

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2016



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2016



CONTENIDO*/

| | |
|---|----|
| PREFACIO | 5 |
| RESUMEN | 7 |
| DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES | 11 |
| I. ESCENARIO INTERNACIONAL | 13 |
| II. MERCADOS FINANCIEROS | 17 |
| III. ACTIVIDAD Y DEMANDA | 21 |
| IV. PRECIOS Y COSTOS | 25 |
| V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN | 31 |
| GLOSARIO Y ABREVIACIONES | 37 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 40 |
| RECUADROS | |
| Compensaciones inflacionarias | 29 |
| Reasignación y productividad agregada | 35 |

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 13 de diciembre de 2016.

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, la actividad y la demanda agregada, 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 14 de diciembre de 2016 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 19 de diciembre de 2016.

El Consejo

RESUMEN

Durante los últimos meses, la inflación anual del IPC continuó descendiendo, situándose en 2,9% en noviembre. La reducción de la inflación se ha dado a una velocidad mayor que la anticipada y se espera que durante gran parte del 2017 se ubique en la parte baja del rango de tolerancia, para iniciar su retorno a la meta a fines de ese año. Respecto de la actividad, se prevé que el crecimiento del 2016 se ubique en el límite inferior del rango proyectado en septiembre, principalmente por la mayor debilidad del sector minero. Hacia adelante, se estima que la economía retomará tasas de expansión cercanas al potencial hacia fines del 2017, aunque dicho proceso ocurrirá algo más lento que lo previsto en septiembre. En el plano externo, tras la elección en EE.UU. las condiciones financieras se volvieron menos favorables, pero permanecen en niveles expansivos desde una perspectiva histórica. La actividad y la inflación siguen mostrando avances en el mundo desarrollado, a la vez que han tendido a estabilizarse en el mundo emergente. Los términos de intercambio se prevén mejores. Más allá de los cambios en las proyecciones, el análisis de este IPoM considera que los riesgos han aumentado. En base a estos elementos, el Consejo estima que, de concretarse las tendencias delineadas en el escenario base, será necesario incrementar el impulso monetario.

En noviembre, la inflación anual del IPC se ubicó en 2,9%, casi medio punto porcentual (pp) por debajo de lo previsto en septiembre. El mayor descenso de la inflación se relaciona principalmente con el comportamiento de los precios de bienes más asociados al tipo de cambio y al de algunos alimentos. La inflación de bienes del IPCSAE se redujo a 1,6% en noviembre, 2,1pp menos que en julio —último dato disponible al cierre del IPoM previo—. Esto, en un contexto donde el tipo de cambio ha fluctuado entre \$650 y 680 por dólar. La inflación de servicios del IPCSAE ha mostrado una baja más pausada, en línea con la moderada ampliación de las holguras de capacidad y su mayor grado de indexación. Aun así, esta ha acumulado un descenso de poco más de 1pp en los últimos diez meses. En los alimentos, la baja inflación de frutas y verduras frescas sorprendió por su comportamiento atípico respecto de patrones estacionales.

Los datos de actividad del tercer trimestre continuaron dando cuenta de un dinamismo acotado. Durante los primeros tres trimestres del año, los sectores distintos de recursos naturales (PIB resto) crecieron algo menos de 2,5% anual, liderados por los sectores de servicios y el comercio, mientras que la construcción y, especialmente, la industria mostraron un bajo desempeño. En octubre, el Imacec sorprendió a la baja, con una variación anual negativa, muy influída por algunas líneas industriales y el débil desempeño de la minería, que se ha prolongado durante todo el año. Así, el crecimiento del 2016 se ubicará en el piso del rango de proyección estimado en septiembre.



En los primeros tres trimestres del año, la demanda interna —descontadas las existencias— creció a una tasa similar a la del PIB resto, impulsada por el consumo privado y de gobierno. La inversión resultó algo mejor que lo anticipado, pero sigue débil, destacando el continuo deterioro de construcción y otras obras. Los datos parciales del cuarto trimestre sugieren que el comportamiento del gasto interno no ha cambiado significativamente. La tasa de desempleo sigue baja, aunque muy influida por el crecimiento del empleo por cuenta propia. Los salarios muestran expansiones anuales en torno a sus promedios históricos.

El principal acontecimiento en el exterior fue la elección en EE.UU., evento que abrió una serie de preguntas respecto del devenir del panorama económico mundial, caracterizado por políticas monetarias altamente estimulativas en el mundo desarrollado. Entre esas interrogantes, resaltan los posibles efectos de una política fiscal más activa en EE.UU., medida que los mercados financieros han supuesto como muy probable, y que dio paso a mayores expectativas de inflación, perspectivas de una política monetaria menos expansiva, un fortalecimiento del dólar y un menor apetito por papeles largos. Así, las tasas de interés de largo plazo han aumentado de forma importante en EE.UU., lo que se ha replicado con diferentes intensidades en el resto del mundo. En este contexto, las condiciones financieras para las economías emergentes se han apretado, aunque siguen siendo positivas desde una perspectiva histórica.

Las cifras de actividad e inflación conocidas hasta el momento no dan cuenta de mayores cambios en las tendencias previas. En EE.UU., los datos de actividad y del mercado laboral muestran un buen desempeño de la economía. En otras economías desarrolladas apuntan a una incipiente recuperación. En el mundo emergente, el crecimiento de China no presenta cambios y en América Latina hay heterogeneidad. En este contexto, ha perdido urgencia la necesidad de nuevos estímulos monetarios en Europa y Japón, al mismo tiempo que se consolidó la expectativa de que la Reserva Federal (Fed) aumentará nuevamente su tasa — decisión que concretó con posterioridad al cierre estadístico de este IPoM—, pero se espera que su política monetaria siga siendo expansiva.

El precio del cobre se mantuvo relativamente estable hasta comienzos de noviembre, momento en que saltó desde cerca de US\$2,2 la libra a valores del orden de US\$2,6, movimiento que no parece aún plenamente explicado por la evolución de sus fundamentos. En los últimos meses, el barril de petróleo ha fluctuado entre US\$45 y 50 dólares la mayor parte del tiempo. En lo más reciente, tras los acuerdos de la OPEP y anuncios de otros productores de restringir la producción, se ubica cerca de US\$55.

En Chile, la reacción inicial de los mercados al resultado de la elección en EE.UU. fue similar a la del resto del mundo, con un aumento importante de las tasas de interés de largo plazo nominales y reajustables y una depreciación del peso. Sin embargo, en lo más reciente, estas tendencias se han revertido. La tasa del BCP a 10 años, que aumentó cerca de 60pb en los días posteriores a la elección, se ubicaba en torno a 4,4% al cierre estadístico del IPoM, 20pb por sobre su nivel previo a la elección. El tipo de cambio nominal se ubicaba cercano a \$650 por dólar, luego de transarse en torno a \$680. Considerado el promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la paridad peso/dólar casi no ha variado, pero sí se ha apreciado cerca de 3,5% en términos

multilaterales. Esto, más la evolución de la inflación interna y externa, ha dado paso a un tipo de cambio real (TCR) por debajo del observado hace unos meses. Su nivel actual se encuentra en el rango de valores coherentes con sus fundamentos de corto plazo, aunque inferior a sus promedios de los últimos 15 o 20 años. En el escenario base, como supuesto de trabajo, se supone que el TCR se depreciará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección.

En el escenario base, el crecimiento para este año se estima en 1,5%. Ello se ubica en el límite inferior del rango estimado en septiembre, dando cuenta del menor crecimiento previsto para el cuarto trimestre. Para el 2017, la menor velocidad inicial, en un contexto de mayores riesgos y niveles de confianza que siguen siendo marcadamente pesimistas, hacen prever que la actividad demorará algo más en lograr tasas de crecimiento cercanas a su potencial. Así, el crecimiento estimado para el 2017 se ajusta a un rango entre 1,5 y 2,5% (1,75 y 2,75% en septiembre). El mayor crecimiento del 2017, relativo al 2016, se justifica en que la economía se encuentra balanceada, que el sector minero no repetirá las fuertes caídas de años previos y que la inversión mostrará un aumento después de tres años seguidos de caídas anuales. El efecto de estos cambios será más evidente en la segunda mitad del año. Todo ello en un contexto en que continúa la consolidación fiscal anunciada por el Gobierno y en que las condiciones monetarias seguirán siendo expansivas.

La inflación anual continuará descendiendo, ubicándose por debajo de 3% durante gran parte del 2017, y en torno a ese valor el resto del horizonte de proyección. En ello incidirá una importante reducción del IPCSAE explicada por distintos elementos. Por un lado, la trayectoria del tipo de cambio seguirá contribuyendo a la reducción de la inflación de bienes importados. Por otro, se agrega que, más allá de los efectos base asociados al impuesto de timbres y estampillas, se espera que la inflación de servicios siga descendiendo gradualmente, ayudada en parte porque la menor inflación con que terminará el 2016 afectará los precios indexados durante la primera parte del 2017. Esto, en un contexto en que las presiones inflacionarias de mediano plazo son acotadas y donde se espera que existan holguras de capacidad durante todo el horizonte de proyección. Por su parte, se prevé que la inflación de la energía y de los alimentos aumente, contrapesando en parte los efectos sobre el IPC total de los elementos mencionados.

Más allá de la presencia de mayores riesgos, esta proyección contempla que el impulso externo que recibirá la economía chilena será similar a lo estimado en septiembre. Las condiciones financieras externas serán menos favorables, pero se esperan mejores términos de intercambio. Las proyecciones del escenario base consideran precios de US\$2,35 y 2,40 para el cobre el 2017 y el 2018, respectivamente. Esto, en línea con las proyecciones de analistas y con un entorno marcado por la apreciación del dólar y por mayores tasas de interés. El precio del petróleo se espera sea algo mayor que lo previsto en septiembre, promediando en torno a US\$55 el barril el 2017-2018. Las proyecciones de crecimiento mundial y de los socios comerciales no muestran cambios en el agregado y apuntan a expansiones crecientes para el 2017 y el 2018.

Respecto de la TPM, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que esta seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas. Con esto, se asegura que la política monetaria continuará

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

| | 2015 | 2016 (f) | 2017 (f) |
|--|---------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | |
| PIB | 2,3 | 1,5 | 1,5-2,5 |
| Ingreso nacional | 1,3 | 1,5 | 2,3 |
| Demanda interna | 2,0 | 1,1 | 2,6 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 1,6 | 2,0 | 2,0 |
| Formación bruta de capital fijo | -1,5 | -0,6 | 0,7 |
| Consumo total | 2,5 | 2,8 | 2,4 |
| Exportaciones de bienes y servicios | -1,9 | 0,1 | 2,0 |
| Importaciones de bienes y servicios | -2,8 | -1,4 | 4,1 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -2,1 | -1,7 | -1,9 |
| Ahorro nacional bruto (% del PIB) | 20,3 | 19,3 | 19,2 |
| Inversión nacional bruta (% del PIB) | 22,4 | 21,0 | 21,1 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 22,7 | 22,2 | 21,7 |
| FBCF (% del PIB real) | 23,7 | 23,2 | 22,9 |
| (millones de dólares) | | | |
| Cuenta corriente | -4.761 | -4.100 | -4.950 |
| Balanza comercial | 3.494 | 4.200 | 4.000 |
| Exportaciones | 62.232 | 59.000 | 62.700 |
| Importaciones | -58.738 | -54.800 | -58.700 |
| Servicios | -3.812 | -3.400 | -3.600 |
| Renta | -6.194 | -6.500 | -7.200 |
| Transferencias corrientes | 1.750 | 1.600 | 1.850 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN

| | 2015 | 2016 (f) | 2017 (f) | 2018 (f) |
|--|------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Inflación IPC promedio | 4,3 | 3,8 | 2,7 | |
| Inflación IPC diciembre (1) | 4,4 | 2,9 | 2,9 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (2) | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 4,7 | 4,0 | 2,0 | |
| Inflación IPCSAE diciembre | 4,7 | 2,9 | 2,3 | |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2) | | | | 2,8 |

(f) Proyección.

(1) Para diciembre del 2016 considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

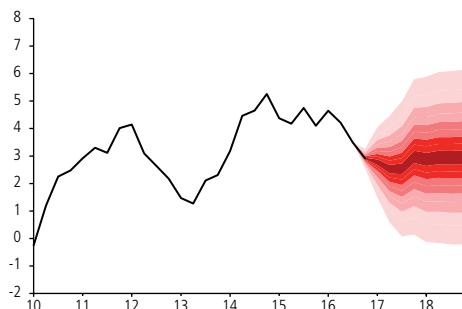
SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

| | Prom. 00 - 07 | Prom. 10 - 14 | 2015 (f) | 2016 (f) | 2017 (f) | 2018 (f) |
|---|------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Términos de intercambio | 8,2 | 1,6 | -4,5 | 0,4 | 1,1 | -0,5 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,6 | 4,2 | 3,2 | 2,9 | 3,2 | 3,4 |
| PIB mundial PPC (*) | 4,2 | 4,0 | 3,2 | 3,1 | 3,3 | 3,5 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 3,2 | 3,1 | 2,6 | 2,3 | 2,6 | 2,8 |
| PIB desarrolladas PPC (*) | 2,6 | 1,6 | 2,2 | 1,6 | 1,8 | 2,0 |
| PIB emergentes PPC (*) | 7,4 | 5,7 | 4,2 | 4,1 | 4,6 | 4,8 |
| Precios externos (en US\$,*) | 4,6 | 3,0 | -9,8 | -2,5 | 1,1 | 1,7 |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb) | 154 | 349 | 249 | 220 | 235 | 240 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barrel) | 44 | 92 | 49 | 43 | 54 | 55 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barrel) | 42 | 102 | 52 | 44 | 56 | 57 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 366 | 748 | 467 | 389 | 461 | 464 |
| Líbor US\$ (nominal, 90 días) | 3,6 | 0,3 | 0,3 | 0,8 | 1,5 | 2,4 |

(*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

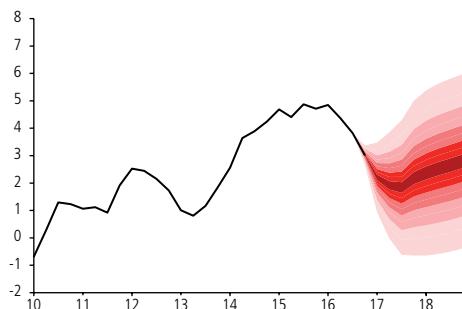
(f) Proyección.

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 central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas.

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 central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

siendo expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación.

Los eventos del último tiempo han ampliado los riesgos. Existe incertidumbre sobre la dirección de los impactos, el monto y la temporalidad que podría tener el anunciado paquete fiscal que adoptará la nueva administración estadounidense. El panorama de inflación en EE.UU. también ofrece riesgos, pues podría precipitar un comportamiento más agresivo de la Fed. Se suma el efecto que puedan tener las posibles medidas de corte proteccionista en el comercio y la actividad mundial. Todo esto, sin que aún se resuelva cómo el Reino Unido abandonará la Unión Europea y donde varias economías importantes de Europa preparan procesos eleccionarios. Se suma a esto las dudas sobre la salud de parte de la banca europea.

Las condiciones financieras para el mundo emergente son menos favorables y existe el riesgo de un deterioro más pronunciado. En China, si bien la actividad se ha estabilizado, los riesgos siguen presentes, especialmente los de su sistema financiero, que podría verse estresado ante un mayor deterioro de las condiciones financieras. En América Latina todavía hay economías en las que se requieren ajustes y otras que están en un proceso de cambios que puede generar turbulencias.

Internamente, las sorpresas de inflación de los últimos meses se concentran en precios ligados al tipo de cambio y alimentos, pero no puede descartarse que la convergencia de la inflación a 3% tome algo más de tiempo, especialmente si las holguras de capacidad se amplían más de lo anticipado. Por otra parte, la evolución del peso continuará sujeta a altos grados de incertidumbre, lo que podría afectar la inflación en el corto plazo en una u otra dirección.

Respecto de la actividad, las cifras más recientes ponen una nota de cautela, aun considerando la volatilidad de los datos mes a mes y que por el lado de la demanda la información conocida ha sido más favorable. Se suma que el deterioro de las condiciones financieras externas podría tener un impacto mayor que el previsto. En todo caso, también puede ocurrir que el precio del cobre se mantenga en niveles superiores a los considerados, impulsando el gasto interno y mejorando las confianzas.

