

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Junio 2012



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Junio 2012**



# CONTENIDO\*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. DEMANDA Y ACTIVIDAD	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	31
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	35
ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	41
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	43
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47
RECUADROS	
Perspectivas para el precio del cobre	17
Implicancias del auge del sector minero	27
Evolución del ahorro, la inversión y la cuenta corriente	29
Efecto de las nuevas Cuentas Nacionales en el cálculo del PIB tendencial	39

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 14 de junio de 2012.



# PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 15 de junio de 2012 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 18 de junio de 2012.

**El Consejo**



## RESUMEN

En los últimos meses se han profundizado las diferencias entre la evolución de la economía chilena y la internacional. El escenario externo se ha deteriorado y los riesgos se han incrementado, con crecientes tensiones en los mercados financieros y un crecimiento mundial más débil. En Chile, en el primer trimestre el incremento anual del PIB estuvo por sobre lo previsto en marzo. No obstante, trimestre a trimestre redujo su dinamismo respecto de fines del 2011 y su expansión fue acorde con la tendencia. La inflación ha sido menor que la esperada, lo que sumado a la caída de los precios internacionales de los combustibles, ha disminuido los riesgos para su evolución en el corto plazo. No obstante, los riesgos inflacionarios de mediano plazo siguen latentes como consecuencia de una situación estrecha en los mercados internos. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0% y ha condicionado sus movimientos futuros a las implicancias de las condiciones internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Tras una mejora en el primer trimestre del año, la situación en la Eurozona volvió a deteriorarse y se han agudizado las tensiones en los mercados financieros hasta niveles similares o superiores a los observados en diciembre pasado. El escenario base del IPoM de marzo consideraba la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas. Sin embargo, nuevamente está en discusión la posibilidad de un desenlace desordenado de la crisis de la Eurozona. En varias economías se ha puesto en tela de juicio el apoyo político para las medidas de austeridad fiscal acordadas. La situación económica y financiera de España ha continuado deteriorándose y su prima por riesgo subió a niveles históricos, pese al anuncio de capitalización de su banca. Además, sigue presente la duda de si otros países requerirán de una medida similar.

En respuesta a este panorama, los mercados financieros desarrollados muestran aumentos de las primas por riesgo y una mayor preferencia por activos seguros. Las bolsas presentan caídas generalizadas, la volatilidad ha aumentado, el dólar ha vuelto a apreciarse y las tasas de interés de los bonos de gobierno de economías seguras han alcanzado mínimos históricos. Asimismo, destaca la importante caída de los precios de las materias primas, en especial del petróleo. Al igual que a fines del 2011, los principales efectos de estas tensiones en las economías emergentes, además del menor precio de las materias primas, han sido la depreciación de sus monedas, la caída de sus bolsas y el aumento de sus primas por riesgo. Esto también se ha observado en Chile. Hasta el cierre estadístico de este IPoM los efectos han sido acotados. Comparando con marzo, la paridad peso/dólar se ha depreciado algo menos de 5%; la bolsa, medida por el IPSA en pesos, ha perdido algo más de 7% y los premios de *CDS* chilenos han subido cerca de 40 puntos base. Los mercados monetarios han funcionado normalmente.



## SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2010	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	19,4	0,5	-6,9	-1,5
PIB socios comerciales (*)	6,2	4,1	3,6	3,9
PIB mundial PPC (*)	5,3	3,8	3,2	3,6
PIB mundial a TC de mercado (*)	4,2	2,8	2,5	2,8
Precios externos (en US\$)	5,8	10,1	0,6	2,4
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	342	400	355	340
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	79	95	92	87
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	111	107	97
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	598	803	802	717
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,3	0,5	0,5

(\*) Para su definición, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

## CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2009	2010	2011	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	-1,0	6,1	6,0	4,0 - 5,0
Ingreso nacional	0,5	13,1	6,1	3,3
Demanda interna	-5,7	14,8	9,4	5,2
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,5	10,2	10,2	5,5
Formación bruta de capital fijo	-12,1	14,3	17,6	7,4
Consumo total	0,8	9,0	7,9	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	-4,5	1,4	4,6	3,9
Importaciones de bienes y servicios	-16,2	27,4	14,4	4,9
Cuenta corriente (% del PIB)	2,0	1,5	-1,3	-3,1
Ahorro Nacional (% PIB)	22,2	25,1	23,4	22,2
FBCF (% PIB nominal)	21,7	21,5	23,2	24,2
FBCF (% PIB real)	21,9	23,6	26,2	26,9
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	3.518	3.269	-3.221	-8.000
Balanza comercial	15.360	15.324	10.792	5.000
Exportaciones	55.463	70.897	81.411	79.300
Importaciones	-40.103	-55.572	-70.619	-74.300
Servicios	-2.010	-1.806	-2.417	-2.200
Renta	-11.395	-14.765	-14.015	-13.000
Transferencias corrientes	1.563	4.515	2.418	2.200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El panorama de crecimiento para las economías desarrolladas sigue siendo poco alentador. En la Eurozona, las nuevas tensiones financieras han profundizado las restricciones crediticias y los ajustes fiscales en curso tampoco colaborarán a impulsar el crecimiento en el corto plazo. La recesión prevista para este año en la región será más marcada que lo considerado previamente. Con todo, persisten diferencias importantes entre sus miembros. El resto de las economías desarrolladas se expandirá a tasas bajas. Estados Unidos crecerá menos que lo previsto en el IPoM de marzo, aquejado por una lenta recuperación del mercado laboral, un sector inmobiliario que aún no se ajusta del todo, un proceso de desapalancamiento de los hogares que sigue su curso y escaso espacio adicional para aplicar políticas que impulsen el crecimiento.

A diferencia del 2011, se ha reducido el dinamismo en las principales economías emergentes. Algunos indicadores para China hacen prever que el descenso de su tasa de crecimiento irá algo más allá de lo considerado en marzo. Ello ha motivado la aplicación de políticas monetarias y fiscales más expansivas. Algo similar ocurre en India. El resto de Asia emergente está sintiendo sus efectos a través de menores exportaciones y señales de debilidad en sus sectores manufactureros. En América Latina, si bien hay mayor heterogeneidad, destaca el débil desempeño de Brasil en el primer trimestre. Las menores presiones inflacionarias por la caída del precio del petróleo, ha motivado políticas monetarias más laxas en varias economías emergentes.

El escenario base prevé que los socios comerciales crecerán 3,6 y 3,9% en el 2012 y 2013, respectivamente, algo por debajo de lo previsto para el bienio en el IPoM anterior. Ello también redunda en precios del petróleo y del cobre inferiores que los considerados en marzo. En suma, el escenario base contempla un menor impulso externo, por un crecimiento mundial más bajo y condiciones de financiamiento externo algo más restrictivas. Además, considera que seguirán repitiéndose episodios de tensión en los mercados internacionales.

El debilitado panorama externo contrasta con el desempeño de la actividad y la demanda interna. En el primer trimestre, el PIB creció a una tasa anual por sobre la prevista en el IPoM de marzo. En todo caso, trimestre a trimestre se expandió a una tasa similar a la de tendencia, por lo que el Consejo estima que las brechas de capacidad se mantienen ajustadas. Esta apreciación se apoya también en el hecho de que, si bien el mercado laboral continúa dando señales de estrechez, estas no se han intensificado: el empleo ha reducido su tasa de expansión, la tasa de desempleo se ha estabilizado en niveles bajos y el incremento anual de los salarios, aunque sigue elevado, ha tenido una moderación en lo más reciente. En el primer trimestre, la demanda interna creció algo menos que la actividad, pero el desempeño del consumo privado y la inversión permanece robusto.

La inflación ha evolucionado favorablemente en los últimos meses, siendo menor que lo previsto en marzo. Esto, más la disminución del precio del petróleo en los mercados externos, ha reducido los riesgos que se vislumbraban en ese entonces para su trayectoria de corto plazo. De todas formas, el componente servicios de la inflación sigue siendo el que más aporta a su incremento, con lo que los riesgos de mediano plazo continúan vigentes, debido al cierre de las brechas de capacidad y la estrechez del mercado laboral. En línea con el estado de los riesgos inflacionarios, las expectativas de inflación del mercado se han moderado en el corto plazo y permanecen en torno a 3% en el horizonte de proyección.

El escenario base prevé que este año el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0%, rango igual al considerado en marzo. Si bien la economía creció por sobre lo previsto en el primer trimestre, el deterioro del escenario externo hará que en el segundo semestre la actividad muestre una desaceleración mayor que la proyectada en marzo. En todo caso, el crecimiento del PIB no se alejará sustancialmente de su tendencia, que el Consejo estima en 5%. Esta proyección también considera que el incremento anual del consumo privado continuará moderándose, en línea con ingresos laborales cuya tasa de expansión se ha reducido y condiciones crediticias que son menos favorables que hace unos meses. En la inversión, la mayor persistencia del componente de construcción y obras —asociado en parte importante a proyectos mineros y energéticos en carpeta— apunta a que su dinamismo se sostendrá en los trimestres venideros. En el escenario base, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un déficit de 3,1% del PIB este año, que es menor al proyectado en marzo.

El Consejo prevé que la inflación anual del IPC y de sus medidas subyacentes seguirá oscilando en torno a la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2014. Esta trayectoria supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, se utiliza como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real (TCR) se ubicará en niveles similares a los actuales. Ello, pues considerando el nivel actual del tipo de cambio nominal y de las paridades de monedas, se estima que el TCR está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

El escenario base refleja los eventos que el Consejo estima tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico del IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, podrían modificar, en algunos casos significativamente, 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 está equilibrado.

El mayor riesgo se origina en el escenario externo, por la situación en la Eurozona. Esta es muy compleja y los acontecimientos de los últimos meses han reflejado la eventualidad de escenarios más extremos. En lo principal, está la posibilidad de que los problemas económicos y financieros de la región se resuelvan de una manera costosa y desordenada, por ejemplo, con una salida de Grecia de la unión monetaria. Aunque el tamaño de esa economía es menor dentro de la Eurozona, un desenlace de este tipo tendría consecuencias más severas para el resto del mundo si provoca un contagio hacia economías europeas de mayor tamaño. En España han seguido acrecentándose las dudas sobre su situación macroeconómica y financiera, lo que se ha reflejado en el continuo aumento de sus primas por riesgo. La falta de claridad de cómo operará el plan de ayuda anunciado para la banca española, sus dificultades para cumplir con las metas fiscales ante el alicaído panorama de crecimiento y el impacto sobre sus niveles de deuda soberana siguen siendo materia de preocupación. Del mismo modo, se han incrementado las aprensiones sobre otros países de la región, como Italia, por su alto nivel de endeudamiento público y bajo crecimiento. El acoplamiento que han mostrado las primas por riesgo de España, Italia y Francia pone de

## INFLACIÓN

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Inflación IPC promedio	1,4	3,3	3,3	2,8	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,4	2,7	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)					3,0
Inflación IPCX promedio	0,5	2,4	2,9	2,9	
Inflación IPCX diciembre	2,5	3,3	2,7	2,9	
Inflación IPCX en torno a 2 años (1)					3,0
Inflación IPCX1 promedio	-0,7	1,3	2,8	3,0	
Inflación IPCX1 diciembre	0,1	2,5	3,2	2,9	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (1)					3,0
Inflación IPCSAE promedio (2)	0,5	1,3	2,8	3,0	
Inflación IPCSAE diciembre (2)	1,5	2,4	3,2	3,0	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1) (2)					3,0

(f) Proyección.

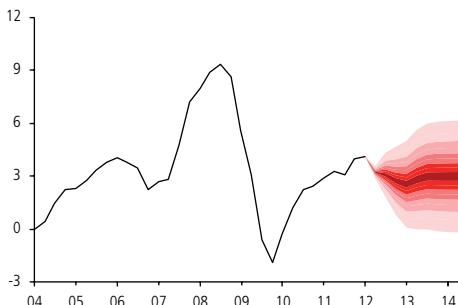
(1) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2014.

(2) El IPCSAE corresponde al índice de precios de la canasta de consumo excluyendo los precios de alimentos y de la energía. En la mayor parte de las economías de la OCDE este índice se utiliza como medida de la inflación subyacente.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)**

(variación anual, porcentaje)

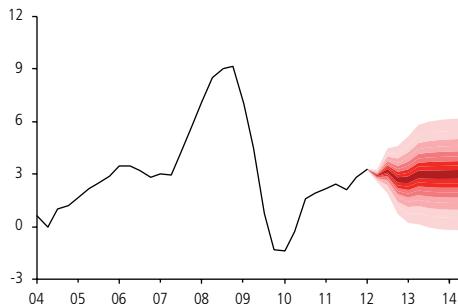


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCX (\*)**

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

Fuente: Banco Central de Chile.

manifesto este riesgo. También es posible que las tensiones actuales se reviertan, por ejemplo, ante acuerdos que favorezcan el cumplimiento de las medidas de ajuste pactadas o nuevos anuncios de apoyo por parte de las autoridades económicas de la zona que otorguen más tiempo para seguir avanzando en los cambios estructurales necesarios.

Otros riesgos tienen relación con el panorama de crecimiento mundial más allá de la Eurozona. En Estados Unidos persisten las dudas sobre la forma en que se dará la transición hacia una trayectoria de deuda sostenible a mediano y largo plazo. Especial atención merece la posibilidad de que las dificultades políticas para lograr acuerdos en materia fiscal desencadenen los ajustes automáticos previstos hacia el 2013, lo que tendría efectos negativos sobre el crecimiento de esa economía. En el mundo emergente, no se puede descartar que la desaceleración de China sea más profunda y/o prolongada que la considerada en el escenario base, lo que mermaría el crecimiento de otras economías por su peso en el comercio mundial y tendría efectos relevantes en los precios de las materias primas.

En lo interno, como se mencionó, los riesgos de mediano plazo para la inflación siguen vigentes. La tasa de crecimiento de la actividad y la demanda interna ha disminuido, pero a una velocidad más lenta que la esperada. Aunque el Consejo estima que no ha habido un estrechamiento adicional de las holguras de capacidad, de retomarse una trayectoria más dinámica de la actividad, estas pueden sufrir presiones que lleven a un incremento de la inflación y requieran de respuestas de política monetaria. En el mismo ámbito, en los últimos dos años el crecimiento de la demanda interna por sobre el PIB ha provocado una ampliación del déficit de cuenta corriente. La tasa de ahorro de los hogares está en niveles bajos respecto de años anteriores, mientras que la de las empresas ha decrecido en el último año, a lo que se suman niveles de inversión históricamente elevados. Si la demanda interna incrementa su dinamismo, podría provocar una ampliación del déficit en cuenta corriente. Esto resultaría riesgoso en un escenario de debilidad de la economía mundial, menor precio del cobre y encarecimiento del financiamiento externo.

La complejidad del escenario actual requiere un manejo prudente de la política monetaria, al mismo tiempo que hace necesario estar preparados para enfrentar riesgos significativos. La situación de la economía internacional es preocupante y un deterioro de esta podría tener efectos relevantes sobre Chile. Internamente, persisten algunos riesgos en materia de inflación y es labor del Banco Central vigilar esta situación. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

## ANTECEDENTES: REUNIÓN E IPOM DE MARZO 2012

A marzo se habían producido cambios en el balance de riesgos para la economía chilena respecto de lo contemplado en el IPoM de diciembre. En lo externo, aunque se seguía considerando un panorama de crecimiento mundial débil, los temores de escenarios más adversos habían disminuido y se había dado una recuperación parcial de la confianza de los mercados financieros. Por un lado, la provisión de préstamos a tres años plazo que hizo el Banco Central Europeo había contribuido a aliviar los problemas de liquidez en el mercado bancario y de deuda de gobierno. Por otro lado, el segundo paquete de rescate para Grecia y el canje de deuda con el sector privado habían alejado la posibilidad de un desenlace desordenado en esa economía.

La mayor tranquilidad había llevado, entre otros, a caídas de los premios por riesgo y liquidez, una depreciación del dólar y un incremento de los precios las materias primas, destacándose los del cobre y del petróleo. En este último caso además afectado por las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y que contribuyeron a empinar el valor del crudo Brent por sobre los US\$120 el barril. Lo anterior llevaba a corregir al alza las proyecciones y a mejores términos de intercambio respecto de lo proyectado en diciembre. El escenario de crecimiento mundial no presentaba cambios relevantes en el agregado, aunque sí algunas variaciones en su composición. En Estados Unidos, los indicadores más favorables se habían reflejado en un alza de sus proyecciones para este año, lo que se compensaba en parte por menores perspectivas en la Eurozona. Para las economías emergentes, particularmente las asiáticas, las proyecciones se habían corregido levemente a la baja, teniendo en cuenta los resultados menos favorables de fines del 2011.

