

Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto del Cemento y del Hormigón.

GRÁFICO III.8Contribución al crecimiento anual del consumo privado
(variación real anual, puntos porcentuales)

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.9Cuenta corriente y balanza comercial (*)
(porcentaje del PIB; miles de millones de dólares)

(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

menor crecimiento del empleo y de los salarios reales. Así, cifras reportadas por el INE dan cuenta de que la ocupación disminuyó su expansión anual en el tercer trimestre, lo que contrasta en todo caso con la estimación de la Universidad de Chile que solo considera el Gran Santiago. Del mismo modo, luego de un descenso temporal a inicios del tercer cuarto —asociado al desfase en la entrada en vigencia del reajuste del sueldo mínimo—, la variación anual de los salarios reales retornó a tasas cercanas a 4% (6% en términos nominales), más bajas que las de la primera parte del año. Además, de acuerdo con el *Informe de Percepciones de Negocios*, se aprecia una menor estrechez del mercado laboral en los últimos meses, conforme se ha moderado la actividad durante el año, lo cual hace prever que tanto el empleo como los salarios seguirán acotando sus tasas de expansión. Por otro lado, las condiciones financieras no muestran mayores cambios: el crecimiento anual del crédito persiste en tasas de 10% y las tasas de interés cobradas no registran cambios sustantivos. Al mismo tiempo, la ECB del tercer trimestre volvió a mostrar condiciones más restrictivas para esta categoría de préstamos.

La variación de existencias, como ya se indicó, siguió cayendo en los últimos meses. En el tercer cuarto, los inventarios acumularon -0,4% del PIB en el último año móvil (0,3% al segundo trimestre). El auge que han sostenido las exportaciones mineras en los dos últimos trimestres ha aportado la principal incidencia sobre este resultado. Con todo, la percepción de inventarios (IMCE) en los sectores comercio e industria se ubica en valores por sobre el nivel óptimo.

CUENTA CORRIENTE

La cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló en el tercer trimestre un déficit de US\$3.440 millones, equivalente a 3,4% del PIB en el último año móvil (3,9% en el segundo trimestre). Este saldo fue US\$1.458 millones mayor que el de igual período del 2012. La mejora de la balanza comercial en US\$1.376 millones durante ese lapso fue el principal determinante de esta diferencia. Esto se debió a un incremento en el valor de las exportaciones (US\$1.325 millones), mientras que las importaciones se redujeron levemente (US\$51 millones) (gráfico III.9). El inicio de operaciones de varios proyectos mineros desarrollados en los últimos años ha permitido un incremento de estos envíos, lo que sumado al menor dinamismo de las internaciones, ha contribuido a reducir el déficit de cuenta corriente. Además, el menor crecimiento de la actividad a lo largo de este año constituye un factor de mitigación importante de los riesgos asociados a este. Con ello, en el escenario base se proyecta un menor déficit de cuenta corriente: 3,2 y 3,7% del PIB en el 2013 y el 2014, respectivamente. Medido a precios de tendencia, la proyección de este déficit también se corrige a la baja aunque en menor magnitud, a 3,8 y 3,9% del PIB para este y el próximo año.

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 RECENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación anual del IPC está en niveles inferiores a los vigentes al cierre estadístico del IPoM anterior. Luego de ubicarse en 2,2% en julio, descendió a 1,5% en octubre, situándose transitoriamente por debajo del rango de tolerancia. En cambio, el crecimiento anual de la medida subyacente, que excluye los alimentos y la energía (IPCSAE), aumentó a 1,6% anual (0,9% en julio) (gráfico IV.1 y tabla IV.1). El comportamiento de la inflación total en los últimos tres meses fue afectado de modo significativo por el descenso de los precios de los combustibles en el mercado externo, lo que explicó que la inflación del IPC fuera inferior a la prevista en el IPoM de septiembre, mientras que en la medida subyacente no hubo mayores sorpresas. En este escenario, las expectativas de inflación hacia fines del horizonte de proyección se mantienen en torno a 3%.

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

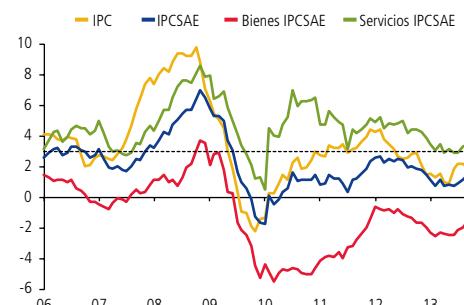
	IPC	IPCSAE	IPC Transables	IPC No transables	IPC Bienes	IPC Servicios
2011 Prom.	3,3	1,3	2,2	4,8	2,1	4,8
2012 Ene.	4,2	2,6	3,6	5,1	4,0	4,6
Feb.	4,4	2,7	3,6	5,4	4,0	4,9
Mar.	3,8	2,3	3,0	4,7	3,7	3,9
Abr.	3,5	2,5	2,4	5,0	3,5	3,5
May.	3,1	2,4	1,9	4,7	2,4	4,0
Jun.	2,7	2,5	1,0	4,8	1,8	3,6
Jul.	2,5	2,5	0,6	4,9	1,6	3,6
Ago.	2,6	2,0	1,3	4,2	2,2	3,0
Sep.	2,8	2,0	1,6	4,5	3,0	2,7
Oct.	2,9	1,9	1,8	4,4	2,9	3,0
Nov.	2,1	1,8	0,4	4,3	1,6	2,7
Dic.	1,5	1,5	-0,5	3,9	0,8	2,3
2013 Ene.	1,6	1,1	0,0	3,6	0,9	2,4
Feb.	1,3	0,8	-0,2	3,2	0,6	2,2
Mar.	1,5	1,1	-0,1	3,6	0,5	2,8
Abr.	1,0	0,8	-0,7	3,1	-0,2	2,4
May.	0,9	0,9	-1,0	3,3	0,3	1,7
Jun.	1,9	0,8	0,9	3,1	1,5	2,3
Jul.	2,2	0,9	1,5	3,0	1,9	2,5
Ago.	2,2	1,2	1,2	3,4	1,7	2,8
Sep.	2,0	1,4	0,7	3,5	0,6	3,5
Oct.	1,5	1,6	0,0	3,5	0,2	3,2