En este contexto, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

La inflación ha descendido más rápido que lo previsto, pero se ubicará en 3% a fines del horizonte de proyección. La actividad sigue creciendo de forma acotada. Los riesgos internos y externos se han incrementado. Como siempre, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM DE SEPTIEMBRE 2016

El IPoM de septiembre daba cuenta de que la inflación anual había seguido descendiendo, llegando a 4% en julio. En ello había incidido, principalmente, la menor inflación de bienes asociada al comportamiento del tipo de cambio. El escenario base preveía que la inflación convergería a 3% algo antes de lo previsto en junio. Esto consideraba que, en el corto plazo, el tipo de cambio se mantendría en torno a los niveles del cierre estadístico, lo que estaba sujeto a importantes grados de incertidumbre. La evolución del tipo de cambio se había dado en un entorno externo donde, aunque con alguna reversión reciente, las condiciones financieras eran mejores que lo previsto, por la percepción de los mercados de que las políticas monetarias en el mundo desarrollado se mantendrían altamente expansivas por más tiempo, lo que se había revertido en parte tras los últimos anuncios de miembros de la Fed. La inflación de servicios no mostraba cambios mayores y se esperaba que continuara con su gradual proceso de desaceleración. Las proyecciones de actividad y demanda para 2016 y 2017 permanecían prácticamente inalteradas. Así, el Consejo había mantenido la TPM, anunciando que cambios futuros dependerían de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

El escenario base consideraba que la inflación anual del IPC seguiría acercándose a 3% en los meses siguientes, cerrando el 2016 en 3,5%. El IPCSAE tendría un descenso más rápido hacia 3%. Como supuesto de trabajo, las proyecciones consideraban que el TCR fluctuaría en torno a sus niveles del momento a lo largo del horizonte de proyección. Las proyecciones de actividad mundial no cambiaban significativamente. Los términos de intercambio tendrían un menor deterioro a lo largo del horizonte de proyección, aunque las trayectorias previstas para el precio del cobre y el petróleo eran similares a las de junio. Internamente, los datos de actividad y demanda del segundo trimestre mostraban un acotado crecimiento. En el PIB, la minería había tenido un desempeño menos favorable. Por el lado de la demanda, el consumo total seguía creciendo a tasas anuales del orden de 2,5%. La inversión mostraba una expansión positiva., conjugándose factores puntuales asociados a la internacionalización de maquinaria y equipos y a un deterioro más marcado que el previsto en construcción y otras obras. Así, se contemplaba que el PIB aumentaría entre 1,5 y 2,0% el 2016 y entre 1,75 y 2,75%, el 2017. Esto último, menor que lo esperado en junio.

Estas proyecciones consideraban que las bajas cifras de inversión efectiva y esperada habían reducido el crecimiento tendencial y potencial de la economía respecto de lo estimado un año antes. El tendencial se ubicaba en 3,2%. En tanto, para el 2016 y el 2017 se estimaba que el potencial se ubicaría entre 2,5 y 3%. Los datos sugerían que la convergencia al crecimiento tendencial tardaría más que lo previsto. De todos modos, la evaluación sobre el nivel actual de la brecha de actividad no era muy distinta que lo anticipado hace un año, pues si bien desde entonces la proyección de crecimiento del PIB para el 2016 se había corregido a la baja en algo más de un punto porcentual, también se había reducido la estimación de crecimiento potencial y, además, el crecimiento del 2015 se había corregido al alza.

De este modo, no se advertía la necesidad de nuevos incrementos de la TPM en el horizonte de política. Así, como supuesto de trabajo, el Consejo estimaba que la TPM se mantendría en su nivel actual en el horizonte de proyección. El escenario estaba sujeto a varios riesgos: la reversión de las mejores condiciones financieras internacionales, en lo que la trayectoria que tomaría la Fed para ajustar su tasa de interés era crítica. El Brexit era un tema en desarrollo, no pudiendo descartarse mayores repercusiones de mediano plazo en el crecimiento del Reino Unido y de Europa. Se sumaban varios procesos electorales pendientes en el mundo, cuyos resultados podrían provocar un viraje hacia políticas más protecciónistas. Seguían existiendo dudas en torno a la situación en China y respecto de la necesidad de ajuste fiscal y externo en algunos países de América Latina. Internamente, los riesgos para la inflación en el corto plazo seguían ligados a la evolución del tipo de cambio y, por lo tanto, a los riesgos del plano externo. Las mejores condiciones financieras externas podrían tener un impacto en el crecimiento mayor que el previsto. Las expectativas empresariales y de consumidores seguían en niveles pesimistas, lo que podría retrasar la recuperación del consumo y la inversión. Evaluados estos riesgos, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la inflación y la actividad estaba equilibrado.

REUNIONES DE SEPTIEMBRE, OCTUBRE Y NOVIEMBRE

Entre el cierre estadístico del IPoM y la Reunión de septiembre se había conocido el Imacec de julio y la inflación de agosto, ambos en línea con el escenario base del IPoM. La inflación anual del IPC descendía de 4 a 3,4%, ubicándose con claridad dentro del rango de tolerancia. La convergencia de la inflación continuaba impulsada



principalmente por la disminución de la inflación de transables (IPCSAE bienes), en línea con la visión de que la convergencia de la inflación estaba principalmente asociada a la estabilidad del tipo de cambio y que la contribución de las holguras de capacidad sería acotada. El análisis indicaba que el menor tipo de cambio empujaría el IPCSAE por debajo de 3% durante parte importante del 2017, sin embargo no sugería efectos de segunda vuelta que pusieran en riesgo la convergencia a la meta en el horizonte de proyección. Así, se analizó la opción de mantener la TPM en 3,5% y la de recortarla a 3,25%. Esta última opción consideraba las sucesivas correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento, el bajo nivel y la nula mejora de los indicadores de confianza, así como una inversión que no repuntaba. Sin embargo, todo sugería que el escenario base permanecía firme y hacía innecesario un cambio en la orientación de la política monetaria. Así, el Consejo mantuvo la TPM en 3,5%.

Para octubre, el escenario internacional evolucionaba en línea con lo previsto en el IPoM. Se seguía esperando un actuar gradual de la Fed, pero existía una creciente preocupación porque el balance de costos y beneficios de las políticas monetarias ultraexpansivas se estaba tornando menos favorable. El dólar se había apreciado y moderado la propensión al riesgo. En lo interno, los datos de actividad y demanda también se enmarcaban dentro del IPoM. La principal sorpresa había sido el bajo registro de inflación de septiembre. El mercado esperaba, en promedio, recortes de tasas durante el 2017, ubicándola entre 3 y 3,25%, dependiendo del indicador.

Así, se analizó la opción de bajar la TPM a 3,25% y la de mantenerla en 3,5%. A favor de bajar estaba que la probabilidad de un escenario alternativo, en que la convergencia de la inflación a la meta requería de un impulso monetario superior, tenía una probabilidad lo suficientemente alta para ser analizado. La actividad seguía débil; el crecimiento potencial y la tasa de interés neutral habían disminuido; los indicadores de confianza seguían deprimidos y sin mostrar mejoría; y la inversión no repuntaba. Aun así, la evaluación seguía siendo que no había evidencia suficiente para proponer un cambio relevante en la senda de convergencia de la inflación. La sorpresa inflacionaria se había concentrado en ítems con un coeficiente de traspaso cambiario alto, sugiriendo que la menor inflación estaba más relacionada con las fluctuaciones de tipo de cambio de los últimos meses que a menores presiones asociadas a la actividad. La inflación de servicios (exceptuando transportes), cuyo comportamiento era más sensible a la actividad, había estado en línea con lo estimado hacia ya varios trimestres. El análisis sugería que los niveles de traspaso cambiario eran similares a los usuales.

Si bien la acotada reacción de la inflación esperada por el mercado podía atribuirse a la mayor expansividad de la política monetaria que ellos esperaban, las tasas reales no cambiaban mucho respecto de septiembre y dado los rezagos con que operaba la política monetaria y el *timing* asumido para los recortes, era razonable pensar que

la inflación a un año plazo —la que había cambiado más— no estaba muy afectada por los cambios en la TPM proyectada. Una baja también se podía argumentar para adecuar la tasa nominal a fluctuaciones de la inflación esperada a fin de mantener el mismo impulso monetario real. Mover la TPM por cambios acotados en las expectativas corría el riesgo de introducir excesiva variabilidad a la TPM. El costo de mantenerla era que, si finalmente se daba el escenario donde se requería un mayor estímulo y este no se realizaba, se corría el riesgo de quedar detrás de la curva. Si bien este riesgo se debía sopesar, también se debía tomar en cuenta que dicho error podía ser compensado en el futuro con una acción más decidida. Como la política monetaria estaba proveyendo un grado de expansividad relevante, este riesgo no parecía elevado. Así, el Consejo mantuvo la TPM en 3,5%.

En los antecedentes de noviembre, destacaban la sorpresa a la baja que acumulaba la inflación respecto de lo previsto en el IPoM y los cambios en los precios de los activos financieros tras la elección de EE.UU., especialmente los aumentos de las tasas de interés de largo plazo. La visión general respecto de la evolución de la inflación no cambiaba, pues sus variaciones habían estado asociadas principalmente al tipo de cambio, mientras que la desaceleración gradual de la economía no había presionado significativamente a la baja la inflación de los no transables, ni se esperaba que lo hiciera en el mediano plazo. Las expectativas de inflación de las encuestas no diferían significativamente de las internas, pero las de algunos precios financieros sí, lo que debía ser monitoreado con cuidado. El aumento de las tasas largas se relacionaba con un cambio de visión en los mercados globales, asociado a los efectos que una política fiscal más expansiva y una monetaria algo menos estimulativa tendrían en la economía. El aumento de las tasas largas locales había sido muy significativo, con movimientos entre los mayores de los últimos diez años, aunque los niveles seguían siendo bajos y menores que los de la primera parte del año. Con todo, los movimientos, tanto en Chile como en Estados Unidos, no se asociaban a cambios significativos en la visión sobre la TPM, sino a variaciones de los premios por plazo. Cómo afectarían estos movimientos el crecimiento de la economía y la trayectoria de inflación no quedaba claro para nada.

En este contexto, se analizaron dos opciones: mantener la TPM en 3,5% o bajarla a 3,25%. Bajar, se podía justificar por la necesidad de un ajuste técnico para compensar el efecto de la menor inflación proyectada a un año plazo y porque la probabilidad de un escenario de mayor debilidad de la actividad era importante, especialmente tras el aumento de las tasas largas. Mantener, porque los datos conocidos no sugerían ninguna desviación relevante respecto de lo previsto en el IPoM y porque no era evidente cómo evolucionarían los precios de los activos, el tipo de cambio y las tasas de interés en los trimestres siguientes, lo que, dado los bajos niveles de la tasa, sugería que era razonable recabar información antes de embarcarse en un cambio de orientación de la política monetaria. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 3,5%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, así como los principales riesgos.

Más allá de los movimientos observados en algunas variables, se espera que el impulso externo que recibirá la economía chilena a lo largo del horizonte de proyección será similar a lo estimado en septiembre. Sin embargo, los riesgos son mayores, entre otros factores porque no hay claridad respecto de cómo cambiarán las políticas económicas en EE.UU., ni cómo esto afectará a su economía y a la del resto del mundo. De todos modos, en lo más reciente las condiciones financieras externas se han vuelto menos favorables y los términos de intercambio han mejorado. El panorama para la actividad y la inflación global no muestra cambios mayores. Así, en el mundo desarrollado se ha ido asentando un escenario de mejor desempeño y en el emergente destaca la estabilidad del crecimiento de China y la heterogeneidad de América Latina.

CRECIMIENTO MUNDIAL

En el 2017 y el 2018 se espera que la actividad global crezca en promedio 3,4%, y que los socios comerciales chilenos se expandan 3,3%. Ambas cifras son iguales a las de septiembre. En todo caso, los riesgos en torno a la proyección son mayores, ya que no hay claridad sobre cómo afectarán los eventos más recientes al desempeño de la economía mundial.

Para EE.UU. se prevén tasas de crecimiento anual de 2,3% en el 2017 y el 2018. Ello, luego de que su economía mostrara un fortalecimiento paulatino durante el 2016, llegando su expansión a 3,2% trimestral anualizado en el tercer trimestre. Destacó el dinamismo del consumo personal, lo que se condice con la robustez de su mercado laboral, cuya tasa de desempleo descendió a 4,6% en noviembre. Además, resalta la recuperación de las expectativas manufactureras (PMI) en los últimos meses, ubicándose por sobre el pivote (50), que se suma a la buena percepción que sigue presente en el sector de los servicios. Para la Eurozona y Japón se prevén tasas de crecimiento promedio para 2017-2018 de 1,5 y 1,1%, respectivamente (tabla I.1).

En China, la actividad del tercer trimestre creció 6,7% anual, similar al cuarto previo. El escenario base considera que esa economía seguirá moderándose gradualmente, con tasas de crecimiento cercanas a 6% hacia fines del horizonte de proyección. En los últimos meses, junto con la mayor inversión pública en infraestructura, la inversión privada mostró un mayor crecimiento anual, lo que permitirá dar sustentabilidad a sus tasas de expansión (gráfico I.1). Con todo,

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

| | Prom. 00-07 | Prom. 10-14 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------|-------------|-------------|------|------|------|------|
| Mundo a PPC | 4,2 | 4,0 | 3,2 | 3,1 | 3,3 | 3,5 |
| Mundial a TC de mercado | 3,2 | 3,1 | 2,6 | 2,3 | 2,6 | 2,8 |
| Socios comerciales | 3,6 | 4,2 | 3,2 | 2,9 | 3,2 | 3,4 |
| Estados Unidos | 2,6 | 2,1 | 2,6 | 1,6 | 2,3 | 2,3 |
| Eurozona | 2,2 | 0,7 | 2,0 | 1,6 | 1,5 | 1,6 |
| Japón | 1,7 | 1,6 | 1,2 | 0,8 | 0,9 | 1,2 |
| China | 10,5 | 8,6 | 6,9 | 6,7 | 6,2 | 6,0 |
| India | 7,1 | 7,3 | 7,6 | 7,1 | 7,5 | 7,6 |
| Resto de Asia | 5,1 | 5,0 | 3,5 | 3,5 | 3,7 | 4,0 |
| América Latina (excl. Chile) | 3,5 | 3,5 | -0,4 | -1,2 | 1,4 | 2,3 |
| Exp. de prod. básicos | 3,1 | 2,6 | 1,7 | 2,0 | 2,3 | 2,4 |

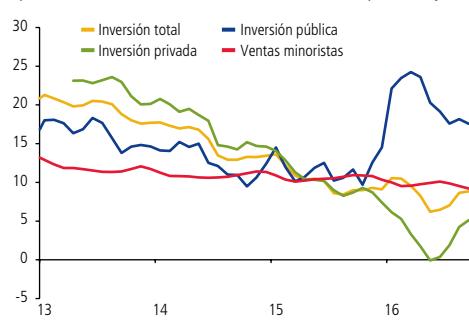
(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

GRÁFICO I.1

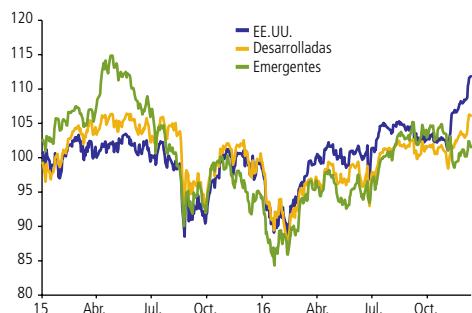
China: Indicadores de demanda
(promedio móvil de 3 meses, variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.



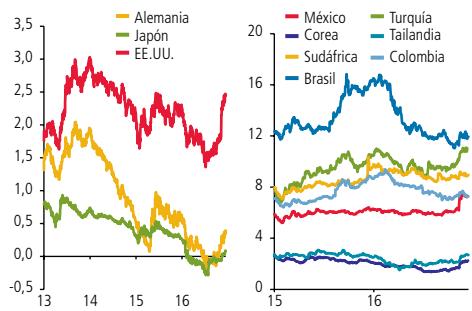
GRÁFICO I.2
Mercados bursátiles (*)
(índice, promedio 2015-2016=100)



(*) Para EE.UU., corresponde al Dow Jones. Para las regiones, corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.3
Tasas de interés de los bonos de gobierno nominales
a 10 años plazo
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

el alto nivel de endeudamiento, en particular el corporativo, muy ligado al rubro de vivienda, sigue siendo un elemento de preocupación, razón por la que el gobierno chino ha implementando diversas medidas. Por el lado del mercado cambiario, el renminbi sigue con una depreciación gradual, aunque en lo más reciente se han generado más presiones sobre la moneda y las reservas. Además, siguen presentes los riesgos en torno a la sostenibilidad de las medidas de estímulo.

En América Latina se aprecia un panorama mixto y las grandes economías de la región siguen atravesando por un proceso de ajuste. En Brasil, luego de que la actividad del tercer trimestre diera cuenta de una menor contracción anual respecto de la primera mitad del año, las cifras más recientes han resultado más débiles de lo esperado por el mercado, en particular la producción industrial. Asimismo, en Colombia el crecimiento del PIB siguió moderándose, con un desempeño especialmente bajo de los sectores ligados al consumo. En ambos casos, han destacado las señales de consolidación fiscal entregadas en estos últimos meses, las que han reducido los riesgos de mayores desequilibrios macroeconómicos. Además, en Colombia han estado acompañadas por una reducción del déficit efectivo de cuenta corriente. Perú sigue con altas tasas de expansión anuales, impulsadas por la minería. En Argentina, destacaron las reformas hacia una mayor apertura comercial lo que podría agregar más impulso a su actividad en el mediano y largo plazo. Sin embargo, las proyecciones apuntan a una contracción de esta economía este año y para el próximo se han ido corrigiendo paulatinamente a la baja. En México, los efectos de las elecciones en EE.UU. han generado mayor incertidumbre, la que se ha plasmado en un deterioro y una mayor dispersión de las proyecciones de mercado para el crecimiento del 2017 y 2018.