En Chile, los efectos de la turbulencia financiera externa habían sido limitados y varias de las señales de traspaso observadas en la última parte del 2011 se habían revertido, al menos parcialmente. En el plano real, los efectos del escenario externo también habían sido acotados, y la actividad y la demanda interna habían crecido por sobre lo previsto en diciembre. Así, luego de una pérdida de dinamismo de la actividad en el tercer trimestre del 2011, las cifras del cuarto trimestre habían registrado una aceleración. Los antecedentes recopilados, junto con los menores riesgos externos y el supuesto de que la dinámica de ajuste de la demanda interna sería algo más pausada, llevaban a aumentar el rango de crecimiento proyectado para este año: entre 4,0 y 5,0%.

La inflación anual del IPC se ubicaba por encima del límite superior del rango de tolerancia. Las medidas subyacentes estaban en torno a 3%, pero con un ritmo de aumento más rápido que el del último trimestre del 2011 y que el previsto en el IPoM de diciembre. Con todo, el nivel de las medidas subyacentes era coherente con la evaluación sobre el estado de las brechas de capacidad.

El balance de riesgos para la actividad y para la inflación estaban equilibrados. En el ámbito externo, los riesgos eran similares a los de informes previos, sin embargo su probabilidad de ocurrencia era menor. En tanto, otros riesgos habían tomado mayor relevancia. En particular, la posibilidad de una desaceleración más marcada de China y la intensificación de las tensiones geopolíticas en torno a Irán que podían afectar significativamente el precio del petróleo, con efectos negativos sobre el crecimiento mundial y mayores presiones en la inflación de combustibles. Se agregaba la prolongación de un gasto interno dinámico en Chile, lo que podía modificar el escenario base en dos sentidos. Por un lado, esto podía intensificar los riesgos inflacionarios e incrementar la propagación de *shocks* de oferta, como el del petróleo o el de las frutas y verduras frescas. Además, tampoco podía descartarse que la velocidad con la que había aumentado la inflación subyacente fuera respuesta a una mayor estrechez de las brechas de capacidad. Por otro lado, el sostenido crecimiento de la demanda interna podía provocar una ampliación del déficit en cuenta corriente y amplificar los efectos de *shocks* externos sobre Chile, en especial si se acompañaban con caídas del precio del cobre.

Para la reunión de marzo, los antecedentes recopilados llevaban a proponer como única opción la de mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%. En meses pasados, la opción de recortarla se había justificado como una acción preventiva, ante la proyección de un deterioro más marcado del escenario externo y sus consecuencias para Chile. Sin embargo, como se había planteado en el IPoM, el escenario externo se percibía algo más favorable y sus riesgos negativos se estimaban más acotados, por lo que la opción parecía menos justificable. Además habían aumentado los riesgos inflacionarios, lo que llevaba a reafirmar que se descartaba la opción de recortar la TPM. Alternativamente, respecto de la opción de aumentarla, aún existían dudas importantes sobre la sustentabilidad del mayor optimismo en los mercados financieros internacionales, lo que hacía descartar esta opción. Mantener la TPM era válido toda vez que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores normales, lo que daba flexibilidad para esperar



y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,0% anual.

## REUNIONES DE ABRIL Y MAYO

En abril, los antecedentes conocidos no se apartaban del escenario base contenido en el IPoM. En el plano externo, el resurgimiento de las tensiones financieras en la Eurozona y en los mercados globales confirmaba que persistían dudas importantes respecto de la sustentabilidad de los avances logrados en esa región. Además, otros escenarios de riesgo externo identificados en el IPoM se mantenían vigentes. En particular, la posibilidad de una desaceleración más marcada de la economía china y un aumento más abrupto del precio del petróleo. En el plano interno, las cifras de actividad señalaban una reversión parcial de la sorpresa positiva de fines del año pasado, pero la moderación de la demanda interna aún no se consolidaba. La inflación de marzo había sorprendido a la baja, lo que había llevado a un retroceso de las expectativas de corto plazo. Con todo, se mantenían los riesgos. En particular, las presiones transitorias derivadas del alza del precio de los combustibles y la posibilidad de traspasos mayores de esta al resto de los precios o a las expectativas. También se mantenía el riesgo de una aceleración de la inflación subyacente como consecuencia de condiciones de estrechez en el mercado laboral y en el uso de la capacidad instalada. Por el momento, estos riesgos no se habían materializado.

Lo anterior llevó a la División de Estudios a proponer como opciones de política monetaria aumentar la TPM en 25pb o mantenerla en 5%. El IPoM utilizaba como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM coherente con los precios financieros, lo que suponía alzas graduales y moderadas en la segunda mitad del año. No obstante, la ocurrencia y oportunidad de estos ajustes debía considerar la evolución de las condiciones internas y externas en la economía. En este contexto, la opción de subir la TPM equivaldría a adelantar los ajustes de la instancia de política, lo cual se podría haber justificado si hubiese habido una evolución más favorable del escenario externo, una aceleración del crecimiento del producto y de la demanda que amenazara con ampliar la brecha de capacidad y la inflación subyacente, o un mayor traspaso de las presiones transitorias de oferta hacia otros precios, costos laborales o expectativas inflacionarias. Ninguna de estas condiciones se cumplía en esa oportunidad, lo que llevaba a no recomendar la opción de elevar la TPM. Además, un alza de la TPM habría sido una sorpresa relevante para el mercado, que comunicaría una mayor preocupación por el dinamismo de la actividad o los riesgos inflacionarios, así como la posibilidad de alzas futuras más rápidas e intensas. Esto podría tener consecuencias indeseadas sobre la curva de tasas, la que, en términos generales, permanecía alineada

con el supuesto de trabajo del IPoM. Con respecto a mantener la TPM, esta era una opción válida considerando que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores neutrales para esta variable, lo que permitía flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena, el impacto de los *shocks* transitorios de oferta y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

En mayo, el escenario macroeconómico seguía mostrando una marcada diferencia entre la evolución del escenario interno y externo. Por un lado, los riesgos internacionales, especialmente los relacionados con la situación de la Eurozona, se habían inclinado hacia escenarios más negativos. Ello, considerando el resurgimiento de la posible salida de Grecia del euro y la situación bancaria de España. A ello se sumaban indicadores de actividad más débiles que los esperados en varias economías, entre ellas Estados Unidos, China y Brasil. Esto había llevado a importantes ajustes en los precios de los activos, una mayor aversión al riesgo y volatilidad en los mercados financieros internacionales. Con todo, el escenario delineado en el IPoM —caracterizado por un bajo crecimiento de las economías desarrolladas, la permanencia de fricciones en los mercados financieros internacionales y términos de intercambio menores que los del 2011— seguía plenamente vigente. En lo interno, las cifras de actividad y demanda habían sorprendido al alza, pero estaban creciendo en torno a la tendencia y no se alejaban mayormente del escenario base del IPoM. En la inflación, los riesgos de corto plazo que se habían anticipado en el IPoM habían disminuido por la caída del precio del petróleo y de sus derivados. Los indicadores subyacentes, en particular su componente de servicios y los salarios nominales, no mostraban una nueva aceleración que indicara un estado de la brecha de capacidad o una situación laboral más estrecha que la contemplada. Tampoco una desaceleración que señalara un riesgo menor. Así, para esta reunión las opciones fueron nuevamente aumentar la TPM en 25pb o mantenerla en 5%. Respecto de la primera, era posible descartarla considerando que el escenario internacional no había mejorado, las cifras de actividad no evidenciaban una aceleración y tampoco se había visto un mayor traspaso de presiones transitorias de oferta hacia otros precios, como costos laborales y expectativas inflacionarias. Por el contrario, mantener la TPM se justificaba en que su nivel estaba dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que los riesgos para la inflación en el corto plazo parecían acotados. Esto daba flexibilidad para esperar y acumular información sobre la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

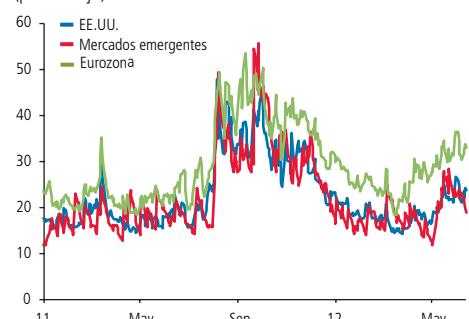
## MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Los mercados financieros internacionales han vuelto a tensionarse. El escenario base del IPoM de marzo consideraba la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas. Sin embargo, en los últimos meses se han materializado algunos riesgos y han resurgido otros que en ese entonces se consideraron poco probables. La posibilidad de un desenlace desordenado de la crisis europea nuevamente está en la discusión. El deterioro de la situación económica y financiera de España ha aumentado y crece la amenaza de que se extienda a economías de tamaño importante, como Italia. Además, la situación política en varios países de la zona ha tomado un cariz cada vez menos favorable para los planes de austeridad fiscal tal como originalmente fueron acordados, en especial por las elevadas tasas de desempleo y la debilidad de las cifras macroeconómicas en general.

La reaparición de escenarios más adversos se ha ejemplificado con la posibilidad de una salida de Grecia del euro y sus consecuencias sobre otras economías. Podría darse que los efectos de un evento de este tipo permanezcan contenidos y limitados a la economía griega. Sin embargo, la preocupación mayor es que economías más grandes puedan verse contagiadas, lo que haría aún más difícil la solución de la crisis y tendría consecuencias más severas sobre el resto del mundo.

La situación económica y financiera de España ha continuado deteriorándose. La preocupación por esta economía se relaciona con el complicado círculo vicioso en que se encuentra: la contracción de la actividad reduce los ingresos tributarios —dificultando el cumplimiento de las metas de déficit fiscal— y debilita la calidad de los activos bancarios. Su prima por riesgo subió a niveles históricos pese al anuncio de capitalización de su banca. Asimismo, sigue presente la duda de si otros países requerirán de un apoyo similar. España e Italia tienen calendarios de vencimientos de deuda soberana importantes en el 2012-2013 y las primas por riesgo de ambas han mostrado un alto grado de acoplamiento, lo que pone de manifiesto el riesgo de contagio. Aunque en menor medida, Francia también ha mostrado esta interconexión, lo que puede relacionarse con el hecho de que los principales tenedores de deuda soberana de España e Italia son precisamente los bancos franceses.

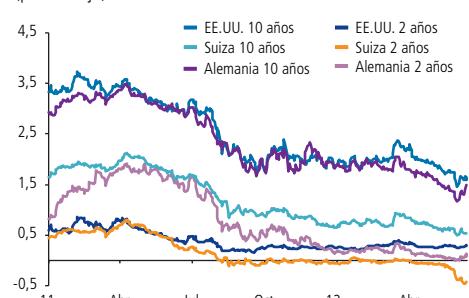
**GRÁFICO I.1**  
Volatilidad de mercados bursátiles (\*)  
(porcentaje)



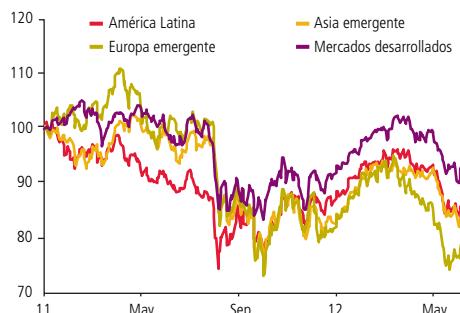
(\*) Corresponde al índice VIX para EE.UU., al Vstoxx para la Eurozona y a una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI de mercados emergentes denominado en dólares. Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO I.2**  
Tasas de interés de bonos nominales de gobierno  
(porcentaje)

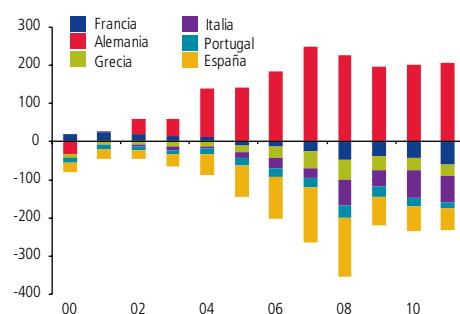


Fuente: Bloomberg.

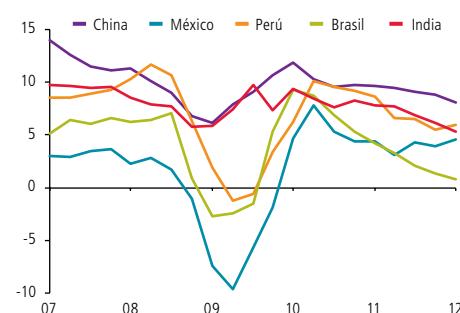
**GRÁFICO I.3****Bolsas mundiales (\*)  
(índice 03/01/2011=100)**

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

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.4****Saldo en cuenta corriente  
(miles de millones de dólares)**

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**GRÁFICO I.5****PIB  
(variación anual, porcentaje)**

Fuente: Bloomberg.

Las mayores tensiones en la Eurozona han estado acompañadas por un menor crecimiento mundial, lo que ha acrecentado los temores del mercado y ha reimpulsado la preferencia por activos considerados seguros. Varios indicadores financieros se aproximan a lo observado los últimos meses del 2011, como algunas primas por riesgo de la Eurozona y las bolsas. Aunque la volatilidad ha subido en comparación con marzo, no ha alcanzado los máximos de fines del 2011 y tampoco se han observado mayores tensiones de liquidez en los mercados monetarios (gráfico I.1). El dólar, en su calidad de moneda refugio, se ha apreciado de manera generalizada en los mercados internacionales: cerca de 4% en comparación con el cierre estadístico del IPoM de marzo. Asimismo, como reflejo de la mayor aversión al riesgo, las tasas de interés de los bonos de gobierno de Estados Unidos, Alemania y Reino Unido han alcanzado mínimos históricos. Así, a principios de junio la tasa de interés nominal de los bonos de gobierno a diez años plazo de Estados Unidos llegó a 1,5% y la de los de Alemania a 1,2%. Incluso, las tasas de interés de los papeles nominales a dos años de los gobiernos alemán y suizo registraron valores negativos recientemente (gráfico I.2).

En general, el traspaso de esta situación hacia los mercados financieros emergentes ha ocurrido a través de caídas de las bolsas, salidas de los flujos de capitales, alzas de las primas por riesgo soberanas y corporativas y marcadas depreciaciones de las monedas en relación con el dólar (gráfico I.3 y II.6). Destaca el caso de Brasil: desde el cierre del IPoM de marzo, el real llegó a depreciarse 15%, lo que motivó una ingente intervención del mercado cambiario por parte de su Banco Central. Otras economías emergentes también han tomado medidas tendientes a contrarrestar la pérdida de valor de su moneda, como India y Perú. Con todo, por ahora, no se observan señales de traspasos mayores de estas tensiones a los mercados monetarios locales.

**CRECIMIENTO MUNDIAL**

En relación con marzo, las proyecciones de crecimiento mundial se ajustan a la baja. Así, el escenario base de este IPoM considera que los socios comerciales crecerán 3,6 y 3,9% en el 2012 y el 2013, respectivamente. Se prevé que la recesión de la Eurozona será más severa que la considerada con anterioridad y que las demás economías desarrolladas, si bien se expandirán, continuarán haciéndolo a tasas bajas. Además, se anticipan tasas de crecimiento menores en el mundo emergente (tabla I.1). Las proyecciones del consenso del mercado aún no reflejan mayores correcciones a la baja, aunque tampoco mostraron ajustes relevantes al alza a principios de año, lo que puede dar cuenta de la incertidumbre reinante. En todo caso, es habitual que estas se ajusten con alguna demora.

El aporte de las economías desarrolladas al crecimiento global seguirá siendo magro. En la Eurozona, si bien el PIB del primer trimestre no mostró una contracción adicional en el agregado, sí se observan diferencias importantes entre sus miembros. Mientras Alemania creció 2,1% trimestral anualizado, otras economías presentan una contracción significativa que ya se arrastra por varios trimestres (tabla I.2). Las perspectivas de la región siguen sombrías, con débiles indicadores de confianza, producción industrial y ventas minoristas. Asimismo, los acontecimientos más recientes seguirán estrechando las condiciones crediticias en la zona. Las rigideces cambiarias y salariales no ayudan a resolver los desequilibrios al interior de la región. Aunque la Eurozona como un todo tiene una cuenta corriente prácticamente equilibrada, hay

importantes diferencias entre sus miembros (gráfico I.4). Alemania ha mantenido por varios años un superávit en su cuenta corriente y varias economías de la periferia, un déficit. Con todo, en los últimos trimestres se ha estado produciendo parte del ajuste requerido y Alemania ha incrementado sus importaciones desde las economías de la periferia de la Eurozona y reducido sus exportaciones hacia esos países. El escenario base prevé que la Eurozona se contraerá 0,6% en el 2012 y crecerá 0,3% en el 2013.

