

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2014



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2014



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	27
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	31
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	39
RECUADROS	
Vulnerabilidad del sistema financiero chino	
Nueva canasta del IPC	
Traspaso del tipo de cambio a precios	

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 26 de marzo de 2014.

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 27 de marzo de 2014 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 31 de marzo de 2014.

El Consejo

RESUMEN

En los últimos meses, la actividad y la demanda crecieron menos que lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) anterior, diferencia que se hizo especialmente visible en los sectores ligados a la inversión. La inflación anual ha sido algo mayor que la prevista, retornando a tasas del orden de 3%, influida en buena parte por alzas de la energía, tanto por precios externos superiores como por la depreciación del peso. Las expectativas de inflación a fines del horizonte de proyección siguen en torno a 3%, aunque para el corto plazo han aumentado levemente. En el escenario externo, el principal cambio es la importante disminución del precio del cobre, que lleva a un deterioro de los términos de intercambio relevantes para Chile. Tanto el escenario de crecimiento mundial como el de condiciones financieras externas no muestran cambios significativos en los últimos meses. Con todo, se han producido algunos episodios de volatilidad financiera en los mercados externos y una depreciación generalizada de las monedas de países emergentes. La depreciación del peso chileno ha sido importante e incluso superior a la del promedio de las economías emergentes. En este contexto, el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en sus reuniones de febrero y marzo, llevándola a 4%. Además, señaló que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

La actividad creció 4,1% anual en el 2013, con una marcada desaceleración en la segunda mitad del año. Un factor determinante fue el comportamiento de los sectores distintos de recursos naturales, en particular aquellos ligados a la inversión como la construcción y parte del comercio y la industria. Dentro de los componentes de la demanda, la formación bruta de capital fijo presentó el mayor ajuste a la baja. El bloque de maquinaria y equipos mostró tasas de expansión anual negativas en los dos últimos trimestres del 2013, y el de construcción y obras redujo de modo importante su variación anual en ese lapso. Detrás del crecimiento de la inversión menor que lo esperado hay diversos factores. Además del efecto de las exigentes bases de comparación de iguales meses del 2012, que afectó la variación anual de las importaciones de bienes de capital, está la maduración del ciclo de inversión ligado a la minería y la postergación de algunos proyectos en carpeta. También se observa un deterioro de las expectativas recogidas en las encuestas de confianza empresarial y en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios*. Por último, está la caída que, en términos anuales, mostró la inversión pública en el último cuarto del año y la depreciación del tipo de cambio real, que encarece los bienes de capital importados. Todo esto ha llevado a corregir a la baja las proyecciones privadas de crecimiento para este año. Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo, el crecimiento del PIB para el 2014 se redujo desde 4,1% en noviembre a 3,7% en marzo.

Las correcciones en el panorama de crecimiento chileno van en la misma línea que en la mayoría de las economías emergentes. En el escenario base, se estima que



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2012	2013	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	5,4	4,1	3,0-4,0
Ingreso nacional	4,6	3,4	3,3
Demanda interna	6,9	3,4	3,3
Demanda interna (sin variación de existencias)	7,1	4,2	3,3
Formación bruta de capital fijo	12,2	0,4	0,8
Consumo total	5,6	5,4	4,1
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	4,3	3,2
Importaciones de bienes y servicios	5,0	2,2	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-3,4	-3,6
Ahorro nacional (% del PIB)	21,7	20,5	19,5
FBCF (% del PIB nominal)	24,0	23,6	23,1
FBCF (% del PIB real)	26,8	25,8	25,2
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.081	-9.425	-9.520
Balanza comercial	2.508	2.131	900
Exportaciones	77.965	76.674	74.800
Importaciones	-75.458	-74.544	-73.900
Servicios	-2.276	-2.903	-2.250
Renta	-11.503	-11.079	-10.200
Transferencias corrientes	2.191	2.426	2.030

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,1	-3,2	-0,9	-1,1
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,7	3,9
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,0	3,5	3,8
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,2	2,3	2,9	3,2
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,9	1,1	2,1	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	5,9	4,5	4,6	5,0
Precios externos (en US\$, *)	4,6	5,2	0,3	0,3	0,7
(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	367	332	300	285
Precio del petróleo WTI (US\$/barrel)	44	90	98	96	88
Precio del petróleo Brent (US\$/barrel)	42	101	109	106	101
Precio paridad de la gasolina (US\$/m³) (*)	367	742	785	777	733
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,3	0,3	0,7

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

en el 2014 este grupo de países tendrá un crecimiento inferior al promedio de los últimos años. Un ejemplo es China, cuya expansión prevista se ubica incluso por debajo de la meta de 7,5% expresada por sus autoridades. Otras economías latinoamericanas, como Brasil, México y Perú, también han visto correcciones a la baja de sus proyecciones. Todo lo anterior contrasta con lo que acontece en el mundo desarrollado, cuyas estimaciones de crecimiento para el año se han reevaluado al alza, aunque con distintos matices. Destaca el mejor desempeño de Estados Unidos y las señales más asentadas de un proceso de recuperación gradual de la Eurozona. La suma de estos cambios y la consideración de su importancia relativa hace que el crecimiento previsto para los socios comerciales chilenos se eleve marginalmente para el 2014 y 2015: 3,8% promedio (3,7% en diciembre).

Las condiciones financieras que enfrentará Chile no tienen cambios significativos respecto de lo proyectado en diciembre, en tanto los términos de intercambio muestran un deterioro. Con todo, comparado con años previos, las condiciones del escenario externo serán menos favorables. Esto, por un lado, porque las tasas de interés en los mercados externos han aumentado, lo mismo que la aversión al riesgo respecto de los mercados emergentes. Por otro lado, porque el precio del cobre ha sufrido un descenso importante en los últimos meses. De hecho, el valor del metal se ubicó por debajo de US\$3 la libra al cierre estadístico de este IPoM. En el escenario base, se prevé que la libra de cobre promediará US\$3 el 2014 y US\$2,85 el 2015.

Respecto de la inflación local, la variación anual del IPC ha vuelto a niveles en torno a 3% más rápido que lo previsto. En los últimos meses, la variación mensual del IPC ha estado dominada por los aumentos en los precios de la energía, que se deben tanto al mayor precio de los combustibles en dólares como a la depreciación del peso. El impacto de la depreciación sobre otros precios incluidos en el IPC ha estado dentro de lo esperado. La inflación subyacente —IPCSAE que excluye los precios de los alimentos y la energía— también ha aumentado, aunque a un ritmo menor al del IPC total. Las expectativas de inflación se han mantenido en 3% en el horizonte de proyección, con un incremento leve en el corto plazo.

Considerando este contexto, las proyecciones del escenario base de este IPoM reducen el crecimiento del PIB para el 2014. El Consejo estima que este año la economía crecerá entre 3 y 4% (3,75 a 4,75% en diciembre). Esto refleja que este año la expansión de la inversión será menor que lo proyectado antes, con una tasa de variación anual que ahora se estima cercana a 1% (4,1% en diciembre). Ello recoge la información conocida del primer trimestre, así como los ajustes a la baja en la inversión en el 2013 y comienzos del 2014 que muestran los datos del nuevo catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC). Otro factor que explica el menor crecimiento previsto en lo más próximo es la corrección al alza de los niveles de existencias previamente conocidos, lo que implica que esta fuente de expansión tendrá un menor impulso. El escenario también considera que, como ha sido la tónica de los últimos trimestres, el consumo privado tendrá una desaceleración moderada, sustentada por la evolución de los ingresos laborales y una situación de endeudamiento estable. El déficit proyectado para la cuenta corriente se ubicará en 3,6% del PIB en el 2014, valor algo superior al del 2013. En ello se conjugan la reducción del precio del cobre esperado para el año, que más que compensa el menor crecimiento previsto de la demanda interna y las importaciones. Esto último implica que, medido a precios de tendencia, el déficit vuelve a descender, acercándose a 3% del producto. Respecto del PIB, la tasa de inversión total se ubicará algo por sobre 23% en valores nominales (algo más de 25% en términos reales), mientras que el ahorro nacional llegará a 19,5%.

En el escenario base el crecimiento de la economía a lo largo del 2014 será inferior al observado el año pasado y se ubicará por debajo de su tasa de tendencia, el que el Consejo sigue estimando en torno a 5%. Esta trayectoria considera una estabilización del nivel de inversión, resultado en el que convergen varios elementos. Por un lado, el catastro de la CBC muestra una mayor inversión prevista en obras de ingeniería para la segunda mitad del 2014 y para el bienio 2015-2016. Por otro lado, se agrega que la construcción habitacional tendrá un crecimiento similar al del año anterior, toda vez que las existencias continúan en niveles bajos, las ventas de viviendas siguen estables y las condiciones financieras —volumen y costo del crédito— continúan favorables. También se espera que la ejecución del presupuesto fiscal 2014 será más en línea con los patrones históricos, lo que implicará un aumento en el gasto público respecto del 2013, en particular de la inversión. Asimismo, las importaciones de maquinaria y equipos se han estabilizado en los últimos meses. Se añade que el crecimiento algo mayor de los socios comerciales y la depreciación del tipo de cambio real también contribuirán al aumento de las exportaciones no mineras. Por último, está el efecto del mayor impulso monetario que se ha agregado a la economía.

En cuanto a la inflación, en el escenario base se considera que la variación anual del IPC aumentará transitoriamente hacia cifras entre 3,5 y 4%^{1/}. En lo inmediato, este aumento refleja los traspasos directos de la depreciación del peso hacia los precios de bienes y servicios. En el escenario base, se considera que el menor uso de la capacidad instalada, que se deduce del comportamiento de la actividad, mitigará las presiones inflacionarias y la propagación de los efectos directos de la depreciación. Así, ya a partir de fines del 2014 la inflación total volverá a valores más cerca de 3%, donde se ubicará hasta fines del horizonte de proyección, el primer trimestre del 2016. La inflación subyacente oscilará alrededor de 3% a lo largo de dicho horizonte.

Además de las ya comentadas trayectorias previstas del crecimiento local y el escenario externo, esta proyección utiliza como supuesto de trabajo que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También incorpora como supuesto metodológico que el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que este se ubica dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

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

En el plano externo, un primer riesgo se relaciona con la evolución de las economías emergentes y, en particular, de China. Este último riesgo ha estado presente desde hace varios IPoM y en lo más reciente se ha exacerbado a raíz de las crecientes dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero y el aumento generalizado en la percepción de riesgo sobre el mundo emergente. En particular, un deterioro de

INFLACIÓN

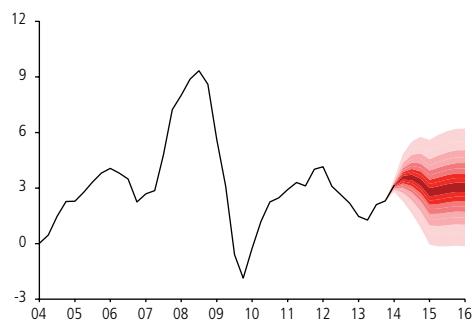
	2013	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,8	3,4	2,9	
Inflación IPC diciembre	3,0	3,0	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,2	2,7	3,0	
Inflación IPCSAE diciembre	2,1	2,8	2,9	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2016.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Para efectos de las proyecciones incluidas en este IPoM, se considera la inflación anual en base a la canasta de referencia 2013=100.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)
(variación anual, porcentaje)**

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

Fuente: Banco Central de Chile.

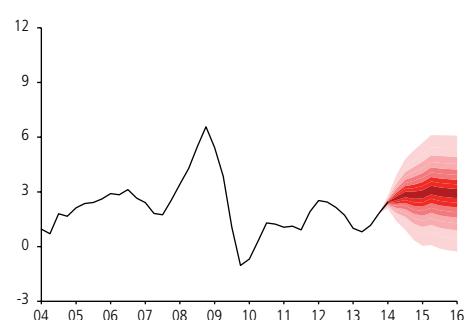
la economía china tendría efectos de primer orden tanto para el conjunto de las economías emergentes como para Chile, los que se transmitirían tanto por canales financieros como reales. De especial relevancia es su incidencia en la determinación de los precios de las materias primas, incluido el cobre, así como en el crecimiento de otros socios comerciales relevantes para Chile, como América Latina. Tampoco se puede descartar que las vulnerabilidades que han acumulado algunas economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad.

También es posible que el proceso de recuperación de Estados Unidos tome más fuerza que la prevista. La temporalidad de sus efectos es de distinto signo. En el corto plazo, el adelantamiento de la normalización de su impulso monetario podría llevar a condiciones financieras menos favorables para el mundo emergente, induciendo nuevos episodios de volatilidad como los de los últimos trimestres. Hacia adelante, prevalecería el efecto de una mayor demanda externa y mayores precios de las materias primas, afectando positivamente a economías como Chile que cuentan con fundamentos sólidos. Con todo, persiste el riesgo asociado a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona y se agrega que un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Ucrania podría tener efectos sobre los precios de las materias primas, así como sobre la confianza en Europa.

En el ámbito local, parte importante de la desaceleración de la economía en los últimos trimestres se debe a la caída en la inversión. El escenario base supone que este fenómeno no se profundizará y que en algunos componentes incluso se revertirá. Sin embargo existen riesgos, en particular porque la caída de la inversión a fines del 2013 fue mayor que la esperada. Por ejemplo, es posible que, por la inercia propia de la inversión, su debilidad se prolongue más allá de lo previsto. También es posible que ante un deterioro del escenario externo, que reduzca el precio del cobre por debajo de su nivel de largo plazo, se afecte el cronograma de ejecución de nuevos proyectos, llevando a un menor crecimiento de la economía.

También en el plano local, la inflación de los últimos meses, lo mismo que las proyecciones incluidas en el escenario base, muestran un traspaso acotado de la depreciación cambiaria a precios acorde con los fundamentos de la economía. La consolidación del esquema de metas de inflación y la desaceleración de la economía limitan el grado de traspaso a precios finales, salarios y expectativas, por lo que se estima que el repunte reciente de los registros inflacionarios es transitorio. Sin embargo, es necesario vigilar que sus efectos de segunda vuelta permanezcan contenidos, en particular considerando que los márgenes están más estrechos en algunos sectores por los aumentos de costos, como la energía, y que la situación del mercado laboral también sigue relativamente estrecha.

El escenario macroeconómico muestra una desaceleración de la economía más allá de la prevista hace unos meses, con una inflación que se ubica en torno a 3%. El panorama externo de corto plazo para Chile es menos favorable que hace un año. Además, se han acrecentado las dudas sobre el desempeño de algunas economías de gran tamaño, en particular China. En este contexto, el Consejo ha aumentado el impulso monetario, reduciendo la TPM en 100 puntos base durante los últimos seis meses. El Consejo evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, 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.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)**

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

Fuente: Banco Central de Chile.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

Antecedentes: IPoM de diciembre 2013

La evolución del escenario macroeconómico había sido acorde con lo previsto en el IPoM de septiembre. La actividad y el gasto interno habían moderado paulatinamente su dinamismo, reduciendo las presiones acumuladas sobre el uso de los recursos internos y el déficit de la cuenta corriente. La inflación había seguido en niveles bajos y sus expectativas a dos años plazo permanecían en torno a la meta. El impulso externo era similar a lo previsto, pero los precios de las materias primas, incluido el cobre, habían bajado, contribuyendo a comprimir las ya reducidas presiones de inflación internacional. La materialización del escenario base llevó al Consejo a reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base (pb) en octubre y en noviembre, hasta 4,5%.

La decisión de la Fed de postergar la reducción de su programa de compra de activos había aliviado las condiciones financieras externas, aunque seguían menos favorables que a comienzos de año. Las monedas de varias economías emergentes se habían depreciado respecto del dólar. El peso chileno alcanzaba niveles por sobre los \$520 por dólar y el tipo de cambio real (TCR) se ubicaba en su promedio de los últimos 15 a 20 años, y dentro de los rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

En Chile, la desaceleración del gasto conjugaba varios factores: la maduración del ciclo de inversiones mineras, la ausencia de las significativas importaciones de material de transporte del último cuarto del 2012, una moderada pérdida de dinamismo del consumo y una importante reducción de existencias. En la actividad, durante el tercer trimestre la minería había mostrado altas tasas de variación anual, alentada por la entrada en producción de importantes inversiones realizadas en años previos. Las exportaciones mineras habían subido, contribuyendo a reducir el déficit de la cuenta corriente. Los sectores más ligados a la demanda seguían con un crecimiento inferior al del 2012, que además era menor que lo previsto. Esto llevó a un ajuste marginal en las proyecciones para el año y también para el 2014: entre 3,75 y 4,75% (4 y 5% en septiembre).