(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.1

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

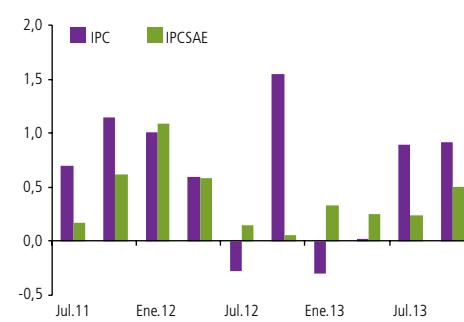


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.2

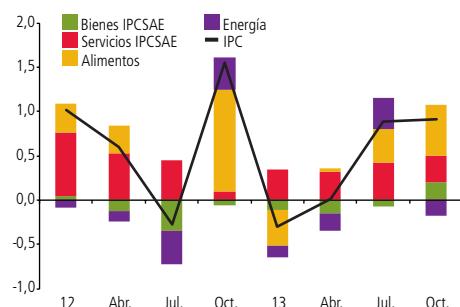
Inflación mensual
(acumulada en tres meses, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.3**

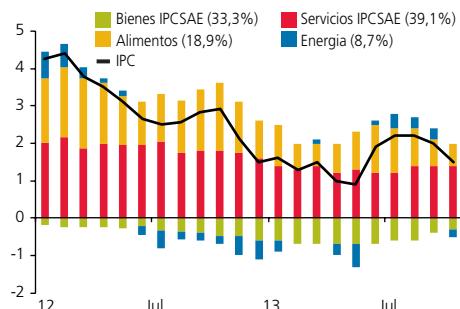
Incidencias en la inflación mensual del IPC
(acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



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

GRÁFICO IV.4

Incidencias de la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)

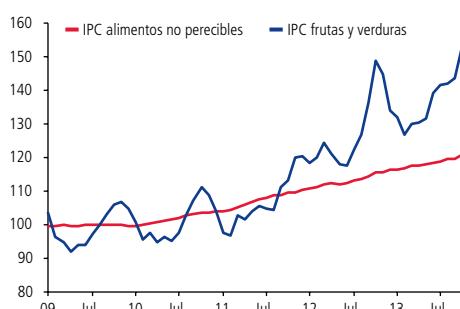


(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

GRÁFICO IV.5

Precios de los alimentos
(índice 2009=100)



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

Como se indicó, al igual que en el IPoM anterior, la evolución de la inflación estuvo determinada principalmente por las fluctuaciones en el precio de los combustibles y los alimentos. En los últimos tres meses, el IPC acumuló un incremento similar al que registró en el trimestre terminado en julio (gráfico IV.2). Por su parte, entre agosto y octubre el IPCSAE acumuló un incremento de 0,5 puntos porcentuales (pp), y entre mayo y julio sumó 0,2pp. Por componentes, la inflación de servicios continuó aportando positivamente, mientras la de bienes, a diferencia del IPoM previo, acumuló una incidencia positiva (gráfico IV.3). En términos anuales, la descomposición de la inflación refleja la contribución positiva de los servicios del IPCSAE y los alimentos, lo que se contrarresta con el aporte negativo de la inflación de bienes del IPCSAE y, a diferencia del IPoM anterior, del precio de la energía (gráfico IV.4).

El mayor aporte a la inflación de los últimos meses provino de los alimentos. Entre agosto y octubre, su contribución superó a la acumulada entre mayo y julio, debido a factores estacionales. Entre los productos que incidieron positivamente en el período destacan las papas y la carne de cerdo. Por su parte, la inflación de alimentos no perecibles ha tenido un crecimiento relativamente estable (gráfico IV.5). Esto ha coincidido con que los precios internacionales, medidos por el índice agregado de la FAO, disminuyeron levemente en octubre respecto de julio (-0,8%). En este contexto, la trayectoria de los precios futuros a nivel internacional se ajustó a la baja respecto del IPoM anterior debido a las perspectivas de buenas cosechas.

El principal factor tras el descenso de la inflación fue la disminución del precio de la energía. Esta —combustibles y electricidad— tuvo una incidencia acumulada negativa, la que contrasta con su aporte positivo entre mayo y julio (gráfico IV.6). Los precios de los combustibles tuvieron una incidencia de -0,19pp en los últimos tres meses. Esto, debido a la caída del precio internacional. Entre los principales combustibles, destacó la baja de la gasolina (-0,21pp). En particular, la gasolina del Golfo de México disminuyó 12,5% en octubre respecto de julio. En el mercado local, parte de los movimientos fueron compensados por la depreciación del peso (gráfico IV.7). Sin embargo, en los días previos al cierre estadístico, el precio externo de la gasolina aumentó, lo que ya ha comenzado a reflejarse en los precios locales. Con todo, considerando los precios futuros del petróleo en el mercado mundial durante los diez días previos al cierre estadístico, la trayectoria esperada para la gasolina en el mercado nacional está por debajo de la considerada en el IPoM anterior.

En términos mensuales, la inflación de bienes del IPCSAE había mostrado una tendencia a la baja durante varios trimestres, la que se interrumpió en octubre, acumulando una incidencia positiva en los últimos tres meses. Esto, debido principalmente a que los automóviles nuevos subieron de precio en septiembre de este año, coincidiendo con el cambio de año en los modelos de vehículos nuevos y también podría haber incidido la entrada en vigencia de la norma Euro 5, como se recoge en el *Informe de Percepciones de Negocios* de noviembre (gráfico IV.8). En términos anuales, el IPCSAE de bienes aumentó su tasa de variación de -2,2 a -1,2%. La variación anual del Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) de bienes de consumo, medida en dólares, se ha mantenido estable desde el segundo trimestre de este año. Medidos en pesos,

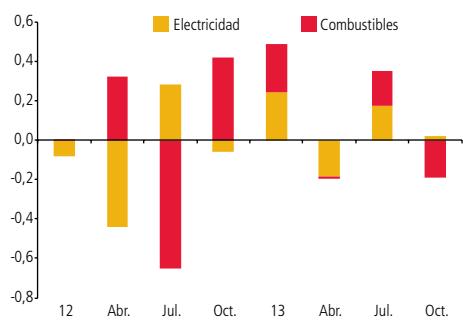
estos precios aumentaron en el mismo lapso, anotando una variación anual en torno a 5% en el tercer trimestre del 2013. Ello se explica en gran parte por la depreciación del peso.