En Estados Unidos, los indicadores coyunturales han sido más débiles que lo anticipado. El mercado laboral continúa mostrando una recuperación muy lenta, el proceso de desapalancamiento de los hogares sigue su curso y el mercado inmobiliario aún no termina de ajustarse. Estos factores no apoyan una recuperación del consumo. Además persiste la incertidumbre acerca de las cuentas fiscales, tanto por la magnitud de los recortes automáticos que ocurrirán hacia el 2013, si no hay acuerdo político de atenuarlos, como por las dificultades políticas para alcanzar una fórmula que permita transitar hacia una deuda sostenible en el mediano y largo plazo.

La preocupación que se ha sumado en los últimos meses es la desaceleración de las economías emergentes (gráfico I.5). En particular, han surgido dudas sobre el desempeño de China y el impacto que podría tener una desaceleración más profunda y/o prolongada de esta economía sobre el crecimiento del resto del mundo y los precios de las materias primas. En el primer trimestre del 2012, el PIB creció 8,1% anual, lo que se compara con el 8,9% del trimestre anterior y el 10,4% del 2010. Los indicadores coyunturales más recientes, como la producción industrial, el crédito y las encuestas de confianza, dan cuenta de que esta desaceleración ha proseguido, incluso con una intensidad superior a la prevista hace unos meses. En el resto de la región, los efectos de los factores temporales que abultaron el crecimiento en los primeros meses del año, como el rebote luego de las inundaciones en Tailandia, se han diluido. Asimismo, algunas están sintiendo el efecto del menor crecimiento de sus socios comerciales —China, Europa, Estados Unidos— con lo que los últimos datos han sido más débiles, especialmente las exportaciones y los indicadores del sector manufacturero. Destaca el caso de India, donde el PIB del primer trimestre, de 5,3% anual, fue bastante inferior a la expansión de 6,1% del trimestre anterior. Así, se estima que Asia emergente crecerá 6,7% el 2012, y 7,1% el 2013. Ambas cifras están bastante por debajo del promedio de 8,6% del bienio 2010-2011.

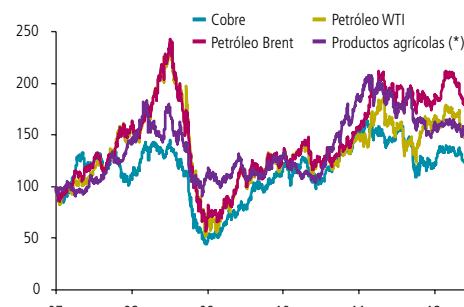
En América Latina la situación es más heterogénea. La actividad de Brasil ha decepcionado y en el primer trimestre la economía se expandió 0,2% en comparación con el cuarto previo. Ello se explica en gran medida por el débil desempeño de la industria. Otras economías, como México, Perú y Colombia, presentan una actividad más dinámica, en particular por una demanda interna que se mantiene alta. Así, el escenario base prevé que esta región crecerá 3,3 y 3,7% en el 2012 y el 2013, respectivamente, tres décimas por debajo de lo considerado en marzo para cada año.

## MATERIAS PRIMAS

Los precios de las materias primas presentan movimientos generalizados a la baja, los que, en lo principal, se relacionan con las mayores tensiones en los mercados financieros internacionales y la percepción de una desaceleración de la demanda mundial (gráfico I.6).

**GRÁFICO I.6**

Precios de materias primas  
(Índice 02/01/2007=100)



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

Fuente: Bloomberg.

**TABLA I.1**

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

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2010 (e)	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)
Mundo a PPC	3,0	4,2	5,3	3,8	3,2	3,6
Mundial a TC de mercado	2,7	3,2	4,2	2,8	2,5	2,8
Estados Unidos	3,2	2,6	3,0	1,7	2,0	2,0
Eurozona	1,6	2,2	1,9	1,5	-0,6	0,3
Japón	1,5	1,7	4,4	-0,7	2,7	1,3
China	10,0	10,5	10,4	9,2	7,9	8,2
India	5,6	7,1	10,6	6,7	6,5	7,2
Resto de Asia	5,6	5,1	7,8	4,2	3,9	4,6
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	6,4	4,4	3,3	3,7
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	2,9	2,3	2,4	2,5
Socios comerciales	3,1	3,6	6,2	4,1	3,6	3,9

(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.

**TABLA I.2**

Crecimiento del PIB  
(variación trimestre a trimestre anualizado, porcentaje)

	III.2011	IV.2011	I.2012
España	0,2	-1,2	-1,3
Italia	-0,8	-2,6	-3,2
Portugal	-2,5	-5,0	-0,4
Irlanda	-4,2	-0,8	-
Holanda	-1,7	-2,6	-0,6
Grecia (a/a)	-5,0	-7,5	-6,5
Alemania	2,3	-0,7	2,1
Francia	1,2	0,3	0,2
Eurozona	0,5	-1,3	0,0
Reino Unido	2,4	-1,2	-1,2

Fuente: Bloomberg.

**TABLA I.3****Inflación mundial**

(variación promedio anual en moneda local, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-07	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)
Estados Unidos	3,0	2,8	1,6	3,0	2,1	2,1
Eurozona	2,3	2,2	1,6	2,7	2,2	1,6
Japón	1,2	-0,3	-0,7	-0,3	0,2	0,0
China	7,8	1,7	3,3	5,3	4,1	3,6
Australia	2,5	3,2	2,8	3,4	2,5	3,0
Nueva Zelanda	2,1	2,6	2,3	4,3	2,0	2,5
Brasil	854,8	7,3	5,0	6,5	5,8	5,3
México	20,4	5,2	4,2	3,3	3,9	3,8
IPE (*)	1,8	4,6	5,8	10,1	0,6	2,4
IPL (*)	27,2	5,2	4,8	6,6	2,9	2,9

(\*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

El precio del petróleo ha registrado un importante retroceso, especialmente en las últimas semanas, que ha borrado las alzas de los primeros meses del año. El precio del petróleo tanto WTI como Brent cayó en torno a 20% desde el IPoM de marzo, y se ubica actualmente algo bajo US\$85 y 100 el barril, respectivamente. En línea con ello, y con perspectivas más debilitadas para la demanda, las proyecciones de precio también han bajado. Considerando el promedio de los contratos futuros de los diez últimos días hábiles al cierre estadístico de este IPoM, para el bienio 2012-2013 se esperan promedios cercanos a US\$90 el barril en el caso del WTI y a US\$100 para el Brent. Las proyecciones de sus derivados también dan cuenta de caídas similares.

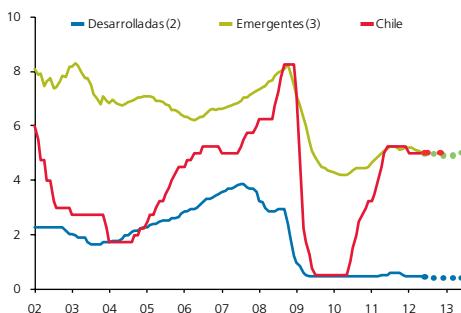
El precio del cobre también bajó en los últimos meses. Al cierre estadístico de este IPoM, la libra de cobre se transaba en US\$3,4, cerca de 13% por debajo de su cotización de marzo. Con todo, destaca que los inventarios en bolsas se han reducido más de 20% en el mismo período, lo que podría ayudar a contener caídas más marcadas del precio. El escenario base de este IPoM prevé precios promedio de US\$3,55 y 3,40 el 2012 y 2013, respectivamente. En una perspectiva de mediano y largo plazo, se espera un mayor ritmo de aumento de la oferta en los años venideros ante la entrada de nuevos proyectos y un crecimiento más moderado de la demanda. Esto podría derivarse de los cambios en la composición de la demanda en China, desde la inversión al consumo. En el corto plazo, la estructura de costos de la industria minera —determinada por la baja ley de los minerales explotados y el aumento de los costos de extracción— entregan un soporte a precios superiores a los promedios históricos. No obstante, ante una caída drástica de la demanda, el precio del metal podría ubicarse por debajo de este valor de corto plazo, considerando la baja respuesta de la oferta a los cambios de precio (Recuadro I.1).

**INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA**

A nivel global, las presiones inflacionarias han seguido reduciéndose en los meses recientes. Ello, tanto por la desaceleración del crecimiento y la reducción de las presiones de demanda como por el importante ajuste a la baja de los precios de las materias primas, en especial del petróleo. Así, tanto los registros de inflación efectivos como las proyecciones para el año son menores que los de hace unos meses. Esto, junto con la mayor apreciación del dólar en los mercados internacionales, hace que las proyecciones de inflación externa relevante para Chile (IPE) se corrijan a la baja en comparación con marzo (tabla I.3).

Este escenario, donde la preocupación por una aceleración de la inflación se ha reducido y hay menor crecimiento de la actividad y temores de que podrían surgir efectos más marcados a partir de la situación en la Eurozona, ha llevado a algunos bancos centrales a aumentar el impulso monetario (gráfico I.7). Desde el IPoM pasado, Australia, Brasil, China e India ajustaron sus tasas de referencia en un total de 75, 125, 25 y 50 puntos base a la baja, respectivamente. China además redujo los requerimientos de reserva y Japón incrementó las compras de activos.

**GRÁFICO I.7**  
**Tasas de política monetaria (1)**  
(porcentaje)



(1) Promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. Para las regiones, los puntos consideran la mediana de la encuesta de analistas de Bloomberg sobre la TPM esperada al término de cada trimestre hasta septiembre del 2013. Para Chile considera la EEE de junio para la TPM esperada.

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

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

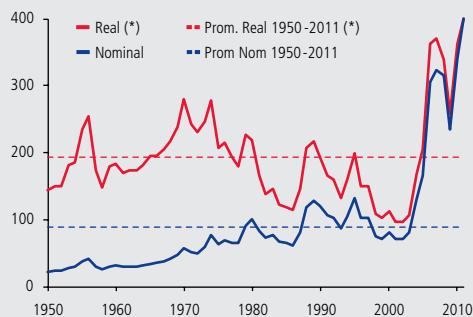
Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

## RECUADRO I.1

### PERSPECTIVAS PARA EL PRECIO DEL COBRE

El precio del cobre se ha ubicado en niveles nominales y reales históricamente elevados durante los últimos años (gráfico I.8). Un aspecto destacable de esta trayectoria, es la resiliencia que mostró a la recesión global del 2009, y que contrasta con el largo período que se mantuvo en un nivel bajo tras la crisis asiática. La combinación de un incremento sostenido de la demanda mundial, la lenta respuesta de la oferta y el aumento de los costos de extracción explican parte importante de este comportamiento. Sin embargo, las turbulencias financieras del escenario externo actual y los significativos riesgos que se enfrentan abren una interrogante acerca de las perspectivas de corto y largo plazo para el precio del metal. Este recuadro entrega antecedentes que sustentan las proyecciones de precios contenidas en el escenario base de este IPoM.

**GRÁFICO I.8**  
Precio del cobre  
(centavos de dólar la libra)



(\*) Deflactados usando el promedio 2011 del IPP de Estados Unidos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como se mencionó, el incremento del precio del cobre en los últimos años puede explicarse por la combinación de una mayor demanda en un contexto de una oferta que tiene poca capacidad de respuesta en el corto plazo. Por un lado, en los últimos años se ha producido un continuo aumento de la demanda en economías emergentes por cobre refinado (gráfico I.9). El mayor impulso ha provenido de China —que en 1990 representaba menos de 4% de la demanda mundial y el 2011 alcanzó a 44%—. La creciente industrialización de esta economía y el fuerte incremento de su inversión en infraestructura son los principales determinantes de

la mayor demanda. De cualquier forma, es importante destacar que una parte importante de la demanda por cobre se utiliza para la fabricación de bienes cuyo mercado de destino son otras economías, en particular las desarrolladas.

Por otro lado, la oferta mundial de cobre ha respondido con lentitud a la mayor demanda. Esto es reflejo de varios factores. Los bajos precios del cobre en las décadas pasadas llevaron a un reducido nivel de inversión hasta mediados de los 2000. Por la misma razón, en los últimos años se observa un bajo número de proyectos en su fase terminal. Este factor se amplifica al considerar que, por su propia naturaleza, el desarrollo de un proyecto minero requiere de un largo tiempo de maduración. Se estima que, luego de terminarse la fase de estudios de pre-factibilidad, las etapas finales del proyecto, financiamiento y construcción, suelen tardar en promedio siete años. Se agrega que la producción minera a nivel global se ha visto afectada por situaciones exógenas, como conflictos laborales y desastres naturales.

**GRÁFICO I.9**  
Demanda mundial de cobre refinado  
(millones de toneladas)



(f) Proyección.

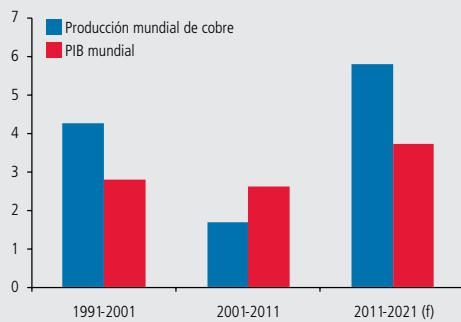
Fuente: Palominos (2012).



En el corto plazo, la trayectoria de los precios se ha retroalimentado por una mayor explotación de la capacidad instalada con leyes cada vez más bajas<sup>1/</sup>. Ello ha llevado a que un tercer elemento que también ha tomado relevancia en la evolución del precio del metal sea el significativo incremento de los costos de extracción relacionado con esta caída en la ley. A ello se ha sumado el mayor costo de la energía, la mano de obra y otros insumos.

En adelante, las proyecciones de oferta mundial de cobre apuntan a un incremento del ritmo de expansión en los próximos años. De acuerdo con los datos de mercado, en el período 2011-2021 se proyecta que la producción mundial de cobre en mina crecerá alrededor de 6% promedio anual. Esto se compara con no menos de 2% promedio anual que creció entre el 2001 y 2011 (gráfico I.10). De cualquier forma, es importante señalar que parte de esta mayor producción está asociada a proyectos cuya concreción no es segura, por cuanto están en etapas de desarrollo y se ubican en zonas geográficas consideradas riesgosas, en especial por temas geopolíticos.

**GRÁFICO I.11**  
Producción mundial de cobre  
(variación promedio anual para el período, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuente: Palominos (2012).

Al mismo tiempo, por el lado de la demanda, se espera un cambio en la composición del producto en China —desde inversión a consumo—, que podría reducir la intensidad de uso del cobre en esta economía por cada unidad de producto<sup>2/</sup>. La suma de estos dos factores —la mayor oferta y un posible menor crecimiento de la demanda— llevan a esperar que, en el largo plazo, el precio del metal será menor que los niveles observados en años recientes. Como supuesto de trabajo para el cálculo de la cuenta corriente a precios de tendencia, en este IPoM se utiliza un precio de largo plazo del cobre, medido en dólares del 2012, de US\$2,8 la libra.

En el corto plazo, sin embargo existen riesgos importantes sobre el precio del cobre. El escenario económico externo es complejo y los riesgos asociados son significativos. En particular, la posibilidad de que la desaceleración de la economía china sea más profunda y/o duradera de lo previsto en el escenario base abre un riesgo de que la demanda de cobre se deteriore significativamente, y con ello su precio. La estructura de costos de la industria otorga un cierto nivel de soporte a los precios en el corto plazo ante una caída drástica de la demanda. En el 2011, el promedio de los productores tuvo un nivel de costos estimados en alrededor de US\$1,60 la libra, algo menos del doble del costo promedio observado cinco años atrás.

En suma, las perspectivas para el precio del cobre indican que en el mediano plazo su valor será inferior a los niveles actuales, de ahí que se utilice como supuesto de trabajo que su valor de mediano plazo será inferior al hoy vigente. En el corto plazo, sin embargo, el abanico de valores posibles es mayor, dependiendo principalmente de lo que suceda con la economía mundial.

<sup>1/</sup> Palominos (2012) contiene un análisis más detallado sobre la evolución y perspectivas de largo plazo para el mercado del cobre.

<sup>2/</sup> Para más detalles del plan de cambio estructural chino y sus posibles consecuencias, ver Contreras y Pinto (2012).