La inflación había sido menor que lo esperado, principalmente por los precios externos de los combustibles, contrarrestados por alzas estacionales de algunos alimentos perecibles y la depreciación del peso. Con ello, la inflación había vuelto a ubicarse transitoriamente por debajo del rango de tolerancia y

sus perspectivas a dos años plazo anticipaban una convergencia más lenta a la meta. El escenario base utilizaba como supuesto metodológico que la TPM seguiría una trayectoria similar a la que mostraba la última Encuesta de Expectativas Económicas.

Los riesgos en el ámbito externo seguían vinculados al desempeño de las emergentes, en particular por el efecto que tendría el proceso de retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. sobre las que habían acumulado desequilibrios macroeconómicos y eran más dependientes del financiamiento externo. Seguían las preocupaciones por la fragilidad del sistema financiero chino y se sumaban dudas por la evolución de sus precios inmobiliarios. El riesgo en la Eurozona se mantenía vigente. En lo interno, se identificaban riesgos respecto de la velocidad de convergencia de la inflación a 3%, con factores como la desaceleración de la demanda y la depreciación del peso que se contraponían entre sí. El Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad como para la inflación estaban equilibrados.

Reuniones de diciembre, enero, febrero y marzo

En diciembre, el escenario externo se enmarcaba dentro de lo previsto. En lo interno, la actividad crecía algo por debajo de su tendencia, lo que restaba presión al uso de la capacidad instalada, pero las condiciones en el mercado laboral aún eran estrechas. La desaceleración del gasto interno se había generalizado, incluso a los componentes con un comportamiento más inercial. La reciente depreciación del peso podía implicar una mayor inflación en el corto plazo, pero sería un fenómeno transitorio, que hasta la fecha no había afectado las expectativas de mediano plazo.

La División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 4,5% o recortarla en 25pb a 4,25%. Mantenerla se justificaba porque la desaceleración de la economía había sido suave y se anticipaba que esta seguiría un ritmo de crecimiento estable. Los dos recortes ya realizados en la TPM continuarían afectando gradualmente los componentes de la demanda más sensibles al costo de financiamiento. La depreciación real del peso ayudaría a rebalancear las fuentes de crecimiento en línea con los cambios en el entorno externo y la maduración del ciclo de inversiones mineras. En tanto, reducir la TPM era coherente con el escenario base, que contemplaba algún impulso monetario adicional. Sin embargo, tomar esta decisión en ese momento podía entregar una señal de mayor urgencia respecto de la debilidad de la economía nacional y llevar a una corrección



adicional de la trayectoria de tasas esperada del mercado, lo que no era coherente con el escenario base. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 4,5%.

En enero, las noticias externas e internas seguían siendo coherentes con el escenario base. En ese mes, la atención principal se centró en el inicio del retiro del programa de compra de activos de largo plazo de la Fed y su efecto en los mercados. En lo interno, continuaba la desaceleración de la actividad y demanda. Resaltaba el mayor deterioro de la inversión ligada a maquinaria y equipos, que había redundado en un menor crecimiento de los sectores industriales y de servicios asociados. La inflación de diciembre resultó por sobre las expectativas de mercado, afectada por el precio de los alimentos perecibles y de la energía. Además, reflejaba la depreciación del peso. De todos modos, no se observaban mayores efectos de segunda vuelta de estos *shocks* sobre otros precios, salarios y expectativas. Las expectativas de inflación a dos años seguían en torno a 3%, y solo habían alzas moderadas a corto plazo.

La División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 4,5% o recortarla a 4,25%. La opción de recortarla era coherente con lo planteado en el escenario base de diciembre. Los datos recientes mostraban que la desaceleración de la economía se había profundizado, y en caso de mantenerse esta tendencia, reduciría las proyecciones de actividad y las presiones inflacionarias de mediano plazo. Mantener la TPM se podría justificar en la desaceleración paulatina y en que los recortes recientes de la TPM estaban operando. La depreciación real del peso ayudaría a rebalancear las fuentes de crecimiento. La situación de capacidad de las empresas era estrecha y en algunos sectores se preveía una recuperación de los inventarios. El Consejo decidió mantener la TPM en 4,5%, pero comunicó que en los próximos meses podría ser necesario agregar un mayor estímulo monetario para asegurar que la inflación proyectada se ubicara en 3% a dos años plazo.

En febrero, los acontecimientos externos seguían, a grandes rasgos, siendo coherentes con el escenario base. Sin embargo, algunos de los riesgos parecían agudizarse, como la posibilidad de un freno mayor del crecimiento en China. Los mercados financieros externos habían sido más volátiles ante cifras más debilitadas de esta economía y una expansión de EE.UU. por debajo de lo esperado. Internamente, se había materializado un proceso de desaceleración de la actividad y la demanda más intenso que lo estimado en el IPoM. La inflación mostraba registros acotados a pesar de la importante depreciación del peso, y las expectativas seguían en torno a la meta.

La División Estudios presentó como opciones mantener la TPM en 4,50% o recortarla a 4,25%. La opción de mantener se justificaba en que permitiría acumular mayores antecedentes sobre la tendencia de la actividad e inflación y del impacto de los recortes

realizados en la TPM. Reducirla era coherente con lo planteado en el último IPoM. Por varios trimestres, la actividad y, en particular, la de los sectores distintos de recursos naturales, había crecido por debajo de su tendencia, lo que restaba presión al uso de la capacidad instalada y, en algún plazo, también se reflejaría en un relajamiento de las condiciones en el mercado laboral. Más allá del alza de los precios de los combustibles, el aumento de la inflación seguía reflejando el impacto de la depreciación del peso sobre los precios de bienes importables, lo que era parte del proceso de ajuste. Los efectos de segunda vuelta de estos *shocks* sobre otros precios habían sido acotados y cabía esperar que se mantuvieran así en la medida en que las holguras en los mercados finales y de factores continuaran. Así, el Consejo decidió recortar la TPM en 25pb a 4,25%.

En marzo, el panorama externo seguía sin mayores cambios, salvo porque la mayor preocupación por China había impactado negativamente el precio del cobre. En lo interno, se confirmaba que la actividad y la demanda final crecían menos que lo proyectado. Las sorpresas negativas se habían vinculado a la producción minera y a sectores relacionados con la inversión. Además, se veían síntomas de desaceleración del consumo privado, especialmente el durable, coherente con un comportamiento menos dinámico de sus fundamentos y un deterioro de la confianza de consumidores. Todo esto apuntaba a un menor crecimiento el 2014 y, en consecuencia, un menor uso de los recursos internos. La inflación de febrero había sorprendido al alza, reflejando, en gran parte, el impacto de la depreciación del peso y el alza de los precios de los combustibles. Con todo, las expectativas a dos años se mantenían en torno a 3%.

La División Estudios presentó como opciones mantener la TPM en 4,25% o recortarla a 4%. Mantenerla se podría justificar en que ya se había reducido en 75pb, el crédito continuaba flujiendo hacia los hogares y empresas, las tasas de corto y largo plazo habían disminuido y el TCR se ubicaba por encima de sus promedios históricos. Al mismo tiempo, la inflación estaba en torno a 3%. Recortar la TPM era coherente con la percepción de que la sorpresa negativa en la actividad y la demanda final podría ser más duradera, mientras que la reciente sorpresa de inflación era transitoria. Esto podría requerir de un impulso monetario adicional al del previsto en diciembre, para asegurar que la convergencia de la inflación a la meta. En este contexto, era importante seguir vigilando que los efectos de segunda vuelta permanecieran acotados y coherentes con la meta. Así, el Consejo decidió recortar la TPM en 25pb a 4% y comunicó que evaluaría la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

CRECIMIENTO MUNDIAL

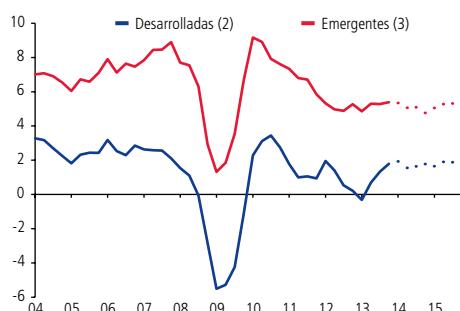
El panorama de actividad internacional de mediano plazo no muestra mayores cambios respecto de fines del año pasado y continúa apuntando a una recuperación del crecimiento de los socios comerciales de Chile. Con todo, el escenario considera un mejor desempeño del mundo desarrollado de la mano de EE.UU. y un repunte gradual de la Eurozona. En cambio, para el mundo emergente se vislumbra una desaceleración más generalizada, esperándose en el 2014, tanto para China como para la mayoría de estas economías, un crecimiento inferior al promedio de los últimos años (gráfico I.1). El mejor desempeño del mundo desarrollado lleva a una revisión marginal al alza del crecimiento de los socios comerciales de Chile: una décima para el 2014 y el 2015 a 3,7 y 3,9%, respectivamente (tabla I.1).

La divergencia en la evolución de las proyecciones de crecimiento entre desarrollados y emergentes constituye también parte de los riesgos del escenario internacional. Por un lado, es posible que se dé una recuperación más intensa en EE.UU. lo que tendría efectos contrapuestos en el corto y mediano plazo. En lo inmediato negativos, induciendo nuevos episodios de volatilidad y un aumento anticipado de las tasas de interés. A mayor plazo, tendría efectos positivos por la mayor demanda externa y precios de las materias primas. Por otro lado, es posible que el panorama del mundo emergente se deteriore más. Las dudas sobre la fragilidad del sistema financiero chino se han acrecentado y se ha visto alzas en la percepción de riesgo en el mundo emergente (Recuadro I.1). Un deterioro de China podría acarrear efectos de primer orden sobre las emergentes, tanto por canales financieros como reales, con menores precios de materias primas. Además, las vulnerabilidades acumuladas por algunas emergentes podrían provocar nuevos episodios de volatilidad. Adicionalmente, está el riesgo sobre la Eurozona y las tensiones geopolíticas en Ucrania.

En el último cuarto del 2013, Estados Unidos creció 2,6% trimestral anualizado, destacando el aporte del consumo personal y de las exportaciones netas. Con esto, el crecimiento del 2013 alcanzó a 1,9%, por sobre el promedio del período 2010-2012. Las perspectivas de recuperación se basan en una menor incidencia del ajuste fiscal y un repunte de la inversión. Los indicadores para el primer cuarto han sido mixtos, aunque las adversas condiciones climáticas del último tiempo los podrían haber afectado negativamente. Por otro lado, antecedentes como la creación de empleo, el ingreso personal y las ventas minoristas fueron mayores que lo esperado por el mercado, al mismo tiempo que se elevaron las expectativas manufactureras y se han resuelto, al menos parcialmente, algunas discusiones en materia fiscal.

GRÁFICO I.1

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



(1) Los puntos corresponden a proyecciones a partir del primer trimestre del 2014.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*) (variación anual, porcentaje)

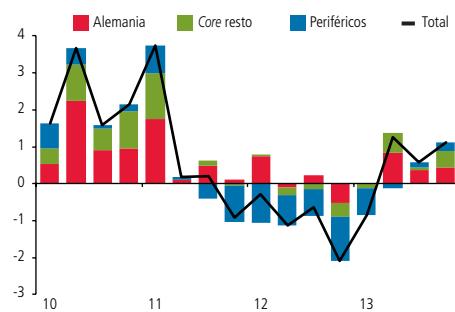
	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2012 (e)	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
Mundo a PPC	4,2	4,0	3,1	3,0	3,5	3,8
Mundial a TC de mercado	3,2	3,2	2,5	2,3	2,9	3,2
Socios comerciales	3,6	4,6	3,4	3,4	3,7	3,9
Estados Unidos	2,6	2,4	2,8	1,9	2,7	2,9
Eurozona	2,2	1,0	-0,6	-0,4	1,2	1,5
Japón	1,7	2,0	1,9	1,6	1,5	1,1
China	10,5	9,1	7,7	7,7	7,3	7,2
India	7,1	7,1	5,1	4,5	5,4	6,3
Resto de Asia	5,1	5,3	3,8	3,9	4,1	4,5
América Latina (excl. Chile)	3,5	4,5	2,7	2,4	2,3	3,4
Exp. de prod. básicos	3,1	2,6	2,5	2,1	2,4	2,7

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

**GRÁFICO I.2**Crecimiento del PIB de la Eurozona
(variación trimestral anualizada, porcentaje)

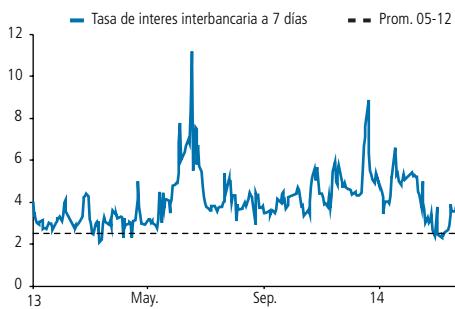
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

La Eurozona está consolidando su salida gradual de la recesión, creciendo por tercer trimestre consecutivo: 1,1% anualizado en el último cuarto del 2013 (gráfico I.2). Alemania sigue contribuyendo de manera importante a este resultado y la mayoría de los otros miembros de la zona están mostrando alguna mejora, incluso las economías periféricas más afectadas. Sin embargo, la tasa de desempleo continúa alta y los riesgos sobre el apalancamiento público y privado, aunque han disminuido, siguen presentes. En lo más reciente, se han visto progresos en la voluntad de las autoridades para avanzar con los planes de la unión bancaria. Así, se proyecta un crecimiento de 1,2% para el 2014, dos décimas más respecto de la proyección anterior.

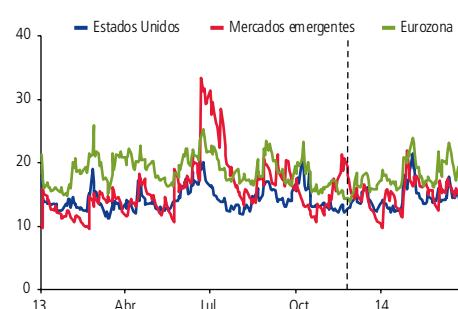
En Japón, la actividad del cuarto trimestre del 2013 se expandió 0,7% trimestre a trimestre anualizado, por debajo de lo esperado por el mercado. En esto influyó la marcada reducción de la inversión pública en el período, lo que se relaciona con la intención del gobierno nipón de reducir la elevada deuda pública. Con el mismo propósito, para abril próximo está programado el aumento del impuesto al consumo desde 5 a 8%. Esto podría estar tras la caída en la confianza de los consumidores, lo que en parte ha sido compensado por ciertas mejoras del mercado laboral como la reducción de la tasa de desempleo. Indicadores parciales del primer cuarto como las ventas minoristas y la producción industrial han superado las expectativas. A su vez, aunque las expectativas manufactureras se han moderado, permanecen en niveles elevados. Se agrega que la autoridad monetaria sigue con su esquema de relajo cuantitativo y además extenderá por un año su programa de estímulo al crédito bancario. La proyección de crecimiento para el 2014 aumenta dos décimas a 1,5%, tasa similar a la que registró en el 2013.

En las economías emergentes existe mayor preocupación respecto de la desaceleración de la actividad, la que se ha vuelto más generalizada. La atención se ha volcado hacia las fuentes de vulnerabilidad que impiden repetir los registros de crecimiento de los últimos tres años. En China, el producto creció 7,7% anual en el cuarto trimestre del 2013 (7,8% el anterior). En lo más reciente la actividad se ha ralentizado y varios indicadores resultaron bajo de lo esperado por el mercado; las ventas minoristas se desaceleraron y las expectativas de los consumidores se moderaron, al igual que el precio de las viviendas. La producción industrial de enero y febrero creció menos que los registros previos y que lo esperado, al mismo tiempo que las exportaciones de febrero se contrajeron marcadamente y las expectativas manufactureras se ubican por debajo del pivote que indica expansión. Además, han aumentado los riesgos relacionados con su sistema financiero. A la cautela respecto del tamaño del crédito fuera del balance de los bancos, se suma que dos empresas declararon el incumplimiento del pago de su deuda, situación poco frecuente en este mercado. Asimismo, existe cierta evidencia de problemas de solvencia en algunos bancos regionales de menor tamaño. La tasa interbancaria se ha estabilizado en los últimos meses, pero se ha observado una mayor volatilidad y depreciación del yuan, junto con una ampliación de la banda de flotación permitida por las autoridades (gráfico I.3). El escenario base proyecta un crecimiento de 7,3% para el 2014, inferior al 7,7% del 2013.