MERCADOS FINANCIEROS

Las condiciones financieras externas que enfrenta la economía chilena se tornaron menos positivas tras las elecciones en EE.UU., aunque siguen siendo favorables en perspectiva histórica. Hasta comienzos de noviembre, los mercados anticipaban que el estímulo monetario seguiría siendo muy elevado durante mucho tiempo, e incluso que podría aumentar en algunos países. Así, las tasas de interés de largo plazo habían alcanzado récords históricamente bajos y se habían vuelto negativas en varias economías. Todo esto, pues se estimaba que el espacio para que la política fiscal pudiera impulsar las economías desarrolladas era muy escaso o casi nulo. Sin embargo, tras las elecciones en EE.UU. esta visión se ha matizado, principalmente, porque los mercados estiman que habrá un paquete fiscal que dará mayor impulso a la economía, se prevén mayores presiones inflacionarias y, por ende, el retiro del estímulo monetario por parte de la Fed será algo más rápido. Esto ha llevado a una reasignación de portafolios, favoreciendo la tenencia de activos de economías desarrolladas en desmedro de las emergentes, y también a un cambio desde renta fija hacia renta variable. Además, se ha dado una importante descompresión de los premios por plazo que ha hecho aumentar las tasas de interés y se ha observado una apreciación multilateral del dólar (gráficos I.2 y I.3).

Para el mundo emergente, la reacción inicial fue negativa. El aumento de las tasas de interés de largo plazo se extendió a la mayoría de las economías, y sus bolsas perdieron valor al mismo tiempo que los flujos de capitales se dirigían al mundo desarrollado, los premios por riesgo subían y sus monedas se debilitaban (gráfico I.4). Sin embargo, con el paso de los días estas tendencias se han ido revirtiendo. Las tasas de interés de largo plazo han revertido parte del alza, las bolsas han recuperado valor, los premios por riesgo han descendido y las monedas, aunque con diferencias, se han apreciado.

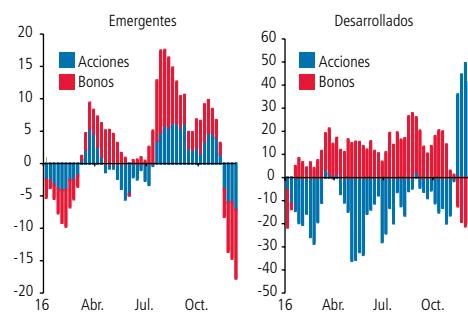
POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN

El cambio en el mix de impulso fiscal y monetario que se espera en EE.UU. dio paso a un cambio en la percepción del mercado respecto de la evolución futura de la inflación y la política monetaria en esa economía. Ello se vio reforzado por la trayectoria de la inflación del IPC, que entre julio y octubre, pasó de cerca de 1 a 1,6% anual. Además, las medidas subyacentes de inflación se sostuvieron en la vecindad del 2% anual y los salarios en torno a 2,5% anual (gráfico I.5). Esto, como se mencionó, en un contexto de favorable evolución del mercado laboral —en niveles considerados de pleno empleo— y del mayor dinamismo que mostró la economía en el tercer trimestre. Así, el mercado fue modificando su visión respecto de la trayectoria de la tasa de la Reserva Federal. Al cierre estadístico, el mercado había asumido que se darían dos alzas en el 2017 (una más que antes de las elecciones) y para el 2018 de que la tasa se ubicaría en 1,5% (versus el 1% anterior). Luego del cierre estadístico de este IPoM, la Fed aumentó la tasa y además ajustó sus proyecciones a lo largo del horizonte de proyección, considerando tres aumentos para el 2017 (dos en la reunión de septiembre). El comunicado fue percibido como más restrictivo que lo anticipado por el mercado.

En Europa, el balance de riesgos para la inflación se ha ido equilibrando. A partir de julio, la inflación anual ha repuntado, dejando atrás los valores anuales negativos. De todos modos, las medidas subyacentes no han tenido un mayor cambio de tendencia y siguen determinadas por un lento cierre de las holguras. No obstante, el panorama de crecimiento en Europa se ha vuelto más estable, en lo que ha ayudado que los efectos inmediatos del Brexit han resultado menores que los previstos en un inicio. En el Reino Unido, la inversión privada repuntó en el tercer trimestre y el gobierno anunció un mayor gasto fiscal. Además, la fuerte depreciación cambiaria fue elevando las perspectivas de inflación, y con ello diluyendo la posibilidad de agregar más estímulos monetarios. Por su parte, el Banco Central Europeo extendió hasta fines del 2017 el plan de compra de activos, aunque recortó el monto mensual. Ello, en medio de las señales de algunas autoridades de gobierno de la región de estar dispuestas a una mayor expansión fiscal, lo que se suma al impulso que el gobierno alemán ha introducido durante el año. Japón, aunque sigue con tasas anuales de inflación más reducidas que el resto del mundo desarrollado, sorprendió al mercado por su mayor registro de inflación en octubre.

GRÁFICO I.4

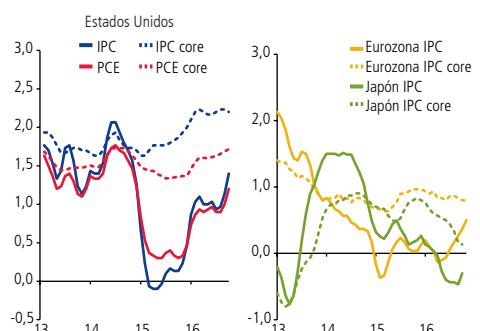
Flujos netos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO I.5

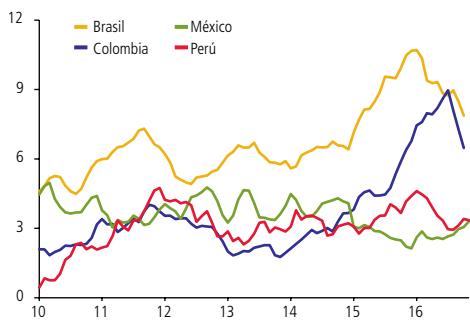
Inflación en economías desarrolladas
(promedio móvil de 3 meses, variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Oficina de Estadísticas de Japón.

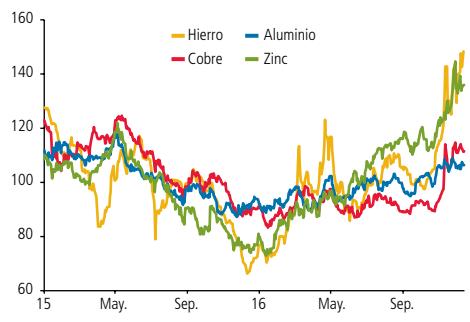


GRÁFICO I.6
Inflación en América Latina
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7
Precio de metales
(índice promedio 2015-2016=100)



Fuente: Bloomberg.

En América Latina, la inflación ha ido cediendo. La relativa estabilidad cambiaria —o incluso apreciación de las monedas— observada hasta comienzos de noviembre cooperó para un descenso de la inflación en la mayoría de los países (gráfico I.6). En algunas economías, como Brasil, ello ha dado espacio para comenzar a recortar la tasa de política monetaria. En otras, como Colombia, las expectativas de mercado apuntan a un relajamiento monetario en lo venidero. México, por otro lado, ha efectuado aumentos de su tasa, en medio de los efectos que la elección en EE.UU. ha tenido en su moneda.

MATERIAS PRIMAS

Los precios de las materias primas han subido en los últimos meses. En el caso de los metales, varios de ellos comenzaron esta tendencia hace un tiempo ya. Destaca el aumento del precio del hierro (cerca de +30% respecto del cierre estadístico del IPoM previo), el plomo (+25% en igual plazo) y el zinc (+20%). El precio del cobre se mantuvo relativamente estable hasta comienzos de noviembre, momento en que saltó desde cerca de US\$2,2 la libra a valores del orden de US\$2,6 (cerca de 25% respecto del IPoM previo). El escenario base considera precios de US\$2,35 y 2,40 en el 2017 y 2018, respectivamente, pues su aumento reciente no parece aun plenamente explicado por sus fundamentos. Estas proyecciones están en línea con las del mercado, que también consideran que los valores actuales no se prolongarán. Además, si bien en algunos mercados ha habido cambios que permiten sostener precios de las materias primas más altos, un ambiente de apreciación del dólar y mayores tasas de interés no suelen ser favorables para estos precios (gráfico I.7).

Por otro lado, al cierre estadístico, el precio del barril WTI y Brent se ubica cercano a US\$55, por sobre el del IPoM anterior (US\$49 el barril). Si bien el aumento del petróleo ha estado determinado por anuncios de recortes de producción por parte de la OPEP y otros productores como Rusia y México, las condiciones de oferta también estarán determinadas por la producción de crudo en EE.UU., que se ha caracterizado por la facilidad con que pueden entrar y salir los productores de las plataformas del *shale oil*, lo que limita los aumentos y caídas de precios. En el escenario base, se considera un promedio para el crudo Brent y WTI de cerca de US\$55 el barril en el 2017-2018, valores algo por sobre los previstos antes.

En suma, el impulso externo es similar al IPoM de septiembre, aunque los eventos del último tiempo han ampliado los riesgos. En lo inmediato, hay incertidumbre sobre la dirección de los impactos, el monto y la temporalidad que podría tener el paquete fiscal en EE.UU. Además, las condiciones financieras para el mundo emergente se han vuelto menos favorables y existen dudas de cuán perjudicial puede ser su efecto. Se suman el impacto que puedan tener medidas proteccionistas sobre el comercio y el crecimiento global. Por otro lado, no se puede descartar que el cobre siga en los niveles actuales y resulte mayor a lo esperado.

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

POLÍTICA MONETARIA

Desde el IPoM de septiembre, la inflación ha descendido más rápido que lo previsto, pero se prevé se sitúe en 3% a fines del horizonte de proyección. La actividad sigue creciendo de forma acotada. Los riesgos internos y externos se han incrementado. En este contexto, el Consejo ha mantenido en 3,5% la tasa de política monetaria (TPM) en los últimos meses y estima que, de concretarse las tendencias delineadas en el escenario base, será necesario incrementar el impulso monetario.

Las expectativas del mercado para la TPM han tenido fluctuaciones desde el IPoM pasado, en especial las derivadas de los precios de los activos financieros. Con todo, la baja de la inflación más rápida que la anticipada e indicadores de actividad más débiles llevaron a un ajuste a la baja de estas perspectivas. Así, al cierre estadístico las encuestas (EEE y EOF) y los precios de activos financieros sugieren dos recortes transitorios de 25pb en el horizonte de proyección (gráfico II.1 y tabla II.1). El escenario base considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas.

TABLA II.2
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

| | A un año | | A dos años | |
|------------------------------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | IPoM Septiembre | IPoM Diciembre | IPoM Septiembre | IPoM Diciembre |
| EEE (1) | 3,50 | 3,00 | 3,75 | 3,50 |
| EOF (2) | 3,50 | 3,00 | 3,50 | 3,50 |
| Precios de activos financieros (3) | 3,29 | 3,05 | 3,42 | 3,50 |

(1) Corresponde a la encuesta de agosto 2016 y de diciembre 2016.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de agosto 2016 y de la primera quincena de diciembre 2016.

(3) Para el IPoM de septiembre y diciembre considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 30/08/16 y al 13/12/16, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

TASAS DE INTERÉS Y AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS LOCALES

Las tasas de interés de largo plazo locales han tenido vaivenes importantes desde el cierre del IPoM pasado. Los movimientos de los mercados financieros externos han sido los principales determinantes de estos cambios. Comparado el cierre estadístico de este IPoM y el anterior (promedio diez días hábiles), las tasas nominales de

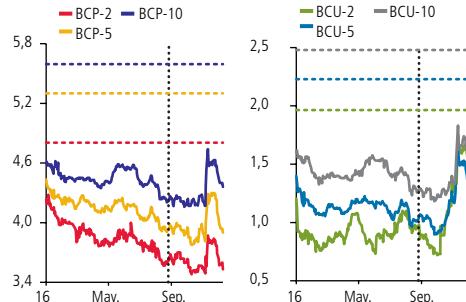
GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2)
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2016.

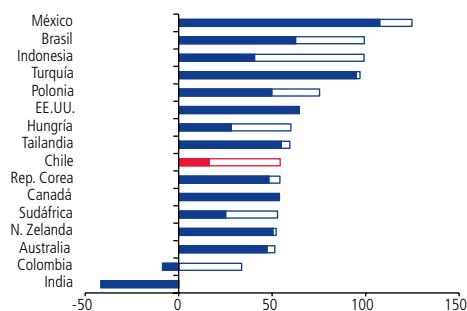
(2) Líneas punteadas horizontales corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

Tasas nominales a 10 años (*)

(var. acumulada desde el 07-11-2016, puntos base)



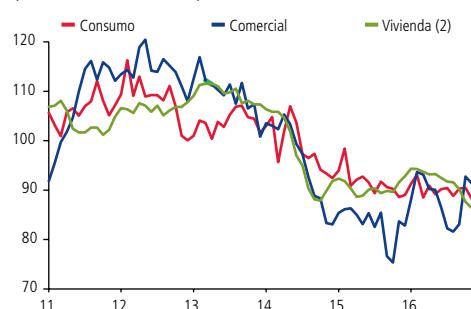
(*) Barras sólidas consideran la variación al día del cierre estadístico. Barras transparentes consideran la máxima variación alcanzada entre el 07-11-2016 y el cierre estadístico.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.4

Tasa de interés por tipo de colocación (1)

(índice 2011-2016=100)



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

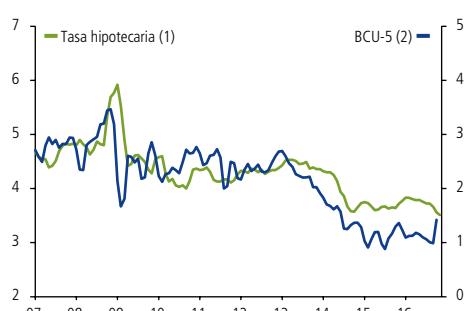
(2) Corresponden a colocaciones en UF.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO II.5

Tasas de las colocaciones de vivienda y BCU-5

(porcentaje)



(1) Promedio ponderado de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(2) Rezagada en un mes.

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

largo plazo son algo más de 20 puntos base (pb) mayores y las reajustables aumentaron cerca de 30pb (gráfico II.2).

En el caso de las tasas nominales, sus mayores cambios se observaron tras la elección en EE.UU. En los días posteriores a este evento, y en línea con la evolución de los mercados financieros globales, tuvieron alzas que alcanzaron hasta 55pb en el caso del bono a 10 años. En lo más reciente, se ha revertido parte de estos aumentos y la tasa a 10 años es del orden de 10pb superior a la vigente a comienzos de noviembre. Por el contrario, la tasa de los bonos a 10 años plazo del Tesoro de EE.UU. continuó aumentando, completando un incremento de casi 65pb entre el día previo a la elección y el cierre estadístico, que se intensificó luego del cierre de este IPoM, tras la última comunicación de la Fed. En otras economías emergentes, las tasas de interés de largo plazo también aumentaron, aunque la magnitud de su aumento y posterior reversión ha variado de país en país (gráfico II.3).

El aumento de las tasas reajustables ha sido mayor al de las nominales. Las de más corto plazo son las que exhiben el mayor cambio, el cual se concentró en particular durante septiembre y octubre. El resultado de la elección en EE.UU. también impulsó las tasas de los bonos en UF, impacto que, al igual que para las nominales, tendió a deshacerse en las últimas semanas.

En las tasas nominales de captación, las de más corto plazo (30-90 días) no exhiben grandes cambios y siguen en torno a los valores observados durante este año. En tanto, los spreads del mercado monetario han tenido ciertos vaivenes en meses recientes, principalmente asociados a los movimientos de las tasas swap, que han variado según la evolución de las expectativas de TPM.

Las tasas de interés de las colocaciones tuvieron comportamientos mixtos en los últimos meses, aunque en general siguen claramente por debajo de sus promedios históricos (gráfico II.4). Por un lado, desde el cierre estadístico anterior, el promedio ponderado de las tasas de las colocaciones comerciales subió alrededor de 75pb, lo que de todos modos se enmarca dentro de la volatilidad habitual de esta variable. En principio, el alza de esta tasa no refleja necesariamente un aumento en el costo de financiamiento para las empresas, sino más bien un cambio en la composición del tipo de crédito que afecta el promedio informado. En efecto, el producto sobregiros —que lidera la estructura de este tipo de préstamos— ha mostrado un aumento importante en la tasa de interés cobrada (+175pb entre julio y noviembre, con aumentos incluso mayores en octubre). La explicación a este aumento se encuentra en su composición por montos, toda vez que se observó una mayor participación de créditos por montos bajos que tienen un costo más elevado. Las tasas de interés del resto de los productos de la cartera comercial llevan varios meses sin grandes variaciones. Por su parte, las tasas de interés de las colocaciones de consumo continuaron oscilando en torno a 23% en el agregado, mientras que las hipotecarias tuvieron un leve retroceso. Sobre estas últimas, cabe hacer notar que guardan estrecha relación con las de los documentos reajustables a 5 años plazo, por lo que el aumento reciente de estas podría afectarlas en lo venidero (gráfico II.5). Con todo, el mercado de estos préstamos está siendo afectado por otros elementos, como la reducción del monto prestado sobre la garantía (*loan to value*), que igual pueden incidir sobre el costo final o el monto del crédito.