## II. MERCADOS FINANCIEROS

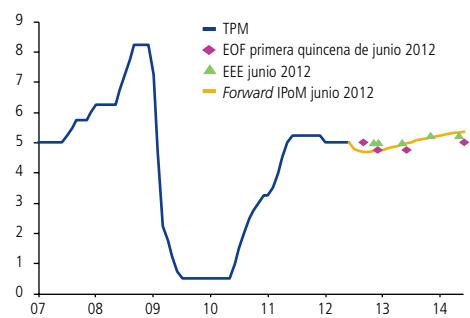
*Este capítulo revisa la evolución de los principales mercados financieros locales, desde la perspectiva de la política monetaria.*

### POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses se han profundizado las diferencias entre la evolución de la economía chilena y la mundial. El escenario internacional se ha deteriorado y los riesgos se han incrementado, con crecientes tensiones en los mercados financieros y señales de mayor debilidad del crecimiento global. En la vereda opuesta, la actividad y la demanda interna han seguido mostrando fortaleza. En el primer trimestre ambas crecieron por sobre lo previsto en el IPoM de marzo, aunque con menor dinamismo que a fines del 2011. Por su lado, la inflación fue menor que la esperada y los riesgos para su evolución en el corto plazo han amainado. No obstante, los riesgos inflacionarios de mediano plazo siguen latentes como consecuencia de una situación estrecha en los mercados internos. El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0% y ha condicionado sus movimientos futuros a las implicancias de las condiciones internas y externas sobre las perspectivas de inflación.

Las novedades del panorama macroeconómico externo y la reducción de los riesgos inflacionarios de corto plazo han provocado un paulatino cambio en las expectativas de mercado para la trayectoria de la TPM. Así, durante abril y mayo se fue atrasando el momento en que se daría la primera alza de la TPM, al mismo tiempo que se comenzó a reducir la magnitud del aumento requerido. En las últimas semanas, coincidiendo con el agravamiento de las tensiones externas, las expectativas comenzaron a incorporar la posibilidad de una reducción de la TPM en el curso de este año. En todo caso, existe dispersión en esta evaluación, dependiendo de la fuente de información. Así, mientras la encuesta a analistas anticipa una mantención prolongada de la TPM, la encuesta a operadores financieros y las expectativas que se derivan de los precios financieros prevén una baja marginal (gráfico II.1). Con ello, de acuerdo con las distintas medidas de expectativas, la TPM se ubicaría entre 4,6 y 5,0% a fines del 2012 (5,0 y 5,4% en el IPoM de marzo) y entre 5,0 y 5,4% a dos años plazo (5,25 y 6,0% en marzo) (tabla II.1). El escenario de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
Tasas de interés en dólares y en pesos en el mercado local (\*)  
(porcentaje)

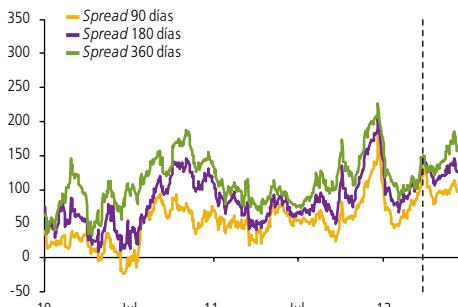


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

*Spread* en el mercado monetario en pesos (1) (2)  
(puntos base)

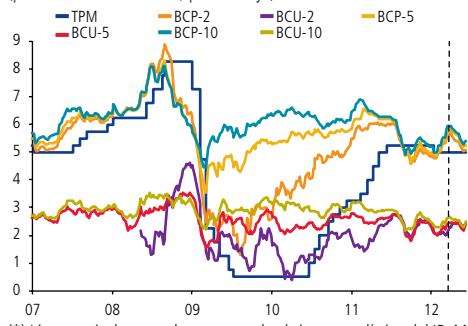


(1) Medidas por el *spread prime-swap* promedio cámara.  
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.4**

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



(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.5**

Mercados bursátiles (1)

(índice 01/01/2011-14/06/2012=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2012.

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**TABLA II.1**

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A diciembre 2012		A un año		A dos años	
	IPoM marzo	IPoM junio	IPoM marzo	IPoM junio	IPoM marzo	IPoM junio
EEE (1)	5,00	5,00	5,00	5,25	5,25	5,25
EOF (2)		4,75	5,25	4,75	5,50	5,00
Curva forward(3)	5,37	4,74	5,60	4,98	5,98	5,37
Contratos swaps(4)	5,26	4,59	5,49	4,58	5,82	4,92

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

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de marzo y la primera quincena de junio del 2012.  
(3) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta dos años y luego las tasas de interés de los BCP.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**MERCADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS**

El agravamiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales no ha afectado mayormente el desempeño del mercado monetario e interbancario local, los que se han mantenido funcionando normalmente. Al igual que en otras economías emergentes, el mayor impacto de las tensiones externas se ha reflejado en los mercados de renta fija, bursátil y cambiario, y en un aumento de las primas por riesgo.

En general, las condiciones de liquidez en pesos y en dólares del mercado monetario son similares a las del cierre estadístico del IPoM anterior. Con vaivenes, las tasas (TAB) nominales y las de los depósitos transados en bolsa se ubican algo por debajo de marzo. En cuanto a la liquidez en dólares, las tasas de interés de las colocaciones a 90 y 180 días están, aunque con fluctuaciones, en niveles inferiores a los del IPoM anterior (gráfico II.2). El premio entre las tasas de captación bancaria y las tasas *swap* en pesos ha aumentado, pero en magnitudes diferentes según el plazo considerado. Comparando con marzo, aunque con vaivenes, los premios de largo plazo han subido, mientras que los de corto plazo son más bajos (gráfico II.3).

La mayor aversión al riesgo también se ha reflejado en que las tasas de interés de los documentos nominales y reajustables del Banco Central y de la Tesorería se encuentran en niveles por debajo de los de marzo, comportamiento que ha coincidido en parte con la mayor inversión de los fondos de pensiones en estos instrumentos y con la trayectoria de los bonos del Tesoro en Estados Unidos y Alemania. Las disminuciones han sido más marcadas para las tasas de interés en pesos que en UF: las de los BCP entre 2 y 10 años retrocedieron alrededor de 50 puntos base (pb) desde el cierre estadístico del IPoM anterior. Las tasas de interés de los bonos en UF también descendieron, aunque en las últimas semanas subieron. Con todo, las de los BCU entre 5 y 10 años cayeron entre 5 y 20pb. Las de los BCU a 2 años están alrededor de 30pb por sobre su nivel de marzo (gráfico II.4). Ello, asociado a la reducción de las expectativas inflacionarias de corto plazo.

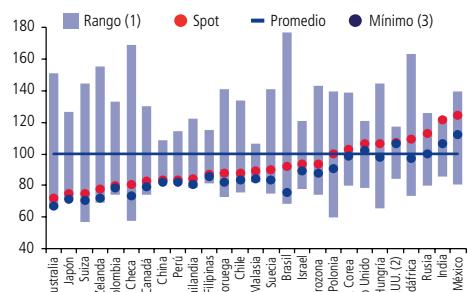
El aumento de la aversión al riesgo en los mercados mundiales ha hecho que las condiciones de financiamiento externo a plazos mayores de un año se tornen algo más restrictivas en los últimos meses. Los premios por riesgo soberano y corporativo de las economías emergentes han aumentado. En Chile, el premio soberano a 5 y 10 años —medido a través del *Credit Default Swap* (CDS)— subió cerca de 40pb entre marzo y junio. Por el contrario, el premio de los créditos de corto plazo contratados por los bancos chilenos en el exterior se ha mantenido relativamente estable. Los plazos y montos de estos créditos también han disminuido. En todo caso, las condiciones externas de financiamiento bancario de corto plazo continúan siendo algo más restrictivas que en el 2010 y la primera parte del 2011. De acuerdo con el análisis contenido en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del primer semestre del 2012, los índices de solvencia y liquidez promedio de la banca se han mantenido estables en los últimos meses. Sin embargo, destaca también que el acceso de la banca al financiamiento externo podría dificultarse ante un nuevo deterioro del entorno financiero global. En este contexto, el IEF ve como un desarrollo favorable la mayor diversificación de tipos de financiamiento con el exterior de la banca, así como la acumulación de activos líquidos en moneda extranjera. No obstante, el menor crédito desde bancos establecidos en países de la periferia de la Eurozona, ha llevado a una mayor concentración en las fuentes de financiamiento bancario en los últimos meses. Con todo, el referido informe señala que el sistema bancario mantiene su capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo macroeconómico severo. En particular, los ejercicios de tensión muestran que los niveles actuales de capitalización de la banca le permitirían absorber un episodio de desaceleración del PIB, un aumento del costo del financiamiento en pesos y una depreciación congruente con el escenario de riesgo externo actual.

Como se indicó, las tensiones financieras externas han tenido su mayor efecto en los precios bursátiles y el tipo de cambio, impactando tanto el nivel como la volatilidad de estos mercados. Así, con vaivenes, desde el cierre estadístico del IPoM anterior, el IPSA cayó algo más de 7% en pesos (-11% dólares) (gráfico II.5). Las bolsas de las economías desarrolladas medidas a través de los índices MSCI, cayeron 9,5% en moneda local (-10% en dólares). Las bolsas de Latinoamérica, Asia y Europa emergente retrocedieron 11, 9 y 15% en moneda local, respectivamente (-19, -12 y -23% en dólares, respectivamente). La mayor pérdida de valor de las bolsas de las economías emergentes ha coincidido con salidas netas de capitales y depreciaciones de sus monedas respecto del dólar, en promedio, mayores que las de las economías desarrolladas.

Con respecto al mercado cambiario, también con vaivenes importantes, el dólar se ha apreciado a nivel global. En el caso del peso chileno, su pérdida de valor también ha coincidido con un menor precio del cobre. Además, esta tendencia es similar a la que muestran las monedas de otras economías emergentes y, en especial, las de países exportadores de materias primas (gráfico II.6). Al cierre estadístico de este IPoM la moneda se cotizaba algo sobre \$500 por dólar, aunque a comienzos de junio subió hasta \$520 por dólar. Con todo, el peso se ha depreciado algo menos de 5% desde el cierre estadístico del IPoM de marzo. Respecto de otras monedas —tipo de cambio multilateral descontado el dólar— la depreciación del peso ha sido inferior, levemente por debajo de 2% (gráfico II.7).

**GRÁFICO II.6**

Tipo de cambio nominal en el mundo (1)  
(índice 02/01/2000-14/06/2012)



(1) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado.  
(2) Considera el índice *Broad* de la Reserva Federal.  
(3) Valor más apreciado alcanzado en el 2012.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO II.7**

Tipo de cambio nominal (1) (2)  
(índice 02/01/2011-14/06/2012=100)

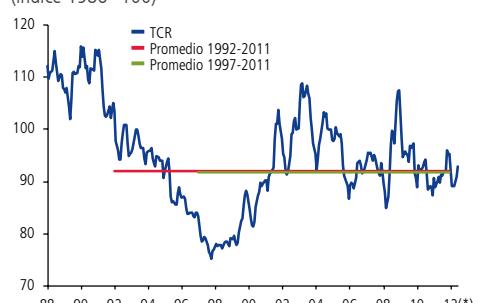


(1) Para definiciones, ver Glosario.  
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

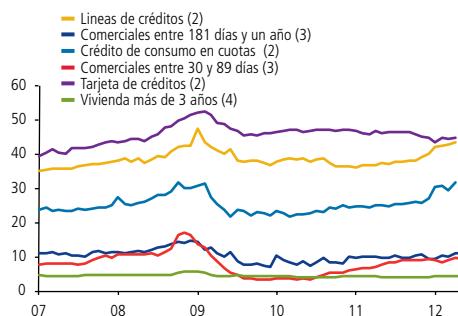
**GRÁFICO II.8**

Tipo de cambio real  
(índice 1986=100)



(\* ) Cifra de junio incluye información hasta el 14 de junio del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.9**Tasas de interés de colocación (1)  
(porcentaje)

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

(2) Tasas de interés de consumo para plazos mayores a 90 días y montos hasta 200 UF.

(3) Tasas nominales.

(4) Tasas en UF.

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

El tipo de cambio real (TCR) también ha aumentado: en torno a 4% desde marzo. Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubica en torno a 91 (en su medida 1986 =100). Con ello, el nivel actual del TCR es cercano a su promedio de los últimos 15 a 20 años y está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo (gráfico II.8). Considerando esta última evaluación, el escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes.

**CONDICIONES FINANCIERAS**

Por el lado de las personas, las condiciones crediticias de la banca local son menos expansivas que hace unos meses, en especial para el endeudamiento de consumo. En algunos montos las tasas de interés de estos créditos han aumentado, al mismo tiempo que las colocaciones han reducido sus tasas de crecimiento anual (gráficos II.9 y II.10). En particular, entre enero y abril las tasas de las líneas de créditos de consumo por montos hasta 200 UF y plazos mayores a 90 días subieron 130pb, las de los créditos de consumo en cuotas 150pb y las de las tarjetas de crédito 120pb. Estos elementos apoyan la visión de que el consumo privado continuará reduciendo su tasa de crecimiento anual.

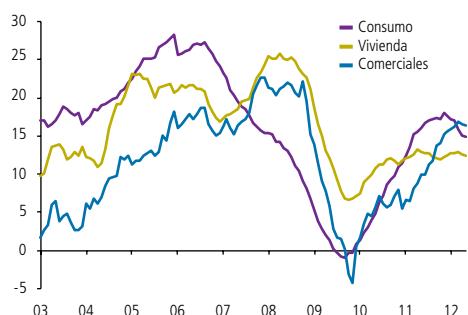
En cuanto a las colocaciones de vivienda, tanto su tasa de expansión anual como las tasas de interés cobradas en estos créditos se han mantenido sin mayores cambios desde el IPoM anterior<sup>1/</sup>.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre mostró que, respecto de fines del 2011, las condiciones de oferta eran algo más restrictivas para los créditos de consumo y de vivienda. No obstante, las entidades bancarias percibieron un fortalecimiento de la demanda por nuevos créditos, especialmente de vivienda, coincidiendo con el bajo nivel de desempleo y el aumento de los ingresos laborales.

Para las empresas, las condiciones crediticias son similares a las de marzo. Las colocaciones comerciales han mantenido una tasa de crecimiento anual en torno a 16%. Sin embargo, las tasas de interés de estos créditos, en sus tramos más relevantes, subieron cerca de 90pb. De acuerdo con la ECB, los estándares de aprobación de créditos comerciales se mantuvieron sin variación en el agregado y la demanda por financiamiento de las empresas continuó fortaleciéndose. Además, información casuística recogida en varias regiones del país indica que las empresas perciben que las condiciones de acceso al crédito se han mantenido sin mayores cambios en el curso del segundo trimestre.

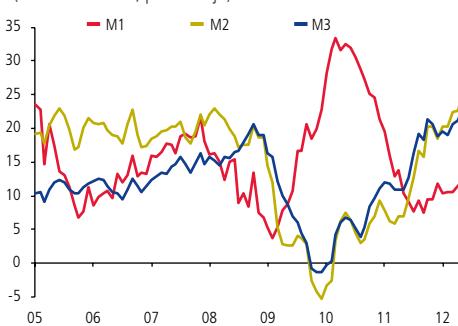
Respecto de los agregados monetarios, en los últimos meses aumentaron su velocidad de expansión luego de presentar variaciones mensuales negativas en febrero. En términos anuales, también subieron su tasa de crecimiento. En particular, con información disponible a mayo, el M1 tuvo una variación de 12% anual (10,6% en febrero); el M2 y el M3, de 24 y 22%, respectivamente (20 y 19% en febrero) (gráfico II.11).

<sup>1/</sup> Con todo, de acuerdo con lo señalado en el IEF, las estadísticas de crédito de vivienda deben verse con cuidado, pues la nueva política de subsidios, que reduce la participación del Banco Estado en el total de estos créditos, altera la comparación histórica.

**GRÁFICO II.10**Colocaciones nominales por tipo de crédito (\*)  
(variación anual, porcentaje)

(\*) Los datos de mayo 2012 son provisorios.

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

**GRÁFICO II.11**Agregados monetarios  
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

## III. DEMANDA Y ACTIVIDAD

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

### ACTIVIDAD SECTORIAL

En el primer trimestre, el crecimiento anual de la actividad y la demanda interna estuvo por sobre lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de marzo. No obstante, en términos trimestrales se apreció una menor velocidad de expansión que a fines del 2011. Además, estas tasas de crecimiento se mantuvieron en torno a la tendencia (gráfico III.1).