La inflación de servicios del IPCSAE, más ligada al estado de las holguras de capacidad, aumentó su tasa de crecimiento, desde 2,9 a 3,4% anual. Los precios de la mayoría de los servicios siguieron contribuyendo positivamente a la inflación anual. La mayor incidencia correspondió al servicio de mantenimiento de la vivienda. Con todo, en términos mensuales, la inflación de servicios del IPCSAE tuvo un aporte positivo menor al acumulado entre mayo y julio. Por componentes, la principal incidencia positiva correspondió a los restaurantes, cafés y establecimientos similares, en especial el almuerzo consumido fuera del hogar. La excepción fueron los servicios de transporte, telefónicos y de recreación y cultura, los cuales contribuyeron negativamente a la inflación mensual. La principal incidencia negativa correspondió al servicio de transporte de bus interurbano, que disminuyó especialmente en agosto. Ello, según el INE, debido a la alta base de comparación que fue julio, período en el cual existieron alzas de precios asociadas a las vacaciones de invierno.

Las presiones provenientes del costo de la mano de obra no mostraron cambios significativos en los últimos meses. El mercado laboral continúa estrecho, aunque hay incipientes señales de una moderación de esta situación. De acuerdo con información recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* se percibe, en general, una menor dificultad para encontrar mano de obra en los últimos meses. Con todo, la mayoría de los encuestados menciona que no han observado una moderación marcada de las tasas de crecimiento de los salarios. Ello coincide con una mantención de la tasa de variación anual de los salarios reales y nominales, los cuales continuaron creciendo en torno a 4 y 6%, respectivamente (gráfico IV.9). Cabe señalar que luego del cambio de fecha de entrada en vigencia del reajuste del salario mínimo, en la que los salarios nominales y reales crecieron en torno a 1% mensual, estos volvieron a crecer en términos mensuales en torno a su promedio histórico de los últimos diez años. Con todo, los costos laborales unitarios reales han mostrado una trayectoria declinante, lo cual indicaría un aumento de la productividad (gráfico IV.10).

En cuanto a los márgenes, de acuerdo con diferentes medidas, se observa un comportamiento mixto. A diferencia del IPoM previo, la relación entre el IPCSAE y el costo laboral unitario ajustado por productividad ha aumentado en los últimos meses, mientras la relación entre el precio de los bienes del IPCSAE y el tipo de cambio ha continuado comprimiéndose debido a la depreciación del peso. La normalización de estos márgenes es compatible con una convergencia de los indicadores de inflación subyacente hacia el 3% anual.

GRÁFICO IV.6
Incidencia de la energía en la inflación mensual del IPC
(acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



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

GRÁFICO IV.7
Precio semanal de la gasolina
(índice, promedio 07/01/2013-25/11/2013=100)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

Fuente: Comisión Nacional de Energía.

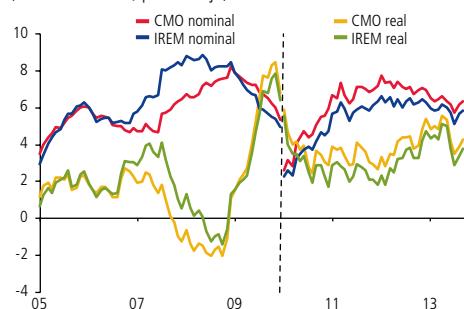
GRÁFICO IV.8
Incidencia de los automóviles nuevos en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



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



GRÁFICO IV.9
Salarios (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

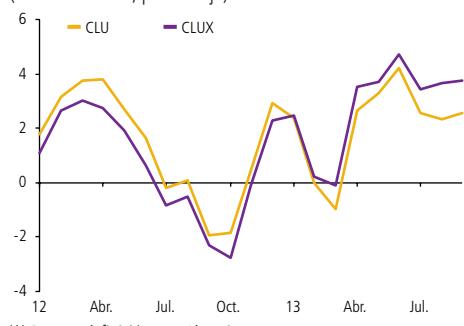


(1) A partir de enero del 2010 (línea punteada) se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

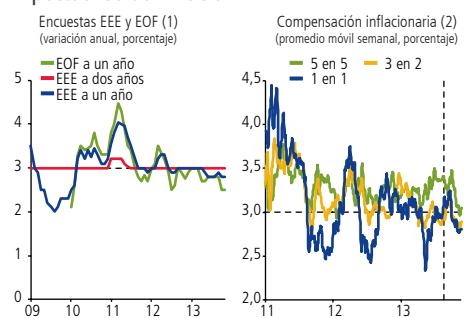
GRÁFICO IV.10
Costos laborales ajustados por productividad (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.11
Expectativas de inflación



(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, a excepción del dato de noviembre del 2013, que se considera la segunda quincena.
(2) Compensación inflacionaria *forward* a partir de las tasas swaps. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Como se señaló, las expectativas de inflación se han mantenido en torno a 3% anual en el horizonte de proyección. El IPoM de septiembre anticipaba una normalización gradual de la inflación hacia 3% en los próximos 24 meses. Este IPoM sigue considerando dicha convergencia, aunque su trayectoria será algo más lenta, principalmente como consecuencia del retroceso en los precios de los combustibles (gráfico IV.11).

Las expectativas privadas que se derivan de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se ajustaron a la baja (segunda quincena de noviembre). En particular, las perspectivas descendieron desde 2,8 a 2,5% a un año plazo. A dos años, el ajuste es menor: de 3,0 a 2,8%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE; noviembre) sigue proyectando que la inflación anual se ubicará a uno y dos años plazo en 2,8 y 3,0%, respectivamente.