En cuanto al crecimiento real de las colocaciones, se mantienen las dinámicas de los últimos meses. El de las hipotecarias continuó bajando, como ha sido la tónica desde fines del 2015 (6,5% anual en noviembre; 8,4% anual en julio). También cayó el de las comerciales (2,4% anual en noviembre; 4,5% anual en julio), principalmente por un efecto base de comparación y por valorización asociada al tipo de cambio. En contraste, los créditos de consumo aumentaron su expansión anual real respecto del IPoM de septiembre, de la mano de mayores montos prestados en sus distintos productos (gráfico II.6). Las emisiones de bonos han mostrado algún repunte desde el IPoM pasado, en su mayoría en el mercado local.

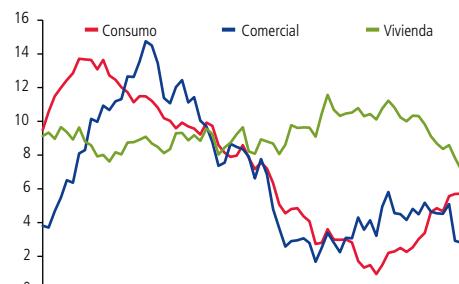
Los indicadores cualitativos tampoco cambian sustancialmente. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre sigue reportando condiciones débiles, en especial de la demanda. Los entrevistados del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre ratifican una baja demanda de fondos de los diversos agentes. Asimismo, coinciden en que el foco persiste en la renegociación de deuda, en el otorgamiento crediticio a perfiles menos riesgosos y en más barreras de acceso para el resto de los clientes.

A noviembre, el crecimiento anual del agregado monetario nominal M1 siguió en cerca de 4%, en tanto el de M2 mostró alguna caída debido a la menor incidencia de los depósitos a plazo. El M3 se redujo de 9,2 a 7,7% entre julio y noviembre, en gran parte por el lado de los depósitos en moneda extranjera, dados la menor actividad en este componente y el efecto valorización cambiaria.

Las últimas semanas también se han caracterizado por una reasignación de portafolios. Esto, en un contexto de mayor apetito por activos de los mercados desarrollados. Ello derivó en una salida de capitales desde el mundo emergente, esencialmente hacia instrumentos de renta variable en el mundo desarrollado (gráfico I.4). Lo anterior, aparte de fomentar el robustecimiento del dólar respecto de la mayoría de las monedas, se tradujo en una disparidad en el desarrollo de sus bolsas. Los premios por riesgo soberano (CDS a 5 años) tuvieron alzas, sobre todo en algunos países latinoamericanos, como México. Con todo, a medida que ha pasado el tiempo, el ánimo de los mercados acerca del efecto que tendrá en el mundo emergente las políticas que adopte la nueva administración estadounidense ha ido mejorando, sus bolsas han repuntado y sus premios por riesgo soberano han caído, incluso en algunos casos ubicándose en niveles más favorables que los de comienzos de noviembre (gráficos II.7 y II.8). Esto último es una tendencia casi generalizada en los spreads corporativos (CEMBI). En este sentido, a pesar del incremento de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas, desde un punto de vista histórico, las condiciones crediticias internacionales en su conjunto para el mundo emergente permanecen expansivas, aunque ciertamente menos favorables que hace tres meses. En Chile, las variables financieras se han ajustado a las tendencias descritas, pero también con magnitudes menores que en otras emergentes. Entre otros, la mejora reciente de las bolsas ha sido algo más notoria que en otras de estas economías, mientras que al cierre estadístico los spreads soberanos se ubicaban en valores inferiores a los previos a las elecciones en EE.UU. Con todo, recientemente, una importante clasificadora de riesgo recortó la perspectiva crediticia de Chile a negativa.

GRÁFICO II.6

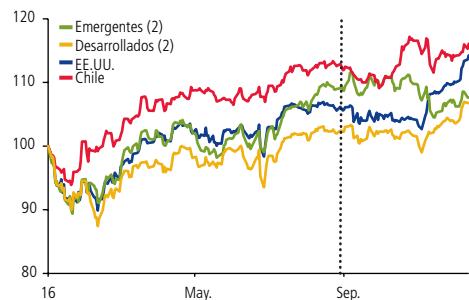
Colocaciones reales por tipo de crédito
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO II.7

Mercados bursátiles (1)
(índice 1 enero 2016=100)



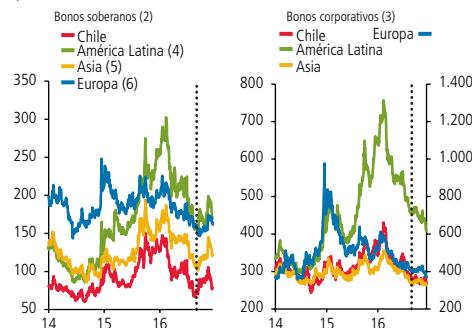
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2016.

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

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.8

Premios por riesgo en economías emergentes (1)
(puntos base)



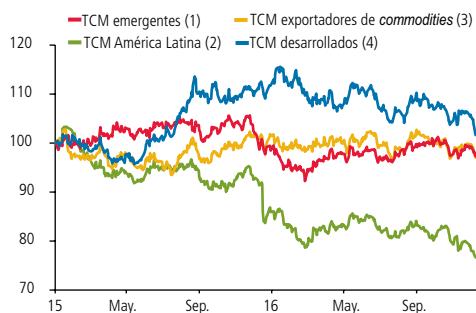
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2016.

(2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Medido por el CEMBI. (4) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (6) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.9****Medidas multilaterales**

(datos diarios, índice 2 de enero 2015=100)

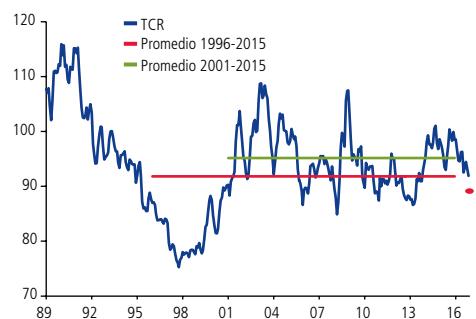


(1) Considera Rep. Corea, India, Rusia y Sudáfrica. (2) Considera Brasil, Colombia, México, Perú y Argentina. (3) Considera Australia, Canadá y Nueva Zelanda. (4) Considera Japón, Reino Unido y Euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10**Tipo de cambio real (*)**

(índice 1986=100)



(*) Dato de noviembre 2016 corresponde a estimación preliminar. Punto rojo corresponde al valor spot al día del cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

TIPO DE CAMBIO

Comparado el promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM y el de septiembre, el tipo de cambio nominal tuvo escasa variación. No obstante, en el intertanto mostró una alta volatilidad. Parte importante de ella se gatilló tras conocerse el resultado de la elección presidencial en EE.UU. En los días posteriores a este evento, el peso alcanzó hasta cerca de \$680 por dólar, siguiendo una tendencia generalizada de fortalecimiento del dólar. Sin embargo, en las últimas semanas, el tipo de cambio nominal revirtió esta trayectoria y al cierre estadístico se ubicó en torno a \$650, nivel similar al de inicios de noviembre. Además, el índice de volatilidad del peso, que había aumentado de forma importante, deshizo buena parte de ese incremento.

En términos multilaterales, el peso exhibió una apreciación en los últimos meses. De hecho, la reacción inicial del peso a los resultados de los comicios en EE.UU. fue menos intensa que la de otras monedas emergentes, lo que condujo a este fortalecimiento. Así, mientras en términos nominales el peso se depreció 0,5% entre IPoM e IPoM, en términos multilaterales el peso se apreció 3,7%, cifra que es mayor si se excluye el dólar de EE.UU. (-4,7% el TCM-X) (gráfico II.9 y tabla II.2).

La apreciación multilateral del peso, junto con la evolución de la inflación —local y externa—, llevó a que el tipo de cambio real (TCR) se redujera en comparación con el cierre estadístico pasado. Así, al cierre actual este fluctuaba en torno a 90 en su medición 1986=100, en el rango de valores coherentes con sus fundamentos de corto plazo, pero inferior a sus promedios de los últimos 15 o 20 años (gráfico II.10). Como supuesto de trabajo, el escenario base de este IPoM supone que el TCR se depreciará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección.

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

| | Variación TCN | | |
|-----------------------------|-----------------------------|-------------|-------------------------|
| | IPoM Dic.16/ IPoM Sep.16 | En un año | Spot/mínimo del 2013 |
| Rusia | -2,5 | -8,3 | 103,2 |
| Turquía | 17,9 | 18,9 | 99,7 |
| Brasil | 5,3 | -10,8 | 71,5 |
| México | 11,0 | 20,8 | 69,3 |
| Colombia | 4,1 | -6,8 | 68,9 |
| América Latina (2) (5) | 6,9 | 0,2 | 64,4 |
| Sudáfrica | -1,4 | -7,1 | 61,0 |
| Noruega | 2,4 | -2,4 | 54,5 |
| Monedas comparables (3) (5) | 8,1 | 3,2 | 50,4 |
| Australia | 2,0 | -2,5 | 41,3 |
| Chile | 0,5 | -5,6 | 39,2 |
| Indonesia | 1,5 | -3,6 | 38,5 |
| Rep. Checa | 5,8 | 2,1 | 36,5 |
| Monedas commodities (4) (5) | 1,5 | -3,4 | 36,2 |
| Perú | 2,0 | 1,1 | 33,7 |
| Canadá | 2,4 | -2,0 | 33,6 |
| India | 1,2 | 1,7 | 27,1 |
| Tailandia | 2,9 | -0,8 | 24,1 |
| Nueva Zelanda | 1,8 | -6,2 | 19,9 |
| Rep. Corea | 4,6 | -0,3 | 11,2 |

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense. Spot corresponde al día del cierre estadístico. Para la comparación a un año se consideran los diez días hábiles al 14/12/2015 y para el resto el promedio de los últimos diez días hábiles a los cierres estadísticos de cada IPoM.

(2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía.

(4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

(5) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

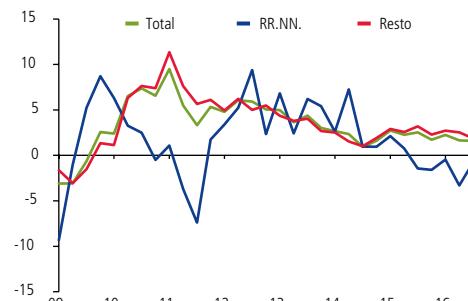
En el tercer trimestre, la actividad y la demanda interna, excluyendo la variación de existencias, se expandieron 1,6 y 2,0% anual, respectivamente, cifras que continuaron dando cuenta de un dinamismo acotado^{1/}. El desempeño de algunos servicios y del comercio siguió impulsando la actividad, mientras que los asociados a los recursos naturales y a la inversión continuaron débiles (gráfico y tabla III.1). Esta última resultó algo mejor que lo anticipado, aunque siguió afectada por el deterioro de construcción y otras obras. El consumo no tuvo mayores cambios, favorecido por el gasto privado y de gobierno. Datos parciales del cuarto trimestre señalan un débil desempeño de la actividad, en particular de la minería y algunas líneas de la industria. Por su parte, indicadores recientes de demanda —ventas minoristas e importaciones de bienes de consumo— resultaron más positivos, mientras el mercado laboral sigue ajustándose gradualmente.

ACTIVIDAD

En los sectores distintos de recursos naturales (PIB resto), la actividad se expandió 1,9% anual en el tercer trimestre, desempeño que siguió impulsado mayormente por las líneas asociadas al consumo. Destacó nuevamente el resultado de servicios personales, cuyo crecimiento anual volvió a aumentar respecto del trimestre anterior, por las líneas de educación y salud. Transportes también tuvo un mejor desempeño, por servicios conexos y transporte aéreo. El comercio siguió favorecido por las ventas minoristas, aunque redujo su crecimiento anual. En cambio, sectores más asociados a la inversión siguen débiles. Servicios empresariales volvió a acotar su expansión anual —principalmente por las actividades de arquitectura e ingeniería—, mientras que la construcción se contrajo. La industria siguió incrementando su caída anual, en gran parte por la menor producción de bebidas y tabaco.

La variación anual del PIB de los sectores de recursos naturales volvió a ser negativa: -0,8% en el tercer trimestre. Ello, por una nueva caída anual de la minería tanto por una menor producción cuprífera —menores leyes del mineral, condiciones climáticas desfavorables y paralizaciones en algunas faenas— como del resto de la minería. Se agregó una importante contracción anual del sector

GRÁFICO III.1
PIB total y por sectores
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

| Pond. 2015 | 2015 | | | | 2016 | | | |
|--------------------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I | II | III | IV | I | II | III | |
| Agropecuario-silvícola | 2,9 | 8,4 | 7,4 | 6,1 | -2,4 | 5,4 | 0,7 | 0,7 |
| Pesca | 0,6 | -3,9 | -6,6 | 1,5 | -2,5 | -3,5 | 2,1 | 5,2 |
| Minería | 9,0 | 3,2 | 1,5 | -3,0 | -2,3 | -2,0 | -5,4 | -0,8 |
| Industria | 10,9 | 1,0 | 1,9 | 3,8 | 2,0 | -0,3 | -0,8 | -1,4 |
| EGA | 2,5 | -2,3 | -3,7 | 5,4 | 5,1 | 9,0 | 5,2 | -3,7 |
| Construcción | 7,5 | 1,0 | 2,3 | 3,5 | 2,3 | 1,0 | 0,1 | -1,4 |
| Comercio | 8,7 | 1,3 | 1,8 | 3,3 | 0,9 | 4,1 | 5,1 | 3,1 |
| Restaurantes y hoteles | 1,9 | 2,6 | 2,8 | 3,4 | 2,9 | 1,0 | 0,5 | -0,2 |
| Transportes | 4,9 | 5,2 | 2,4 | 3,2 | 1,8 | 4,3 | 4,0 | 5,0 |
| Comunicaciones | 1,5 | 9,0 | 9,7 | 9,8 | 3,3 | 1,3 | -0,6 | -0,1 |
| Servicios financieros | 4,9 | 3,2 | 4,0 | 5,2 | 4,7 | 4,1 | 4,0 | 2,5 |
| Servicios empresariales | 13,8 | 1,0 | 1,6 | 2,3 | 3,3 | 1,6 | 1,0 | 0,1 |
| Servicios de vivienda | 5,4 | 1,8 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,9 | 2,1 | 2,0 |
| Servicios personales (1) | 12,0 | 3,9 | 2,6 | 2,6 | 2,9 | 4,7 | 6,4 | 6,6 |
| Administración pública | 4,8 | 3,4 | 4,2 | 4,6 | 2,9 | 4,3 | 4,2 | 2,8 |
| PIB Total | 100,0 | 2,7 | 2,3 | 2,5 | 1,7 | 2,3 | 1,6 | 1,6 |
| PIB Resto (2) | 79,1 | 2,9 | 2,6 | 3,2 | 2,3 | 2,7 | 2,5 | 1,9 |
| PIB RRNN (2) | 12,1 | 2,1 | 0,8 | -1,4 | -1,6 | -0,5 | -3,3 | -0,8 |

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.

(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Las cifras del primer y segundo trimestre del 2016 fueron corregidas al alza, ambas en una décima. En la revisión, destaca el ajuste en el mismo sentido en el sector agropecuario-silvícola y en la construcción.