**TABLA III.1**

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

	Pond. 2011	2010	2011	2011				2012 I
				I	II	III	IV	
Agropecuario-Silvícola	2,8	2,3	11,2	15,2	11,6	1,8	9,6	-2,7
Pesca	0,4	2,2	17,1	25,2	7,0	18,6	19,4	-6,5
Minería	12,0	1,1	-4,8	-2,5	-5,3	-9,6	-1,9	2,9
Industria	10,6	3,4	6,6	12,7	8,3	5,6	0,4	3,0
EGA	3,4	10,7	12,5	14,1	13,9	11,6	10,7	23,6
Construcción	7,1	1,7	11,1	13,4	9,8	9,4	11,7	9,5
Comercio	9,3	17,5	12,1	22,7	11,1	9,0	7,8	8,3
Restaurantes y hoteles	1,4	8,9	9,7	17,9	11,9	5,7	5,0	7,6
Transportes	4,5	8,5	8,4	20,6	9,2	2,3	4,0	5,3
Comunicaciones	2,2	9,2	6,9	7,6	6,8	6,7	6,5	6,0
Servicios Financieros	5,6	6,1	9,3	10,0	9,1	9,4	8,7	7,8
Servicios Empresariales	12,8	7,4	8,2	10,4	9,3	7,2	6,3	8,9
Servicios de Vivienda	4,7	0,2	2,5	1,1	3,1	2,9	2,8	2,9
Servicios Personales (2)	10,6	5,3	7,0	11,1	8,3	4,5	5,3	5,8
<b>PIB Total</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>9,9</b>	<b>6,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	

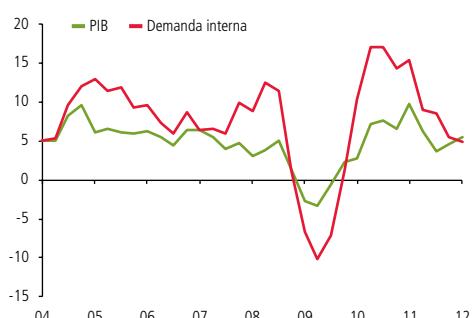
(1) Cifras preliminares.

(2) Incluye educación y salud -pública y privada- y otros servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Sectorialmente, el crecimiento más elevado de la actividad de comienzos de año fue visible en la mayor parte de los sectores. En los recursos naturales, destacó el aumento de Electricidad, gas y agua, cuya tasa de expansión anual subió hasta 23,6%. El uso de centrales de generación eléctrica más eficientes determinó este resultado. La minería tuvo una variación anual positiva de 2,9%, luego de mostrar caídas en doce meses durante todo el 2011. En el resto de los sectores, siguieron resaltando las actividades ligadas a servicios. Comercio volvió a crecer

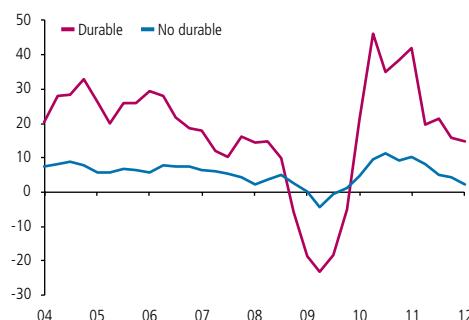
**GRÁFICO III.1**  
PIB y demanda interna  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

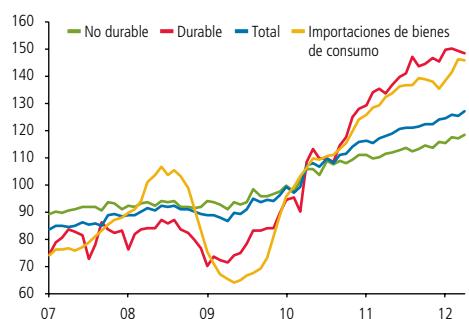


**GRÁFICO III.2**  
Consumo privado  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.3**  
Indicadores de consumo privado (\*)  
(índice promedio enero 2007- abril 2012 = 100)



(\*) Trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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

por sobre el 8% anual y servicios empresariales aumentó casi 9% anual (desde algo menos de 7% en la segunda mitad del 2011). La construcción, aunque con un crecimiento menor que el de fines del 2011, mantuvo tasas anuales en torno a 10%. La industria mejoró su desempeño, aunque sus niveles desestacionalizados permanecen planos desde hace varios trimestres (tabla III.1).

De este modo, en el primer cuarto del año, el PIB creció 5,6% anual. El escenario base prevé que este año el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0%, rango igual al considerado en marzo. Si bien la economía creció por sobre lo previsto en el primer trimestre, el deterioro del escenario externo hará que en el segundo semestre la actividad muestre una desaceleración mayor que la proyectada en marzo. En todo caso, el crecimiento del PIB no se alejará sustancialmente de su tendencia, que el Consejo estima en 5%. Las proyecciones del mercado, con vaivenes, se han corregido al alza en los últimos meses. En marzo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) anticipaba que el PIB del año aumentaría 4,4%, valor que subió a 4,8% en la encuesta de mayo. En junio, retrocedió hasta 4,7%.

## DEMANDA INTERNA

La demanda interna cerró el primer trimestre con un crecimiento anual de 4,9%. Esta cifra fue inferior a la de los trimestres precedentes. Esta trayectoria de la demanda interna ha ido de la mano de una paulatina moderación del crecimiento del consumo privado y la inversión. De todas formas, en ambos casos esta moderación se ha dado a una velocidad menor que la prevista. Descontada la variación de existencias, el incremento anual de la demanda interna fue algo mayor: 5,2% (tabla III.2).

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

	Pond. 2011	2010	2011	2011				2012 I
				I	II	III	IV	
Demanda Interna	104,4	14,8	9,4	15,4	9,0	8,6	5,5	4,9
Formación Bruta Capital Fijo	26,2	14,3	17,6	22,9	14,7	17,1	16,3	8,3
Construcción y otras obras	15,2	1,9	12,7	13,4	11,7	11,0	14,6	11,4
Maquinaria y Equipo	11,0	40,3	25,8	40,5	19,7	27,4	19,5	3,3
Consumo Total	76,8	9,0	7,9	11,8	8,9	6,2	5,6	4,5
Consumo Personas	64,9	10,0	8,8	12,9	9,6	7,2	6,0	5,2
Bienes Durables	7,0	35,4	23,6	42,1	19,6	21,4	15,8	14,7
Bienes No Durables	27,0	8,7	6,9	10,2	8,2	5,1	4,5	2,2
Servicios	31,0	7,4	7,7	10,3	8,9	6,6	5,5	6,0
Consumo Gobierno	11,9	3,9	3,9	6,1	5,7	1,2	3,3	0,5
Variación de Existencias (acum. anual)	1,3	2,0	1,3	2,3	2,0	2,0	1,3	1,2
Exportación Bienes y Servicios	37,8	1,4	4,6	7,2	7,5	-0,7	4,9	6,2
Importación Bienes y Servicios	43,4	27,4	14,4	23,3	15,9	13,0	7,2	4,4
<b>PIB Total</b>		<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>9,9</b>	<b>6,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>

(\*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado del consumo privado, el crecimiento anual del componente durable siguió reduciéndose, continuando con la tendencia que comenzó a principios del 2011 (gráfico III.2). En términos de nivel, los indicadores parciales de consumo privado han perdido dinamismo en lo más reciente, en especial en el caso de los bienes durables. De todos modos, siguen en niveles altos (gráfico III.3).

Las menores tasas de expansión anual del consumo son coherentes con la evolución de sus fundamentos. Por un lado, aunque la situación del mercado laboral sigue siendo estrecha, la tasa de desempleo ha tendido a estabilizarse e incluso ha tenido algún incremento, dependiendo de la fuente de información. Según los datos de la Universidad de Chile, descontada la estacionalidad, en marzo esta se situó en 7,2% para el Gran Santiago (6,6% en diciembre). En la medición del INE, en el trimestre móvil terminado en abril se ubicó en 6,5% a nivel nacional, valor en torno al que ha oscilado desde fines del 2011. El empleo, a su vez, durante el 2012 ha mostrado tasas de crecimiento anual inferiores a las del año pasado y más cercanas a su tendencia. En el trimestre móvil terminado en abril, el incremento anual de la ocupación llegó a 2,4%, que se compara con el 5,1% que promedió en el 2011. De cualquier forma, sigue destacando una recomposición desde empleo por cuenta propia hacia empleo asalariado (gráfico III.4). Por sectores, los ligados a servicios son los que siguen anotando el mayor incremento de la ocupación.

La estrechez del mercado laboral sigue evidenciándose en los salarios. Las tasas de variación anual de los distintos indicadores de salarios se han mantenido elevadas, aunque en abril descendieron hasta cifras de entre 6 y 7%. Otras señales de la continua estrechez del mercado laboral son las dificultades para encontrar trabajadores que reportan fuentes de información casuística. Estas son especialmente importantes en algunos sectores y regiones del país. La minería, la construcción y la agricultura son ejemplos de esta situación.

Hay elementos que siguen apoyando la visión de que, en lo sucesivo, el consumo continuará reduciendo su crecimiento. Por un lado, la tasa de expansión anual de los ingresos laborales ha ido moderándose en los últimos meses. Por otro, las condiciones crediticias para el consumo se han tornado menos expansivas. Las tasas de interés de estos créditos han aumentado en los últimos meses, lo que ha coincidido con un descenso de la expansión anual de estos créditos. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre dio muestras de una restricción algo mayor en la oferta de crédito por parte de las instituciones financieras. No así del lado de la demanda, que, según esta encuesta, seguía aumentando. Las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, no tienen cambios sustantivos en los últimos meses; si algo, una leve alza, y siguen por debajo del nivel neutral. Donde se ha observado un cambio algo mayor es en la percepción del momento para comprar artículos para el hogar. Esta medida —que ha estado por sobre el valor neutral en los últimos dos años— muestra un descenso desde 62 a 57% durante el 2012. Por último, la mayor incertidumbre del escenario externo también se prevé que afectará el desempeño del consumo, en especial del durable.

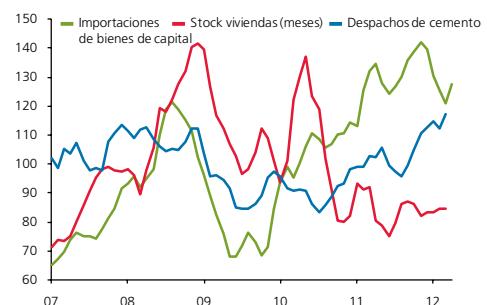
En cuanto a la inversión, al igual que en los últimos trimestres, durante el primer cuarto del año lo más destacado fue que continuó la recomposición de su crecimiento desde maquinaria y equipos hacia construcción y obras. De hecho, la primera pasó de crecer 19,5% anual el último cuarto del 2011, a 3,3% el primer trimestre de este año. Ello es el reflejo de que las importaciones de bienes de capital, aunque con vaivenes importantes, han perdido dinamismo. Además, sus niveles, si bien siguen elevados, están por debajo de los que se observaban a mediados del 2011 (gráfico III.5). Por otro lado, la inversión en construcción y obras ha mostrado un sólido crecimiento. La mayor parte del incremento sigue proveniendo de proyectos de inversión de los sectores minero y energético. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), si bien

**GRÁFICO III.4**  
Empleo  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO III.5**  
Indicadores de inversión (\*)  
(índice promedio enero 2007-abril 2012 = 100)



(\*) Trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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



muestra correcciones a la baja entre diciembre y marzo, da cuenta de un nivel de inversión significativo durante este año y los venideros. En el componente de vivienda también se observa un crecimiento importante. En todo caso, los indicadores de ventas de viviendas nuevas y stock acumulado no presentan cambios relevantes respecto de unos meses atrás. Al mismo tiempo, las condiciones crediticias para este segmento se han mantenido relativamente estables. Las expectativas empresariales han continuado en la zona optimista, aunque luego de un aumento importante a comienzos del 2012 han mostrado una disminución en los últimos meses.

En cuanto a las perspectivas de corto plazo para la inversión, la mayor persistencia del componente de construcción y obras, junto con la información del catastro de bienes de capital, una situación estrecha de capacidad en los mercados internos y condiciones normales de financiamiento, apunta a que su dinamismo se sostendrá en los trimestres venideros (Recuadro III.1). Por el lado de las importaciones de bienes de capital, si bien su desempeño fue débil en el primer trimestre, los datos de abril y mayo ya mostraron una recuperación en sus tasas de variación anual. De hecho, en este último mes su incremento en doce meses alcanzó a 10,4%. En todo caso, la mayor incertidumbre externa tendrá efectos en esta variable, esperándose que en el 2012 su crecimiento anual sea bastante inferior al del año previo.

Tras un ajuste importante entre el tercer y cuarto trimestre del 2011, las existencias tuvieron una recuperación a comienzos de año. Los indicadores de expectativas (IMCE) muestran que el nivel actual de existencias en el comercio y la industria está por sobre lo deseado. En el escenario base, el deterioro del escenario externo tendrá un efecto importante en la acumulación de existencias, tanto por la mayor incertidumbre externa como por la evaluación de su nivel actual.

En los últimos años la demanda interna ha crecido sostenidamente por sobre el aumento de la actividad, lo que ha llevado a una ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (Recuadro III.2). Así, pasó desde un superávit de 1,5% del PIB en el 2010 a un déficit de 1,3% en el 2011. Para este año, se proyecta que dicho déficit se ampliará hasta 3,1% del PIB. Pese al menor crecimiento del gasto, la caída del precio promedio del cobre es determinante en este resultado. En todo caso, en el primer trimestre del año el déficit de cuenta corriente acumulado en los últimos doce meses se ubicó en 1,7% del PIB. El Consejo estima que un riesgo relevante del escenario interno es que se incremente el dinamismo de la demanda interna, pues podría provocar una ampliación del déficit en cuenta corriente. Ello resultaría especialmente riesgoso en un contexto de debilidad de la economía mundial, menor precio del cobre y encarecimiento de las fuentes de financiamiento externo.

En cuanto a las cifras de comercio exterior, en el primer trimestre destacó el incremento de 7,2% en el volumen de las exportaciones totales, cifra que ha ido en aumento a partir de la segunda mitad del 2011. Por sectores, las ventas al exterior de productos industriales y agrícolas mostraron alzas por sobre el promedio. Por el lado de las importaciones, en coherencia con el menor crecimiento de la demanda interna, el volumen de compras al exterior disminuyó su tasa de variación anual a 5,2% en el trimestre (15,1% en el 2011). Por tipo de bien, el mayor cambio se verificó en las internaciones de bienes de capital, las que cayeron 2,2% anual en el período, luego de aumentar 22,6% promedio anual el 2011.

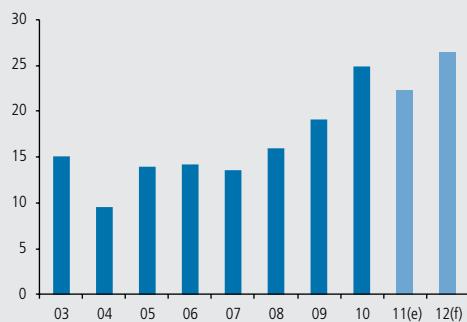
## RECUADRO III.1

### IMPLICANCIAS DEL AUGE DEL SECTOR MINERO

En los últimos años, los altos precios del cobre junto con la menor ley del mineral y el aumento de los costos de extracción han generado los incentivos para una mayor inversión en el rubro a nivel mundial (Recuadro I.1). Chile no ha sido la excepción. De hecho, para el 2012 y 2013 se esperan importantes proyectos de inversión en el área, tanto de nuevos yacimientos como ampliaciones de minas ya en operación. El auge del sector es evidente en las regiones mineras del país, donde se observa un importante dinamismo de la actividad, un significativo desarrollo inmobiliario y de servicios, y donde las señales de estrechez del mercado laboral son más marcadas. Este recuadro da cuenta de los efectos directos e indirectos que tendrá el incremento actual y previsto en la inversión minera sobre la actividad y el mercado laboral chileno.

Como se mencionó, la inversión en minería ha crecido a tasas elevadas en los últimos años y se ha hecho cada vez más importante en la inversión total del país: pasó de menos de 15% entre el 2003 y el 2007 a casi 25% en promedio el 2010-2011. El mayor impacto de esta inversión se aprecia en el componente de construcción y obras. En este, la relevancia del sector minero pasó de 8% en el 2004 a cerca de 23% en lo más reciente (gráfico III.6). Esto, pues la entrada en funcionamiento requiere de la construcción de caminos, puertos e instalaciones varias como centrales energéticas y plantas desalinizadoras para la obtención de agua.