En el mundo emergente, la mayor corrección en las proyecciones de expansión se da en América Latina: 2,3% para el 2014, seis décimas menos que en el IPOM previo. Una suma de factores explica esta revisión. Por un lado, el menor impulso fiscal y monetario en Brasil, el débil crecimiento y alza de impuestos en México y la desaceleración de la inversión y las exportaciones en Perú. Por otro

GRÁFICO I.3China: tasa de interés interbancaria
(porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

GRÁFICO I.4Volatilidad de mercados bursátiles (1) (2)
(porcentaje)

(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de diciembre 2013.

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

Fuente: Bloomberg.

lado, las proyecciones de crecimiento de Argentina y Venezuela sufren ajustes relevantes para el año, del orden de 2 puntos porcentuales menos.

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Los últimos trimestres han estado marcados por el aumento de la volatilidad en los mercados internacionales, una mayor aversión al riesgo en la valoración de los activos financieros y en los movimientos en las paridades (gráfico I.4). Esto, en un contexto en que se han ido mezclando los anuncios de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) sobre su política monetaria, indicadores de corto plazo bajo lo esperado en algunas economías grandes, como China, y las tensiones geopolíticas en Ucrania.

Así, desde el cierre estadístico del IPoM previo, se ha profundizado la salida de capitales desde las economías emergentes (gráfico I.5). Sus monedas se han depreciado de forma generalizada. Todo esto, mientras las monedas del mundo desarrollado se han apreciado y han recibido flujos de capitales. Con esto, las tasas de largo plazo continuaron aumentando en las economías emergentes y, aunque con vaivenes, en las desarrolladas se ubican en niveles similares a diciembre (gráfico I.6). En este contexto, las bolsas en las desarrolladas aumentaron en el margen y cayeron en las emergentes (gráfico I.7).

MATERIAS PRIMAS

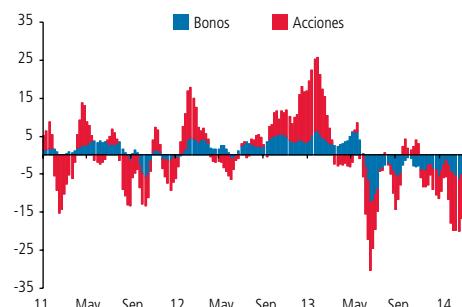
En los últimos meses, los precios de las materias primas han tenido movimientos importantes (gráfico I.8). Varios son los determinantes de estos hechos: destacan la severidad del clima en el hemisferio norte, las tensiones geopolíticas en Ucrania y las mayores preocupaciones sobre el desempeño de China.

Aunque con vaivenes, el precio del petróleo WTI aumentó 9% desde el cierre estadístico del IPoM anterior, mientras el del Brent casi no cambió. El invierno más duro en EE.UU. y algunos conflictos geopolíticos en Medio Oriente mermaron la producción de crudo y los inventarios. A su vez, el aumento de las proyecciones de crecimiento mundial corrigió al alza la demanda de petróleo. En línea con el WTI, el precio de la gasolina subió 4,5%. Con los precios implícitos de los futuros de los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, se sigue proyectando una trayectoria descendente del precio de los combustibles, aunque en un nivel mayor que el previsto antes, en razón del efecto de arrastre de los mayores precios de la primera parte del año.

El precio del cobre cayó 5% desde diciembre. Desde entonces su valor osciló entre US\$3,37 y US\$2,92 la libra, transándose por debajo de US\$3 la libra al cierre de este IPoM. En esto influyeron fundamentalmente las preocupaciones respecto de la demanda china de cobre, por cuanto sus importaciones del metal cayeron con marcada intensidad en febrero. Además, por la moderación de las expectativas manufactureras chinas. Así, el escenario base ajusta a la baja las proyecciones de precio del cobre para este y el próximo año a US\$3 y US\$2,85 la libra, respectivamente.

GRÁFICO I.5

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



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO I.6

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

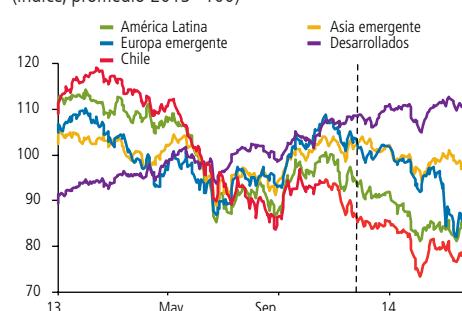


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2013.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7

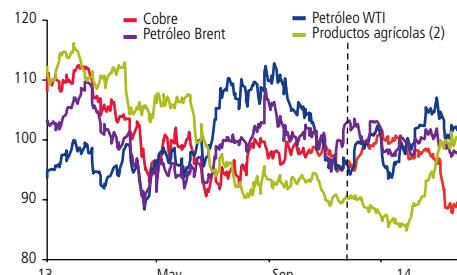
Indicadores bursátiles (1) (2)
(índice, promedio 2013=100)



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

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

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.8**Precios de materias primas (1)
(índice, promedio 2013=100)

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

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

El precio de los productos agrícolas subió 10% entre el cierre estadístico de este IPoM y el anterior. Luego de alcanzar un valor mínimo en tres años a fines de enero, registró un marcado repunte. El conflicto en Ucrania jugó un rol preponderante, por su relevancia como exportador de maíz y trigo. Además, incidió la prolongada escasez de agua, la menor calidad de los productos en otros importantes países exportadores y las mayores expectativas de demanda.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

En los últimos seis meses, la inflación global disminuyó marginalmente (gráfico I.9). Esto, principalmente por los bajos registros de inflación en el mundo desarrollado, en parte por la persistencia de amplias holguras de capacidad, una recuperación todavía en ciernes y la apreciación de sus monedas. Así, las expectativas de inflación para este año se han ajustado levemente a la baja en estas economías. Las economías emergentes, aunque con una inflación en niveles más elevados, también han visto descensos en esta variable. Sin embargo, las expectativas se han mantenido estables. Esto, por cuanto la marcada depreciación de sus monedas se ha contrapuesto con la desaceleración que enfrentan.

En este contexto, la comunicación de la política monetaria del mundo desarrollado sigue reafirmando que mantendrá las tasas de interés de referencia en niveles mínimos por un tiempo prolongado. Así, ante la rápida disminución de la tasa de desempleo, el Banco Central de Inglaterra alteró su *"forward guidance"*, eliminando esta variable como el umbral que indica un posible aumento de la tasa de política monetaria. Igualmente, la Fed declaró que observará una gama más amplia de información y no únicamente la tasa de desempleo para determinar futuros cambios.

En relación con los estímulos monetarios no convencionales, la Fed comenzó en enero la reducción gradual de su programa de compra de activos de largo plazo: US\$10 mil millones de dólares por mes, acorde con lo esperado. Además, afirmó que solo un cambio drástico de las perspectivas económicas podrían alterar la velocidad del retiro. Los bancos centrales de Inglaterra y Japón prosiguen con su programa de relajo cuantitativo. En la Eurozona, los bajos registros inflacionarios han generado expectativas de que su Banco Central implemente algún estímulo monetario adicional. En todo caso, existe bastante discusión acerca de esta posibilidad.

Respecto de la política monetaria del mundo emergente, en la mayoría de los casos ha primado la mantención de las tasas de referencia. En otros, se ha reducido buscando dar impulso a su actividad ante la desaceleración en curso. Sin embargo, en algunas economías que han incubado vulnerabilidades en el pasado y que enfrentan elevados niveles de inflación y una alta dependencia del financiamiento externo, la política monetaria se ha vuelto más restrictiva, en un contexto de importantes depreciaciones de sus monedas. Además, en estos países las reservas internacionales han caído, reflejo de sus intervenciones en el mercado cambiario. En otras economías, pese a que su tasa de política ha disminuido, las de más largo plazo aumentaron sugiriendo cierta limitación en la transmisión de la política monetaria.

GRÁFICO I.9Inflación por regiones
(variación anual, porcentaje)(1) Corresponde a EE.UU., Japón y Eurozona. Países ponderados a PPC.
(2) Corresponde a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Hungría, Polonia, Rep. Checa, India, Indonesia, Malasia, China, Rep. Corea, Rusia, Tailandia, Taiwán y Turquía. Países ponderados a PPC.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

RECUADRO I.1

VULNERABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO CHINO

Luego de la crisis financiera global, el crédito interno tomó un importante dinamismo en China, esto como forma de apoyar el crecimiento de la actividad principalmente a través de la inversión. De modo de fomentar este canal, se relajaron las condiciones de otorgamiento, aumentando significativamente el volumen de financiamiento disponible. A partir del 2010, se reimpusieron algunas restricciones sobre la oferta de préstamos bancarios, pero el crecimiento del crédito no cedió. En especial, es de preocupación el incremento de la intermediación de fondos fuera del sistema bancario, conocida como "*Shadow Banking*". Este recuadro describe las vulnerabilidades del sistema financiero chino, lo mismo que algunos de los paliativos de los que dispone para hacer frente a una crisis.

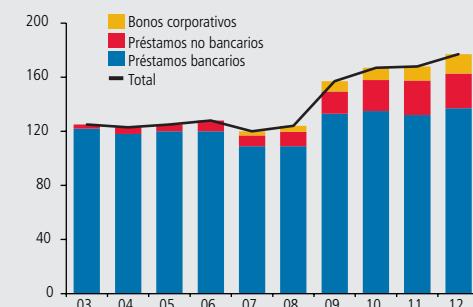
Como se mencionó, uno de los mayores riesgos asociados al dinamismo del crédito radica en que parte importante ha provenido del *Shadow Banking*. Si bien las entidades y operaciones fuera del balance de los bancos no son nuevas en China, los límites impuestos por la autoridad a las tasas máximas de depósitos así como las restricciones crediticias sobre algunos sectores de la economía han favorecido la expansión de estos instrumentos de financiamiento, que según algunas estimaciones representa entre 15 y 31% del crédito total (gráfico I.10).

Lo anterior ha fomentado una serie de prácticas que permiten eludir las restricciones financieras. Por un lado, los depositantes han invertido sus fondos en vehículos financieros que ofrecen una mayor rentabilidad. Por otro, algunos sectores han accedido a préstamos de mayor costo en entidades no bancarias, con una regulación menos estricta, lo cual facilita la toma de riesgos que de otra forma posiblemente no tomarían. En lo más reciente una fracción menor de empresas ha declarado la imposibilidad de pagar ya sea el principal y/o el interés comprometido con anterioridad. Algunas estimaciones muestran que el sector inmobiliario, las pequeñas y medianas empresas y los gobiernos locales son los principales usuarios de los créditos fuera del balance de los bancos (gráfico I.11).

En relación con el sector inmobiliario, el incremento en los precios y el alza del crédito desde el 2008 llevó a las autoridades chinas a imponer medidas para minimizar riesgos que pudieran propiciar el desplome de la inversión inmobiliaria y de los precios, y su consiguiente impacto en el mercado del crédito no bancario. Específicamente, se estableció el incremento de las tasas de interés para la segunda vivienda y el rechazo de los créditos

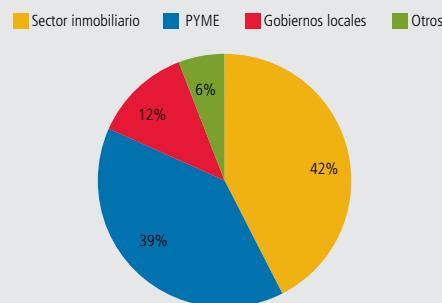
para una tercera. Con ello, los precios detuvieron su tendencia al alza, aunque en el último año y medio han repuntado.

GRÁFICO I.10
Stock de deuda bancaria y no bancaria
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO I.11
Destinatarios del *Shadow Banking*
(porcentaje del stock de crédito)



Fuente: Financial Times (2013).

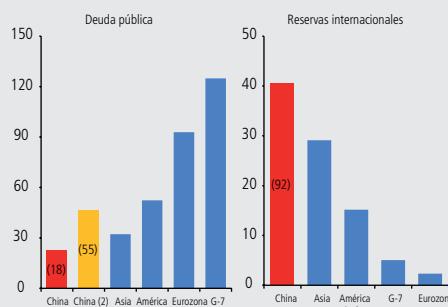
En las pequeñas y medianas empresas, resalta su tendencia a financiar proyectos de largo plazo con fondos de corto plazo. Una normativa más estricta de financiamiento no bancario podría comprometer las operaciones y la liquidez de estos prestatarios, impidiéndoles el refinanciamiento de sus créditos y favoreciendo su quiebra. En línea con lo anterior, una reestructuración de la política hacia la liberalización de las tasas de depósitos impulsaría la captación en los bancos formales y podría redundar en una falta de liquidez en el *Shadow Banking*, fortaleciendo aún más la dependencia de la deuda de corto plazo.



Finalmente, el mayor riesgo en la deuda de los gobiernos locales es su alta dependencia de los ingresos no tributarios, en especial lo que resultan de la venta de terrenos, destinados en su mayoría a proyectos inmobiliarios. Sin embargo, la adopción por parte del gobierno central de medidas para frenar el dinamismo de este sector se volvió un importante factor de preocupación, debido a la menor rentabilidad en la venta de tierras. Por otra parte, la transferibilidad de las responsabilidades fiscales entre el gobierno central y local, eleva el riesgo de que estos últimos se endeuden más allá de su capacidad de pago, toda vez que el gobierno central puede cubrir sus obligaciones. Con esto, la deuda pública de China, cuando se consideran las deudas de gobiernos locales, es mayor que la reportada por los datos oficiales, lo que impone un menor margen de maniobra al Estado en caso de situaciones de estrés financiero.

No obstante, los riesgos de una crisis financiera podrían ser mitigados por algunos factores. La alta participación estatal en la banca disminuye las vulnerabilidades asociadas al endeudamiento fuera de balance, debido a que buena parte es gestionada por entidades controladas por los mismos bancos. El dominio gubernamental de estos otorga garantías implícitas a los depósitos, dando una mayor solvencia a los bancos en el cumplimiento de sus obligaciones. Por otro lado, el financiamiento bancario respaldado en depósitos locales, y las restricciones a las salidas de capitales, reducen las amenazas de potenciales corridas bancarias. Además, la solvencia fiscal es elevada comparado con estándares internacionales, incluso considerando la deuda de los gobiernos locales. Por último, la elevada acumulación de reservas internacionales y activos externos da espacio para enfrentar contingencias financieras desfavorables (gráfico I.12).

GRÁFICO I.12
Liquidez internacional y solvencia fiscal (1)
(porcentaje del PIB, 2012)



(1) El número entre paréntesis sobre las barras corresponde al percentil entre 170 países.

(2) Deuda pública incluida la deuda de gobiernos locales.

Fuentes: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

Con todo, dada la envergadura de la economía china, un escenario de crisis financiera podría desencadenar una desaceleración más abrupta de la misma y, a través de canales reales y financieros, una menor expansión del resto del mundo, en especial de las economías emergentes. En el agregado, se observa una fuerte correlación positiva entre el ajuste de las proyecciones de crecimiento de China y de otras economías emergentes. Entre estas últimas destacan Asia, cuyo vínculo comercial se da principalmente a través de productos industriales y de alta tecnología, y América Latina, que exporta principalmente materias primas. Se estima que una caída de un punto porcentual (pp) en el crecimiento de China reduce en torno a 0,25pp la actividad en las economías emergentes^{1/}.

A lo anterior se deben agregar los efectos financieros. Un alza de las tasas de interés de largo plazo y de las primas por riesgo en el mundo emergente, en una magnitud equivalente a la observada en los episodios de mayor volatilidad internacional, se calcula que disminuiría el crecimiento económico en algo más de 1pp en América Latina^{2/}. En esta línea, Ahuja y Nabar (2012) señalan que los países más afectados por una desaceleración de la inversión en China serían los exportadores de metales con poca diversificación de las exportaciones.