Las perspectivas que se deducen de las encuestas a empresas y a consumidores se mantienen prácticamente iguales. La perspectiva de las empresas para la inflación a un año, extraídas del Índicador Mensual de Confianza Empresarial, continúa en torno a 3% desde el último IPoM. En cuanto a las perspectivas de los consumidores (IPEC), el porcentaje de personas que creen que la inflación "subirá mucho los próximos doce meses" se mantiene en torno a 50% desde el IPoM de septiembre.

Las expectativas de inflación que se derivan de las compensaciones inflacionarias se encuentran en niveles algo por debajo de los del cierre estadístico anterior. La compensación inflacionaria *forward* uno en uno que se deriva de los swaps promedio cámara bajó levemente de 3,1 a 2,8% al cierre estadístico de este IPoM. En tanto, la compensación inflacionaria *forward* tres en dos y cinco en cinco descendió desde 3,0 y 3,4% a 2,8 y 3,0%, respectivamente.

En el escenario base, el Consejo estima que la inflación del IPC convergerá a 3% hacia fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2015. Esta trayectoria implica una convergencia más lenta de la inflación a la meta respecto de lo que se anticipaba en el IPoM previo. El IPCSAE seguirá aproximándose al 3% de manera paulatina, sin muchos cambios respecto del escenario previsto en septiembre, hasta alcanzarlo en la segunda mitad del 2014.

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 será similar al considerado en septiembre, pero inferior al contemplado a fines del año pasado y comienzos de este. El crecimiento mundial para el 2014-2015 será algo inferior que en el IPoM previo, al mismo tiempo que las condiciones financieras y los términos de intercambio, se estiman serán similares a las consideradas el trimestre pasado (tabla V.1).

En los últimos meses, aunque a un ritmo menor, las proyecciones de crecimiento mundial siguieron ajustándose a la baja, especialmente para el mundo emergente. Este ajuste se condice en lo principal con la desaceleración observada en China y otras economías emergentes de gran tamaño. En los últimos meses China dio cuenta de una estabilización de sus tasas de expansión, pero para el horizonte de proyección se esperan crecimientos bajo 7,5%, considerando los esfuerzos de sus autoridades por corregir las vulnerabilidades de su sistema financiero y aumentar la incidencia del consumo privado en la demanda interna. Los desarrollos en China, junto con las fuerzas contractivas que imponen la normalización de los precios de las materias primas y la menor expansividad de las condiciones financieras internacionales que se prevé en el escenario base, llevan a que las emergentes seguirán con tasas de expansión más acotadas que las antes proyectadas.

Las economías desarrolladas siguen en un proceso de recuperación gradual, y tanto en EE.UU. como en la Eurozona las tasas de crecimiento seguirán aumentando paulatinamente en los próximos años. En la primera, resalta la recuperación del mercado laboral, de las expectativas de empresas y de consumidores, y la recuperación los precios de diversos activos, incluyendo la bolsa y las viviendas, además de una menor incidencia del ajuste fiscal. Ello hará que la economía estadounidense alcance tasas de expansión más elevadas. En la Eurozona se han producido avances, aunque lentos, en diversas materias de carácter estructural. Además, las últimas cifras de PIB mostraron tasas de expansión positivas para la región por segundo trimestre consecutivo. Para Japón, si bien las proyecciones son algo mejores que las consideradas en septiembre, se contemplan tasas de

TABLA V.1

Supuestos del escenario base internacional

	2012	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	-4,1	-3,9	0,2	-1,5
PIB socios comerciales (*)	3,4	3,4	3,6	3,8
PIB mundial PPC (*)	3,1	3,0	3,5	3,7
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,5	2,3	2,9	3,2
Precios externos (en US\$)	-0,2	0,2	-0,4	0,0
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	361	332	310	290
Precio del petróleo WTI (US\$/barrel)	94	98	93	88
Precio del petróleo Brent (US\$/barrel)	112	109	106	100
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	824	783	712	679
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	0,4	0,3	0,3	0,7

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

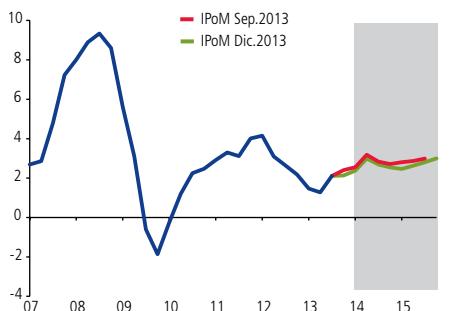
TABLA V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2012	2013 (f)	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	5,6	4,2	3,7-4,75
Ingreso nacional	6,3	5,2	4,4
Demandra interna	7,1	3,9	4,8
Demandra interna (sin variación de existencias)	7,3	5,1	4,5
Formación bruta de capital fijo	12,3	3,9	4,1
Consumo total	5,8	5,4	4,7
Exportaciones de bienes y servicios	1,0	5,3	3,1
Importaciones de bienes y servicios	4,9	4,4	4,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,5	-3,2	-3,7
Ahorro nacional (% del PIB)	21,4	21,1	20,6
FBCF (% del PIB nominal)	24,1	24,4	24,3
FBCF (% del PIB real)	26,8	26,8	26,7
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.497	-9.000	-10.450
Balanza comercial	3.422	2.500	600
Exportaciones	78.277	78.300	78.400
Importaciones	-74.855	-75.800	-77.800
Servicios	-2.435	-3.000	-2.650
Renta	-12.676	-10.800	-10.650
Transferencias corrientes	2.192	2.300	2.250

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2013, corresponde a la proyección.

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

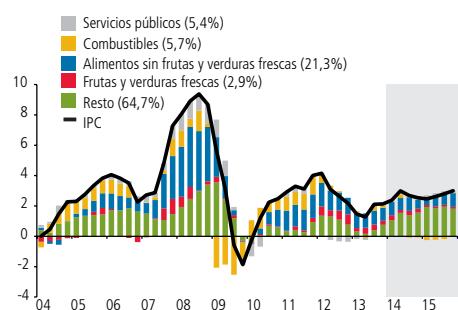
crecimiento que se irán reduciendo en el 2014 y 2015. Ello, por los efectos de aumentos permanentes de impuestos, parcialmente compensados por algunas medidas transitorias de impulso fiscal. Así, el escenario base considera tasas de expansión de los socios comerciales de 3,6 y 3,8% el 2014 y 2015, respectivamente.