**GRÁFICO III.6**  
Participación de la inversión minera en el componente construcción y obras (porcentaje)



(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Considerando los proyectos contenidos en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), en el 2012 la inversión en construcción e ingeniería en minería aumentará en cerca de 50% respecto del 2011, alcanzando US\$4.000 millones. Para el 2013, se espera un nivel de alrededor de US\$4.800 millones. De esta forma, solo de considerar los proyectos mineros en desarrollo, se puede anticipar que la inversión tendrá un dinamismo importante durante este año y el próximo.

A nivel de la actividad, el aumento de la inversión minera tiene efectos relevantes, ya sea por proyectos que finalizan y comienzan su etapa de producción o por aquellos que están en desarrollo. Los primeros, tienen un efecto directo en el crecimiento de la actividad minera. En el 2012 y 2013 se prevé que el sector tendrá un crecimiento promedio de 2,5% anual, que contrasta con la caída de 4,8% que registró en el 2011. Se espera que su incidencia en el crecimiento de la economía alcance a medio punto porcentual por año. Al mencionado efecto directo, se agregan los efectos indirectos sobre otros sectores, como la industria manufacturera, el comercio y la intermediación financiera y servicios empresariales (tabla III.3).

**TABLA III.3**

Impacto directo e indirecto de un aumento de 2,5% en el valor agregado de la minería (puntos porcentuales)

Actividad	Part. PIB 2011	Aumento de 2,5% en minería	
	Sector	Total	
Agropecuario-silvícola	2,8	0,0	0,001
Pesca	0,4	0,0	0,000
Minería	15,2	2,8	0,424
Industria manufacturera	10,9	0,3	0,030
Electricidad, gas y agua	2,4	0,3	0,006
Construcción	7,4	0,0	0,001
Comercio, hoteles y restaurantes	9,5	0,1	0,011
Transporte y comunicaciones	6,0	0,1	0,007
Intermediación financiera y servicios empresariales	17,2	0,3	0,059
Servicios de vivienda	5,0	0,0	0,000
Servicios personales	10,6	0,0	0,001
Administración pública	4,3	0,0	0,000
Impacto en el PIB			0,541

Fuente: Banco Central de Chile.



El mayor impacto indirecto de la minería en la actividad se da a través del efecto de la inversión sectorial en la construcción, por el desarrollo que requieren los proyectos en carpeta. En este caso, el aumento previsto de la inversión en minería provocaría un incremento del orden de 3,5% en la actividad de la construcción, que a su vez implica del orden de medio punto porcentual adicional de mayor PIB agregado (tabla III.4).

**TABLA III.4**  
Impacto de un aumento de 3,5% en el valor agregado de la construcción  
(puntos porcentuales)

Actividad	Part. PIB 2011	Aumento de 3,5% en construcción	
		Sector	Total
Agropecuario-silvícola	2,8	0,1	0,003
Pesca	0,4	0,0	0,000
Minería	15,2	0,1	0,010
Industria manufacturera	10,9	1,0	0,111
Electricidad, gas y agua	2,4	0,1	0,003
Construcción	7,4	3,5	0,261
Comercio, hoteles y restaurantes	9,5	0,3	0,030
Transporte y comunicaciones	6,0	0,2	0,011
Intermediación financiera y servicios empresariales	17,2	0,7	0,116
Servicios de vivienda	5,0	0,0	0,000
Servicios personales	10,6	0,0	0,002
Administración pública	4,3	0,0	0,000
Impacto en el PIB			0,546

Fuente: Banco Central de Chile.

Otro aspecto a analizar es el impacto que el auge del sector minero tiene sobre el mercado laboral. El efecto directo del sector en el empleo es acotado, pues es una actividad poco intensiva en mano de obra. Al 2011, los empleos directos en el sector representaban en torno a 3% del empleo total, en contraste con el aporte de la minería al PIB total, cercano a 16%. Sin embargo, es posible observar que la mayor actividad minera ha tenido efectos indirectos sobre el empleo y los salarios en algunos sectores y regiones del país. Información casuística da cuenta de que la minería ha generado un traslado de mano de obra hacia las regiones mineras del país, restando trabajadores disponible especialmente a sectores como la construcción y la agricultura. Esto último, se ha reflejado en una creciente dificultad para conseguir mano de obra en estos sectores y también en la necesidad de mayores incrementos salariales para retener trabajadores o conseguir nuevos.

En suma, los antecedentes recopilados muestran que el crecimiento del sector minero tendrá una relevancia importante en la actividad en los próximos trimestres. Sus efectos directos e indirectos aportarán cerca de un punto de crecimiento del PIB en el 2012 y 2013. Este mayor crecimiento también se acompañará de efectos en otros mercados, en especial el laboral. En particular, porque en algunas regiones y sectores es posible constatar una mayor presión por conseguir trabajadores y un aumento en los costos laborales debido al traslado de personas hacia labores en la minería.

## RECUADRO III.2

### EVOLUCIÓN DEL AHORRO, LA INVERSIÓN Y LA CUENTA CORRIENTE

Después de varios años con superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos —exceptuando el año de la crisis financiera internacional— durante el 2011 se registró un déficit de 1,3% del PIB. En el escenario base de este IPoM, también se proyecta un déficit para el 2012: 3,1% del PIB. Este resultado se da en un contexto en que los términos de intercambio de la economía chilena se mantienen altos desde una perspectiva histórica. De hecho, si se ajusta el precio efectivo del cobre y del petróleo a valores de largo plazo, el déficit de la cuenta corriente sería de algo menos de 6% del PIB<sup>1/</sup>.

La evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos refleja la diferencia entre la inversión que se realiza en el país y el ahorro de los residentes. Su comportamiento reciente responde tanto a un fuerte aumento de la inversión como a una disminución del ahorro (gráfico III.7). Por un lado, se observa una disminución en el ahorro de las empresas, personas y el Gobierno (gráfico III.8.). Por otro lado, la inversión ha mostrado un fuerte dinamismo, alcanzando niveles históricamente elevados.

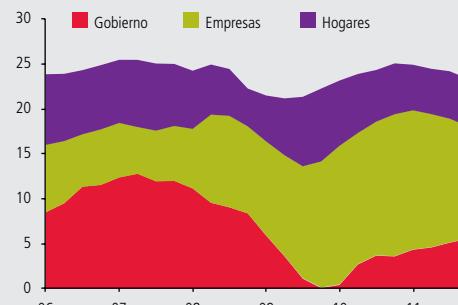
**GRÁFICO III.7**  
Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión  
(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

La tasa de ahorro de los hogares aumentó de manera importante durante el período de la crisis financiera internacional. Posteriormente, junto con la recuperación de la economía, el gasto de las personas volvió a crecer a tasas elevadas desde mediados del 2010, más que revirtiendo su tasa de ahorro hasta los niveles previos a la crisis financiera. Así, el ahorro de los hogares alcanzó tasas superiores a 7% del PIB hasta mediados del 2008, para luego crecer durante la crisis financiera, llegando hasta más de 8% del PIB. Desde el 2010, sin embargo, el ahorro de las personas comenzó a retroceder situándose cercano a 5% del PIB desde comienzos del 2011.

**GRÁFICO III.8**  
Ahorro por agente económico  
(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

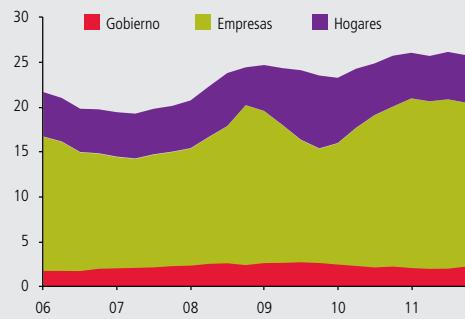
Las empresas, por su parte, incrementaron de manera sostenida su ahorro desde mediados del 2007 hasta fines del 2010, pasando de 6 a casi 16% del PIB, gracias a los mejores términos de intercambio. Sin embargo, desde comienzos del 2011 se ha observado una caída de tasa de ahorro, que se ha ubicado por debajo de 13% del PIB en lo más reciente.

El ahorro del Gobierno se mantuvo en niveles elevados hasta la crisis financiera, con tasas en torno a 10% del PIB. La política fiscal contracíclica aplicada el 2009 redujo de manera importante el ahorro público. En los últimos dos años se observó una recuperación, pero aún está por debajo de los niveles previos a la recesión internacional.

<sup>1/</sup>Este cálculo considera correcciones en precios y no en volúmenes. Para el 2012, se asume un precio de cobre de US\$ 2,8 la libra, y del petróleo de US\$ 80 el barril.

**GRÁFICO III.9**

Inversión por agente económico  
(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a la inversión, esta ha aumentado de manera sostenida a partir del 2010, pasando de 23 a cerca de 26% del PIB. Este aumento ha sido explicado fundamentalmente por el importante incremento de la inversión de las empresas (gráfico III.9). El fuerte crecimiento de la inversión ha estado sostenido por las perspectivas para la economía en su conjunto y condiciones financieras favorables, estimuladas entre otras, por la política monetaria contracíclica que se aplicó como respuesta a la crisis internacional. A esto se suma el impulso adicional que le dieron los esfuerzos para la reconstrucción con posterioridad al 27-F. Además, gracias a los elevados precios del cobre, desde el 2010 se aprecia una fuerte expansión de la inversión en minería (Recuadro III.1).

## 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.*

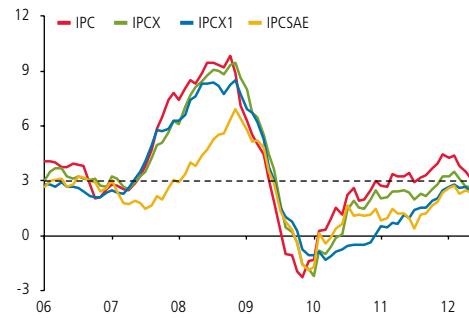
### EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses, la inflación anual del IPC ha vuelto a ubicarse dentro del rango de tolerancia, mientras que las medidas subyacentes han estado algo por debajo del 3% (gráfico IV.1 y tabla IV.1). Las menores cifras efectivas y la caída del precio del petróleo en los mercados internacionales han amainado los riesgos de corto plazo para la inflación. Sin embargo, los riesgos de mediano plazo se han mantenido vigentes, producto de la estrechez de los mercados internos.

Entre marzo y mayo, los precios de los combustibles, los alimentos no perecibles y los servicios siguieron explicando la mayor parte de la inflación. No obstante, el descenso del precio de la electricidad, del transporte de pasajeros y de las frutas y verduras frescas restaron inflación estos meses. Con ello, tanto el IPC como la medida subyacente —el IPC sin alimentos y energía (IPCSAE)— mostraron bajos registros mensuales. Así, en los últimos tres meses, el IPC sumó 0,2%, y la medida subyacente 0,1% (1,1 y 1,5%, respectivamente en marzo) (gráfico IV.2) (gráfico IV.3).

En cuanto a los alimentos, los precios de las frutas y verduras frescas dejaron de ser un factor relevante en la inflación mes a mes, y han vuelto a mostrar estacionalidades acordes con lo habitual. Las carnes no han continuado aumentando, como en la segunda mitad del 2011, y en algunos casos presentan descensos. El resto de los alimentos también ha mostrado un menor aporte en meses recientes, lo que se puede asociar a las disminuciones observadas en el mercado externo. En efecto, los precios de los bienes agrícolas, medidos por el índice de GSCI, se ubican en la actualidad cerca de 30% por debajo del máximo alcanzado a comienzos del 2011 (gráfico I.4). Además, las perspectivas para los siguientes dos años se han ido ajustando a la baja, ante el panorama de un menor crecimiento mundial.

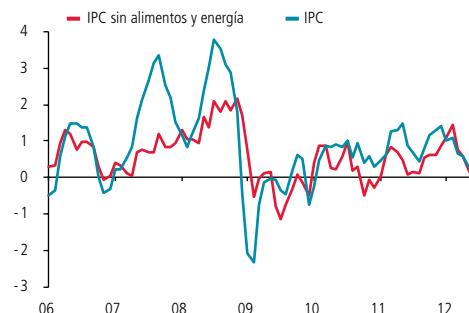
**GRÁFICO IV.1**  
Indicadores de inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)



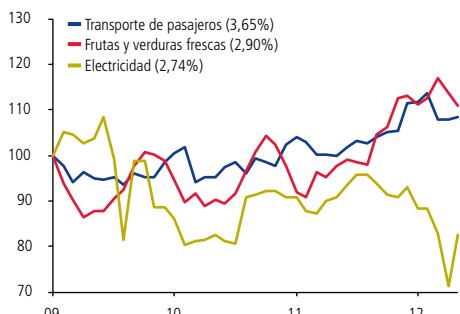
(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.2**  
Inflación mensual  
(acumulada en tres meses, porcentaje)

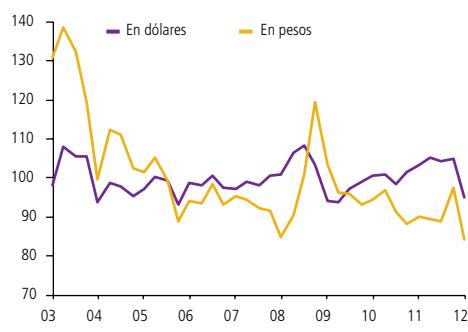


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

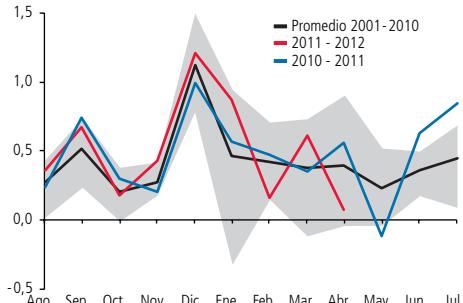
**GRÁFICO IV.3**Componentes de la inflación (\*)  
(índice, enero 2009=100)

(\*) Entre parentesis, ponderación en la canasta del IPC. El precio del transporte de pasajeros corresponde a un promedio entre el servicio de transporte vía férrea, urbana, carretera y aérea. No está incluido el pasaje de las micros y el metro.

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

**GRÁFICO IV.4**Precio de los bienes de consumo importados (IVUM)  
(índice, 2003-2012=100)

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.5**Salarios nominales: IREM (\*)  
(variación anual, porcentaje)

(\*) Para su definición, ver Glosario. Área gris indica los valores mínimos y máximos que se registraron entre el 2001 y 2010 para los meses señalados.

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

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

	IPC	IPCX	IPCX1	IPC sin alimentos y energía	IPC Transables	IPC No transables	IPC Bienes	IPC Servicios
2011 Ene.	2,7	2,0	0,5	0,8	1,2	4,8	1,0	4,8
Feb.	2,7	2,1	0,4	0,9	1,2	4,7	0,9	4,8
Mar.	3,4	2,4	0,7	1,4	1,8	5,5	1,6	5,6
Abr.	3,2	2,4	0,7	1,2	1,7	5,2	1,4	5,4
May.	3,3	2,5	1,1	1,2	1,8	5,2	1,7	5,2
Jun.	3,4	2,4	0,9	0,9	2,3	4,9	1,9	5,4
Jul.	2,9	1,9	1,4	0,4	2,5	3,4	2,0	4,0
Ago.	3,2	2,3	1,5	1,2	2,0	4,7	2,0	4,6
Sep.	3,3	2,1	1,5	1,2	2,5	4,3	2,4	4,3
Oct.	3,7	2,5	1,9	1,5	2,9	4,7	3,1	4,4
Nov.	3,9	2,8	2,0	1,9	3,2	4,8	3,4	4,5
Dic.	4,4	3,3	2,5	2,4	3,8	5,2	3,9	5,1
2012 Ene.	4,2	3,2	2,7	2,6	3,6	5,1	4,0	4,6
Feb.	4,4	3,5	2,8	2,7	3,6	5,4	4,0	4,9
Mar.	3,8	3,1	2,6	2,3	3,0	4,7	3,7	3,9
Abr.	3,5	2,6	2,7	2,5	2,4	5,0	3,5	3,5
May.	3,1	2,7	2,3	2,4	1,9	4,7	2,4	4,0

(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Respecto de la energía —combustibles y tarifas eléctricas—, su aporte a la inflación acumulada en los últimos tres meses fue mayor comparado con lo que había sumado hasta el IPoM de marzo. Las alzas del precio de la gasolina y del gas licuado fueron en parte compensadas por el menor precio de la electricidad. No obstante, los riesgos inflacionarios de corto plazo se han reducido ante la fuerte baja del precio internacional del petróleo, situación que también se refleja en las proyecciones de precios para los próximos dos años. Así, entre marzo y junio, el precio del petróleo Brent y de la gasolina en el Golfo de México han caído cerca de 20%. Los precios de los contratos futuros para el petróleo Brent en promedio para el bienio 2012-2013 están cerca de 15% por debajo de lo previsto en el IPoM de marzo, considerando los últimos diez días hábiles para cada informe. Con ello se anticipa que los combustibles restarán inflación hacia adelante. En todo caso, como se resaltó en marzo, el precio de la energía en Chile es alto en comparación con una muestra de países de la OCDE, lo que es especialmente relevante en el caso de la electricidad<sup>1/</sup>.