El canal real sería el principal mecanismo de transmisión para Chile. Ello, porque el menor impulso externo tendría tanto efectos directos, el menor intercambio con China, como indirectos, por el menor crecimiento de los socios comerciales cuyo sector transable es altamente sensible al desempeño de China, resaltando América Latina. Además, la elevada participación del cobre en las exportaciones deterioraría de modo importante los términos de intercambio. Con todo, de materializarse este escenario de crisis, el alto grado de apertura de la economía chilena sería un atenuante, toda vez que abre espacio para la reorientación del comercio exterior. Por el lado financiero, el aumento en los costos de endeudamiento en el exterior podrían tener un impacto menor, dados los fundamentos de la economía chilena y las herramientas de política disponibles.

^{1/} Ver Recuadro "China: situación actual y posibles efectos en la economía mundial", IPOM septiembre 2012.

^{2/} Ejercicio realizado en base a un modelo de equilibrio general descrito en Blagrove et al. (2013).

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

POLÍTICA MONETARIA

Los datos de los últimos meses confirman que la desaceleración de la actividad interna y la demanda final ha ido más allá de lo previsto en el IPoM de diciembre, mientras la inflación se encuentra en torno a 3%, al igual que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección. En el ámbito internacional, el mayor cambio se relaciona con el deterioro de los términos de intercambio, dada la caída del precio del cobre. Destaca en los últimos meses una salida de capitales desde las economías emergentes y la depreciación de sus monedas, aunque el nivel de sus primas de financiamiento es similar al observado al cierre del último IPoM. Considerando la consolidación de las tendencias descritas, el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en sus reuniones de febrero y marzo, ubicándola en 4,0% anual, y ha señalado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales dependiendo de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias sobre las perspectivas inflacionarias.

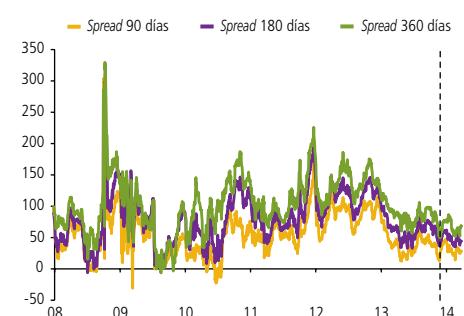
Luego de la comunicación del Consejo en enero y la reducción de la TPM en febrero y marzo, las expectativas sobre la trayectoria de la TPM, especialmente en el corto plazo, se fueron ajustando a la baja. Las expectativas que se deducen de los precios de los activos financieros ubican la TPM en niveles algo por debajo de 3,75% en los próximos meses. A su vez, la mediana de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de marzo prevé que la TPM se reducirá hasta 3,75%, aunque en su distribución se aprecia que un porcentaje importante considera que podría llegar hasta 3,5%. Por su parte, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo indica que la TPM se mantendrá en 4%. Al igual que en la EOF, parte relevante de los encuestados estima que podría darse una baja adicional. Hacia adelante, considerando las distintas medidas de expectativas, la TPM se ubicaría entre 3,7 y 4% a un año plazo (entre 4 y 4,3% en el IPoM anterior). A dos años plazo, la TPM estaría entre 4 y 4,8% (entre 4,3 y 4,8% en el IPoM anterior) (gráfico II.1 y tabla II.1).

GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
Spread en el mercado monetario en pesos (1) (2)
(puntos base)



(1) Medidas por el spread prime-swap promedio cámara. Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años (1) (porcentaje)



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

(2) Considera la mediana de Brasil, México, Perú y Colombia. Para Brasil se utiliza la tasa a 5 años.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.4

Premios por riesgos en economías emergentes (1) (2) (puntos base)



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

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

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

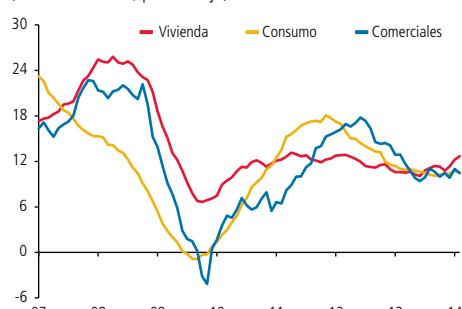
(4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia.

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

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.5

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



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

TABLA II.1

Expectativas para la TPM (porcentaje)

	A diciembre 2014		A un año		A dos años	
	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo
EEE (1)	4,25	4,00	4,25	4,00	4,50	4,50
EOF (2)	4,00	-	4,00	3,75	4,25	4,00
Curva forward (3)	4,30	3,78	4,29	4,00	4,80	4,76
Contratos swaps (4)	3,99	3,65	3,99	3,72	4,29	4,25

(1) Corresponde a la encuesta de noviembre 2013 y marzo 2014.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de noviembre 2013 y segunda quincena de marzo 2014.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

A pesar de las turbulencias de los mercados financieros externos, que afectaron especialmente las condiciones financieras de las economías emergentes, en Chile, tanto el mercado monetario como el de renta fija continuaron funcionando con normalidad y las tasas de interés de corto plazo siguieron disminuyendo. En el mercado monetario, las tasas de interés, tras presentar una leve alza hacia fines del 2013 —influidas por la estacionalidad en los requerimientos de liquidez—, continuaron su tendencia a la baja. Así, desde el IPoM de diciembre disminuyeron las tasas prime, las de los depósitos en pesos transados en bolsa y la tasa activa bancaria (TAB). Por su parte, los diferenciales entre las tasas de depósitos prime y los contratos swap a diversos plazos se mantuvieron en niveles bajos, lo mismo que los diferenciales entre tasas externas e internas en moneda extranjera (*spread on shore*) (gráfico II.2).

En el mercado de renta fija, como ha sido la tónica de los últimos meses, las tasas de los documentos del Banco Central y Tesorería continuaron disminuyendo, especialmente las de menor plazo. Así, con respecto al cierre estadístico del IPoM anterior, los BCP a 1 y 2 años plazo disminuyeron del orden de 30 puntos base (pb), mientras que los BCP a de 5 y 10 años plazo aumentaron levemente. El reciente aumento de las tasas de los documentos nominales a plazos más largos —especialmente el BCP5— habría sido influenciado por cambios de portafolio de inversionistas institucionales hacia documentos nominales a menores plazos y reajustables. Las tasas de los documentos reajustables a 1, 2 y 5 años disminuyeron, siendo más pronunciada la reducción de aquellos de menor plazo. Esto estaría siendo afectado, además, por las sorpresas inflacionarias de corto plazo de los últimos meses. Con todo, si se compara la evolución de las tasas de los bonos soberanos de largo plazo, se observa que en Chile se han mantenido relativamente estables respecto de otras economías emergentes (gráfico II.3).

CONDICIONES FINANCIERAS

Comparadas con un año atrás, las condiciones de financiamiento externo para Chile, al igual que para otras economías emergentes, son menos expansivas, aunque siguen favorables desde una perspectiva histórica. En medio de un

ambiente internacional volátil, el premio por riesgo soberano a 5 años de Chile —medido por el *Credit Default Swap* (CDS)— se encuentra en niveles similares a los del IPoM anterior y por debajo del promedio del resto de las economías emergentes. Esto, más allá de un aumento a comienzos de año que luego se deshizo (gráfico II.4). Por su parte, los *spreads* de los créditos contratados por los bancos chilenos en el exterior disminuyeron levemente con respecto al IPoM anterior. El sistema bancario, en promedio, presenta un endeudamiento acotado con el exterior (en torno a 9% de sus activos).

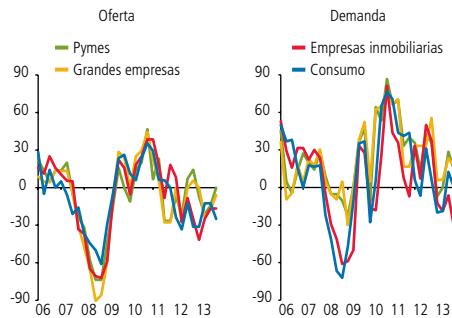
Las condiciones financieras de la banca local, tanto para personas como para empresas, no han mostrado cambios significativos con respecto al cierre del IPoM anterior. En febrero, los créditos de consumo aumentaron cerca de 11% anual (10% en octubre) y el promedio de sus tasas de interés se mantuvo en niveles similares. Los créditos hipotecarios incrementaron su expansión anual a cerca de 13% en febrero (11% en octubre), mientras que las tasas de interés en este segmento bajaron levemente (en torno a 10pb) (gráfico II.5). En la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de diciembre, los bancos señalaron que, respecto de septiembre, restringieron en algún grado las condiciones de otorgamiento para los créditos de consumo. A su vez, no observaron cambios en la demanda por este tipo de créditos, mientras que en el segmento hipotecario percibieron una menor demanda (gráfico II.6).

La tasa de crecimiento anual de las colocaciones comerciales se mantuvo prácticamente estable y en torno a 10% entre octubre y febrero. Las tasas de interés en este segmento bajaron cerca de 30pb en el mismo período. La ECB de diciembre siguió reportando condiciones más restrictivas para este segmento, en particular para empresas constructoras e inmobiliarias, mientras que para las pymes las condiciones no variaron con respecto a septiembre. Por el lado de la demanda, la banca continuó percibiendo un debilitamiento en las solicitudes de crédito por parte de empresas inmobiliarias, en tanto las grandes empresas y pymes continuaron expandiendo su demanda por créditos. La información recogida de distintos sectores y regiones del país en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* coincide en que no se vieron cambios relevantes en las condiciones financieras a empresas, aunque concuerdan en que a fines del 2013 se volvió más exigente la revisión de antecedentes financieros por parte de la banca.

Respecto de otras fuentes de financiamiento, en los últimos seis meses la emisión de bonos de empresas no financieras, tanto en el mercado local como externo, fue mayor que la observada en la primera parte del 2013 (gráfico II.7). Por otra parte, las condiciones de financiamiento externo siguen siendo favorables en términos históricos.

En cuanto a los agregados monetarios, la información disponible a febrero muestra que, tanto el M1—compuesto mayormente por pasivos bancarios no remunerados— como el M3, redujeron levemente su tasa de variación anual: 12,4 y 12,8%, respectivamente (13,9 y 13% en noviembre). El M2, por su parte, aumentó su tasa de crecimiento a 13,3% anual (12,8% en noviembre), destacando un incremento de los depósitos a plazo.

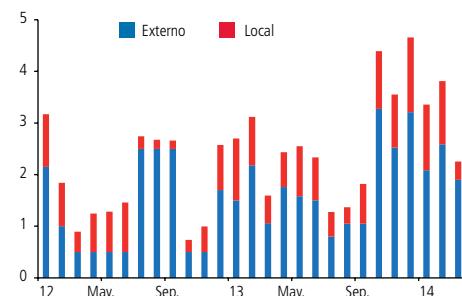
GRÁFICO II.6
Encuesta de Crédito Bancario (*)
(balance de respuestas, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(*) Cifra de marzo del 2014 incluye información hasta el 26 del mes.

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

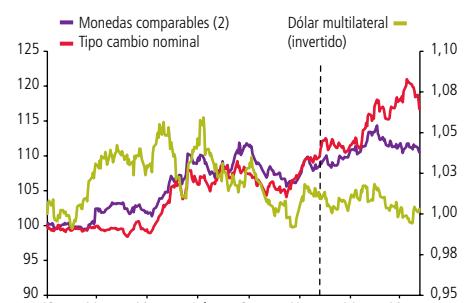
GRÁFICO II.8
Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 03/01/2011 - 26/03/2014=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.

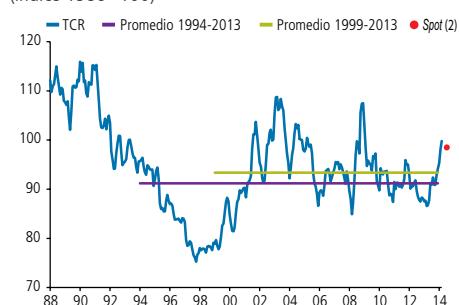
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO II.10**Tipo de cambio real (1)**
(índice 1986=100)

(1) Cifra de marzo del 2014 incluye información hasta el día 26 del mes.

(2) Cálculo del TCR con paridades vigentes al 26 de marzo de 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

MERCADOS FINANCIEROS

El impacto local de la mayor volatilidad de los mercados internacionales se ha dado principalmente en los mercados bursátil y cambiario.

En los últimos meses, la volatilidad de las bolsas mundiales estuvo influenciada por los anuncios y decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) relativos al *tapering*, indicadores de actividad de corto plazo bajo lo esperado en algunas economías grandes como China, y las tensiones geopolíticas en Ucrania. Esto último ha impactado de manera diferenciada en las distintas economías, siendo más afectadas las bolsas emergentes europeas. Con respecto al cierre del IPoM anterior, las bolsas de las economías desarrolladas, medidas por el índice MSCI en moneda local, aumentaron, en promedio, 1,9% (2,2% en dólares). Por su parte, los mercados emergentes disminuyeron, en promedio, 4% en moneda local (5,8% en dólares). Sin embargo, en lo que va del año, se observan movimientos similares de las bolsas en las distintas regiones (gráfico I.7).

En Chile, la bolsa medida por el IPSA, disminuyó 2,6% en moneda local y 10,4% en dólares, comparando los promedios al cierre de este IPoM y el anterior. Su evolución se ha visto influida tanto por los factores externos mencionados anteriormente como por elementos propios del mercado local, incluyendo su exposición regional en América Latina.

En el mercado cambiario, el peso se depreció de manera importante (gráficos II.8 y II.9). Al cierre del IPoM anterior, la paridad peso/dólar se ubicaba alrededor de \$520, mientras que al cierre de este IPoM lo hizo por sobre \$550, aunque en el intertanto se acercó a \$575 algunos días. En un esquema de flotación cambiaria como el de Chile, no es evidente poder explicar de forma exacta los movimientos en las paridades, pero los vaivenes del tipo de cambio han sido congruentes con los desarrollos macroeconómicos y la política monetaria.

La depreciación nominal del peso también se ha traducido en un aumento del tipo de cambio real (TCR). Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el TCR promedio de marzo se ubicaría en 99,8 en su base 1986=100. Sin embargo, la apreciación nominal de los días previos al cierre estadístico hace que el valor *spot* del TCR sea menor (gráfico II.10). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto metodológico que el tipo de cambio real (TCR) mantendrá un nivel similar al actual, toda vez que este se ubica dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

ACTIVIDAD SECTORIAL

En los últimos meses, la actividad siguió reduciendo su ritmo de expansión (gráfico III.1). Este proceso, además, se dio con mayor intensidad que la prevista en el IPoM de diciembre. En términos anuales, el crecimiento del PIB en el último trimestre del 2013 fue el más bajo del año: 2,7% (4,6% promedio entre el primer y el tercer trimestre). Esta tasa, en todo caso, exhibió altas fluctuaciones a lo largo del año, principalmente por los vaivenes de los sectores de recursos naturales, que disminuyeron en forma significativa su expansión en el último cuarto. Con todo, la sostenida ralentización del crecimiento del resto de los sectores durante el 2013 fue más pronunciada en la última parte del año, en especial en aquellos rubros ligados a la inversión (tabla III.1 y gráfico III.2). Datos parciales del primer cuarto sugieren que estos han mantenido un bajo dinamismo.

En el cuarto trimestre, el menor crecimiento de los sectores resto —distintos de recursos naturales— estuvo asociado en gran parte a un desempeño más bajo de los rubros vinculados a la inversión, que se han desacelerado según el avance cíclico de esa parte del gasto. Si bien el comercio persistió como uno de los motores de expansión más importantes de este grupo, su crecimiento se moderó con fuerza al final del 2013. Ello se debió, en lo principal, a un deterioro más marcado de las ramas mayoristas relacionadas con la inversión. Acorde con indicadores preliminares del primer cuarto, su desempeño sigue siendo bajo a lo que se suma un menor crecimiento de las ventas minoristas. Por su lado, en el último trimestre del 2013 la construcción tuvo una variación anual prácticamente nula, luego de expandirse en valores cercanos a 4% hasta el tercer trimestre. La industria mantuvo un comportamiento débil, especialmente en sus líneas destinadas a la inversión. Con todo, algunas líneas productivas de exportación han mejorado en lo último (gráfico III.3). Otras bajas relevantes fueron visibles en los sectores restaurantes y hoteles, y transportes; mientras el resto de los sectores de servicios mostró movimientos mixtos y más acotados de sus tasas de expansión.