Si bien en los últimos meses las condiciones de financiamiento externo mejoraron levemente para las economías emergentes, esto es parte de la volatilidad que se anticipa debiera ocurrir dentro del proceso de normalización contemplado en el escenario base. Por lo tanto, se consideran condiciones similares a lo incluido en el IPoM previo, las que de todos modos son menos favorables que las que se preveían hace algunos trimestres. Los precios de las materias primas mantendrán una trayectoria descendente en el horizonte de proyección, con precios de los combustibles algo por debajo de lo considerado en septiembre, dando cuenta de las menores tensiones geopolíticas en Medio Oriente y de la mayor oferta que se prevé para los años venideros. Las proyecciones para el precio del cobre incorporan los datos efectivos de los últimos meses, por lo que son marginalmente superiores a las de entonces. En este caso se proyecta un incremento relevante de la oferta mundial hacia el 2015. Así, los términos de intercambio serán parecidos a los contemplados anteriormente.

En el escenario base, el crecimiento de la economía chilena será levemente inferior a lo proyectado en septiembre. Para el 2013 se espera que alcance 4,2% anual. Para el 2014, se prevé que la economía se expandirá entre 3,75 y 4,75% (tabla V.2). El crecimiento del próximo año tiene una composición diferente a la prevista en el IPoM pasado, con un mayor protagonismo del sector minero, considerando la entrada en operaciones de las inversiones realizadas en los últimos años, y una desaceleración de los sectores distintos de recursos naturales más intensa, reduciéndose el uso de la capacidad instalada. Con ello, el crecimiento de la economía será algo inferior a su tasa de tendencia, la que el Consejo sigue estimando en 5%.

En los últimos meses la desaceleración de la demanda interna estuvo determinada principalmente por la menor formación bruta de capital fijo (FBCF). Ello, en atención a la maduración del ciclo de inversión minera que ha tenido como reflejo una reducción de la inversión en maquinaria y equipos y, además, por la alta base de comparación del año pasado. La FBCF crecerá en el 2014 a una tasa anual similar a la de este año, influyendo en su resultado el incremento de los proyectos de inversión en obras de ingeniería incluidos en el catastro de la CBC. Esta suma de factores hará que la FBCF como porcentaje del PIB real se reduzca a valores levemente bajo 27% en el 2014. Además, se considera que una parte de la desacumulación de inventarios de los últimos trimestres es indeseada y, por tanto, se recuperará en los meses venideros, lo que dará un impulso adicional a la economía, y también acota la magnitud de la desaceleración prevista para el 2014.

Recientemente, el consumo privado dio señales más claras de desaceleración. Hacia adelante, se prevé que el consumo siga moderándose paulatinamente, acorde con las expectativas de un crecimiento algo menor del ingreso privado, la convergencia de la inflación hacia 3% y la depreciación cambiaria que afectará al consumo de bienes durables. Sin embargo, esta moderación del consumo se atenuará por la mantención de expectativas de los consumidores aún en el rango optimista, de tasas de expansión del crédito a las personas que siguen creciendo a tasas anuales de 10% y la estrechez que se observa en el mercado laboral. Todo ello redundará en

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

(1) Área gris, a partir del cuarto trimestre 2013 corresponde a la proyección.

(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

que la tasa de ahorro nacional se reducirá hasta 20,6% del PIB el 2014. Por último, en el escenario base se considera el cumplimiento de la regla fiscal.

La proyección para el déficit de la cuenta corriente se ajustó a la baja. Así, si en septiembre se esperaba que en el 2013 alcanzara 4,5% del PIB (4,7% en junio), el escenario base de este IPoM contempla que llegará a 3,2%. La sorpresa en esta cifra, se condice con los mitigadores que se discutieron largamente en IPoM previos y que han comenzado a ser visibles con mayor anticipación e intensidad de lo previsto. En particular, que el ciclo de inversión minera, que era una de las principales fuentes del mayor déficit, ha comenzado a madurar, dando paso a mayores exportaciones cupríferas y menores importaciones de capital. Para el 2014, si bien el déficit se ampliará a 3,7% del PIB —explicado por el menor precio del cobre— esto es un punto porcentual menos que lo contemplado en septiembre. Al igual que en el 2013, la menor proyección de déficit se explica en parte por mayores *quantums* de exportación. Medida a precios de tendencia^{1/} la cuenta corriente tendrá un déficit promedio cercano a 4% del PIB en el 2013-2014. Estas cifras, menores a lo considerado antes, atenúan el riesgo asociado a la evolución de la cuenta corriente que se había identificado en los últimos IPoM.

En el escenario base, la inflación del IPC convergerá a 3% hacia fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el último trimestre del 2015. El mayor tiempo que tardará la inflación para asentarse en 3% se condice con la menor contribución que tendrán los precios de los alimentos y la energía en el horizonte de proyección, respecto de lo que se preveía en septiembre. De hecho, la trayectoria del IPCSAE no dista mucho de la considerada en el IPoM pasado y seguirá aproximándose al 3% de manera paulatina, valor que alcanzará en la segunda mitad del 2014. Ello supone que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También incorpora como supuesto metodológico que el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que muestra la última Encuesta de Expectativas Económicas (gráfico V.1, V.2 y V.3) (tabla V.3).

ESCENARIO DE RIESGO

El escenario base refleja los eventos que tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que tanto el balance de riesgos para la actividad como para la inflación están equilibrados (gráficos V.4, V.5 y V.6).

En el plano externo, un primer riesgo se relaciona con la evolución del crecimiento de las economías emergentes, y en particular de China. Persisten las preocupaciones en torno a la fragilidad de su sistema financiero, que junto con las dudas por la evolución de los precios inmobiliarios, podrían limitar sus posibilidades de crecimiento a futuro. Como se ha señalado antes, la evolución de China preocupa

^{1/} Este cálculo considera correcciones en precio y no en volúmenes. Se asume un precio del cobre de largo plazo de US\$2,85 la libra y del petróleo de US\$82 el barril.