TABLA III.2

Demanda interna

(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

| | Pond. | 2015 | | | | 2016 | | |
|------------------------------------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| | | I | II | III | IV | I | II | III |
| Demanda interna | 100,0 | 1,0 | 2,0 | 3,7 | 1,4 | 1,2 | 1,5 | 0,8 |
| Demanda interna (svar/existencias) | 100,6 | 1,1 | 0,4 | 3,3 | 1,6 | 2,5 | 2,8 | 2,0 |
| Formación Bruta Capital Fijo | 22,7 | -3,3 | -5,5 | 4,3 | -1,3 | 1,0 | 3,0 | -1,2 |
| Construcción y otras obras | 15,1 | -0,1 | 1,8 | 3,6 | 2,6 | 1,1 | -0,1 | -1,8 |
| Maquinaria y equipo | 7,6 | -9,6 | -19,3 | 5,7 | -8,4 | 0,9 | 10,3 | -0,7 |
| Consumo total | 77,9 | 2,5 | 2,2 | 3,0 | 2,4 | 2,9 | 2,8 | 2,9 |
| Consumo privado | 64,5 | 2,2 | 1,5 | 2,0 | 1,8 | 2,6 | 1,8 | 2,0 |
| Bienes durables | 6,4 | -4,9 | -1,1 | 2,0 | 2,4 | 4,0 | 3,1 | 5,4 |
| Bienes no durables | 26,5 | 2,5 | 1,2 | 1,8 | 1,0 | 2,6 | 0,0 | 0,0 |
| Servicios | 31,7 | 3,4 | 2,3 | 2,2 | 2,4 | 2,3 | 2,9 | 3,1 |
| Consumo Gobierno | 13,4 | 4,5 | 5,6 | 7,8 | 4,9 | 4,7 | 7,5 | 6,9 |
| Variación de existencias (*) | -0,3 | -0,9 | -0,5 | -0,4 | -0,4 | -0,5 | -0,9 | -1,2 |
| Exportación bienes y servicios | 30,0 | 1,1 | -6,2 | -1,4 | -0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,5 |
| Importación bienes y servicios | 30,3 | -4,1 | -7,3 | 1,7 | -1,8 | -3,2 | 0,2 | -1,4 |
| PIB Total | 100,0 | 2,7 | 2,3 | 2,5 | 1,7 | 2,3 | 1,6 | 1,6 |

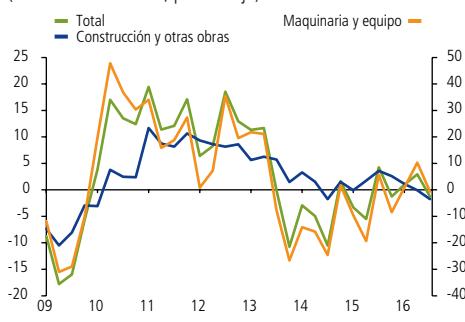
(*) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2

Formación bruta de capital fijo

(variación real anual, porcentaje)

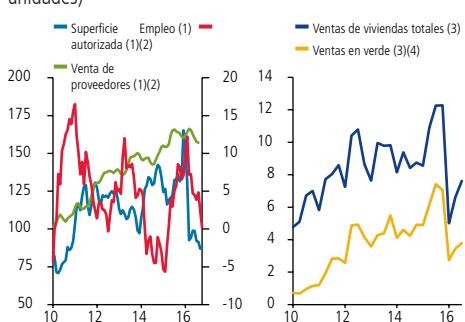


Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3

Indicadores de construcción y edificación

(índice 2009=100; variación anual, porcentaje; miles de unidades)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Promedio móvil trimestral. (3) Ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago. (4) Corresponde a viviendas en etapa de obra gruesa, fundaciones y excavaciones.

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

de electricidad, gas y agua (EGA), que sigue en gran parte afectado por la menor generación hídrica y el uso de fuentes de menor valor agregado.

El escenario base estima que la actividad crecerá 1,5% anual este año, en el límite inferior del rango estimado en septiembre. Ello, debido al menor crecimiento previsto para el cuarto trimestre tras incorporar la caída anual de la actividad reportada por el Imacec de octubre, principalmente por shocks de oferta puntuales en la minería —paralizaciones transitorias de algunas faenas que explicaron mayormente la contracción de 7,1% anual del Imacec minero (-3,1% anual en promedio en lo va del año)— y algunas líneas industriales.

Para el 2017, la menor velocidad inicial, en un contexto de mayores riesgos y expectativas aún pesimistas, apuntan a un retorno más lento de la actividad a tasas de expansión cercanas a su potencial. Así, se ajusta el rango de crecimiento proyectado para el 2017 hasta 1,5-2,5% (1,75-2,75% en septiembre). Este mayor crecimiento previsto para el 2017, respecto del 2016, se justifica en una economía que se encuentra balanceada, en que el sector minero no repetirá las fuertes caídas de años previos y que la inversión mostrará un aumento después de tres años seguidos de caídas anuales. La suma de estos efectos será más notoria en la segunda mitad del año. Todo ello en un contexto en que continúa la consolidación fiscal anunciada por el Gobierno y condiciones monetarias que seguirán siendo expansivas. Por su parte, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre reportó que las perspectivas privadas para el crecimiento anual del PIB del 2016 y el 2017 se ubican en 1,6 y 2,0%, respectivamente, sin mayores cambios respecto del IPoM de septiembre.

DEMANDA INTERNA

La demanda interna creció 0,8% anual en el tercer trimestre, cifra inferior a la del cuarto anterior. En su resultado destacó una importante desacumulación de existencias, en especial en industria y minería. De hecho, descontada la variación de existencias, la demanda creció 2,0% anual. El consumo total sigue mostrando un mejor desempeño, mientras que la formación bruta de capital fijo (FBCF) se contrae en términos anuales luego de dos trimestres de alzas, aunque en parte afectada por una alta base de comparación (tabla III.2).

Dentro de los componentes de la FBCF llama la atención el progresivo deterioro de construcción y otras obras (gráfico III.2). Ello, principalmente, por una nueva contracción de la edificación habitacional y, en menor medida, de las obras de ingeniería, que siguen afectadas por la ausencia de grandes proyectos de inversión. Algunos indicadores apuntan a que este componente continuará débil. Entre ellos, destacan los relacionados con la edificación habitacional y la baja confianza empresarial del sector construcción. En todo caso, el repunte de las ventas de viviendas nuevas —en especial en verde— durante el tercer trimestre en el Gran Santiago (CChC) podría dar algo más de vigor (gráfico III.3). El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de septiembre reportó una revisión al alza en el total de proyectos de inversión privada contemplados para el período 2017-2019, mayormente por proyectos del rubro energético. A su vez, Codelco informó una reprogramación de inversiones

planificadas para el quinquenio 2016-2020, implicando una reducción de los montos contemplados.

Las importaciones de material de transporte no común volvieron a afectar negativamente el crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital. De hecho, al descontarlas del total, las importaciones de bienes de capital permanecen relativamente estables, aunque en niveles bajos (gráfico III.4). Aun así, el resultado de la FBCF en maquinaria y equipos fue mejor que el esperado, toda vez que el débil desempeño de las importaciones de bienes de capital fue compensado en parte por la desacumulación de existencias mencionada anteriormente.

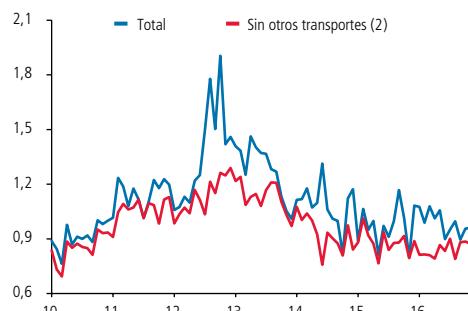
Las expectativas de los empresarios (IMCE), excluyendo minería, siguen en niveles pesimistas, particularmente en la construcción (gráfico III.5). En la industria, se suma la percepción de un menor uso de la capacidad instalada, coherente con el débil desempeño de la actividad del sector. En el comercio, en tanto, con algunos vaivenes, las expectativas retornaron a la zona neutral. En este último sector y en la industria, destaca que la percepción sobre la situación actual de inventarios se volvió menos excesiva durante el año, ubicándose en torno a sus respectivos promedios históricos.

El consumo total se expandió 2,9% anual en el tercer trimestre, resultado similar al promediado en la primera mitad del 2016. Ello sigue impulsado por el dinamismo del gasto de gobierno y por un consumo privado que se ha mantenido creciendo a tasas en torno a 2% anual. En esto último, destacó el mayor crecimiento anual del consumo de bienes durables —principalmente productos tecnológicos y automóviles— y de servicios, en particular de salud y transporte. A su vez, el gasto en bienes no durables registró nuevamente una variación anual nula (gráfico III.6). Indicadores coyunturales sugieren que en lo inmediato el consumo privado no mostrará grandes cambios respecto de su evolución reciente. Aun así, el valor desestacionalizado de las importaciones de este tipo de bienes aumentó, en especial el de los no durables (gráfico III.7).

Algunos determinantes del consumo privado han mostrado cierta mejora, aunque siguen siendo insuficientes para justificar un cambio relevante en su panorama. Por un lado, las expectativas de los consumidores (IPEC) permanecen en niveles marcadamente pesimistas. De todos modos, destaca alguna mejora en los últimos meses, en particular en aquellas preguntas referidas a la percepción sobre la compra de bienes durables. Por otro, el empleo asalariado se ha estancado, con variaciones anuales en torno a 0% por varios meses (gráfico III.8). No obstante, la tasa de desempleo ha tenido algún descenso, principalmente debido a una fuerza de trabajo cuyo crecimiento anual se redujo con más fuerza que la del empleo, ayudado este último por la creación de trabajos por cuenta propia. Con esto, en el trimestre móvil finalizado en octubre la tasa de desempleo se ubicó en 6,4%. Por el lado de los salarios, las últimas cifras volvieron a mostrar volatilidad, la que estuvo asociada mayormente a efectos base de comparación. El incremento anual de los salarios nominales, si bien muestran una descenso gradual, se ubican en torno a sus promedios históricos. En tanto, los reales han aumentado, principalmente en respuesta a los menores registros inflacionarios. Con todo, el promedio móvil trimestral de la masa salarial real aumentó.

GRÁFICO III.4

Importaciones nominales de bienes de capital (1)
(miles de millones de dólares)



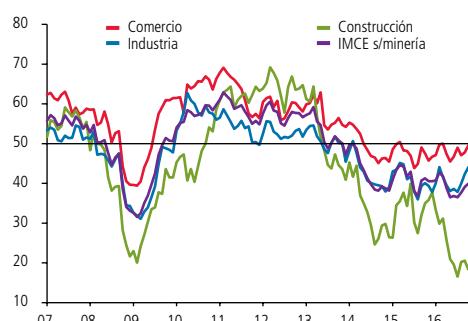
(1) Series desestacionalizadas.

(2) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.5

IMCE: Percepción de los empresarios (*)
(índice)

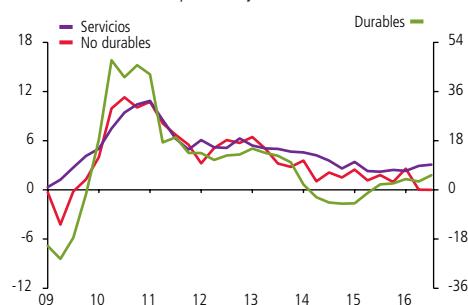


(*) Un valor sobre (abajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

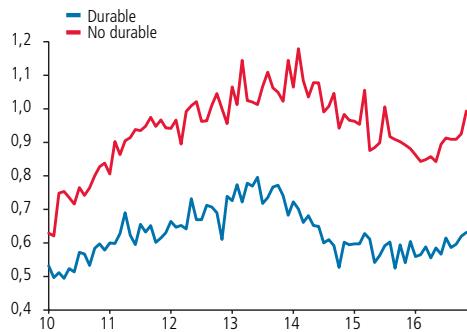
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO III.6

Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

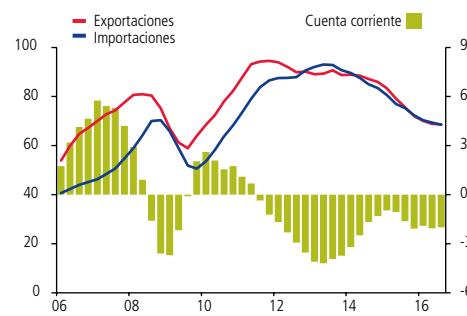
**GRÁFICO III.7**Importaciones nominales de bienes de consumo (*)
(miles de millones de dólares)

(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8Creación de empleo según categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.9Cuenta corriente, exportaciones e importaciones de bienes y servicios (*)
(miles de millones de dólares; porcentaje del PIB)

(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

El costo del crédito sigue bajo en perspectiva histórica. Si bien a noviembre se aprecia un alza en el costo de los préstamos comerciales, esto se debe principalmente a cambios en su composición. El costo de los créditos hipotecarios tuvo una leve disminución, pero no es descartable que el reciente aumento de las tasas de interés del mercado secundario repercuta en lo próximo dada su relación histórica (gráfico II.5). Respecto de las cantidades, el crecimiento anual real del crédito muestra comportamientos diversos. Resalta la disminución de las colocaciones comerciales por efecto base y valorización asociada al tipo de cambio. A ello, se suma el descenso gradual que siguieron registrando las de vivienda. En cambio, las de consumo aumentaron su expansión anual respecto del IPoM de septiembre, por mayores montos otorgados. Por su parte, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre reportó que las condiciones de oferta de crédito se mantienen restrictivas y las de demanda continúan débiles. Los entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre también indicaron una débil demanda por crédito. Además, señalaron que las colocaciones corresponden mayormente a recompra de cartera y capital de trabajo, otorgadas preferentemente a clientes con perfiles menos riesgosos.

CUENTA CORRIENTE

Respecto de la demanda externa, el volumen de las exportaciones de bienes y servicios aumentó 0,5% anual (0,9% en el trimestre anterior). Esto se explicó en gran parte por el desempeño que mantuvieron los servicios, principalmente de turismo receptivo. En tanto, los envíos de bienes registraron una variación anual nula, debido a que el aumento de las exportaciones de frutas y de cobre fue compensado por la caída en los envíos industriales —mayormente de alimentos y metálica básica— y mineros no cobre. Por su parte, el volumen de las importaciones de bienes y servicios cayó 1,4% anual (+0,2% anual en el trimestre anterior) en razón de menores internaciones de vehículos de transporte y de maquinaria para la minería y la construcción, lo que fue parcialmente compensado por mayores importaciones de algunos productos energéticos. A su vez, las internaciones de servicios crecieron 0,8% anual, mayormente relacionadas con el turismo emisivo. En lo grueso, el precio de las exportaciones e importaciones se contrajo en términos anuales y de forma generalizada entre sus respectivos componentes.

Estos resultados se tradujeron en un saldo negativo de la balanza de bienes y servicios (US\$1.360 millones). Lo anterior, sumado al saldo también negativo de la renta (US\$1.659 millones), no alcanzó a ser compensado por el saldo positivo de las transferencias corrientes (US\$247 millones). La cuenta corriente presentó un déficit de 2,0% del PIB en el último año móvil (2,1% en el trimestre previo) (gráfico III.9). El escenario base contempla un déficit de cuenta corriente similar a lo proyectado en septiembre y sin muchos cambios entre el 2016 y 2017, ubicándose en 1,7 y 1,9% del PIB, respectivamente.

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 y su probable evolución futura.

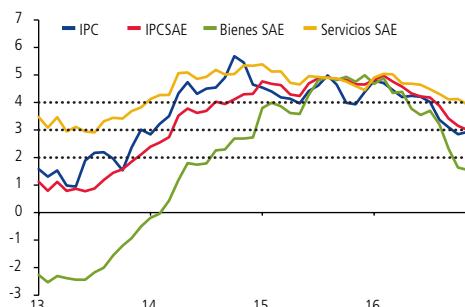
EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

Acorde con lo previsto, la inflación anual del IPC siguió bajando, llegando a 2,9% en noviembre (gráfico y tabla IV.1). Sin embargo, este descenso fue más rápido que lo contemplado en el IPoM de septiembre, debido, principalmente, a la importante reducción de la inflación anual del IPCSAE de bienes y del IPC de alimentos. Considerando su nivel de julio, la variación anual de ambos ítems se redujo del orden de 2 puntos porcentuales (pp) desde entonces. La inflación anual de los servicios del IPCSAE también se redujo en estos meses, pero a una velocidad mucho más lenta que la de otros componentes del IPC, respondiendo, en parte, a la propia inercia de esta variable. El comportamiento de la inflación se ha dado en un contexto en que, por un lado, el tipo de cambio, más allá de los vaivenes, no ha vuelto a depreciarse con la fuerza que lo hizo entre el 2013 y el 2015, ni tampoco ha observado una apreciación significativa. Por otro, las holguras de capacidad siguen siendo moderadas, con una actividad que se mantiene acotada y un mercado laboral que se ajusta de forma gradual. El escenario base considera que en el curso del 2017 la inflación será menor que la prevista en septiembre.

Entre enero y julio (último dato disponible al cierre estadístico del IPoM previo) la variación anual del IPC cayó 0,8pp, comparado con el descenso de 1,1pp desde julio a noviembre (gráfico IV.2). Respecto del IPoM anterior, los bienes incidieron con algo más de la mitad de la caída de la inflación anual (-0,6pp), los alimentos con cerca de una tercera parte (-0,4pp), en tanto los servicios aportaron el resto, compensados en algo por la energía.