Como se indicó, descontando los alimentos y la energía, el IPC acumuló un incremento de 0,1 puntos porcentuales (pp) entre marzo y mayo. El determinante de esta cifra fue la inflación de servicios —55% del IPCSAE— que aumentó 0,7 pp en el período, lo que se compara con el -0,7 pp que sumó la inflación de bienes —45% del IPCSAE—. De todas formas, ambas cifras totalizaron un menor incremento comparado con el disponible al cierre del IPoM de marzo.

1/ Para más detalles, ver Recuadro IV.2 IPoM marzo 2012.

En el caso de los bienes, sus movimientos estuvieron en gran parte determinados por el precio del vestuario y del equipamiento de la vivienda. Esto ha coincidido con el marcado descenso que han mostrado los precios de los bienes de consumo importados (IVUM) en el primer trimestre del año, medidos tanto en dólares como en pesos (gráfico IV.4). La depreciación del peso en el segundo trimestre podría generar un incremento de los precios internos, el que podría ser compensado porque la apreciación del dólar a nivel internacional reduciría los precios de los bienes importados.

En cuanto a los servicios, los precios del transporte de pasajeros, distinto de los servicios combinados —pasajes en micros y metro— mostraron un importante retroceso entre marzo y mayo. Con todo, durante el último cuarto del 2011, estos habían tenido aumentos importantes, por lo que su movimiento corresponde más bien a una normalización de sus precios. Otros precios de servicios, como la salud, arriendo y educación y recreación contribuyeron a los aumentos en la inflación de servicios durante los últimos meses, pero no mostraron un comportamiento muy distinto de lo habitual.

Otro determinante relevante de la inflación en servicios está relacionado con el aumento del costo de la mano de obra. De hecho, aunque con una moderación en el margen, el crecimiento anual de los salarios nominales se ha mantenido elevado. Dependiendo de la medida, su tasa de crecimiento anual alcanzó en abril entre 6,0 y 7,0% (6,5 y 7,5% en febrero) y ajustados por productividad, los costos laborales unitarios nominales se mantuvieron creciendo en torno a la meta del 3%. En todo caso, el crecimiento de los salarios sigue constituyendo un riesgo importante considerando la situación de estrechez del mercado laboral y el cierre de las holguras de capacidad (gráfico IV.5) (gráfico IV.6).

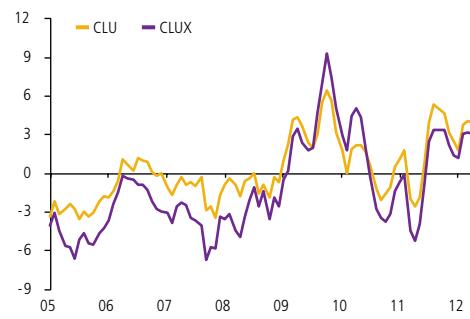
La estrechez de los mercados internos, en un escenario en que el consumo privado se mantiene robusto, podría facilitar los traspasos de presiones de costos a precios finales. Tomando la muestra de empresas que reportan FECU, los márgenes de explotación en los sectores del comercio, transporte y servicios se comprimieron en el primer trimestre del 2012. Información casuística muestra que esto pareciera haber continuado en el segundo cuarto del año. Los menores márgenes están en gran parte asociados a los mayores costos de los insumos, como el alza de los combustibles durante fines del 2011 y el primer cuarto del 2012, y de la mano de obra (gráfico IV.7). En contraposición, se debe tener en cuenta que la reducción de los precios internacionales de ciertos bienes descomprime estos márgenes. Un ejemplo es la relación entre los precios de los alimentos en el mercado externo medidos en pesos y los precios que se obtienen del IPC, que ha aumentado por varios meses.

## PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

La menor inflación efectiva y el descenso de los precios de las materias primas, en especial del petróleo, en los mercados internacionales han reducido las perspectivas para el corto plazo, esperándose que la inflación permanezca alrededor de 3% en los próximos meses. A mediano plazo, las expectativas privadas se han mantenido en torno a la meta de inflación.

**GRÁFICO IV.6**

Costos laborales ajustado por productividad (\*)  
(variación anual, porcentaje)

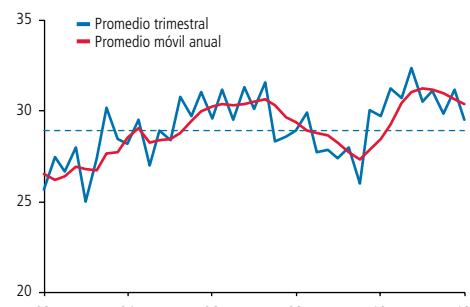


(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**GRÁFICO IV.7**

Margen de explotación del comercio (\*)  
(porcentaje)



(\*) Razón entre utilidad bruta e ingresos por ventas. Promedio de las cuatro empresas con mayor participación en el comercio, ponderado por los ingresos por venta. Línea punteada corresponde al promedio 2001-2011.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).



**GRÁFICO IV.8**  
Expectativas de inflación de las encuestas de mercado (\*)  
(porcentaje)



(\*) Corresponde a la EOF de la primera quincena de cada mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

A un año plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) disminuyó a 2,9% (3,4% para la encuesta de la segunda quincena de marzo). Para igual plazo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) retrocedió a 3,0% (3,2% en marzo), nivel que también se espera a diciembre del 2012 (3,5% en marzo) (gráfico IV.8). Las expectativas que se deducen de las encuestas a consumidores y empresas también muestran descensos. El porcentaje de personas que creen que la inflación subirá "mucho" en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC) disminuyó a 57% en mayo (62% en marzo). Las expectativas de inflación a un año plazo del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) bajó a 3,7% en mayo (3,8% en marzo). Las expectativas de inflación que se deducen de las compensaciones inflacionarias de los contratos *swap* promedio de cámara también se han reducido en el corto plazo desde marzo. En tanto, a mediano plazo se han mantenido en un nivel similar al cierre estadístico del IPoM anterior.

En el escenario base, el Consejo anticipa que la inflación del IPC oscilará en torno a 3% en los próximos dos años, proyectándose que se ubique en ese valor en el segundo trimestre del 2014, el fin del horizonte de proyección. Para fines de año, se estima que la variación anual del IPC se ubicará en 2,7%, cifra por debajo de lo previsto en marzo.

## V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis realizado hasta la Reunión de Política Monetaria del 14 de junio de 2012. 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

El impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor que el previsto en marzo. Las tensiones financieras en los mercados financieros internacionales y la probabilidad de escenarios negativos extremos han vuelto a aumentar. Ello ha provocado condiciones de financiamiento externo algo más restrictivas, a lo que se agregan señales de mayor debilidad en economías emergentes de relevancia, en especial China. Además, a pesar de la caída en el precio del petróleo, se proyecta que este año y el próximo los términos de intercambio (TDI) serán menores que los del 2011.

El escenario base considera que los socios comerciales crecerán 3,6 y 3,9% en el 2012 y 2013, respectivamente. El aporte de las economías desarrolladas al crecimiento global seguirá siendo magro. La recesión de la Eurozona será más severa que la considerada con anterioridad y el resto de las economías desarrolladas continuarán creciendo a tasas bajas. En Estados Unidos, los indicadores coyunturales han sido más débiles de los anticipados, y el mercado laboral y el consumo siguen sin mostrar una recuperación suficientemente sólida.

El mundo emergente ha reducido su dinamismo. Surgen dudas sobre el desempeño de China, cuyo crecimiento anual ha disminuido en los últimos trimestres. Se suman indicadores coyunturales, como la producción industrial, crédito y encuestas de confianza, que dan cuenta de que esta desaceleración ha prosseguido, incluso con una intensidad superior a la prevista hace unos meses. Otras economías emergentes han comenzado a sentir el efecto del menor crecimiento de China, Europa y Estados Unidos. En particular, resalta la desaceleración de las emergentes de gran tamaño, como Brasil, India y Rusia. De todos modos, otras economías emergentes, como México, Perú, y Colombia, presentan una actividad más dinámica, en particular por una demanda interna que se mantiene alta (tabla V.1). Con todo, en promedio, el crecimiento mundial del 2012 y 2013 no será significativamente distinto del promedio de la década pasada, resultado fuertemente influido por el mayor peso de China en la economía mundial.

Las tensiones financieras, la continuación del débil desempeño del mundo desarrollado y las señales de desaceleración en el emergente ha reducido los

**TABLA V.1**  
Supuestos del escenario base internacional

	2010	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	19,4	0,5	-6,9	-1,5
PIB socios comerciales (*)	6,2	4,1	3,6	3,9
PIB mundial PPC (*)	5,3	3,8	3,2	3,6
PIB mundial a TC de mercado (*)	4,2	2,8	2,5	2,8
Precios externos (en US\$)	5,8	10,1	0,6	2,4
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	342	400	355	340
Precio del petróleo WTI (US\$/barrel)	79	95	92	87
Precio del petróleo Brent (US\$/barrel)	80	111	107	97
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	598	803	802	717
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,3	0,5	0,5

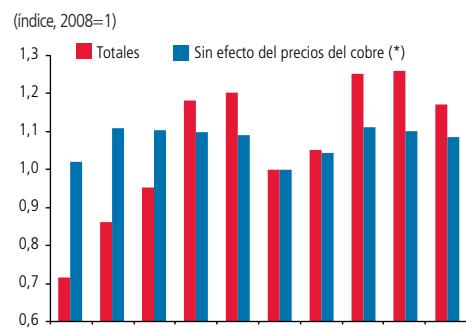
(\*) Para su definición, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.1**  
Términos de intercambio



(1) Se estiman utilizando como referencia el precio promedio de la Bolsa de Metales de Londres del 2008. No se consideran otros potenciales efectos en precio y cantidad. Para el periodo entre 2003-2007 se calculan provisoriamente utilizando datos de balanza de pagos.

Fuente: Banco Central de Chile.



**TABLA V.2**  
Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	-1,0	6,1	6,0	4,0 - 5,0
Ingreso nacional	0,5	13,1	6,1	3,3
Demanda interna	-5,7	14,8	9,4	5,2
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,5	10,2	10,2	5,5
Formación bruta de capital fijo	-12,1	14,3	17,6	7,4
Consumo total	0,8	9,0	7,9	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	-4,5	1,4	4,6	3,9
Importaciones de bienes y servicios	-16,2	27,4	14,4	4,9
Cuenta corriente (% del PIB)	2,0	1,5	-1,3	-3,1
Ahorro Nacional (% PIB)	22,2	25,1	23,4	22,2
FBCF (% PIB nominal)	21,7	21,5	23,2	24,2
FBCF (% PIB real)	21,9	23,6	26,2	26,9
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	3.518	3.269	-3.221	-8.000
Balanza comercial	15.360	15.324	10.792	5.000
Exportaciones	55.463	70.897	81.411	79.300
Importaciones	-40.103	-55.572	-70.619	-74.300
Servicios	-2.010	-1.806	-2.417	-2.200
Renta	-11.395	-14.765	-14.015	-13.000
Transferencias corrientes	1.563	4.515	2.418	2.200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

precios de las materias primas y se espera que sigan afectando su nivel en el horizonte de proyección. Para el cobre, se proyectan precios de US\$3,55 y 3,40 la libra el 2012 y 2013, respectivamente (US\$ 3,7 y 3,6 en marzo). Para el crudo WTI, las proyecciones de precio se corrigen a valores de US\$92 y 87 el 2012 y 2013, respectivamente (en marzo ambos estaban algo por sobre US\$ 105). El nivel de los TDI para el 2012 es menor que el del 2011, pero similar al proyectado en marzo. Esto, porque el descenso del precio del cobre y de otros productos de exportación, como la celulosa, se compensan por la caída del precio del petróleo (gráfico V.1).

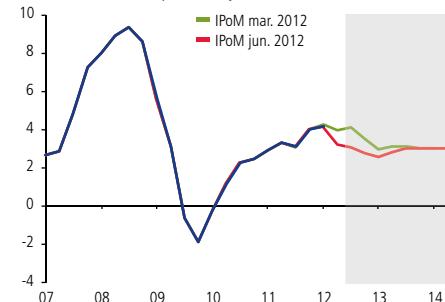
El menor precio de las materias primas, el descenso de la inflación efectiva y la apreciación del dólar en los mercados externos lleva a que la inflación externa relevante para la economía chilena (IPE) sea más baja que la considerada en marzo para este año y el próximo.

En Chile, el crecimiento anual de la actividad y la demanda interna del primer trimestre fue superior a lo previsto en marzo. Sin embargo, medido trimestre a trimestre, se produjo una desaceleración respecto de fines del 2011, con una actividad creciendo en torno a su tendencia. Los datos parciales del segundo trimestre muestran que sigue un gradual proceso de reducción en el ritmo de expansión. En el escenario base, se prevé que la actividad continuará desacelerándose en el segundo semestre del año, producto del deterioro en el escenario externo. El crecimiento promedio de la economía en dicho período se ubicará más cercano a 4%. De todos modos, en el tercer trimestre se verificarán cinco días hábiles menos que en igual período del 2011, lo que tendrá un impacto del orden de un punto porcentual en el crecimiento anual del trimestre. Así, en el escenario base se prevé que en el 2012 el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0%, rango igual al proyectado en marzo (tabla V.2). Este crecimiento de la actividad no se alejará sustancialmente de su tendencia, la que el Consejo sigue estimando está en 5% (Recuadro V.1). Con esto, las brechas de capacidad se mantendrán cerradas a lo largo del horizonte de proyección.

Por el lado de la demanda interna, el escenario base considera que el consumo privado, en particular el durable, continuará reduciendo su ritmo de expansión en los trimestres venideros. Esto, por una moderación en el incremento de los ingresos laborales, condiciones financieras menos expansivas, el efecto de la mayor incertidumbre externa y que su stock ya se encuentra en niveles elevados. La inversión mantendrá tasas de crecimiento relevantes, aunque, como ha sido la tónica en los últimos trimestres, con un mayor impulso del componente de obras y construcción, de mayor inercia que el de maquinaria y equipos, más volátil. De hecho, se proyecta que en el 2012 la expansión anual de este último será bastante menor a la del 2011, lo que en parte responde a la mayor incertidumbre externa. Así, será la ejecución de proyectos de inversión en la minería la que explicará una parte importante del crecimiento de la inversión. Con esto, la tasa de inversión a PIB, medida en términos reales, alcanzará a 26,9% del PIB (26,2% en el 2011).

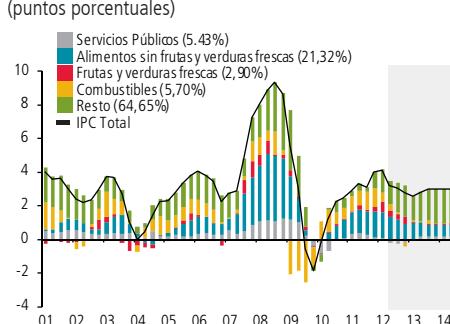
El efecto del deterioro en el escenario externo también será visible en las existencias. Tras un ajuste importante entre el tercer y cuarto trimestre del 2011, tuvieron una recuperación a comienzos de año. Sin embargo, en el escenario base, se estima que en el 2012 la variación de existencias como porcentaje del PIB será menor a la del 2011, reflejo del ajuste que las empresas harán en su manejo de inventarios por la incertidumbre asociada al escenario externo. En suma, en el 2012 el crecimiento de la demanda interna será menor que en el 2011, aunque aún crecerá algo más que la actividad. Descontada la variación de existencias, el aumento del gasto interno será levemente superior.

**GRÁFICO V.2**  
Proyección de inflación IPC  
(variación mensual, porcentaje)



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

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.  
**GRÁFICO V.3**  
Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)  
(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a partir del segundo trimestre de 2012, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.

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

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

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

Se proyecta que el déficit de la cuenta corriente terminará el 2012 en 3,1% del PIB, valor algo inferior al proyectado en marzo. Pese al menor precio previsto para el cobre y la debilidad de la demanda externa, el ajuste en el gasto interno y la caída en el precio del petróleo llevan al menor déficit. Medida a precios de tendencia, en el 2012 la cuenta corriente tendría un déficit algo por debajo de 6% del PIB, cifra similar a la del 2011<sup>1</sup>.