TABLA V.3

Inflación

	2012	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	3,0	1,7	2,6	
Inflación IPC diciembre	1,5	2,6	2,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,2	1,2	2,6	
Inflación IPCSAE diciembre	1,5	1,9	2,9	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

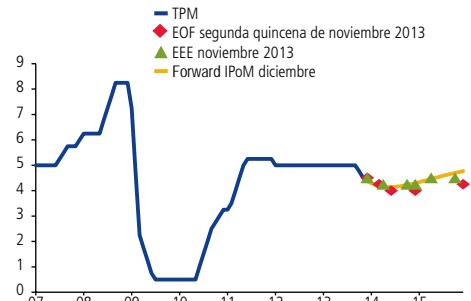
(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3

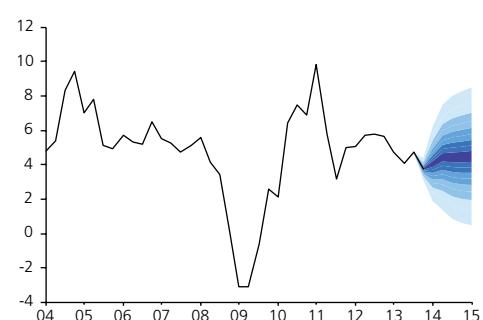
TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

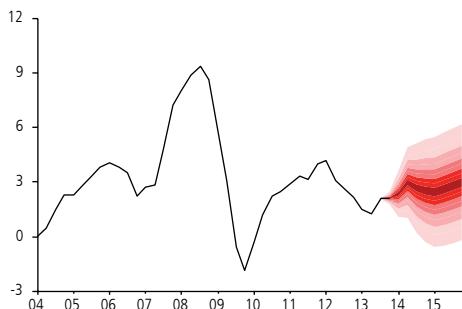
GRÁFICO V.4

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 utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que muestra la última Encuesta de Expectativas Económicas.

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 utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que muestra la última Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuente: Banco Central de Chile.

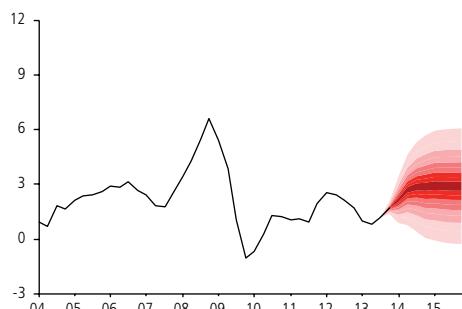
por su relevancia en el PIB mundial y su incidencia en la determinación de los precios de las materias primas, incluido el cobre.

La volatilidad de los mercados financieros en los últimos meses refleja que el proceso de retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. no estará exento de tensiones, especialmente por la dificultad para calibrar las acciones de política de un proceso inédito. En este sentido, un riesgo importante tiene relación con sus efectos en algunas de las grandes economías emergentes que han acumulado desequilibrios macroeconómicos y son más dependientes del financiamiento externo. El riesgo asociado a la compleja interacción entre el magro crecimiento, la delicada situación fiscal y los problemas del sistema financiero europeo sigue presente.

En el plano local, los datos efectivos de inflación de los últimos trimestres han estado por debajo de lo anticipado y la fecha en que esta alcanzará la meta se ha ido postergando. Si bien las bajas recientes de la TPM contribuirán a su convergencia al 3%, la confirmación de una desaceleración más generalizada de todos los componentes de la demanda, junto con una baja más prolongada de la inflación en el resto del mundo y una eventual caída más marcada del precio internacional de los combustibles podría postergar aún más su llegada al 3%. No obstante, la depreciación del peso y la estrechez que aún muestra el mercado laboral podrían operar en la dirección opuesta.

Las proyecciones indican que en el corto plazo la economía chilena seguirá expandiéndose algo por debajo de su tendencia por algunos trimestres más. Sin embargo, la situación del mercado laboral y una recuperación más rápida de las existencias, entre otros factores, podrían llevar a un repunte más veloz de la actividad hacia tasas de crecimiento más cercanas a su tendencia.

El escenario macroeconómico ha evolucionado de acuerdo con las tendencias descritas en los últimos IPoM. Las perspectivas internacionales son de un crecimiento más balanceado entre economías desarrolladas y emergentes, condiciones financieras más normales y menores términos de intercambio. Internamente, la actividad y la demanda se desaceleran gradualmente y la inflación sigue baja. En sus reuniones recientes, el Consejo estimó adecuado reducir la TPM con el objeto de acomodar el nivel de estímulo monetario al menor dinamismo de la economía chilena y asegurar la convergencia de la inflación a la meta. La depreciación reciente del peso, que ha llevado al TCR hasta niveles similares a su promedio histórico, es parte del proceso de recomposición en las fuentes de crecimiento que debe acompañar al cambio en el entorno externo. En el escenario base no se anticipa que sean necesarios cambios significativos en la TPM, pero si lo fueran, la política monetaria tiene espacio y está disponible para realizar ajustes adicionales. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

GRÁFICO V.6Proyección de inflación IPCSAE (*)
(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 subyacente futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que muestra la última Encuesta de Expectativas Económicas.

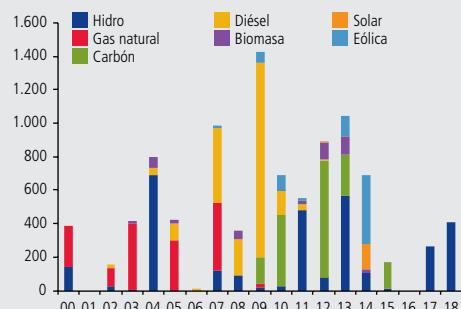
Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO V.1 EFECTOS REALES DE UN AUMENTO DEL PRECIO DE LA ENERGÍA

Después de un período en que se incorporaron importantes proyectos de generación eléctrica, diversos informes sectoriales anticipan un menor ritmo de entrada de capacidad durante los próximos años (grafico V.7).