GRÁFICO IV.1

Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



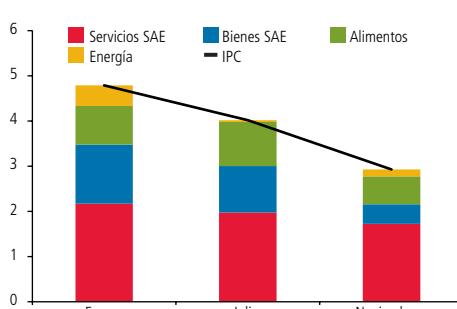
(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.2

Incidencia anual en el IPC
(puntos porcentuales, porcentaje)



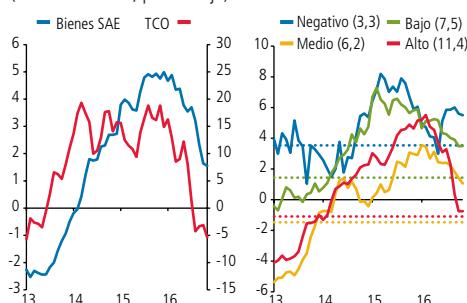
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.3**

Tipo de cambio e inflación de bienes del IPCSAE

(*)

(variación anual, porcentaje)



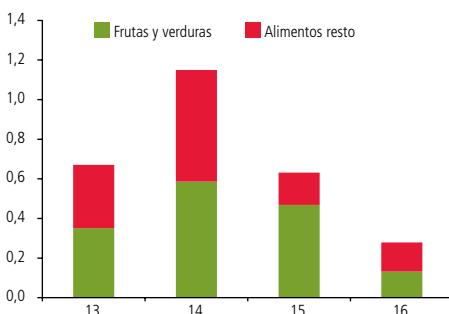
(*) Gráfico de la derecha corresponde a la inflación de bienes del IPCSAE según el traspaso cambiario. Negativo corresponde a ítems con traspaso menor que cero; Bajo entre 0 y 0,1%; Medio entre 0,1 y 0,2%; Alto mayor que 0,2%. Las líneas punteadas corresponden al promedio 2001-2016 de cada serie. Los números entre paréntesis representan la ponderación de los ítems en el IPC total.

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

GRÁFICO IV.4

Alimentos: Incidencia acumulada entre julio y noviembre

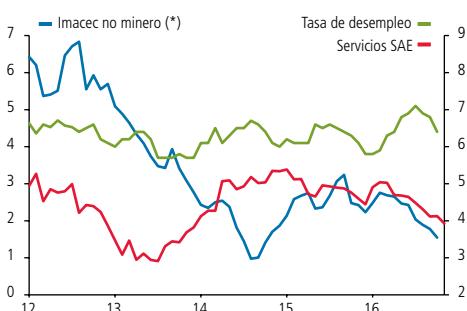
(puntos porcentuales)



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

GRÁFICO IV.5

Imacec no minero, tasa de desempleo y servicios SAE (variación anual, porcentaje; porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

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

TABLA IV.1

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

| | IPC | IPCSAE | Bienes | Servicios | Alimentos | Energía |
|------------|-----|--------|--------|-----------|-----------|---------|
| 2014 Prom. | 4,4 | 3,6 | 1,6 | 4,9 | 6,9 | 5,5 |
| 2015 Prom. | 4,3 | 4,7 | 4,4 | 4,9 | 7,2 | -4,5 |
| 2016 Ene. | 4,8 | 4,8 | 4,7 | 4,9 | 4,3 | 5,9 |
| Feb. | 4,7 | 5,0 | 4,9 | 5,0 | 4,0 | 4,2 |
| Mar. | 4,5 | 4,8 | 4,3 | 5,0 | 4,2 | 2,4 |
| Abr. | 4,2 | 4,6 | 4,4 | 4,7 | 3,4 | 2,7 |
| May. | 4,2 | 4,3 | 3,8 | 4,7 | 4,2 | 3,5 |
| Jun. | 4,2 | 4,2 | 3,5 | 4,6 | 4,7 | 2,9 |
| Jul. | 4,0 | 4,2 | 3,7 | 4,5 | 4,9 | 0,5 |
| Ago. | 3,4 | 3,9 | 3,2 | 4,3 | 4,2 | -3,0 |
| Sept. | 3,1 | 3,4 | 2,3 | 4,1 | 4,0 | -2,1 |
| Oct. | 2,8 | 3,2 | 1,6 | 4,1 | 2,8 | 0,1 |
| Nov. | 2,9 | 3,0 | 1,6 | 3,9 | 3,1 | 1,9 |

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

La velocidad de reducción de la inflación ha sorprendido tanto a la proyección interna como a la del mercado. Así, desde el IPoM anterior se acumuló una sorpresa a la baja del orden de medio punto porcentual respecto de lo proyectado, la que en todo caso se concentró en septiembre y octubre. Las mayores desviaciones respecto de lo previsto se focalizaron en los bienes del IPCSAE y en los alimentos. En los primeros, los ítems que muestran el mayor descenso corresponden a aquellos que poseen un coeficiente de traspaso de tipo de cambio más alto (gráfico IV.3). La evolución del tipo de cambio seguirá siendo determinante en el comportamiento de la inflación y, como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, su evolución está sujeta a elevados grados de incertidumbre. Por ejemplo, escenarios en que se produzcan movimientos bruscos en los mercados financieros globales podrían depreciar el peso con fuerza y generar riesgos de corto plazo para la inflación. De todos modos, es posible que los espacios para ajustar precios al alza sean mucho menores y ello determine una menor inflación.

Entre julio y noviembre el incremento anual de los precios de los alimentos pasó de 4,9 a 3,1%, siendo este uno de los más bajos de los últimos tres años. Como se mencionó, este generó una importante sorpresa (en torno a -35pb) comparado con lo proyectado en el IPoM de septiembre, pero que en todo caso tuvo particular relevancia en octubre. De hecho, la variación mensual de los alimentos (-0,4%) en ese mes fue la más baja de los últimos veinte años. La evolución de las frutas y las verduras frescas fue determinante en ese resultado, pues tuvieron un comportamiento atípico respecto de patrones estacionales. El resto de los alimentos tuvo un comportamiento más en línea con lo habitual y su incidencia en la inflación anual para esta época del año fue similar a la del 2015 (gráfico IV.4). Todo esto en un contexto de incremento de los precios internacionales de los alimentos (FAO), que subieron 10% anual a noviembre. Resalta el caso del azúcar que ha aumentado cerca de 40% anual a igual mes.

La evolución de los servicios del IPCSAE no ha mostrado grandes cambios respecto de su tendencia previa y tampoco respecto de lo previsto en septiembre. Su variación anual ha disminuido más parsimoniosamente, ubicándose en 3,9% a noviembre (4,5% en julio). Esto es coherente con una ampliación moderada de la brecha de actividad y con la habitual indexación

a la inflación pasada. También se condice con un mercado laboral en el que el empleo asalariado se ha estancado y el crecimiento de los salarios, si bien muestra un descenso gradual, se ubica en torno a su promedio de los últimos 15 años (gráficos IV. 5 y IV.6).

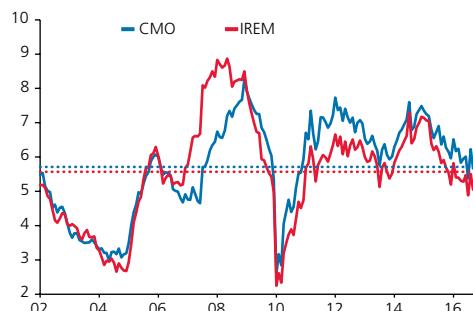
En relación con los costos, en el *Informe de Percepciones de Negocios* de noviembre, la gran mayoría de los entrevistados destacó la estabilidad que había mostrado el costo de sus insumos. Esto, según los contactados, se enmarca en un proceso de ajuste importante del costo de operación de sus propios negocios para poder seguir compitiendo en sus mercados. En todo caso, también señalan que los espacios para aquello ya se han limitado bastante. Al mismo tiempo, afirman que no están pensando en incrementos importantes de los precios de sus productos, toda vez que la situación de la demanda no lo permite.

Respecto de los costos importados, el índice de valor unitario de importación (IVUM) de bienes de consumo y el Índice de Precios Externos (IPE) en pesos se mantienen o disminuyen durante este año, con lo que restan presiones inflacionarias externas (gráfico IV.7). En todo caso, esto ha estado determinado principalmente por la evolución que ha tenido el tipo de cambio nominal. Medidos en dólares, el nivel del IVUM volvió a descender en la punta, en cambio el IPE aumentó durante este año. En este último, se sigue esperando que comience a aportar inflación en lo venidero. De todos modos, el impacto será menor al previsto en septiembre, pues si bien las inflaciones locales han comenzado a recuperarse, se prevé una mayor depreciación de las monedas de los socios comerciales respecto del dólar.

En los últimos meses, la energía volvió a incidir positivamente en la inflación total y se espera que aumente su contribución en lo venidero. La inflación anual de la energía pasó de 0,5% en julio (incidencia casi nula en el IPC) a 1,9% en noviembre (incidencia de 0,2pp). Ello, debido principalmente a los precios de los combustibles, que si bien siguen exhibiendo contracciones anuales, sus magnitudes son de menor cuantía, mientras que las tarifas eléctricas mostraron una menor expansión anual comparada con julio. La inflación de los combustibles pasó de -3,9% anual en julio a -0,6% en noviembre. Esto, por niveles de precios en dólares que son mayores que hace un año, pero con una paridad peso/dólar inferior (gráfico IV.8). Con todo, esta parte del IPC debería comenzar a aportar inflación en los próximos meses, principalmente porque enfrentará bajas bases de comparación toda vez que los precios externos de los combustibles alcanzaron un mínimo en los primeros meses de este año. Se suma, que el escenario base prevé precios crecientes en el horizonte de proyección. En efecto, hacia el cierre estadístico de este IPoM, el precio del petróleo materializó parte del alza prevista, en razón de los acuerdos entre países productores de esta materia prima.

GRÁFICO IV.6

Salarios nominales (*)
(variación anual, porcentaje)

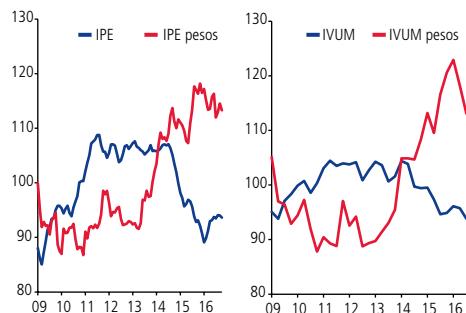


(*) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos quince años de cada serie.

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

GRÁFICO IV.7

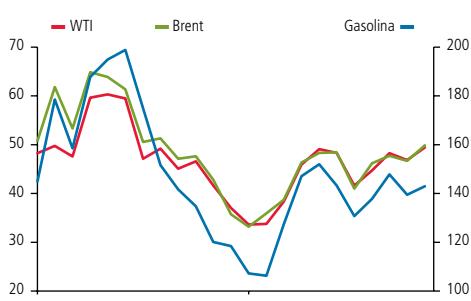
IPE e IVUM de consumo
(índice 2009-2016=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.8

Precio del petróleo y la gasolina (*)
(dólares el barril; dólares el galón)

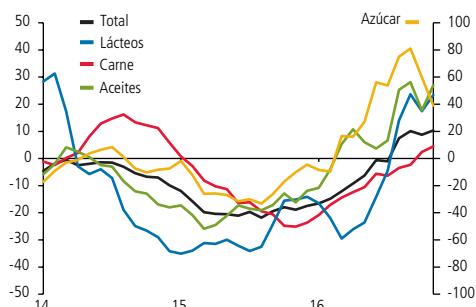


(*) Datos en frecuencia mensual, hasta noviembre del 2016.

Fuente: Bloomberg.

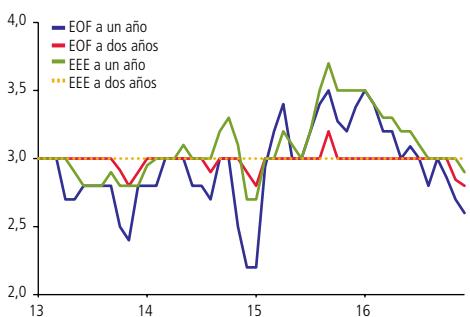


GRÁFICO IV.9
Precio internacional de alimentos
(variación anual, porcentaje)



Fuente: FAO.

GRÁFICO IV.10
Expectativas de inflación de las encuestas (*)
(porcentaje)



(*) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Se prevé que la inflación terminará el año en torno a los registros actuales. Luego, durante la primera parte del 2017, seguirá descendiendo, pero de forma transitoria, para ubicarse en 3% a fines del horizonte de proyección. Esto considera, que durante los próximos meses la inflación anual del IPCSAE tendrá una caída importante, llegando a valores incluso por debajo de 2%, siendo compensada, en parte, por el alza de los elementos más volátiles.

El descenso de la inflación subyacente se debe a varios factores. En el IPCSAE de bienes, la trayectoria del tipo de cambio seguirá contribuyendo a la reducción de la inflación de los bienes transables. Para los servicios, en enero del 2017, sale de la base de comparación el efecto de timbres y estampillas que se dio por una vez el mismo mes del presente año. Se suma que la baja inflación anual se traducirá en una menor indexación, especialmente en la primera mitad del 2017. Esto en un contexto en que las presiones inflacionarias de mediano plazo son acotadas y donde se espera que existan holguras de capacidad durante todo el horizonte de proyección.

Los componentes más volátiles aportarán inflación en lo venidero. Para los alimentos, se prevé que en los próximos períodos el ítem de frutas y verduras no mostrará sorpresas a la baja como las que presentó desde el IPoM anterior. Se espera que el resto de los alimentos continúen subiendo a tasas similares a las de meses previos, considerando también la tendencia al alza de los precios internacionales (FAO) (gráfico IV.9). En la energía, esto vendría, principalmente, de la mano de bajas bases de comparación de los precios de los combustibles, además del aumento leve de estos que se prevé en el escenario base.

Las expectativas de inflación a un año plazo contenidas en las encuestas se han ajustado a la baja desde el IPoM anterior, aunque con matices (gráfico IV.10). La mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) no sufrió cambios sino hasta su medición de diciembre cuando redujo en el margen la inflación esperada un año adelante hasta 2,9% (3% en agosto). En cambio, la Encuesta de Operadores financieros (EOF), más volátil que la EEE, reaccionó a las sorpresas inflacionarias reduciendo su previsión a un año plazo, la que se volvió a recortar en su medición de diciembre ubicándola en 2,6% (3% durante septiembre). En tanto, a dos años plazo, ambas mediciones se ubican en torno a 3%.

En contraposición, las expectativas de inflación a dos años plazo que se desprenden de las compensaciones inflacionarias se redujeron desde el IPoM anterior. Considerando el promedio de los últimos diez días al cierre estadístico de este IPoM, las compensaciones inflacionarias se ubicaban en torno a 2,5% (2,8% en el IPoM previo). Miradas en perspectiva histórica, estas medidas tienen un comportamiento más volátil y sus promedios se ubican algo por debajo de 3%. Además, sus valores incorporan premios que distorsionan la medición. Descontados estos últimos, las compensaciones inflacionarias son más coherentes con la meta de inflación en el horizonte de proyección (Recuadro IV.1).

RECUADRO IV.1 COMPENSACIONES INFLACIONARIAS

En un esquema de metas de inflación flexible, como el chileno, el impulso monetario se regula para asegurar la convergencia de la inflación a su valor objetivo en el horizonte de política. Así se logra que esta se ubique en promedio en el nivel deseado y se evita sobrereactivar a *shocks* de corto plazo. Esto último es especialmente relevante en economías pequeñas y abiertas, donde la influencia del tipo de cambio en la inflación la hace particularmente volátil en ese horizonte. En este contexto, las expectativas de inflación a mediano plazo son una variable clave para la conducción de la política monetaria, pues dan cuenta de la visión del mercado sobre la capacidad de los bancos centrales para cumplir con su objetivo. De ahí su constante monitoreo.

En Chile, existen diversas formas de medir estas expectativas. En primer lugar, el Banco Central encuesta periódicamente a especialistas y a operadores financieros para saber su visión sobre la evolución de la inflación. Estos resultados se publican mensualmente en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y quincenalmente en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF). En segundo lugar, las expectativas de inflación se pueden obtener a partir de los precios de los activos financieros. Dentro de este último grupo, las compensaciones inflacionarias (la diferencia entre la tasa de interés nominal y real) en bonos del Banco Central es una medida muy observada por los mercados y los encargados de política. Durante el último tiempo, la inflación esperada medida con este último método se ha ubicado bajo 3%, lo que contrasta con la evolución de las encuestas.

Este Recuadro analiza el comportamiento de las compensaciones inflacionarias en bonos del Banco Central y sus posibles implicancias para la evolución futura de inflación^{1/}. Se compara con otras medidas de expectativas y se sugiere una forma de corregir ciertos sesgos que dificultan su lectura. Se concluye que un análisis cuidadoso de esta medida entrega un panorama similar al de otras: que la inflación de mediano plazo ha permanecido bien anclada en la meta de 3%.

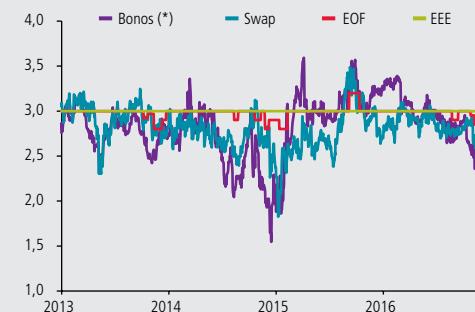
Evolución de distintas medidas de expectativas

El horizonte de política monetaria del Banco Central de Chile es de dos años^{2/}, por lo que se analizan las medidas de expectativas de inflación a ese plazo (gráfico IV.11). En el caso de la compensación inflacionaria 1 en 1^{3/} de bonos y swap, se observa claramente la caída de la inflación implícita en

lo más reciente, lo que contrasta con las encuestas, que han permanecido en 3%. También resalta que las expectativas derivadas de precios financieros son considerablemente más volátiles que las encuestas y que durante los últimos años se han ubicado frecuentemente por debajo de 3%. En todo caso, esto ha sido muy común en el tiempo, en promedio la inflación esperada implícita en los bonos es entre 10 y 20 puntos base menor que la de las encuestas y considerablemente más volátil (tabla IV.2).