En los sectores de recursos naturales, la minería creció 2,1% anual en el cuarto trimestre, por debajo de lo observado durante el resto del año (7,7% promedio entre el primer y el tercer cuarto). La expansión de este sector en el 2013 estuvo

GRÁFICO III.1

Imacec
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.1

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

	2013						
	2013	2012	I	II	III	IV	2013
Agropecuario-Silvícola	2,7	-2,0	6,0	3,2	4,5	3,9	4,7
Pesca	0,4	5,2	-14,7	-12,2	-10,1	-14,2	-12,7
Minería	11,1	3,8	9,8	3,9	9,4	2,1	6,1
Industria	10,5	3,4	0,0	-0,4	2,8	-1,3	0,2
EGA	2,8	7,6	4,2	7,5	6,8	10,3	7,3
Construcción	7,8	7,0	4,2	4,4	4,3	0,2	3,2
Comercio	8,5	8,4	8,9	7,5	8,1	4,6	7,2
Restaurantes y hoteles	1,7	4,8	3,6	3,3	4,6	0,7	3,0
Transportes	3,9	5,5	4,2	3,1	4,7	1,0	3,2
Comunicaciones	2,0	8,9	6,8	5,3	4,0	3,7	4,9
Servicios Financieros	4,7	11,3	7,7	5,8	5,1	3,6	5,5
Servicios Empresariales	14,4	6,2	3,0	3,6	3,3	4,0	3,5
Servicios de Vivienda	5,1	2,9	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Servicios Personales (2)	11,3	4,1	4,1	3,3	3,2	3,7	3,6
PIB Total	100,0	5,4	4,9	3,8	5,0	2,7	4,1
PIB Resto (3)	77,1	5,5	4,1	3,6	4,3	2,7	3,7
PIB RRNN (3)	14,4	4,4	8,1	3,9	8,4	2,9	5,7

(1) Cifras preliminares.

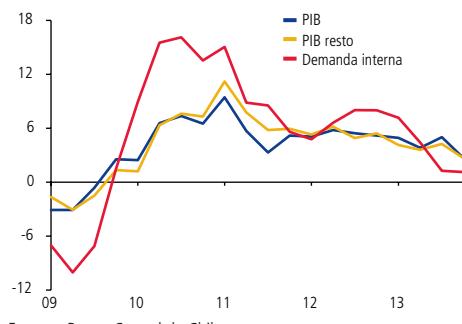
(2) Incluye educación, salud y otros servicios.

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

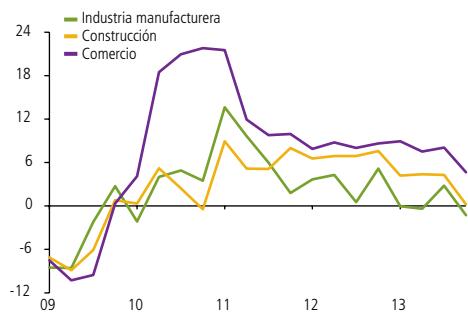


GRÁFICO III.2
PIB y demanda interna
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Actividad sectorial
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

	2013						
	2013	2012	I	II	III	IV	2013
Demanda Interna	100,3	6,9	7,2	4,4	1,3	1,1	3,4
Demandra interna (s/var.existencias)	100,0	7,1	6,1	7,1	3,7	0,4	4,2
Formación Bruta Capital Fijo	23,6	12,2	8,2	10,2	-1,5	-12,3	0,4
Construcción y otras obras	15,2	9,0	4,8	4,5	4,0	0,0	3,3
Maquinaria y Equipo	8,4	17,4	14,0	20,1	-8,3	-28,5	-4,2
Consumo Total	76,4	5,6	5,4	6,1	5,4	4,6	5,4
Consumo Privado	64,0	6,0	5,7	6,4	5,4	4,9	5,6
Bienes Durables	6,6	12,2	14,5	15,9	12,8	11,3	13,5
Bienes No Durables	26,4	4,9	5,1	7,0	5,7	4,7	5,6
Servicios	31,1	5,6	4,5	4,2	3,6	3,8	4,0
Consumo Gobierno	12,4	3,7	3,4	4,6	5,6	3,1	4,2
Variación de existencias (2)	0,3	1,2	1,4	0,7	0,2	0,4	0,4
Exportación Bienes y Servicios	32,6	1,1	1,1	6,4	11,3	-0,9	4,3
Importación Bienes y Servicios	32,9	5,0	7,0	8,1	0,5	-5,3	2,2
PIB Total	100,0	5,4	4,9	3,8	5,0	2,7	4,1

(1) Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

determinada principalmente por las mejoras técnicas y operativas en la minería del cobre. Respecto de los envíos de este metal, los volúmenes exportados retrocedieron 1,9% anual en el cuarto trimestre (+18,2% en el tercero). A inicios de este año también se verificó un menor dinamismo de estos envíos, que coincidió con el paro portuario y que luego del término de la huelga han tendido a recuperarse. La pesca siguió decreciendo en el último cuarto del 2013, de la mano de la menor captura de peces y el bajo rendimiento de los cultivos salmoneros. Como contrapartida, el sector de electricidad, gas y agua (EGA) mejoró su desempeño, impulsado por el uso de insumos de generación eléctrica de menor costo.

Así, el 2013 finalizó con un crecimiento del PIB de 4,1% anual. El escenario base prevé que este año el PIB aumentará entre 3 y 4%, rango inferior al considerado en diciembre (3,75-4,75%). Las perspectivas incluidas en la EEE también se han ajustado a la baja en los últimos meses: 3,7% en marzo (4,1% en noviembre).

DEMANDA INTERNA

Los datos conocidos desde el último IPoM confirman que la desaceleración de la demanda final —que excluye inventarios— se intensificó durante la segunda mitad del 2013. En términos anuales, esta redujo su variación a 0,4% en el último cuarto (3,7% en el tercero; 6,6% promedio en el primer semestre). Como ha sido la tónica, el menor dinamismo provino principalmente de la inversión, en tanto la moderación del consumo ha seguido una trayectoria más paulatina. Consideradas las existencias, que acumularon un stock mayor respecto del tercer cuarto, la demanda interna siguió expandiéndose en torno a 1% anual (tabla III.2).

La tasa de expansión anual de la inversión se volvió más negativa en el cuarto trimestre del 2013, influida en especial por la evolución del componente de maquinaria y equipos. Además de la base de comparación excepcionalmente elevada que las importaciones de bienes de capital registraron en el último trimestre del 2012, este comportamiento es en gran parte compatible con la maduración del ciclo de inversión minera que se ha desarrollado durante los últimos años. Así, el nivel de las internaciones de bienes de capital disminuyó a lo largo del 2013, proceso que en todo caso se ha detenido a comienzos de este año. La estabilización que muestran estas en lo más reciente hace prever que las tasas de variación anual negativas tenderán a aminorarse en lo venidero. Información bursátil (IPSA), que muestra cierto grado de anticipación a la evolución de las importaciones de bienes de capital, también apunta a una recuperación de este componente en el margen (gráfico III.4 y III.5).

El componente de construcción y obras también mostró un desempeño más bajo en el cuarto trimestre. Del mismo modo, buena parte de esta caída se enmarca en un contexto de normalización de las tasas de crecimiento de la inversión, coherente con la madurez de su ciclo, pero además obedece a la suspensión temporal o definitiva de varios proyectos energéticos y mineros, ambos fenómenos ya señalados en IPoM previos. Las menores perspectivas para el precio del cobre han reforzado esta tendencia. Así, el catastro de la

Corporación de Bienes de Capital (CBC) de diciembre rebajó su estimación de inversión en construcción y obras de ingeniería para el último cuarto del 2013 y la primera parte del 2014. Información recogida de distintos sectores económicos en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) no reporta iniciativas relevantes para ese período. Con todo, el catastro de la CBC aumentó las proyecciones de inversión para este año en su conjunto y, en mayor medida, para el bienio 2015-2016, debido a la inclusión de proyectos inmobiliarios habitacionales. Este mayor impulso se sustenta en los elevados niveles que siguen sosteniendo las ventas de viviendas, que en sus distintas mediciones se mantuvieron con relativa estabilidad en el último cuarto del 2013. Se agrega que las condiciones financieras relevantes siguen siendo favorables. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre no indica cambios en las condiciones para el otorgamiento de préstamos hipotecarios, aunque señala cierta caída en la demanda por este tipo de fondos. Con todo, la variación anual de estas colocaciones ha subido en los últimos meses.

Otros indicadores ligados a la construcción continuaron debilitándose, en línea con la desaceleración más marcada del sector. El empleo del sector redujo su expansión anual a cerca de 5% en enero, tasa menor que la observada hasta el tercer cuarto del año pasado. Los despachos de cemento y hormigón se siguieron deteriorando en los últimos meses del 2013. La confianza empresarial en el sector (IMCE) continúa en terreno negativo y retrocedió respecto del IPoM previo (gráfico III.6). La ECB da cuenta de un menor dinamismo en la demanda crediticia de empresas inmobiliarias, mientras que en las constructoras se fortaleció, pero determinada por una sustitución en las fuentes de financiamiento. Por el lado de la oferta, las condiciones financieras para estas empresas volvieron a mostrarse más restrictivas.

A diferencia de la inversión, el consumo privado ha mostrado una desaceleración más gradual. En el último trimestre del 2013 creció 4,9%, luego de aumentar 5,8% en promedio durante los tres cuartos previos. Con todo, el mayor ajuste se ha verificado en el componente de consumo habitual, tanto en su parte de servicios como en la de bienes no durables, aunque esta última ha exhibido ciertos vaivenes en meses recientes. En cuanto al consumo durable, datos preliminares del primer trimestre para el rubro automotriz dan cuenta de un menor dinamismo, en particular un importante declive de la variación anual tanto de sus internaciones como de sus ventas (gráfico III.7). Esto también se ha visto reflejado en un descenso de las expectativas acerca del momento para compras de automóviles (IPEC) y un alza en la percepción de inventarios (IMCE) en este sector en los últimos meses.

La paulatina moderación del consumo privado ha ido en línea con fundamentos que crecen a tasas inferiores a las del pasado reciente, pero se mantienen en niveles favorables. En particular, ingresos laborales que crecen a un ritmo algo menor y una desocupación que sigue en valores históricamente bajos. Se agregan condiciones financieras sin mayores variaciones, al menos en términos de tasas y crecimiento del crédito. No obstante lo anterior, otros indicadores dan cuenta de un respaldo más débil a esta parte de la demanda. En particular la recomposición del empleo, con mayor dinamismo de la ocupación por cuenta propia y menor de la asalariada. Se agregan menores cifras de vacantes, coherentes con un menor ritmo en la creación de empleo (gráfico

GRÁFICO III.4
Importaciones de bienes de capital (*)
(porcentaje; cientos de millones de dólares)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.5
Importaciones de bienes de capital e IPSA (1)
(variación nominal anual, porcentaje)



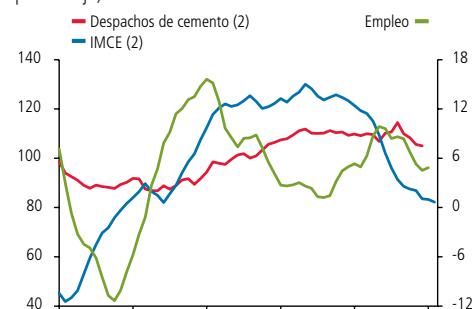
(1) Promedio móvil trimestral.

(2) Adelantado en nueve meses.

(3) Capital sin transporte. Excluye aviones y otros vehículos de transporte no comunes (trenes, helicópteros, barcos).

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO III.6
Sector construcción (1)
(índice promedio 2009-2014 = 100; variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.

(2) Serie desestacionalizada.

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez, Instituto del Cemento y del Hormigón de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO III.7**

Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (*)
(variación anual, porcentaje)

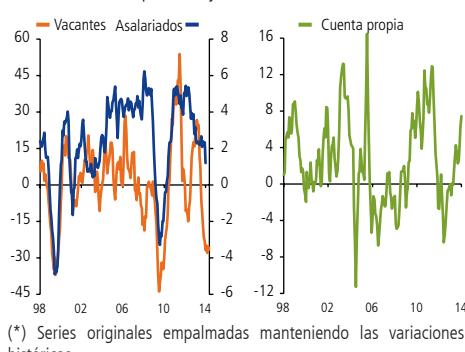


(*) Promedio móvil semestral.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.8

Vacantes y empleo (*)
(variación anual, porcentaje)

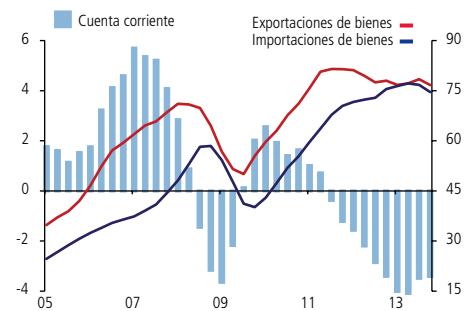


(*) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.9

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



(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

III.8). Información recopilada en el contexto del IPN señala que el mercado laboral muestra algunos signos de mayores holguras en ciertos sectores y regiones. Según estas fuentes, ello se ha traducido en una menor dificultad para encontrar trabajadores y en menores presiones al alza en los salarios. Se añade que, según la ECB, las condiciones para la aprobación de créditos de consumo se tornaron más restrictivas en el cuarto trimestre.

La variación de existencias se recuperó en el cuarto trimestre y acumuló 0,4% del PIB en el último año móvil (0,2% al tercero), a lo cual se agrega la revisión al alza de este ratio para los trimestres previos según las últimas cifras publicadas de Cuentas Nacionales. La percepción acerca del nivel deseado de inventarios (IMCE), descontada la estacionalidad, da cuenta de un incremento en la industria en los últimos meses, mientras en el comercio continuó en valores elevados, ambas cifras por sobre el nivel considerado adecuado.

La tasa de ahorro nacional se redujo a 20,5% del PIB en el 2013 (21,7% en el 2012). Ello, en gran parte, por un menor ahorro del gobierno. El ahorro externo mantuvo una participación de 3,4% del PIB. Por el lado de la inversión total, su relación respecto del PIB cayó a 23,9% en el 2013 (25,1% en el 2012), medida en términos nominales. Por sectores, el mayor ajuste se dio en la inversión fija privada —en especial de los sectores minería y energía—, a lo cual se sumó el menor acopio de inventarios.

CUENTA CORRIENTE

El déficit de la cuenta corriente se redujo levemente en la última parte del 2013. Así, en el cuarto trimestre acumuló un saldo negativo de US\$2.430 millones, correspondiente a 3,4% del PIB en el último año móvil (3,5% en el tercer cuarto) (gráfico III.9). Este resultado fue US\$247 millones mayor que el de igual período del 2012 y se explicó, en gran parte, por el incremento de US\$447 millones de la balanza comercial durante ese lapso. Las menores presiones deficitarias sobre esta última son coherentes con el menor crecimiento de la demanda interna y las importaciones de bienes de capital actividad observada hasta la segunda mitad del año. En el escenario base se anticipa un aumento del déficit a 3,6% en el 2014. En ello se conjugan la reducción del precio del cobre esperado para el año, que más que compensa el menor crecimiento previsto de la demanda interna y las importaciones. Esto último implica que, medido a precios de tendencia, el déficit vuelva a descender, acercándose a 3% del PIB (4% en el 2013).

En la coyuntura actual, un foco de atención en las economías emergentes ha sido el elevado nivel del déficit acumulado de estas en la cuenta corriente en los últimos años. En este contexto, la disminución del déficit de la cuenta corriente en Chile en los últimos trimestres ha contribuido a reducir este riesgo como fuente de vulnerabilidad externa.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses la inflación anual del IPC aumentó, volviendo a ubicarse en torno a 3% (gráfico IV.1). Su reversión hacia 3% ha sido más rápida que lo estimado en el IPoM previo, principalmente por el alza del precio de los combustibles y del tipo de cambio. El impacto de la depreciación del peso sobre otros precios incluidos en el IPC ha estado dentro de lo esperado. La inflación subyacente —IPCSAE, que corresponde al IPC descontados los precios de la energía y los alimentos— muestra una tasa de variación anual por debajo de 3%, sin mayores diferencias respecto de lo proyectado en diciembre (tabla IV.1). En este escenario, las expectativas inflacionarias hacia fines del horizonte de proyección se mantienen en línea con la meta, en tanto que en el corto plazo se ajustaron levemente al alza.