GRÁFICO V.7

Aporte de proyectos construidos o en construcción al SIC (*) (mega watts)



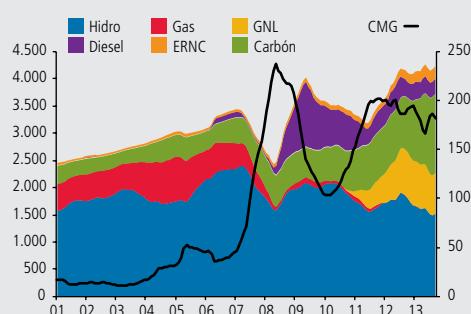
(*) No considera factor de planta de cada tecnología.

Fuente: Comisión Nacional de Energía.

Los cambios observados en la composición de la matriz eléctrica, junto al aumento generalizado del precio internacional de la energía, se han traducido en un aumento de los costos medios y marginales de generación de energía a lo largo de los últimos años (grafico V.8). Estos aumentos se han reflejado principalmente en los precios que pagan los clientes libres (grandes empresas), mientras que el impacto en los precios que pagan los hogares ha sido más acotado en virtud del marco que regula las tarifas a los consumidores (grafico V.9).

GRÁFICO V.8

Generación por tipo de tecnología y costo marginal (mega watts, dólares por mega watt)



Fuentes: Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC-SIC) y Comisión Nacional de Energía.

GRÁFICO V.9

Precio de la electricidad

(dólares por mega watt; índice 2009 = 100)



Fuentes: Comisión Nacional de Energía e Instituto Nacional de Estadísticas.

Según datos de la OCDE, al 2012, en Chile las tarifas pagadas por hogares están algo por debajo del promedio de los países pertenecientes a esta organización. Al mismo tiempo, las que pagan las empresas están algo por encima (gráficos V.10 y V.11).

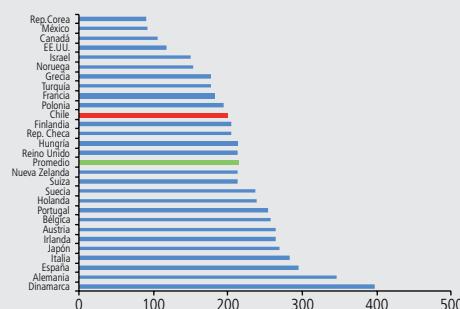
Hacia adelante, la evolución de los costos medios y marginales de la electricidad dependerá de las tecnologías a través de las que crezca la matriz de generación y su congruencia con el crecimiento de los requerimientos eléctricos del país, además de la evolución de los precios internacionales de combustibles y los escenarios hidrológicos. Entre los distintos escenarios, es posible que se den cambios en esta matriz que impliquen aumentos de los costos de producción, impactando los precios que enfrentan las empresas y los hogares. La magnitud de potenciales alzas de los costos no es fácil de cuantificar toda vez que las tecnologías evolucionan en el tiempo, los costos de los insumos tienen amplias fluctuaciones y las condiciones meteorológicas son difíciles de evaluar. De acuerdo con algunos estudios, en los próximos años el costo de generación podría experimentar alzas de entre 30 y 50% en el Sistema Interconectado Central (SIC)^{2/}. A su vez, el precio máximo para las nuevas licitaciones de energía para abastecimiento de hogares de los próximos años se ha incrementado 60% respecto de los precios promedio de los contratos vigentes.

^{2/} CADE (2011); Bernstein et al (2013).



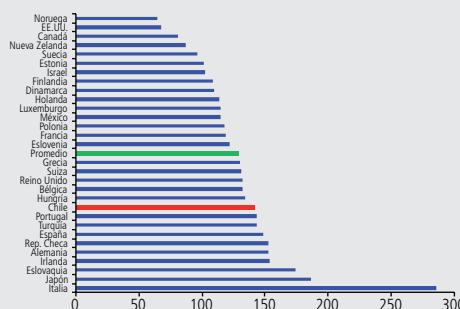
De los dos sistemas que operan en el país, en el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) se observan mayores holguras de capacidad y costos de generación promedio menores que en el SIC. Lo anterior hace estimar que, en el mediano plazo, es más probable que en el SIC se materialicen aumentos de los costos de generación. Además, el SIC se ha fragmentado por dificultades en el sistema de transmisión, lo que también ha incidido y podría afectar los costos marginales de producción y eventualmente en los precios pagados en ciertas regiones del país.

GRÁFICO V.10
Tarifas eléctricas para los hogares
(dólares por mega watt)



Fuente: Agencia Internacional de Energía.

GRÁFICO V.11
Tarifas eléctricas para las empresas
(dólares por mega watt)



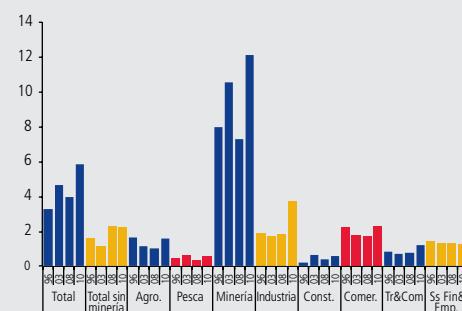
Fuente: Agencia Internacional de Energía.

Los sostenidos aumentos de los costos de generación de la electricidad tienen efectos sobre los precios que pagan los consumidores y, por esta vía, sobre la inflación. También impactan los costos de producción de las empresas lo cual indirectamente también incide en la inflación. Ello, cuando las empresas son capaces de traspasar los mayores costos a precios finales. En las que compitan internacionalmente, se afectan los márgenes y los incentivos a invertir y contratar empleo. Esto, por su parte, puede tener implicancias sobre los niveles de actividad agregada. Los impactos dependerán de varios factores, entre los cuales destaca

la intensidad de uso de la electricidad como insumo productivo y la capacidad de las empresas y consumidores para utilizar tecnologías con menor intensidad de uso de energía.

En relación con el primer factor, sectores como la minería y la industria son los más intensivos y podrían ser los más afectados. De hecho, la mayor parte del consumo eléctrico del país proviene de estos sectores (gráfico V.12). En cuanto los hogares, la canasta del IPC —construida a partir de la VI Encuesta de Presupuesto Familiar del 2006-07— le asigna una ponderación de 2,7% a la electricidad en el gasto promedio. En este sentido, un aumento de las tarifas eléctricas podría reducir el consumo agregado o desplazar consumo desde unos bienes o servicios hacia otros en la medida que exista algún grado de sustitución.