GRÁFICO IV.11
Expectativas de inflación a dos años plazo

(variación anual, porcentaje)



(*) Compensación inflacionaria de Bonos construida usando bonos cero cupón.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

TABLA IV.2
Promedio y desviación estándar expectativas de inflación a dos años (*)

| | EEE | Bonos | Swap | EOF |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ene. 2005 - Nov. 2016 | 3,04 (0,14) | 2,94 (0,66) | | |
| May. 2008 - Nov. 2016 | 3,05 (0,16) | 2,87 (0,71) | 3,00 (0,63) | |
| Ene. 2010 - Nov. 2016 | 3,01 (0,04) | 2,94 (0,51) | 2,96 (0,39) | 3,06 (0,17) |

(*) Desviación estándar entre paréntesis. Compensación inflacionaria de bonos construida usando bonos cero cupón. Los estadísticos se construyen usando datos mensuales. En el caso de los precios de los activos se usa el valor el día de publicación de la EEE. En el caso de la EOF el valor previo más cercano a la publicación de la EEE. Los períodos están determinados por la disponibilidad de datos de las distintas fuentes. La fecha en la primera columna es la primera observación disponible para la EEE, Bonos, Swap y EOF respectivamente.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

^{2/} Ver Banco Central de Chile (2007) para una discusión sobre las especificidades del esquema de metas de inflación en Chile.

^{3/} Esto es la inflación implícita a doce meses a partir de un año más. Se construye como el promedio simple de la compensación en bonos de 2 años multiplicada por dos, menos la compensación a un año plazo. Para el cálculo de las compensaciones inflacionarias se usan las tasas de los bonos cero cupón.

^{1/} Para el cálculo de las compensaciones inflacionarias se usan las tasas de los bonos cero cupón.



Poder predictivo de las distintas medidas de inflación esperada a dos años

Dada las diferencias entre las distintas medidas de expectativas, es útil comparar su capacidad predictiva a dos años plazo. Los resultados indican que ninguna medida lo hace mejor que la EEE y que los bonos son particularmente pobres como predictores^{4/} (tabla IV.3). De hecho, para las diferentes muestras utilizadas, la EEE lo hace mejor entre 71 y 77% de los meses.

TABLA IV.3
Capacidad predictiva relativa a la EEE (*)

| | Bonos | Swap | EOF |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Ene. 2005 - Nov. 2016 | 1,08 (71,43) | | |
| May. 2008 - Nov. 2016 | 1,36 (77,22) | 1,26 (65,82) | |
| Ene. 2010 - Nov. 2016 | 1,25 (74,58) | 1,14 (61,02) | 1,06 (93,22) |

(*) Los valores de la tabla es la razón de la raíz del error cuadrático medio (RECM) de cada indicador sobre la RECM de la EEE. Un número mayor que 1 indica peor capacidad predictiva relativa a la EEE. Entre paréntesis está el porcentaje de meses que la EEE lo hace mejor que el estimador en cada columna. La fecha en la primera columna es la primera observación disponible para la EEE, Bonos, Swap y EOF respectivamente. Los períodos están determinados por la disponibilidad de datos de las distintas fuentes. Compensación inflacionaria de bonos construida usando bonos cero cupón.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Premios y expectativas de inflación en compensaciones inflacionarias

Una de las razones por las que las compensaciones inflacionarias obtenidas de tasas de mercado pueden dar un panorama sesgado y más volátil de la inflación a dos años, es que no solo están determinadas por las expectativas de inflación de mercado, sino que también por premios que varían en el tiempo^{5/}. Beyzaga y Ceballos (2016) corrigen las expectativas de inflación a dos años implícitas en los bonos del Banco Central de dichos premios^{6/}, obteniendo que, si bien en promedio la inflación esperada similar, la varianza y los valores extremos son considerablemente menores una vez que se corrige por la

presencia de premios (gráfico IV.12). En particular, no se observa una disminución significativa de la inflación esperada a dos años en lo más reciente.

GRÁFICO IV.12

Expectativas de inflación a dos años plazo en Bonos del Banco Central con y sin corrección por premios (*)



(*) Corrección de premios en base a Beyzaga y Ceballos (2016).

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Conclusiones

Las expectativas de inflación de mercado son una variable relevante a lo hora de evaluar la implementación de la política monetaria. En Chile, las medidas que se obtienen de encuestas de mercado dan cuenta de una importante credibilidad del Banco Central, con expectativas que se alinean con la meta de 3% a dos años plazo. Las expectativas que se deducen de los precios financieros —compensaciones inflacionarias— muestran un comportamiento más volátil y en el último tiempo indican una inflación bajo 3% en el horizonte de política. Sin embargo, estas medidas contienen también información sobre premios por liquidez que afectan su valor. Al limpiarlos de estos, se aprecia que su evolución es coherente con el resto de las mediciones, indicando una expectativa a dos años plazo alineada con la meta del Banco Central.

^{4/} En todo caso, es importante reconocer que la EEE no es un predictor muy preciso de la inflación a dos años. Ver Pincheira y García (2012) para una discusión sobre la capacidad predictiva de distintos modelos de a horizontes de hasta un año.

^{5/} Jervis (2007) y Chumacero y Opozo (2008) presentan estimaciones de premios por riesgo de inflación y liquidez en Chile en base a enfoques diferentes a los reportados en este Recuadro.

^{6/} Los cálculos se realizan usando la metodología propuesta por Abrahms *et al.* (2016). En esta, la identificación de los premios implícitos en las compensaciones inflacionarias se realiza de acuerdo a dos pasos. Primero, y en base a un modelo afín de factores se estima la trayectoria de tasas cortas reales y nominales (bajo el supuesto de agentes aversos al riesgo) tal que haga un buen ajuste de las tasas de mercado. Segundo, al considerar neutralidad al riesgo (operacionalmente se obtiene al imponer 0 en los precios por riesgo) se obtiene una trayectoria de tasas neutrales al riesgo. La diferencia entre ambas medidas corresponde a la medición de los premios por riesgo de inflación.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 13 de diciembre de 2016. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables para 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.

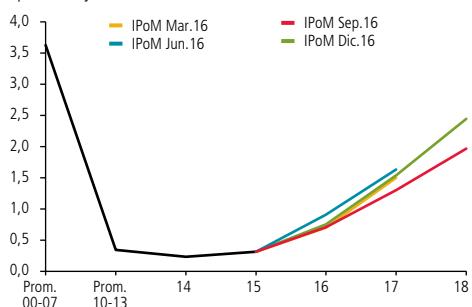
ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

Más allá de los cambios de las proyecciones, el análisis de este IPoM considera que los riesgos han aumentado en comparación con septiembre. Por un lado, en el ámbito externo ha aumentado la posibilidad de cambios relevantes en las políticas económicas del mundo desarrollado, cuyos efectos y dirección en la economía local aún son difíciles de cuantificar. Preocupa en especial que deriven en movimientos bruscos en los mercados financieros internacionales. Por otro lado, los datos recientes de actividad, con toda la volatilidad de la información mes a mes, fueron peores que lo previsto y, aunque las perspectivas de mediano plazo no han cambiado mayormente, no es posible descartar escenarios menos favorables a futuro. Sin embargo, tampoco se puede descartar que el precio del cobre se mantenga en niveles superiores a los previstos con efectos positivos en la economía chilena. En tanto, la inflación ha descendido a una velocidad mayor que la anticipada y se espera que gran parte del 2017 se ubique en la mitad inferior del rango de tolerancia.

Los principales cambios en el panorama internacional se produjeron con posterioridad a las elecciones en EE.UU. Su resultado abrió la posibilidad de cambios importantes en las políticas económicas en esa economía, incluyendo la probabilidad de un mayor proteccionismo. Destaca la posibilidad de un significativo paquete fiscal, lo que impulsó al alza las tasas de interés de largo plazo y generó un reacomodo de los portafolios a nivel mundial. En este contexto, la probabilidad de un aumento más rápido de la inflación y, por lo tanto, de una respuesta más energética de la Reserva Federal, asoma como un tema de preocupación. Las dudas respecto de los efectos que estos eventos puedan tener sobre el crecimiento y las decisiones de política monetaria en el resto del mundo son también importantes.

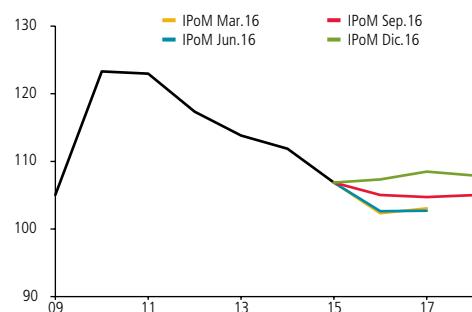
Por lo pronto, las condiciones financieras internacionales para las economías emergentes se han vuelto menos favorables que lo implícito en el IPoM pasado (gráfico V.1). Ello, principalmente por el fuerte incremento de las tasas de interés

GRÁFICO V.1
Libor US\$ nominal a 90 días
(porcentaje)

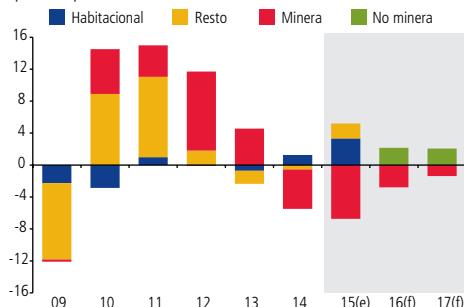


Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.2
Términos de intercambio
(índice 2008=100)

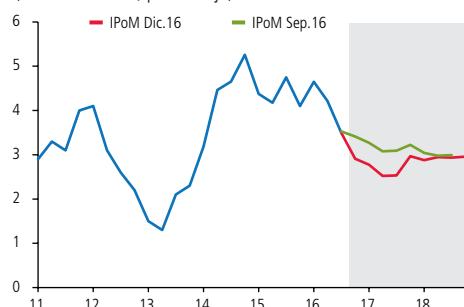


Fuente: Banco Central de Chile.

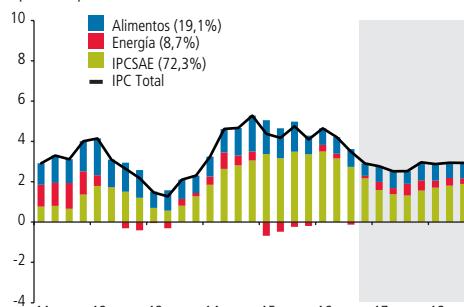
**GRÁFICO V.3**Incidencias reales anuales en la FBCF (*)
(puntos porcentuales)

(*) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información de las FECUS. La inversión habitacional considera información de la CChC y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016 y 2017, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. (e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2016, corresponde a la proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.5Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)

(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. El área gris, a contar del cuarto trimestre del 2016, corresponde a la proyección.

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

de largo plazo. De hecho, la tasa del bono de gobierno a 10 años de EE.UU. ha subido cerca de 80 puntos base (pb) en los últimos meses, para ubicarse en 2,4% al cierre estadístico de este IPoM. Este movimiento ha venido acompañado por una apreciación del dólar en términos globales y un menor apetito por activos de mercados emergentes. Con todo, en el caso de Chile, las condiciones financieras menos favorables se han compensado con una mejora de los términos de intercambio, derivada principalmente del importante incremento que ha registrado el precio del cobre. Este ha pasado de valores en torno a US\$2,1 la libra en septiembre a US\$2,6 al cierre de este IPoM. Si bien no se considera que los niveles actuales permanezcan durante el 2017, las proyecciones son superiores a las del IPoM pasado, estimándose que su precio se ubicará en US\$2,35 y 2,40 en el 2017 y 2018, respectivamente. Esto, y los menores precios de otros bienes importados, no alcanza a ser contrarrestado por precios del petróleo que se proyectan algo superiores a los de septiembre, por lo que los términos de intercambio se prevén mejores que los previstos en el IPoM pasado durante todo el horizonte de proyección (gráfico V.2).

Los datos efectivos de actividad mundial no difieren significativamente de sus tendencias previas y las proyecciones para el agregado de los socios comerciales continúan con tasas de expansión crecientes y similares a las contempladas en el IPoM previo. De hecho, los indicadores de actividad del mundo desarrollado han seguido dando muestras de una recuperación gradual. En EE.UU., destaca la fortaleza del consumo, apoyada por una continua mejora del mercado laboral. En el mundo emergente, destaca que China parece haber estabilizado sus tasas de expansión. Así, el escenario base prevé que los socios comerciales tendrán un crecimiento promedio de 3,3% en el 2017-2018. Con todo, estas cifras están sujetas a un mayor grado de incertidumbre y podrían sufrir modificaciones a medida que se esclarezcan los efectos que tendrán sobre el resto del mundo los últimos acontecimientos políticos y financieros en EE.UU.

Para Chile, los datos parciales de actividad del cuarto trimestre y en particular la contracción del sector minero, llevarán a que en el escenario base la economía crezca 1,5% el 2016, en el límite inferior del rango contemplado en septiembre. Así, se reduce el punto de partida para la actividad en el 2017, lo que, junto con un ambiente de mayor incertidumbre y niveles de confianza que siguen pesimistas, llevará a un crecimiento de entre 1,5 y 2,5% en dicho año, por debajo de lo previsto en septiembre. El mayor crecimiento del 2017, comparado con el 2016, se basa en que la economía no presenta desbalances, que el sector minero, apoyado por la mejora de los TDI, no repetirá las fuertes caídas de años previos e incluso aportará al PIB. De todos modos, la suma de estos efectos sobre la actividad se notarán con mayor nitidez en la segunda mitad del año. Todo ello en un contexto en que continúa la consolidación fiscal anunciada por el Gobierno y en que las condiciones monetarias seguirán siendo expansivas.

Por el lado de la demanda, se prevé que, descontada las existencias, esta se expanda 2% el 2017. Similar a lo que fue el 2016, se espera que el consumo privado siga impulsando el gasto. Ello por cuanto se prevé que el mercado laboral continúe con un ajuste gradual y que la baja de la inflación impulse los salarios reales. Se suma que las cifras de importaciones de bienes de consumo de noviembre han mostrado un repunte y que si bien siguen en niveles pesimistas, las expectativas de consumidores, especialmente aquellas referidas a los bienes durables han

mostrado alzas en los últimos meses. Por el lado de la inversión, la formación bruta de capital fijo ha seguido débil. Aunque la contracción anual que mostró en el tercer trimestre está afectada por un efecto de base de comparación, esta fue particularmente marcada en su componente de construcción y obras. Hacia adelante destaca la ausencia de grandes proyectos de inversión, la baja actividad de la construcción habitacional y expectativas que continúan deterioradas. Con todo, se espera que este componente tenga una tasa de expansión positiva el 2017, igual a la supuesta en septiembre, después de tres años de contracción (gráfico V.3). Así, el escenario base considera que la FBCF como porcentaje del PIB en términos reales y nominales será similar a lo contemplado en septiembre, alcanzando a 22,9 y 21,7% del PIB en el 2017, respectivamente.

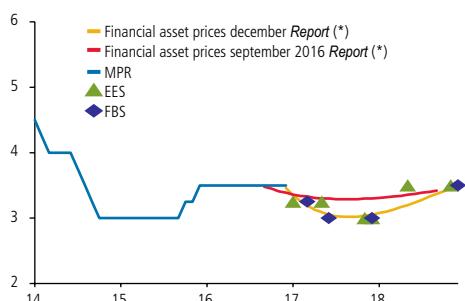
En cuanto al sector externo, se prevé un déficit en cuenta corriente sin muchos cambios entre el 2016 y 2017, muy parecido a lo contemplado en septiembre: 1,7 y 1,9% del PIB, respectivamente. Sin embargo, como esta cifra considera una mejora de los términos de intercambio, a precios de tendencia la cuenta corriente será más deficitaria —en cerca de 0,5pp para el 2017— que lo implícito en el IPoM pasado^{1/}.

En los últimos meses la inflación del IPC ha tenido una reducción más rápida que lo esperado y a noviembre se ubica en 2,9% anual. El escenario base de este IPoM prevé que la inflación anual continuará descendiendo, ubicándose por debajo de 3% durante gran parte del 2017, y en torno a ese valor el resto del horizonte de proyección. En ello incidirá una importante reducción del IPCSAE, que se prevé llegará a valores incluso inferiores a 2% anual a mediados de año. Esta baja se explica por distintos elementos. Por un lado, la trayectoria del tipo de cambio seguirá contribuyendo a la reducción de la inflación de bienes importados. Por otro, se agrega que, más allá de los efectos base asociados al impuesto de timbres y estampillas —y que implicarán una baja importante de la inflación del IPCSAE a principios del 2017—, la inflación de servicios seguirá descendiendo gradualmente. Entre otros, porque la menor inflación con que terminará el 2016 respecto de lo anticipado en septiembre afectará los precios indexados durante la primera parte del 2017. Esto, en un contexto en que las presiones inflacionarias de mediano plazo son acotadas, y donde existirán holguras de capacidad durante todo el horizonte de proyección. Por otra parte, se prevé que la inflación de la energía y de los alimentos aumente, contrapesando en parte los efectos sobre el IPC total de los elementos mencionados (gráficos V.4 y V.5).