TABLA IV.1
Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

	IPC	IPCSAE	IPC Transables	IPC No transables	IPC Bienes	IPC Servicios
2011 Prom	3,3	1,3	2,2	4,8	2,1	4,8
2012 Ene.	4,2	2,6	3,6	5,1	4,0	4,6
Feb.	4,4	2,7	3,6	5,4	4,0	4,9
Mar.	3,8	2,3	3,0	4,7	3,7	3,9
Abr.	3,5	2,5	2,4	5,0	3,5	3,5
May.	3,1	2,4	1,9	4,7	2,4	4,0
Jun.	2,7	2,5	1,0	4,8	1,8	3,6
Jul.	2,5	2,5	0,6	4,9	1,6	3,6
Ago.	2,6	2,0	1,3	4,2	2,2	3,0
Sep.	2,8	2,0	1,6	4,5	3,0	2,7
Oct.	2,9	1,9	1,8	4,4	2,9	3,0
Nov.	2,1	1,8	0,4	4,3	1,6	2,7
Dic.	1,5	1,5	-0,5	3,9	0,8	2,3
2013 Ene.	1,6	1,1	0,0	3,6	0,9	2,4
Feb.	1,3	0,8	-0,2	3,2	0,6	2,2
Mar.	1,5	1,1	-0,1	3,6	0,5	2,8
Abr.	1,0	0,8	-0,7	3,1	-0,2	2,4
May.	0,9	0,9	-1,0	3,3	0,3	1,7
Jun.	1,9	0,8	0,9	3,1	1,5	2,3
Jul.	2,2	0,9	1,5	3,0	1,9	2,5
Ago.	2,2	1,2	1,2	3,4	1,7	2,8
Sep.	2,0	1,4	0,7	3,5	0,6	3,5
Oct.	1,5	1,6	0,0	3,5	0,2	3,2
Nov.	2,4	1,8	1,3	3,7	1,4	3,5
Dic.	3,0	2,1	2,4	3,8	2,5	3,7
2014 Ene.	2,8	2,4	1,9	4,1	2,0	3,7
Feb.	3,2	2,5	2,4	4,3	2,6	3,9

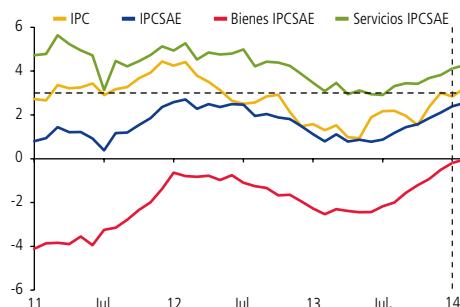
(1) Para su definición, ver Glosario.

(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.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.1

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



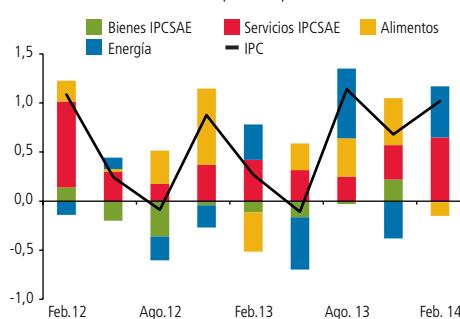
(1) Para su definición, ver Glosario.

(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

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



(*) Para la última columna que acumula las incidencias desde diciembre del 2013 a febrero 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.3**

Precio a público semanal de la gasolina (*)
(índice, promedio 07/01/2013-24/03/2014=100)

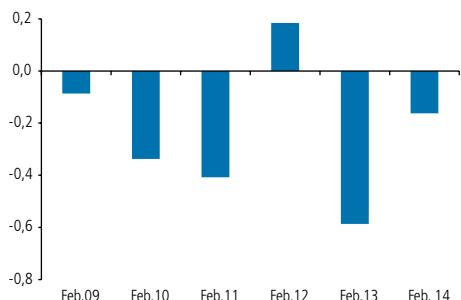


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2013.

Fuente: Comisión Nacional de Energía.

GRÁFICO IV.4

Incidencias de las frutas y verduras acumulada en la inflación mensual del IPC entre noviembre y febrero(*)
(puntos porcentuales)

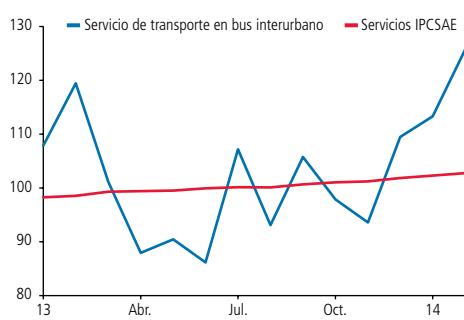


(*) Para la última columna se utilizan índices con base 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con cifras anteriores.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.5

Precios del servicio de transporte en bus interurbano
(índice 2013=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

A partir de enero de este año, el INE actualizó la canasta de bienes y servicios que usa para medir la variación del IPC. Como es habitual, con este cambio se actualiza el patrón de gastos de la familia promedio. Por una parte, esto significa un cambio de ponderadores y la inclusión y/o eliminación de bienes y servicios de la canasta. Por otra, también considera cambios metodológicos en su medición (Recuadro IV.1). Para efectos del cálculo de las variaciones anuales consideradas en este capítulo, y tal como en episodios anteriores de cambio de canasta, el análisis se basa en la canasta de referencia 2013=100.

La evolución de la inflación mensual, entre diciembre del 2013 y febrero del 2014, estuvo determinada principalmente por los precios de los servicios incluidos en el IPCSAE y la energía (gráfico IV.2). Esta última, tuvo un aporte mayor en ese lapso, por el ya mencionado aumento del precio externo de la gasolina y el incremento de la paridad peso/dólar (gráfico IV.3). Los alimentos, perecibles y no perecibles, restaron a la inflación en estos meses, a diferencia de lo observado al cierre del IPoM anterior. De todos modos, este aporte negativo fue menor al habitual dada la estacionalidad de las frutas y verduras en verano, puesto que se contrapuso el efecto de la sequía en algunas cosechas, enfermedades de cultivo y heladas (gráfico IV.4).

En cuanto al IPCSAE, en el agregado acumuló una variación mes a mes similar a la de los tres meses previos, no así sus componentes. La inflación de servicios de este indicador subió su aporte por el alza en los precios del servicio de transporte interurbano, que se dio por el efecto estacional de las fiestas de fin de año, a lo que se agregó el incremento de sus costos por el alza en pesos de los combustibles en los últimos meses (gráfico IV.5). Por otro lado, la inflación de bienes del IPCSAE redujo su aporte respecto de lo que sumó entre septiembre y noviembre, incluso acumulando una incidencia levemente negativa. El descenso de los precios del vestuario y calzado por las liquidaciones de término de temporada, fue en parte contrarrestado por el alza de los precios de los automóviles nuevos, debido a los aumentos del tipo de cambio.

En términos de la incidencia anual por grupo, los alimentos y servicios del IPCSAE, aunque con un aporte mayor, siguieron contribuyendo positivamente a la inflación anual. Con todo, a partir de enero, el aumento de este último ítem podría estar reflejando su mayor ponderación en la nueva canasta. En tanto, la energía tuvo una incidencia positiva, a diferencia de lo ocurrido en octubre. Los bienes del IPCSAE prácticamente no aportaron a la inflación anual, en contraste con el IPoM previo cuando su incidencia anual era negativa (gráfico IV.6).

El aumento de la inflación anual en los últimos meses puede explicarse por algunos factores específicos y transitorios. En el caso de la energía, el crecimiento anual fue mayor que lo observado a fines del 2013, reflejo del ya comentado comportamiento de los combustibles (gráfico IV.7).

Otro factor tras el aumento de la inflación anual, es el incremento de algunos precios incluidos en el IPCSAE de bienes. Como se indicó, la contribución de este ítem pasó de ser negativa a casi nula. Parte de este comportamiento podría estar determinado por el aumento de su ponderación en la nueva canasta y por

la depreciación del peso. En el cuarto trimestre del 2013, los precios en pesos de los bienes de consumo importados aumentaron respecto del cuarto previo. Esto se explica en parte por la depreciación del peso, ya que en dólares, aunque con vaivenes, se mantuvieron relativamente estables (gráfico IV.8).

Sumado a lo anterior, la inflación anual de los servicios del IPCSAE también ha aumentado, pasando desde 3,4 a 4,3% anual referencial entre octubre y febrero. Ello, se debe principalmente al efecto base por la rebaja del impuesto de timbres y estampillas en enero del 2013.

En cuanto a los alimentos, también se observa un incremento en su variación anual. Ello, se explica por la evolución de los precios de las frutas y verduras frescas cuyo descenso en los últimos meses, como se mencionó, fue menor al que se esperaría dada la estacionalidad de la estación de verano. Además, el precio de la carne ha aumentado levemente debido a mayores precios internacionales y a un aumento del tipo de cambio. La variación anual del Índice de Precios al Productor (IPP) del ítem agricultura —que solo incluye precios de bienes y servicios nacionales— ha aumentado desde mediados del año pasado. A febrero su crecimiento anual se ubicó en 35,1% (26,1% en octubre del 2013; 8,3% en promedio en el primer semestre del 2013). En tanto, la contribución de alimentos no perecibles se ubica en niveles inferiores a los del cierre estadístico del IPoM anterior. Con todo, la trayectoria de los precios futuros a nivel internacional se ajustó al alza respecto del IPoM de diciembre, debido principalmente a tensiones geopolíticas en Ucrania y peores condiciones climáticas en EE.UU. y Brasil.

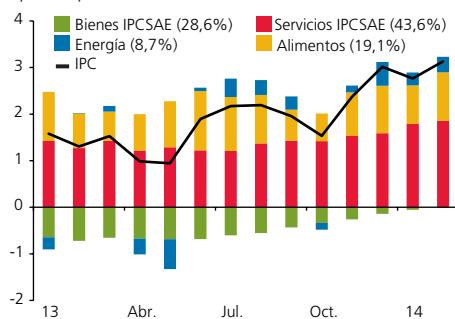
Las presiones para la inflación provenientes del costo de la mano de obra se han moderado respecto del IPoM previo. Los salarios reales redujeron su tasa de variación anual, en línea con el incremento de la inflación y a enero se ubican, dependiendo de su medida, entre 2,7 y 3,2% (entre 3,8 y 4,3% en septiembre) (gráfico IV.9). Ello, coincide con información recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios*, que indica, en distintos sectores y regiones del país, una menor estrechez del mercado laboral en relación con períodos previos. Este cambio es incipiente según la mayoría de los entrevistados, pero al menos ha detenido la presión al alza sobre los salarios. Los costos laborales unitarios reales han continuado mostrando una trayectoria declinante y la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales se mantuvo prácticamente igual.

En cuanto a los márgenes, según diferentes medidas, se observa cierta compresión en el agregado y en algunos sectores en particular. A diferencia del IPoM previo, la relación entre el IPCSAE y el costo laboral unitario ajustado por productividad disminuyó en los últimos meses.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Como se señaló, a mediano plazo las expectativas privadas se han mantenido en torno a 3%. En el corto plazo, en cambio, se ajustaron levemente al alza,

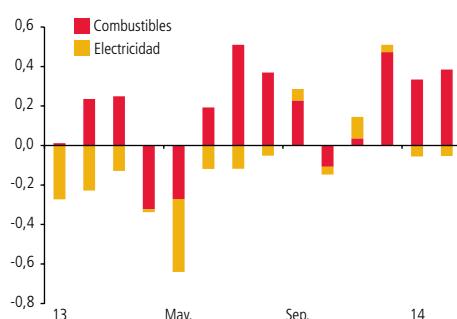
GRÁFICO IV.6
Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) Entre paréntesis participaciones en la nueva canasta del IPC.
(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.

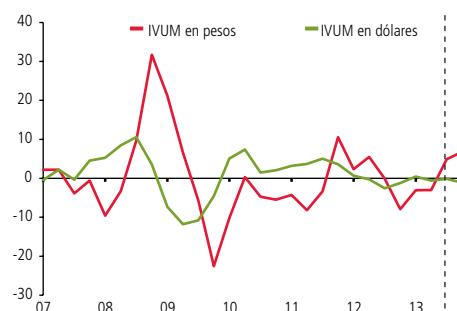
GRÁFICO IV.7
Incidencia de la energía en la inflación anual (*)
(puntos porcentuales)



(*) 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.8
Precios de bienes de consumo importado
(variación anual, porcentaje)

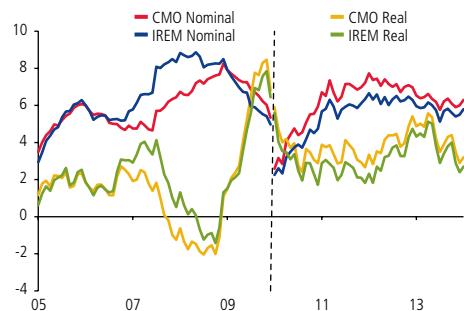


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.



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

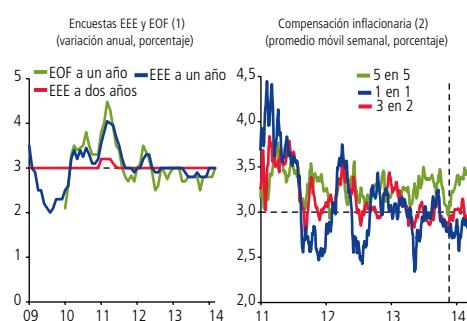


(1) A partir de enero del 2010 se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.10
Expectativas de inflación



(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, a excepción del dato de marzo del 2014, que se considera la segunda quincena.

(2) Compensación inflacionaria *forward* a partir de las tasas *swaps*. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

principalmente por el mayor precio de la gasolina en los mercados externos y la depreciación del peso (gráfico IV.10).

Las expectativas privadas para la inflación a dos año plazo que se deducen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se han mantenido en 3%. En tanto, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) aumentó de 2,8 a 3,0% entre fines de noviembre y de marzo. A un año plazo, la EEE subió a 3,0% (2,8% en el IPoM anterior) y la EOF a 3,0% (2,5% en el IPoM de diciembre). Las expectativas que se deducen de las encuestas de consumidores y empresas también muestran aumentos, aunque leves.

La expectativa de inflación a un año plazo del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) aumentó a 3,2% en febrero (3,0% en el IPoM de diciembre). El porcentaje de personas que creen que la inflación "subirá mucho los próximos doce meses", medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC), aunque con vaivenes, se mantuvo prácticamente igual.

A distintos plazos, las compensaciones inflacionarias que se derivan de los *swaps* promedio cámara se han situado entre 2,9 y 3,4% (2,8 y 3,0% en el IPoM de diciembre).

En el escenario base, el Consejo estima que la variación anual del IPC aumentará transitoriamente hacia cifras entre 3,5 y 4%^{1/}. En lo inmediato, este aumento refleja los traspasos directos de la depreciación del peso hacia los precios de bienes y servicios. En el escenario base, se considera que el menor uso de la capacidad instalada, que se deduce del comportamiento de la actividad, mitigará las presiones inflacionarias y la propagación de los efectos directos de la depreciación. Así, ya a partir de fines del 2014, la inflación total volverá a valores más cerca de 3%, donde se ubicará hasta fines del horizonte de proyección, el primer trimestre del 2016. La inflación subyacente oscilará alrededor de 3% a lo largo de dicho horizonte.

^{1/} Para efectos de las proyecciones incluidas en este IPoM, se considera la inflación anual en base a la canasta de referencia 2013=100.

RECUADRO IV.1

NUEVA CANASTA DEL IPC

A partir de enero de este año, el INE comenzó a medir el IPC a través de una nueva canasta y metodología de cálculo, con base 2013=100. Este recuadro describe los principales cambios metodológicos de la nueva medición y algunas de sus posibles implicancias para la evaluación de la inflación. Para efectos de las proyecciones y el análisis considerado en este IPoM, se utiliza como medición de la inflación anual aquella que se obtiene de la canasta referencial con base 2013=100.