GRÁFICO V.12
Intensidad de uso de la energía eléctrica (*)



(*) Consumo de energía eléctrica de cada sector sobre los costos intermedios más remuneraciones respectivas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Bertinatto et al (2013), presentan tres estimaciones de los efectos sobre variables agregadas de un aumento permanente de 10% en la tarifa eléctrica. Las dos primeras se basan en resultados de modelos de equilibrio general calibrados para Chile. La tercera en estimaciones microeconómicas con datos de planta de la Encuesta Nacional Industrial Anual (ENIA) donde se evalúan los efectos de cambios en el precio de la energía eléctrica sobre la inversión y el empleo. Como los autores enfatizan, los resultados de los ejercicios son altamente sensibles al valor de la elasticidad de sustitución entre la energía y el resto de los factores productivos. Si las elasticidades de sustitución son bajas (indicando un alto grado de complementariedad, no solo en el corto plazo sino que también en el largo plazo), un shock permanente de 10% en el precio de la energía eléctrica generaría caídas del PIB de estado estacionario de entre -0,3 y -0,4%, caídas en el consumo de entre -0,6 y -1,2%, y caídas en inversión entre -1 (según los modelos de equilibrio general) y -2% (de acuerdo con datos micro). Si las elasticidades de sustitución son mayores, los impactos de un alza en los costos de la electricidad serían menores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central de Chile. 2013. *Informe de Estabilidad Financiera*, Segundo Semestre. Diciembre

Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.

Barclays Capital. 2013. *Global Economics Weekly*. Septiembre.

Bernstein S., G. Bitrán, A. Jadresic y M. Tokman. 2013. Agenda para Impulsar las Inversiones en Generación Eléctrica de Base, Segundo Informe. Octubre.

Bertinatto L., J. García-Cicco, S. Justel y D. Saravia. 2013. Efectos Reales de Cambios en el Precio de la Energía Eléctrica. Mimeo, Banco Central de Chile.

Comisión Asesora para el Desarrollo Eléctrico (CADE). 2011. Informe Final. Noviembre.

Congressional Budget Office. 2013. *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023*. Febrero.

Consensus Forecasts. 2013a. *A Digest of International Forecast*. Varios números.

Consensus Forecasts. 2013b. *Global Outlook 2013-2023*. Octubre.

Contreras, G. y F. Pinto. 2013. Vulnerabilidad a Variaciones de Influjos de Capitales: Efectos y Determinantes. Mimeo, Banco Central de Chile.

CRU. 2013. *Copper Quarterly Industry and Market Outlook*. Octubre.

Deutsche Bank. 2013a. *Asia Economics Monthly*. Noviembre.

Deutsche Bank. 2013b. *Dollar Bloc Weekly*. Noviembre.

Deutsche Bank. 2013c. *Emerging Markets Monthly*. Noviembre.

Deutsche Bank. 2013d. *Focus Europe*. Noviembre.

- Deutsche Bank. 2013e. *Global Economic Perspectives*. Noviembre.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2013. *Global Fund Allocations*, sitio web <http://www.epfr.com/>
- Fondo Monetario Internacional. 2013a. *Fiscal Monitor*. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2013b. *World Economic Outlook*. Octubre.
- Food and Agriculture Organization. 2013a. *FAO Food Price Index*. Noviembre.
- Food and Agriculture Organization. 2013b. FAOSTAT, sitio web <http://faostat.fao.org/>
- JP Morgan Chase. 2013. *Global Data Watch*. Noviembre.
- Fundación Chile. 2013. Escenarios Energéticos Chile 2030. Julio.
- Pistelli A. y C. Sáez. 2013. Ante Expectativa de Recorte del Estímulo Monetario en Estados Unidos: ¿Hay Diferenciación Entre Países? Mimeo, Banco Central de Chile.
- U.S. Energy Information Administration. 2013. *International Energy Statistics*, sitio web <http://www.eia.gov>

GLOSARIO

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

CLU: Considera costo de mano de obra (CMO) total nominal, horas de trabajo asalariadas efectivas, empleado asalariado y PIB total.

CLUX: CLU considerando solo empleo asalariado y salarios y producto excluidos sectores asociados a recursos naturales.

CMOX: CMO excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2013). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2012-2015 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,3% para el período 2012-2015.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2013). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,7% para el período 2012-2015.

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 – 2012.

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

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

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

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

IPCSAE: 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.

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.

PIB resto: Corresponde a los sectores agropecuario-silícola, 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.

PMI: Índice de gerentes de compra. Es una encuesta realizada a gerentes de compras de empresas manufactureras y de servicios respecto de sus perspectivas para el negocio y distintos aspectos relacionados, como órdenes de compra, inventarios y empleo, entre otras. Un valor sobre (bajo) 50 indica que la actividad del sector se está expandiendo (contrayendo).

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.

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 2013: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Perú, Reino Unido, República de Corea y Suiza.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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.

Volatility Index (VIX): Calculado por el *Chicago Board of Trade*, es el índice más utilizado para medir la volatilidad general de los mercados a nivel internacional. Mide la volatilidad implícita que se está negociando en las opciones sobre el índice S&P 500.

ABREVIACIONES

- BCP:** Bonos del BCCh en pesos
- BCU:** Bonos de BCCh reajustables en UF
- ECB:** Encuesta de crédito bancario
- EEE:** Encuesta de expectativas económicas
- EOF:** Encuesta de operadores financieros
- IEF :** Informe de estabilidad financiera
- IMCE:** Indicador mensual de confianza empresarial
- IPCB:** Índice de precios al consumidor de bienes
- IPCNT:** Índice de precios al consumidor de no transables
- IPCS:** Índice de precios al consumidor de servicios
- IPCT:** Índice de precios al consumidor de transables
- IPCSAE:** Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía.
- IPEC:** Índice de percepción económica
- TPM:** Tasa de política monetaria

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
DICIEMBRE 2013

ISSN: 0716-2219
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336
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 Diciembre 2013