La evolución del tipo de cambio seguirá siendo determinante en el comportamiento de la inflación y, como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, su trayectoria está sujeta a elevados grados de incertidumbre. Desde septiembre, el peso se ha transado entre \$650 y 680 por dólar. Si bien respecto del dólar se ubica en niveles muy similares a los del cierre del IPoM pasado, en términos multilaterales se ha apreciado del orden de 3,5%. Esto, más la evolución de la inflación interna y externa, ha dado paso a un tipo de cambio real (TCR) algo más bajo que el de hace unos meses. Su nivel actual se encuentra en el rango de valores coherentes

^{1/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el petróleo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril (Recuadros V.2 IPoM Septiembre 2012 y V.1, IPoM Diciembre 2015).

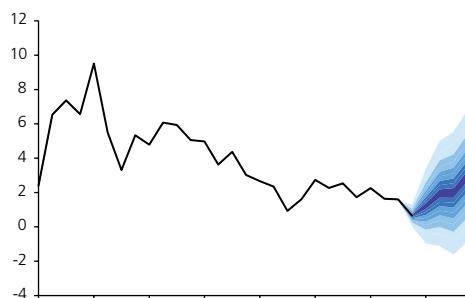
GRÁFICO V.6
TPM y expectativas
(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años.

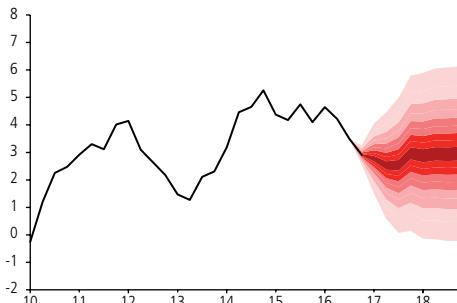
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.7
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 de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.8**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 el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

con sus fundamentos de corto plazo, aunque por debajo de sus promedios de los últimos 15 o 20 años. El escenario base usa como supuesto de trabajo que el TCR se depreciará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección.

El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas (gráfico V.6). Con esto, se asegura que la política monetaria continuará siendo expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección.

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

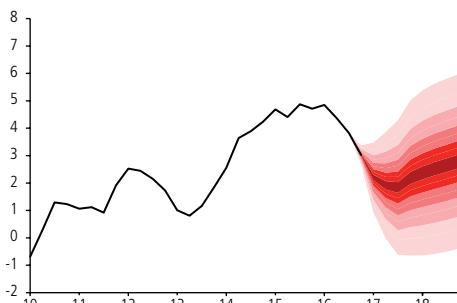
Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación (gráficos V.7, V.8 y V.9). Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

Los eventos del último tiempo han ampliado los riesgos. Existe incertidumbre sobre la dirección de los impactos, el monto y la temporalidad que podría tener el anunciado paquete fiscal que adoptará la nueva administración estadounidense. El panorama de inflación en EE.UU. también ofrece riesgos, pues podría precipitar un comportamiento más agresivo de la Fed. Se suma el efecto que puedan tener las posibles medidas de corte proteccionista en el comercio y la actividad mundial. Todo esto, sin que aún se resuelva cómo el Reino Unido abandonará la Unión Europea y donde varias economías importantes de Europa preparan procesos eleccionarios. Se suman las dudas sobre la salud de parte de la banca europea.

Las condiciones financieras para el mundo emergente son menos favorables y existe el riesgo de un deterioro más pronunciado. En China, si bien la actividad se ha estabilizado, los riesgos siguen presentes, especialmente los de su sistema financiero, que podría verse estresado ante un mayor deterioro de las condiciones financieras. En América Latina todavía hay economías en las que se requieren ajustes y otras que están en un proceso de cambios que puede generar turbulencias.

Internamente, las sorpresas de inflación de los últimos meses se concentran en precios ligados al tipo de cambio y alimentos, pero no puede descartarse que la convergencia de la inflación a 3% tome algo más de tiempo, especialmente si las holguras de capacidad se amplían más de lo anticipado. Por otra parte, la evolución del peso continuará sujeta a altos grados de incertidumbre, lo que podría afectar la inflación en el corto plazo en una u otra dirección.

Respecto de la actividad, las cifras más recientes ponen una nota de cautela, aun considerando la volatilidad de los datos mes a mes y que por el lado de la demanda la información conocida ha sido más favorable. Se suma que el deterioro de las condiciones financieras externas podría tener un impacto mayor que el previsto. En todo caso, también puede ocurrir que el precio del cobre se mantenga en niveles superiores a los previstos, impulsando el gasto interno y mejorando las confianzas.

GRÁFICO V.9Proyección 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 el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO V.1

REASIGNACIÓN Y PRODUCTIVIDAD AGREGADA

El crecimiento de la productividad total de factores (PTF) de los sectores distintos de recursos naturales (PIB resto) es muy variable. En los últimos 18 años ha promediado 1%, pero con un grado importante de varianza, marcando máximos de 5% y mínimos de -2,2% en el período^{1/}. Comprender los determinantes de dichas variaciones es una tarea compleja, pero de gran importancia. Ello, pues es un elemento crítico del crecimiento de mediano plazo de la economía, insumo clave para las políticas económicas, incluyendo la monetaria.

Una forma de aproximarse a la comprensión de estos cambios, es analizar el proceso de crecimiento de la productividad a partir de datos microeconómicos^{2/}. La idea es identificar cuánto de la variación de la productividad agregada es por mejoras en la eficiencia dentro de la empresa, versus las asociadas a la reasignación de recursos entre ellas. La evidencia internacional muestra que lo último es, en general, muy relevante. En los países de la OCDE, explica hasta el 90% del crecimiento de la productividad para algunos sectores^{3/}. Una implicancia directa de esto es que políticas que faciliten la reasignación de recursos desde empresas menos hacia más eficientes son claves para lograr un mayor crecimiento de la productividad agregada.

Este Recuadro presenta los primeros resultados de un análisis en esa línea para la economía chilena, usando datos a nivel de empresas del Servicio de Impuestos Internos (SII). A diferencia de la información utilizada en algunos estudios previos^{4/}, esta base de datos tiene la ventaja de incluir firmas de todos los sectores económicos y tamaños, lo que permite construir una mejor proxy de la productividad agregada de la economía^{5/}.

Los resultados muestran que, en línea con la literatura internacional, el crecimiento de la PTF agregada entre el 2006 y el 2014 se explica tanto por el crecimiento de la productividad a nivel de firmas individuales como por el proceso de reasignación de factores hacia firmas más productivas. Este resultado es robusto a distintas metodologías, y es validado con regresiones que evidencian ajustes positivos (negativos) en capital y trabajo

en firmas con mayor (menor) nivel de productividad. Además, se muestra que el proceso de creación y destrucción de firmas juega un rol importante. Acorde con lo que sugiere la teoría, las firmas que nacen, aunque relativamente pequeñas, son más productivas que aquellas que mueren.

Descomposición del crecimiento de la productividad agregada

La idea se resume en la siguiente ecuación. En cualquier período t la productividad agregada (A_t) es igual a la suma ponderada de la productividad de todas las firmas (A_{it}) que existen en la economía^{6/}, donde el peso de cada firma (ω_{it}) depende de la cantidad de insumos productivos que utilice.

$$A_t = \sum_{i \in \Phi} \omega_{it} A_{it}$$

De lo anterior se desprende que aumentos de la productividad agregada pueden tener origen en tres fuentes distintas. Primero, puede aumentar la productividad a nivel de la firma. Segundo, puede haber reasignación de recursos entre empresas, puesto que puede aumentar el tamaño relativo de las empresas más eficientes. Tercero, año a año el conjunto de empresas cambia debido a la entrada y salida de ellas, de modo que si empresas poco eficientes se van y entran empresas nuevas más productivas, la productividad agregada también crece. Así, el proceso de crecimiento de la productividad agregada puede entenderse como el resultado de tres mecanismos: genuino crecimiento de la productividad de la empresa, reasignación de factores entre empresas y entrada/salida de empresas.

Los resultados reportados en este Recuadro muestran que, dependiendo del método que se utilice para calcular la participación del trabajo, la productividad agregada fluctúa entre 1,5 y 1,8%^{7/} (tabla V.1). Si bien estos números son algo mayores a los obtenidos de los datos de Cuentas Nacionales, se encuentran en un orden de magnitud similar y resultan razonables a la luz de la evidencia internacional.

^{1/} Ver Recuadros V.1 en IPoM de septiembre 2015 y 2016 y las minutas citadas en ellos.
^{2/} Olley y Pakes (1992), Foster *et al.* (2001) y Melitz y Polanec (2015).

^{3/} Barnes *et al.* (2001).

^{4/} Bergoeing y Repetto (2006), Levinsohn y Petrin (2003, 2012) y Pavcnik (2002).

^{5/} La correlación de la tasa de crecimiento de la PTF agregada en esta base y la PTF agregada con los datos sectoriales macroeconómicos es 0,62. Ver Albagli *et al.* (2016) para una descripción detallada de los datos.

^{6/} El conjunto de empresas en cada período t está representado por el símbolo Φ_t .

^{7/} Se asume una función Cobb Douglas para el valor agregado a nivel de firma, el que se puede expresar de la siguiente forma, $Y_t = A_t K_t^{\beta} L_t^{1-\beta}$, donde Y es el valor agregado, K el capital, L el factor trabajo y β la participación del capital en el valor agregado.



TABLA V.1

Descomposición de la productividad
(porcentaje)

| | Metodología de estimación de la participación del trabajo | | |
|--|---|------|------------------------------|
| | Participación rentas | OLS | Levinsohn y Petrin (2003) |
| Crecimiento productividad | 1,6 | 1,8 | 2,1 |
| Crecimiento productividad firmas que continúan | 2,2 | 1,5 | 1,7 |
| Reasignación entre firmas que continúan | 0,9 | 0,9 | 1,3 |
| Efecto neto de entrada-salidas | -1,5 | -0,6 | -1,0 |

Fuente: Albagli *et al.* (2016).

La descomposición del crecimiento de la PTF muestra que el componente de reasignación juega un papel importante, y de una magnitud similar a lo aportado por el crecimiento de la productividad individual de las firmas que permanecen^{8/} (tabla V.1). Puesto de otra forma, una parte significativa del proceso de crecimiento de la PTF año a año se explica por el hecho que las firmas más productivas atraen más recursos, tanto en la forma de contrataciones netas de trabajo como en una expansión de su capital, mientras que las firmas menos productivas se hacen relativamente más pequeñas. Ello refleja que la operación de los mercados de factores es clave en permitir a la economía hacerse más eficiente a nivel agregado.

El ejercicio también muestra que el efecto neto de entradas y salidas es negativo. Ello no implica que el proceso de creación y destrucción sea ineficiente, sino que refleja las diferencias de tamaño entre ambos tipos de empresas. En efecto, si bien las empresas nuevas son en promedio un 18% más productivas que las que mueren, su escala es significativamente menor, lo que explicaría el efecto neto negativo de este componente (tabla V.2). Además, debe considerarse que este número es solo el efecto de las entradas en el período en que ocurren. Entre las firmas que entran, las más productivas tenderán a crecer a lo largo del tiempo, aumentando la productividad agregada en el futuro.

TABLA V.2

Comparación entre empresas que entran y salen

| | Ratio empresas que entran/salen |
|---------------------------------|---------------------------------|
| Productividad total de factores | 1,18 |
| Remuneraciones totales | 0,54 |
| Ventas | 0,57 |

Fuente: Albagli *et al.* (2016).

Conclusiones

El uso de datos desagregados permite entender de mejor forma los determinantes del proceso de crecimiento de la productividad agregada. Este Recuadro muestra que, en el caso de Chile, el proceso de reasignación de factores juega un papel importante. Las firmas con mayor productividad tienden a crecer más que el resto, aumentando la eficiencia promedio de la economía y el producto tendencial. Estos resultados son coherentes con la estimación del PIB potencial utilizada en los últimos años. Un mercado laboral flexible, que permita movilizar trabajadores entre empresas, y un mercado financiero que permita acceso a capital para empresas más productivas, son por lo tanto claves para la capacidad de crecimiento de la economía en el mediano/largo plazo.

^{8/} Estos resultados están en línea con los patrones documentados a nivel internacional por Foster *et al.* (2001) y Syverson (2011).

^{9/} Esto es un 1/4 de desviación estándar, estimada en 100%. La dispersión de los niveles de productividad de firmas individuales es mayor que en Estados Unidos, pero menor a lo encontrado para China e India por Hsieh y Klenow (2009) para firmas en el sector manufacturero.

GLOSARIO

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

Brecha de actividad: Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Octubre 2016). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2016-2018 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para dicho período.

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 el World Economic Outlook (WEO, Octubre 2016). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período.

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, aproximadamente, del 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2015.

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.

Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI): Indicador de riesgo corporativo, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por bancos y empresas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

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

Holguras de capacidad: Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de la brecha de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de las empresas.

IPCSAE: IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos, permaneciendo 72% de la canasta total.



IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

IVUM: Índices de precios de importaciones.

PIB potencial: Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

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

PIB RRNN: PIB de recursos naturales, incluye los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

PIB tendencial: Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los shocks que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

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

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2016: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

ABREVIACIONES

- BCP: Bonos del BCCh en pesos
BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF
CCNN: Cuentas Nacionales
ECB: Encuesta de crédito bancario
EEE: Encuesta de expectativas económicas
EOF: Encuesta de operadores financieros
IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial
IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía
IMCE: Indicador Mensual de Confianza Empresarial
TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abrahams, M., T. Adrian, R. Crump y E. Moench. 2016. Decomposing Real and Nominal Yield Curves. *Journal of Monetary Economics* 84(2016), pp.182–200.
- Albagli, E., M. Canales, C. De la Huerta y M. Tapia. 2016. Crecimiento de la Productividad Agregada en Chile: Evidencia con Micro Datos Administrativos SII. Mimeo. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2007. La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación.
- Banco Central de Chile. 2016. Informe de Percepciones de Negocios. Noviembre.
- Barclays Capital. 2016. Global Economics Weekly. Varios números.
- Barnes, M., J. Haskel y M. Maliranta. 2001. The Sources of Productivity Growth: Micro-level Evidence for the OECD. Mimeo.
- Bergoeing, R. y A. Repetto. 2006. Micro Efficiency and Aggregate Growth in Chile. Cuadernos de Economía, Vol. 43, pp. 169 – 191.
- Beyzaga C. y L. Ceballos. 2016. Compensación Inflacionaria y Premios por Riesgo: Evidencia para Chile. Mimeo. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Consensus Forecasts. 2016. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Chumacero, R. y L. Opazo. 2008. Compensación Inflacionaria en Chile. Documento de Trabajo N°468, Banco Central de Chile.
- CRU. 2016. Copper Market Outlook. Varios números.
- Deutsche Bank. 2016. Macro Forecast Weekly. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2016. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2016. World Economic Outlook. Octubre.
- Foster, L., J. Haltiwanger y C. Krizan. 2001. Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence. New Developments at Productivity Analysis. University of Chicago Press, 303 – 372.
- Food and Agriculture Organization. 2016. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- Hsieh, C. y P. Klenow. 2009. Misallocation and Manufacturing TFP in China and India. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124 (4), pp. 1403 – 1448.
- International Energy Agency. 2016. Oil Market Report. Varios números.
- Institute of International Finance. 2016. EM Portfolio Flows Tracker. Varios números.
- Jervis, P. 2007. La Compensación Inflacionaria y sus Componentes en Chile. *Revista Economía Chilena*, Vol. 10(2).
- JP Morgan Chase. 2016. Global Data Watch. Varios números.

- Levinsohn, J. y A. Petrin. 2003. Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables. *The Review of Economic Studies*, pp. 317 – 341.
- Melitz, M. y S. Polanec. 2015. Dynamic Olley-Pakes Productivity Decomposition with Entry and Exit. *The RAND Journal of Economics*, Vol. 46 (2), pp. 362 – 375.
- Olley, G. y A. Pakes. 1992. The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry. *Econometrica*, Vol. 64 (6), pp. 1263 – 1297.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. 2015. The Future of Productivity Report. OECD 2015.
- Pavcnik, N. 2002. Trade Liberalization, Exit and Productivity Improvements: Evidence from Chilean Plants. *Review of Economic Studies*, Vol. 69 (1), pp. 245 – 276.
- Pincheira, P. y A. García. 2012. En Busca de un Buen Marco de Referencia Predictivo para la Inflación en Chile. *Trimestre Económico* 313, pp. 85–123.
- Syverson, C. 2011. What Determines Productivity?. *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 2, pp.326 – 365.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2016

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

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 2016