A partir del 2009, siguiendo con recomendaciones internacionales y como parte de los compromisos asumidos con la OCDE, la actualización de la canasta del IPC se hace cada cinco años. En lo principal, ello reduce los sesgos que se van produciendo en la medición del IPC en la medida que cambian las preferencias de los consumidores y los precios relativos.

Respecto de la composición de la nueva canasta, un aspecto destacable es que aumenta la ponderación del gasto en servicios y la reduce en bienes. Por grupos, resalta la mayor importancia relativa de la educación, salud y bebidas alcohólicas. En menor medida, aumenta alimentos. También reducen el número de ítems considerados de 368 a 321, entre los que se incluyen 16 nuevos productos (tabla IV.2).

Si se comparan los nuevos ponderadores con los que estaban implícitos^{1/} en la canasta anterior, no se observan cambios de importancia, salvo un aumento del peso de las categorías de vestuario y recreación y cultura, mientras destacan caídas en transporte y alimentos.

También existen cambios respecto de la metodología de cálculo. Por ejemplo, se excluyen del cálculo todas las reliquidaciones de servicios regulados, ya que afectan el nivel de ingreso de los hogares y no el nivel de precios vigente de las tarifas reguladas. En los servicios de educación, los cambios de valor se reflejarán solo en el mes de marzo, cuando se comienza a prestar el servicio, y no en diciembre y marzo como solía ser. En los precios de los artículos electrónicos se utilizan modelos hedónicos para capturar de mejor manera los cambios de calidad. Por último, se continuará con el cambio metodológico que se le aplicó al vestuario a partir de julio del 2013, y para efectos de comparación se aplicará para todo el año de referencia (2013).

Aún es temprano para evaluar la dinámica inflacionaria que resulta de la nueva medición del IPC respecto de la medición antigua. Sin embargo, algunas conclusiones preliminares pueden extraerse.

TABLA IV.2
Ponderadores antiguos y nuevos por división
(porcentaje)

División	2009	División	2013
Alimentos y bebidas no alcohólicas	18,9	Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,1
Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes	2,0	Bebidas alcohólicas y tabaco	3,3
Prendas de vestir y calzado	5,2	Vestuario y calzado	4,5
Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles	13,3	Vivienda y servicios básicos	13,8
Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar	7,5	Equipamiento y mantención del hogar	7,0
Salud	5,4	Salud	6,4
Transporte	19,3	Transporte	14,5
Comunicaciones	4,7	Comunicaciones	5,0
Recreación y cultura	7,5	Recreación y cultura	6,8
Educación	6,0	Educación	8,1
Restaurantes y hoteles	4,4	Restaurantes y hoteles	4,4
Bienes y servicios diversos	5,8	Bienes y servicios diversos	7,2

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

^{1/} El ponderador implícito de un componente del IPC es igual al ponderador fijo, ajustado por la variación de precios relativos de dicho componente y el IPC total. Así, permite medir la incidencia final de cada componente en la evolución del IPC en un período.



Respecto de los cambios de ponderadores implícitos, destaca que con la nueva canasta, los ponderadores de los alimentos y la energía son menores a los ponderadores implícitos de la canasta antigua (tabla IV.3). Por ello, cambios bruscos en estos precios deberían tener efectos menores en la inflación mes a mes. Esto tiene como contrapartida un aumento de la ponderación del componente de servicios del IPCSAE, lo que, en principio, podría implicar una mayor persistencia de la inflación dada la dinámica propia de los precios de los servicios.

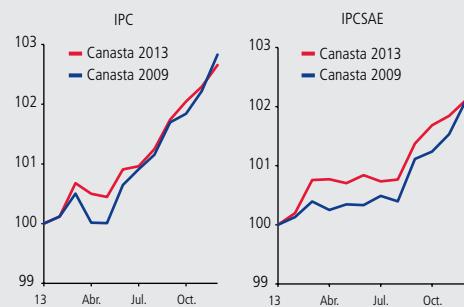
TABLA IV.3
Ponderadores antiguos y nuevos por desagregación IPCSAE
(porcentaje)

	Base 2009 2009=100 pond. 2009	Ponderador implícito año 2013 (base 2009)	Nueva base 2013=100 pond. 2013
IPCSAE			
Bienes	72,4	69,4	72,3
Servicios	33,3	27,1	28,6
Alimentos	39,1	42,3	43,6
Frutas y verduras frescas	18,9	21,1	19,1
Resto	2,9	3,7	2,9
Energía	16,0	17,4	16,1
Electricidad	8,7	9,5	8,7
Combustibles	2,7	2,0	2,7
	6,0	7,6	6,0

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas

Otro tema se refiere a los cambios en la base de referencia durante el 2013. Aunque las variaciones acumuladas durante el año pasado son prácticamente idénticas con ambas canastas (2009 y 2013), se observa un cambio en el perfil de la inflación dentro del mismo (gráfico IV.12).

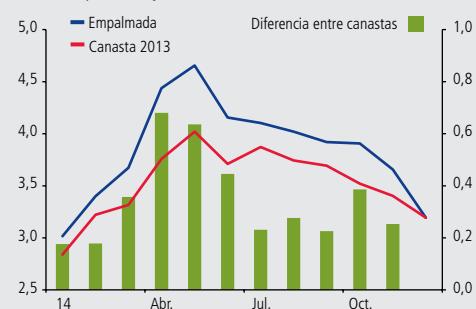
GRÁFICO IV.12
Comparación IPC e IPCSAE según canasta para el año 2013
(índice, base enero 2013 = 100)



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

En la nueva canasta de referencia desaparece la volatilidad mensual de abril y mayo ligada a las reliquidaciones por cambios en las tarifas eléctricas, lo que a su vez tendrá efectos en el perfil de la variación anual de la inflación durante el segundo trimestre. Utilizando proyecciones mensuales basadas en seguros de inflación, se aprecia que las diferencias entre ambos cálculos de inflación se intensifican en el segundo trimestre, hasta ir desapareciendo a fines de año, cuando la variación anual se calcula en base a la misma canasta (gráfico IV.13). El principal factor detrás de la diferencia en el segundo trimestre es el cambio metodológico en el tratamiento de las reliquidaciones.

GRÁFICO IV.13
Variación anual del IPC en el año 2014 (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Construida en base a las variaciones mensuales, las cuales desde marzo a diciembre del 2014 corresponden a los seguros de inflación al 18 de marzo del mismo año.

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

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

En el escenario base, el contexto internacional en el que se desenvolverá la economía chilena será menos favorable que el de los últimos años. En comparación con el anterior IPoM, la normalización de los términos de intercambio ocurrirá a una velocidad algo mayor que la contemplada en diciembre, debido a la importante disminución del precio del cobre, mientras que las condiciones financieras y el escenario de crecimiento mundial no tienen mayores cambios respecto de diciembre (tabla V.1).

Las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes para el 2014 han seguido ajustándose a la baja, al mismo tiempo que han aumentado los riesgos, en particular sobre el desempeño de China. Para esta economía, el escenario base proyecta un crecimiento de 7,3% el 2014, inferior al 7,7% del 2013. La mayor corrección en las proyecciones de crecimiento se dan en América Latina: 2,3% para el 2014, seis décimas menos que en el IPoM previo. Ello se explica tanto por los efectos que tiene la consolidación de la desaceleración en China como por factores idiosincrásicos. En particular, el menor impulso fiscal y monetario en Brasil, el débil crecimiento y el alza de impuestos en México y la desaceleración de la inversión y las exportaciones en Perú. Se agrega el ajuste a la baja del crecimiento para Argentina y Venezuela, del orden de dos puntos porcentuales para este año.

En contraste, las perspectivas para las economías desarrolladas han mejorado. En el escenario base, aumenta el crecimiento de Estados Unidos para el 2014 y el 2015 en una y dos décimas, respectivamente. Para la Eurozona y Japón el ajuste es de dos décimas para el 2014 y una décima para el 2015. Considerando la suma de los cambios descritos y su importancia relativa, el crecimiento previsto para los socios comerciales se ajusta en una décima al alza, a 3,7% el 2014 y a 3,9% el 2015.

Como se indicó, el mayor ajuste del escenario externo se aprecia en los términos de intercambio. En el último año, los precios de las materias primas han tenido vaivenes importantes. Sin embargo, en algunos productos, como los metales, los factores de demanda han tenido prevalencia, provocando que tanto los precios

TABLA V.1

Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00-07	Prom. 10 -12	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,1	-3,2	-0,9	-1,1
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,7	3,9
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,0	3,5	3,8
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,2	2,3	2,9	3,2
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,9	1,1	2,1	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	5,9	4,5	4,6	5,0
Precios externos (en US\$) (*)	4,6	5,2	0,3	0,3	0,7
(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	367	332	300	285
Precio del petróleo WTI (US\$/barrel)	44	90	98	96	88
Precio del petróleo Brent (US\$/barrel)	42	101	109	106	101
Precio paridad de la gasolina (US\$/m³) (*)	367	742	785	777	733
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,3	0,3	0,7

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

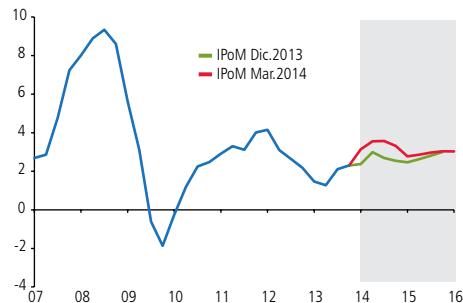
TABLA V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2012	2013	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	5,4	4,1	3,0-4,0
Ingreso nacional	4,6	3,4	3,3
Demandra interna	6,9	3,4	3,3
Demandra interna (sin variación de existencias)	7,1	4,2	3,3
Formación bruta de capital fijo	12,2	0,4	0,8
Consumo total	5,6	5,4	4,1
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	4,3	3,2
Importaciones de bienes y servicios	5,0	2,2	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-3,4	-3,6
Ahorro nacional (% del PIB)	21,7	20,5	19,5
FBCF (% del PIB nominal)	24,0	23,6	23,1
FBCF (% del PIB real)	26,8	25,8	25,2
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.081	-9.425	-9.520
Balanza comercial	2.508	2.131	900
Exportaciones	77.965	76.674	74.800
Importaciones	-75.458	-74.544	-73.900
Servicios	-2.276	-2.903	-2.250
Renta	-11.503	-11.079	-10.200
Transferencias corrientes	2.191	2.426	2.030

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2014, corresponde a la proyección.

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

observados como los esperados disminuyan de modo importante. Este es el caso del cobre que, coincidiendo con el mayor riesgo que se percibe sobre el desempeño de la economía china, ha bajado a menos de US\$3 la libra al cierre de este IPoM. Además, con perspectivas que apuntan a que su convergencia a niveles de largo plazo será más rápida que la prevista antes. Ello se diferencia, por ejemplo, de lo que ha ocurrido con el petróleo. En este mercado los factores de oferta han prevalecido en los últimos meses, lo que ha llevado a superar el precio previsto en diciembre. No obstante, su trayectoria sigue siendo descendente a lo largo del horizonte de proyección. Así, en el escenario base se proyectan menores precios promedio para el cobre y mayores para el petróleo. Con ello, el ajuste en los términos de intercambio para Chile será más rápido que lo previsto en el IPoM previo.

En el escenario base se anticipa que el crecimiento del PIB estará entre 3,0 y 4,0% el 2014 (tabla V.2). Este rango está por debajo de lo previsto en diciembre. El principal factor de corrección es la desaceleración ya observada a fines del 2013 y la que se aprecia en los datos de comienzos de este año, en especial en los componentes de la actividad y la demanda ligados a la inversión. Otro factor es la corrección al alza de los niveles de existencias previamente conocidos, lo que implica que esta fuente de crecimiento tendrá un impulso menor. En línea con lo anterior, la expansión de la demanda interna también se reduce para el 2014: 3,3% (4,8% en diciembre). La tasa de variación anual de la formación bruta de capital fijo (FBCF) se estima cercana a 1% (4,1% en diciembre), resaltando el importante ajuste a la baja de su componente de maquinaria y equipos. En el escenario base, el consumo también se corrige a la baja, pero en menor magnitud que la inversión. Así, se sigue considerando que el consumo privado tendrá una desaceleración moderada. Ello, en línea con fundamentos que crecen a tasas inferiores a las del pasado reciente, como los ingresos laborales, pero se mantienen favorables. Con esto, la formación bruta de capital fijo llegará a 23,1% del PIB nominal y el ahorro nacional a 19,5% del PIB.

La reducción por sobre lo esperado de la demanda y la inversión en maquinaria y equipos también provoca que el déficit de cuenta corriente proyectado para el 2014 sea algo menor que lo contemplado antes: 3,6% del PIB (3,7% en diciembre). Se agrega el efecto de signo opuesto que la depreciación real del peso induce sobre las exportaciones e importaciones. El déficit proyectado para este año, sin embargo es algo superior al observado el 2013. En ello se conjugan la reducción del precio del cobre esperado para el año, que más que compensa el menor crecimiento previsto de la demanda interna y las importaciones. Esto último implica que, medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit vuelva a descender, acercándose a 3% del producto.

En el escenario base, el crecimiento de la economía a lo largo del 2014 será inferior al observado el año pasado y se ubicará por debajo de su tasa de tendencia, que el Consejo sigue estimando en torno a 5%. Esta trayectoria considera una estabilización del nivel de inversión, resultado en el que convergen varios elementos. Por un lado, el catastro de la CBC muestra una mayor inversión prevista en obras de ingeniería para la segunda mitad del 2014 y para el bienio 2015-2016. Por otro lado, se agrega que la construcción habitacional tendrá un crecimiento similar al del año anterior, toda vez que las existencias continúan en niveles bajos, las ventas de viviendas estables y las condiciones financieras —volumen y costo del crédito—

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

continúan favorables. También se espera que la ejecución del presupuesto fiscal 2014 será más en línea con los patrones históricos, lo que implicará un aumento en el gasto público respecto del 2013, en particular de la inversión. Asimismo, las importaciones de maquinaria y equipos se han estabilizado en los últimos meses. Se añade que el crecimiento algo mayor de los socios comerciales y la depreciación del tipo de cambio real también contribuirán al aumento de las exportaciones no mineras. Por último, está el efecto del mayor impulso monetario que se ha agregado a la economía.

En cuanto a la inflación, en el escenario base se considera que la variación anual del IPC aumentará transitoriamente hacia cifras entre 3,5 y 4%. En lo inmediato, este aumento refleja los traspasos directos de la depreciación del peso hacia los precios de bienes y servicios. En el escenario base, se considera que el menor uso de la capacidad instalada, que se deduce del comportamiento de la actividad, mitigará las presiones inflacionarias y la propagación de los efectos directos de la depreciación. Así, ya a partir de fines del 2014 la inflación total volverá a valores más cerca de 3%, donde se ubicará hasta fines del horizonte de proyección, el primer trimestre del 2016. La inflación subyacente oscilará alrededor de 3% a lo largo de dicho horizonte (gráfico V.1, gráfico V.2 y tabla V.3) (Recuadro V.1).

Además de las ya comentadas trayectorias previstas del crecimiento local y el escenario externo, esta proyección utiliza como supuesto de trabajo que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También incorpora como supuesto metodológico que el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que este se ubica dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.3).

ESCENARIOS DE RIESGO

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

En el plano externo, un primer riesgo se relaciona con la evolución de las economías emergentes y, en particular, de China. Este último riesgo ha estado presente desde hace varios IPoM y en lo más reciente se ha exacerbado a raíz de las crecientes dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero y el aumento generalizado en la percepción de riesgo sobre el mundo emergente. En particular, un deterioro de la economía china tendría efectos de primer orden tanto para el conjunto de las economías emergentes como para Chile, los que se transmitirían tanto por canales financieros como reales. De especial relevancia es su incidencia en la determinación de los precios de las materias primas, incluido el cobre, así como en el crecimiento

^{2/} Para efectos de las proyecciones incluidas en este IPoM, se considera la inflación anual en base a la canasta de referencia 2013=100.

TABLA V.3

Inflación

	2013	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,8	3,4	2,9	
Inflación IPC diciembre	3,0	3,0	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,2	2,7	3,0	
Inflación IPCSAE diciembre	2,1	2,8	2,9	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2016.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3

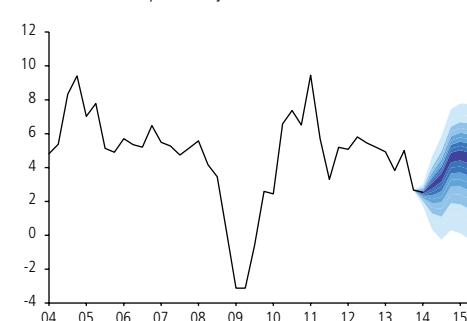
TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

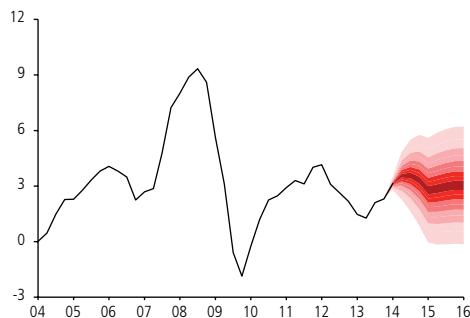
GRÁFICO V.4

Crecimiento del PIB trimestral (*) (variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.5**Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

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

Fuente: Banco Central de Chile.

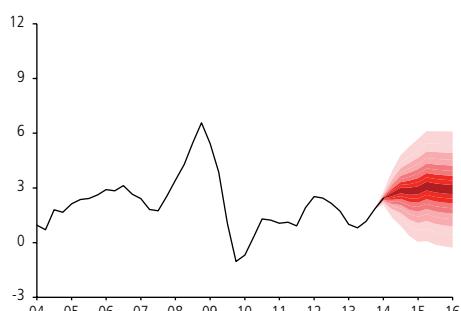
de otros socios comerciales relevantes para Chile, como América Latina. Tampoco se puede descartar que las vulnerabilidades que han acumulado algunas economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad.

También es posible que el proceso de recuperación de Estados Unidos tome más fuerza que la prevista. La temporalidad de sus efectos es de distinto signo. En el corto plazo, el adelantamiento de la normalización de su impulso monetario podría llevar a condiciones financieras menos favorables para el mundo emergente, induciendo nuevos episodios de volatilidad como los de los últimos trimestres. Hacia adelante, prevalecería el efecto de una mayor demanda externa y mayores precios de las materias primas, afectando positivamente a economías como Chile que cuentan con fundamentos sólidos. Con todo, persiste el riesgo asociado a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona y se agrega que un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Ucrania podría tener efectos sobre los precios de las materias primas, así como sobre la confianza en Europa.

En el ámbito local, parte importante de la desaceleración de la economía en los últimos trimestres se debe a la caída en la inversión. El escenario base supone que este fenómeno no se profundizará y que en algunos componentes incluso se revertirá. Sin embargo existen riesgos, en particular porque la caída de la inversión a fines del 2013 fue mayor que la esperada. Por ejemplo, es posible que, por la inercia propia de la inversión, su debilidad se prolongue más allá de lo previsto. También es posible que ante un deterioro del escenario externo, que reduzca el precio del cobre por debajo de su nivel de largo plazo, se afecte el cronograma de ejecución de nuevos proyectos, llevando a un menor crecimiento de la economía.

También en el plano local, la inflación de los últimos meses, lo mismo que las proyecciones incluidas en el escenario base, muestran un traspaso acotado de la depreciación cambiaria a precios acorde con los fundamentos de la economía. La consolidación del esquema de metas de inflación y la desaceleración de la economía limitan el grado de traspaso a precios finales, salarios y expectativas, por lo que se estima que el repunte reciente de los registros inflacionarios es transitorio. Sin embargo, es necesario vigilar que sus efectos de segunda vuelta permanezcan contenidos, en particular considerando que los márgenes están más estrechos en algunos sectores por los aumentos de costos, como la energía, y que la situación del mercado laboral también sigue relativamente estrecha.

El escenario macroeconómico muestra una desaceleración de la economía más allá de la prevista hace unos meses, con una inflación que se ubica en torno a 3%. El panorama externo de corto plazo para Chile es menos favorable que hace un año. Además, se han acrecentado las dudas sobre el desempeño de algunas economías de gran tamaño, en particular China. En este contexto, el Consejo ha aumentado el impulso monetario, reduciendo la TPM en 100 puntos base durante los últimos seis meses. El Consejo evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, 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.

GRÁFICO V.6Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)

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

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO V.1

TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO A PRECIOS

Durante los últimos meses el peso se ha depreciado de manera importante. Como es habitual a los períodos de cambios bruscos en el tipo de cambio, es de interés examinar la magnitud de sus efectos sobre la inflación de corto y mediano plazo. En lo más reciente, la inflación anual del IPC retornó a 3% más rápido que lo previsto, afectada principalmente por mayores precios externos de combustibles y por el aumento del tipo de cambio. El traspaso de la depreciación al resto de los precios ha sido acorde con lo esperado y las expectativas de inflación se han mantenido en 3% en el horizonte de política. En el escenario base, se considera que el traspaso seguirá siendo limitado y la inflación, más allá de un alza transitoria hacia la parte alta del rango de tolerancia, se ubicará en torno a 3% la mayor parte del horizonte de proyección. Sin embargo, existen riesgos en ambas direcciones que podrían modificar el traspaso. Este recuadro da cuenta de los valores observados para el coeficiente de traspaso de tipo de cambio a los precios, su evolución en el tiempo y su relación con las condiciones de la economía.

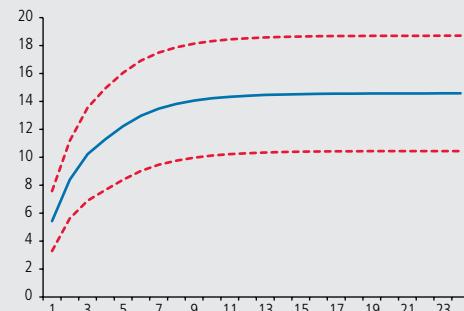
Como punto de partida, la flexibilidad cambiaria es muy deseable en economías como la chilena que se enfrentan con frecuencia a *shocks* reales, por ejemplo en los términos de intercambio. Los movimientos del tipo de cambio ayudan a acomodar los precios relativos de modo de hacer los ajustes necesarios en la asignación de recursos, reduciendo el impacto sobre la actividad y el empleo. Cuando un *shock* real amerita una depreciación de la moneda, sus efectos se magnifican si el canal por el que se ajusta el tipo de cambio no opera. Así, con un régimen de flotación, el tipo de cambio gana importancia como mecanismo de ajuste, otorgando grados de libertad al manejo de la política monetaria.

Conceptualmente, el impacto de la depreciación de una moneda sobre el IPC refleja, en primer lugar, cómo se traspasan sus efectos al valor de los bienes importados, y luego al de otros bienes y servicios de la canasta, como consecuencia de efectos directos (mayores costos importados) o indirectos, (un cambio en las expectativas inflacionarias o reajustes salariales). La magnitud de los efectos depende de aspectos estructurales como el grado de apertura de la economía, prácticas comerciales y el esquema de política monetaria, así como de aspectos cíclicos: causas de la depreciación, estado de las brechas y márgenes, perspectivas de crecimiento y nivel de la inflación. Por ejemplo, una depreciación inducida por una caída de los términos de intercambio o un debilitamiento de la demanda interna tendrá efectos inflacionarios menores que una originada por un aumento de las tasas de interés externas ante un mayor dinamismo de la economía mundial. Lo mismo, si la política monetaria carece de credibilidad, los movimientos cambiarios pueden traspasarse directamente no solo a los precios de los bienes

importados, sino que también a los precios de los bienes producidos localmente, dando paso a cambios generalizados de precios y un mayor traspaso.

Para Chile, Bertinatto et al. (2014) estiman que el coeficiente promedio de traspaso al IPC total se ubica en un rango entre 0,1 y 0,2 en el mediano plazo (gráfico V.7). En el caso del IPC subyacente (IPCSAE), el coeficiente es algo menor a 0,1 en el mediano plazo (gráfico V.8). El menor efecto, respecto del IPC total, se debe a la exclusión del precio de los combustibles en el cálculo del IPCSAE. Tanto en el IPC como en el IPCSAE el efecto de un movimiento del tipo de cambio tarda entre tres y cuatro trimestres en ser traspasado completamente a los precios.

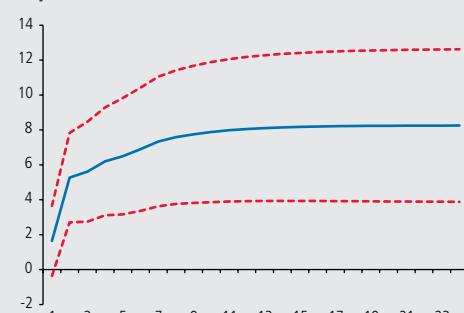
GRÁFICO V.7
Coeficiente de traspaso tipo de cambio a IPC total (*)
(porcentaje)



(*) Corresponde al efecto acumulado sobre el IPC de un cambio permanente de 100% en el tipo de cambio nominal. El eje horizontal indica número de meses.

Fuente: Bertinatto et al. (2014).

GRÁFICO V.8
Coeficiente de traspaso tipo de cambio a IPC subyacente (*)
(porcentaje)



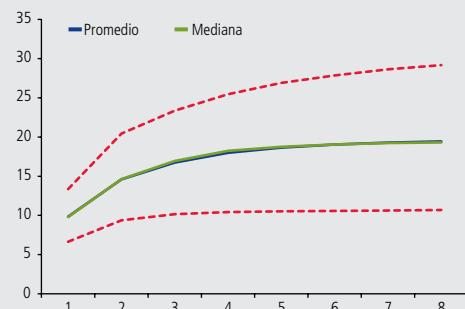
(*) Corresponde al efecto acumulado sobre el IPC subyacente (IPCSAE) de un cambio permanente de 100% en el tipo de cambio nominal. El eje horizontal indica número de meses.

Fuente: Bertinatto et al. (2014).



El cálculo a través de otros métodos de estimación arroja valores similares. Por ejemplo, las estimaciones del modelo de equilibrio general (MAS) del Banco Central muestran que el coeficiente promedio de mediano plazo es del orden de 0,15 a 0,20, pero varía según las causas de la depreciación (gráfico V.9). Otras estimaciones a partir de la separación del traspaso a bienes importados, transables internos y no transables entregan valores entre 0,1 y 0,3. En todo caso, estas estimaciones son referenciales y presentan intervalos de confianza relevantes, así como factores condicionantes que deben ser tomados en cuenta a la hora de realizar proyecciones.

GRÁFICO V.9
Coeficiente de traspaso tipo de cambio a IPC total (*)
(porcentaje)



(*) Corresponde al efecto acumulado sobre el IPC de un cambio permanente de 100% en el tipo de cambio nominal. El eje horizontal indica número de trimestres.

Fuente: Bertinatto et al. (2014).

La evidencia recogida para Chile muestra que los coeficientes de traspaso han ido cayendo en el tiempo. La estimación del coeficiente a partir de ventanas muestrales indica que disminuyó a partir de los años 2000, siendo su valor actual inferior al que prevalecía en los noventa (gráfico V.10).

GRÁFICO V.10
Coeficiente de traspaso tipo de cambio a IPC total en ventanas móviles (*)
(porcentaje)



(*) Corresponde al efecto acumulado sobre el IPC de un cambio permanente de 100% en el tipo de cambio nominal.

Fuente: Bertinatto et al. (2014).

Las razones de este cambio obedecen en primer lugar a factores institucionales. En lo principal, la entrada en régimen del esquema de metas de inflación de mediano plazo y la política de flexibilidad cambiaria. Mishkin (2008) reporta resultados similares a nivel internacional, lo que se atribuye a la consolidación de un ambiente de baja inflación en el mundo. Con todo, existen factores que pueden hacer que el coeficiente de traspaso sea distinto. En primer lugar, las estimaciones muestran que el traspaso no es igual ante apreciaciones y depreciaciones del peso, sino más sensible a las segundas. Tampoco es lineal, pues movimientos de mayor (menor) tamaño en el tipo de cambio implican un traspaso mayor (menor).

También hay factores que pueden condicionar la magnitud del traspaso. En particular, el estado de las holguras de capacidad, la persistencia o transitoriedad del movimiento cambiario y la volatilidad del tipo de cambio. En este sentido, ante mayores (menores) holguras, el traspaso es menor (mayor). Si el movimiento del tipo de cambio es percibido como persistente, el traspaso será mayor. La evaluación a partir de una muestra de países confirma que los factores institucionales son determinantes para el tamaño del coeficiente de traspaso. En países con metas de inflación el traspaso es menor, lo mismo en cuanto mayor sea el estado de desarrollo de la economía.

En suma, para Chile la evidencia indica que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación total descendió a medida que se consolidó el régimen de metas de inflación. Sin embargo, existen factores de riesgo sobre su magnitud. En primer lugar, está condicionado por el tamaño de las holguras de capacidad, cuya estimación es incierta. En el escenario actual, la evolución de la actividad se contrapone al estado del mercado laboral, con un desempleo bajo en términos históricos. Un mayor grado de estrechez laboral podría propiciar una mayor propagación de presiones inflacionarias transitorias a través de los salarios. La información que proviene de las encuestas de empleo y vacantes, así como del *Informe de Percepciones de Negocios*, indican que el grado de estrechez laboral que se apreciaba hace unos meses ha amainado.

La propagación de los efectos de la depreciación del peso hacia la inflación es un factor relevante en las decisiones del Consejo. Un adecuado funcionamiento del esquema de metas de inflación debería permitir acomodar una depreciación de la moneda sin consecuencias duraderas sobre el comportamiento de la inflación y con expectativas de mediano plazo acordes con la meta.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahuja, A. y M. Nabar. 2012. Investment-Led Growth in China: Global Spillovers. Documento de Trabajo 12/267, FMI. Noviembre.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2014. Global Economics Weekly. Marzo.
- Bertinatto L., S. Justel, A. Sansone y D. Saravia. 2014. El traspaso del tipo de cambio a los precios. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Blagrove P., P. Elliott, R. Garcia-Saltos, D. Hostland, D. Laxton y F. Zhang. 2013. Adding China to the Global Projection Model. Documento de Trabajo 13/256, FMI. Diciembre.
- Consensus Forecasts. 2013. Global Outlook 2013-2023. Octubre.
- Consensus Forecasts. 2014. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2014. Copper Quarterly Industry and Market Outlook. Enero.
- Deutsche Bank. 2014a. Asia Economics Monthly. Febrero.
- Deutsche Bank. 2014b. Emerging Markets Monthly. Febrero.
- Deutsche Bank. 2014c. Dollar Bloc Weekly. Marzo.
- Deutsche Bank. 2014d. Focus Europe. Marzo.
- Deutsche Bank. 2014e. Global Economic Perspectives. Marzo.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2014. Global Fund Allocations, sitio web <http://www.epfr.com/>
- Financial Times. 2013. Shadow financing charted in China, and a property catch-up, sitio web <http://ftalphaville.ft.com/>
- Fondo Monetario Internacional. 2013a. Fiscal Monitor. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2013b. World Economic Outlook. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2014. World Economic Outlook Update. Enero.
- Food and Agriculture Organization. 2014a. FAO Food Price Index. Febrero.
- Food and Agriculture Organization. 2014b. FAOSTAT, sitio web <http://faostat.fao.org/>
- JP Morgan Chase. 2014. Global Data Watch. Marzo.
- Mishkin, F. 2008. Exchange Rate Pass-Through And Monetary Policy. NBER Working Paper 13889. Mayo.
- U.S. Energy Information Administration. 2014. International Energy Statistics, sitio web <http://www.eia.gov>

GLOSARIO

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

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

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

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

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2012.

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

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

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

IPCSAE: IPC excluyendo los precios de la energía y los alimentos permaneciendo 72,3% de la canasta total.

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

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

Global Depository Notes: Instrumentos que replican los términos y condiciones de activos subyacentes de renta fija local —equivalente a un ADR de renta fija—. Estos instrumentos son emitidos, custodiados y transados en el exterior, mientras que los subyacentes son custodiados en el mercado local.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 2014: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea y Suiza.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía.

IPEC: Índice de percepción económica

TPM: Tasa de política monetaria

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

MARZO 2014

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º 17.336

Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción
está prohibida sin la debida autorización del Banco Central
de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción
de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su
fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Marzo 2014