En los últimos meses, la inflación ha sido inferior a lo previsto en marzo. La diferencia proviene tanto de menores precios de la energía como de registros subyacentes por debajo de lo esperado, en particular en el componente de bienes. En adelante, la trayectoria de los precios externos de los combustibles hará que sigan restando inflación. En el escenario base, la inflación total oscilará en torno a 3% en los próximos dos años, ubicándose en ese valor en el segundo trimestre del 2014, el fin del horizonte de proyección. Para fines de año, se estima que la variación anual del IPC se ubicará en 2,7%, cifra por debajo de lo previsto en marzo (gráficos V.2 y V.3) (tabla V.3).

Como supuestos de trabajo, las proyecciones consideran que el TCR, que está dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo, permanecerá en niveles similares por los próximos dos años. Además, que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Para la política monetaria, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable (gráfico V.4).

## ESCENARIOS DE RIESGO

El escenario base refleja los eventos que el Consejo estima tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico del IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de darse, podrían modificar, en algunos casos significativamente, 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 está equilibrado (gráficos V.5, V.6 y V.7).

El mayor riesgo se origina en el escenario externo, por la situación en la Eurozona. Esta es muy compleja y los acontecimientos de los últimos meses han reflejado la eventualidad de escenarios más extremos. En lo principal, está la posibilidad de que los problemas económicos y financieros de la región se resuelvan de una manera costosa y desordenada, por ejemplo, con una salida de Grecia de la unión monetaria. Aunque el tamaño de esa economía es menor dentro de la Eurozona, un desenlace de este tipo tendría consecuencias más severas para el resto del mundo si provoca un contagio hacia economías europeas de mayor tamaño. En España han seguido acrecentándose las dudas sobre su situación macroeconómica y financiera,

<sup>1</sup> Este cálculo considera correcciones en precios y no en volúmenes. Para el 2012, se asume un precio del cobre de US\$2,8 la libra, y del petróleo de US\$80 el barril.

TABLA V.3

### Inflación

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Inflación IPC promedio	1,4	3,3	3,3	2,8	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,4	2,7	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)					3,0
Inflación IPCX promedio	0,5	2,4	2,9	2,9	
Inflación IPCX diciembre	2,5	3,3	2,7	2,9	
Inflación IPCX en torno a 2 años (1)					3,0
Inflación IPCX1 promedio	-0,7	1,3	2,8	3,0	
Inflación IPCX1 diciembre	0,1	2,5	3,2	2,9	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (1)					3,0
Inflación IPCSAE promedio (2)	0,5	1,3	2,8	3,0	
Inflación IPCSAE diciembre (2)	1,5	2,4	3,2	3,0	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1) (2)					3,0

(f) Proyección.

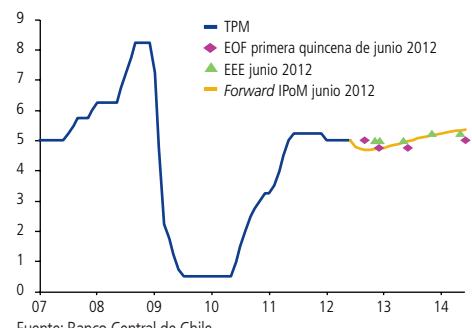
(1) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2014.

(2) El IPCSAE corresponde al índice de precios de la canasta de consumo excluyendo los precios de alimentos y de la energía. En la mayor parte de las economías de la OCDE este índice se utiliza como medida de la inflación subyacente.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4

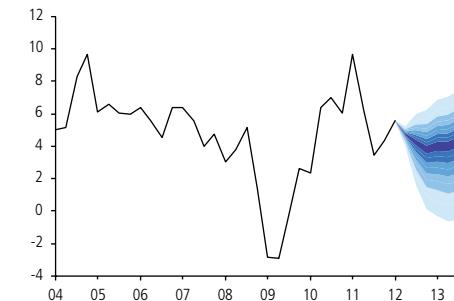
### TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

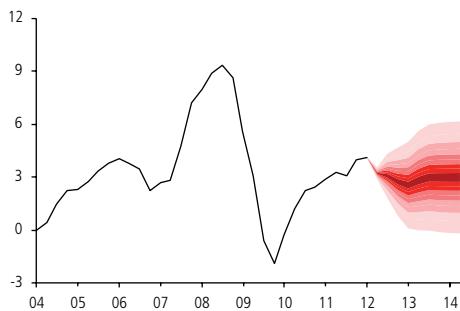
GRÁFICO V.5

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



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

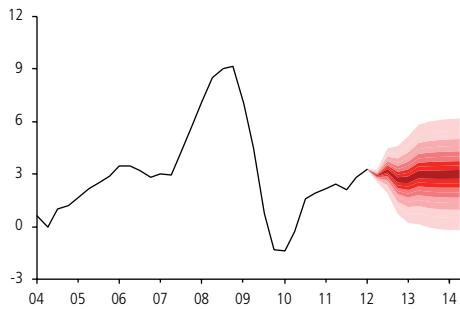
Fuente: Banco Central de Chile.

lo que se ha reflejado en el continuo aumento de sus primas por riesgo. La falta de claridad de cómo operará el plan de ayuda anunciado para la banca española, sus dificultades para cumplir con las metas fiscales ante el alicaido panorama de crecimiento y el impacto sobre sus niveles de deuda soberana siguen siendo materia de preocupación. Del mismo modo, se han incrementado las aprensiones sobre otros países de la región, como Italia, por su alto nivel de endeudamiento público y bajo crecimiento. El acoplamiento que han mostrado las primas por riesgo de España, Italia y Francia pone de manifiesto este riesgo. También es posible que las tensiones actuales se reviertan, por ejemplo, ante acuerdos que favorezcan el cumplimiento de las medidas de ajuste pactadas o nuevos anuncios de apoyo por parte de las autoridades económicas de la zona que otorguen más tiempo para seguir avanzando en los cambios estructurales necesarios.

Otros riesgos tienen relación con el panorama de crecimiento mundial más allá de la Eurozona. En Estados Unidos persisten las dudas sobre la forma en que se dará la transición hacia una trayectoria de deuda sostenible a mediano y largo plazo. Especial atención merece la posibilidad de que las dificultades políticas para lograr acuerdos en materia fiscal desencadenen los ajustes automáticos previstos hacia el 2013, lo que tendría efectos negativos sobre el crecimiento de esa economía. En el mundo emergente, no se puede descartar que la desaceleración de China sea más profunda y/o prolongada que la considerada en el escenario base, lo que mermaría el crecimiento de otras economías por su peso en el comercio mundial y tendría efectos relevantes en los precios de las materias primas.

En lo interno, como se mencionó, los riesgos de mediano plazo para la inflación siguen vigentes. La tasa de crecimiento de la actividad y la demanda interna ha disminuido, pero a una velocidad más lenta que la esperada. Aunque el Consejo estima que no ha habido un estrechamiento adicional de las holguras de capacidad, de retomarse una trayectoria más dinámica de la actividad, estas pueden sufrir presiones que lleven a un incremento de la inflación y requieran de respuestas de política monetaria. En el mismo ámbito, en los últimos dos años el crecimiento de la demanda interna por sobre el PIB ha provocado una ampliación del déficit de cuenta corriente. La tasa de ahorro de los hogares está en niveles bajos respecto de años anteriores, mientras que la de las empresas ha decrecido en el último año, a lo que se suman niveles de inversión históricamente elevados. Si la demanda interna incrementa su dinamismo, podría provocar una ampliación del déficit en cuenta corriente. Ello resultaría riesgoso en un escenario de debilidad de la economía mundial, menor precio del cobre y encarecimiento del financiamiento externo.

La complejidad del escenario actual requiere un manejo prudente de la política monetaria, al mismo tiempo que hace necesario estar preparados para enfrentar riesgos significativos. La situación de la economía internacional es preocupante y un deterioro de esta podría tener efectos relevantes sobre Chile. Internamente, persisten algunos riesgos en materia de inflación y es labor del Banco Central vigilar esta situación. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

**GRÁFICO V.7**Proyección de inflación IPCX (\*)  
(variación anual, porcentaje)

(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

Fuente: Banco Central de Chile.

## RECUADRO V.1

### EFFECTO DE LA NUEVAS CUENTAS NACIONALES EN EL CÁLCULO DEL PIB TENDENCIAL

La actualización en la metodología de cálculo de la Cuentas Nacionales implicó una revisión de los niveles y tasas de crecimiento del PIB desde el 2003 en adelante<sup>2/</sup>. En concordancia con ello, este recuadro presenta una revisión del cálculo de PIB tendencial que el Consejo usa como supuesto en las proyecciones que se entregan en cada IPoM. Este cálculo sirve para estimar la brecha de producto que se utiliza en los modelos de proyección, en particular para evaluar las presiones inflacionarias que enfrenta la economía. Es importante recalcar que su relación con el crecimiento de corto plazo no es necesariamente directa.

Para efectos prácticos, la brecha de producto relevante para las presiones inflacionarias es la que se mide usando la actividad de los sectores distintos de recursos naturales, habitualmente denominados sectores resto. En el 2012, estos representan en el 2012 aproximadamente 85% del PIB total, y excluyen a la minería, la pesca y electricidad, gas y agua.

El PIB tendencial para los sectores resto es:

$$\bar{Y}_t^R = \bar{Z}_t K_t^{1-\alpha} (\Gamma_t \cdot \bar{FT}_t \cdot (1 - \bar{ur}) \cdot \bar{h}_t \cdot \varphi)^{\alpha} \quad (1)$$

donde  $\bar{Y}_t^R$  es el PIB resto,  $Z_t$  es la productividad total de factores (PTF) del sector resto,  $K_t^R$  es el stock de capital efectivo en el sector resto,  $\Gamma_t$  es un ajuste a la calidad del trabajo,  $FT_t$  es la fuerza de trabajo,  $ur$  es la tasa de desempleo,  $ht$  son las horas trabajadas promedio,  $\varphi$  es la proporción de trabajadores en los sectores resto,  $\alpha$  es la participación de las remuneraciones resto en el valor agregado resto. La barra sobre las letras indica que se refiere a los valores tendenciales de las variables respectivas.

<sup>2/</sup> Para más detalles, ver Recuadro III.1: Nuevas Cuentas Nacionales, IPoM marzo 2012. Guerrero y Pozo (2012) contienen una actualización de las series de PIB y gasto para el periodo 1996-2003 utilizando la Referencia 2008 para las Cuentas Nacionales.

El PIB tendencial total se mide como:

$$\bar{Y}_t = (\bar{Y}_t^R)^{\zeta_t} (\bar{Y}_t^{RRNM})^{1-\zeta_t} \quad (2)$$

donde  $\zeta_t$  es la participación del PIB resto en el total. El crecimiento tendencial de los sectores de recursos naturales se calcula en torno a 2,7%, aunque el promedio de su crecimiento histórico ha sido aproximadamente 0%. Parte importante de este bajo crecimiento de los sectores resto se explica por una caída sistemática en la ley de los minerales, que se espera sea compensada por mayor inversión en el sector (Recuadro I.1).

La PTF tendencial del sector resto se mide como:

$$Z_t = \frac{\bar{Y}_t^R}{(U_t \cdot K_t)^{1-\alpha} (\Gamma_t \cdot L_t^R \cdot h_t)^{1-\alpha}} \quad (3)$$

donde:  $U_t$  es una medida de utilización de capital, computada como la desviación cíclica de la generación de energía en el SIC (Filtro HP con  $\lambda = 1600$ );  $L_t^R$  es el trabajo en el sector resto ajustado por empleos de emergencia; y  $ht$  son las horas efectivas trabajadas en promedio del INE. Para el cálculo de la PTF potencial, se filtra la serie  $[Z_t]_{s=1986,1}^T$ , usando un filtro HP con  $\lambda = 10.000$ . Tras esto se computan las diferencias de la serie filtrada, y se extrapola linealmente desde el último valor hasta el cuarto trimestre del 2020, de manera que la tasa de crecimiento en el último período sea 1,5<sup>3/</sup>. Luego se filtra la tasa de crecimiento, usando un filtro HP con  $\lambda = 1600$ , obteniéndose la tasa de crecimiento tendencial de la PTF:  $g^z$ <sup>4/</sup>.

<sup>3/</sup>Este valor se obtiene asumiendo un crecimiento balanceado de largo plazo y con supuestos de largo plazo para el crecimiento potencial del PIB resto de 5,4% y del trabajo corregido por calidad de 2,5%. El supuesto de crecimiento de largo plazo de la PTF es similar al promedio de los países de la OCDE.

<sup>4/</sup>El doble filtrado se efectúa para evitar los sesgos en las últimas observaciones que se producen con los filtros habituales.

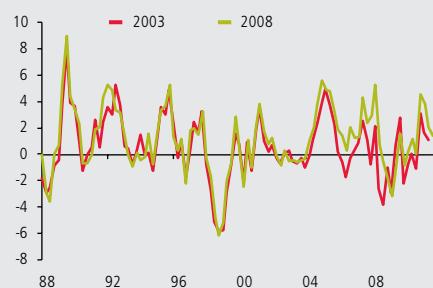


Los resultados del ejercicio muestran que el cálculo del crecimiento de la PTF efectiva con las nuevas series es algo mayor que con las Cuentas Nacionales previas (gráfico V.8), pero no es muy distinto del supuesto de convergencia de esta variable a mediano y largo plazo. Por lo mismo, la reestimación de la PTF no cambia la visión respecto de la trayectoria futura del crecimiento tendencial.

Por el lado del capital, la actualización del cálculo de su stock tampoco tiene efectos significativos en el PIB tendencial<sup>5/</sup>.

De este modo, considerando las nuevas cifras de Cuentas Nacionales, el Consejo estima que el crecimiento de tendencia de la economía se sigue ubicando en torno a 5%. Asimismo, la evaluación del estado de las brechas de capacidad se mantiene respecto de marzo, estimándose que son estrechas.

**GRÁFICO V.8**  
Productividad total de factores  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>5/</sup>En [http://www.bcentral.cl/estudios/estudios-economicos-estadisticos/pdf/Actualizacion\\_SEEE63.pdf](http://www.bcentral.cl/estudios/estudios-economicos-estadisticos/pdf/Actualizacion_SEEE63.pdf) se encuentra una actualización de los cálculos de stock de capital de Henríquez (2008), considerando la Compilación de Referencia 2008.

# ÍNDICE

---

## TABLAS

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	15
I.2: Crecimiento del PIB	15
I.3: Inflación mundial	16
II.1: Expectativas para la TPM	20
III.1: Producto Interno Bruto	23
III.2: Demanda Interna	24
III.3: Impacto directo e indirecto de un aumento de 2,5% en el valor agregado de la minería	27
III.4: Impacto de un aumento de 3,5% en el valor agregado de la construcción	28
IV.1: Indicadores de inflación	32
V.1: Supuestos del escenario base internacional	35
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	36
V.3: Inflación	37

## GRÁFICOS

---

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: Volatilidad de mercados bursátiles	13
I.2: Tasas de interés de bonos nominales de gobierno	13
I.3: Bolsas mundiales	14
I.4: Saldo en cuenta corriente	14
I.5: PIB	14
I.6: Precios de materias primas	15
I.7: Tasas de política monetaria	16
I.8: Precio del cobre	17
I.9: Demanda mundial del cobre refinado	17
I.10: Producción mundial de cobre	18
II.1: TPM y expectativas	19
II.2: Tasas de interés en dólares y en pesos en el mercado local	19
II.3: Spread en el mercado monetario en pesos	20
II.4: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	20

II.5:	Mercados bursátiles	20
II.6:	Tipo de cambio nominal en el mundo	21
II.7:	Tipo de cambio nominal	21
II.8:	Tipo de cambio real	21
II.9:	Tasas de interés de colocación	22
II.10:	Colocaciones nominales por tipo de crédito	22
II.11:	Agregados monetarios	22
III.1:	PIB y demanda interna	23
III.2:	Consumo privado	24
III.3:	Indicadores de consumo privado	24
III.4:	Empleo	25
III.5:	Indicadores de inversión	25
III.6:	Participación de la inversión minera en el componente construcción y obras	27
III.7:	Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión	29
III.8:	Ahorro por agente económico	29
III.9:	Inversión por agente económico	30
IV.1:	Indicadores de inflación	31
IV.2:	Inflación mensual	31
IV.3:	Componentes de la inflación	32
IV.4:	Precio de los bienes de consumo importados (IVUM)	32
IV.5:	Salarios nominales: IREM	32
IV.6:	Costos laborales ajustados por productividad	33
IV.7:	Margen de explotación del comercio	33
IV.8:	Expectativas de inflación de las encuestas de mercado	34
V.1:	Términos de intercambio	35
V.2:	Proyección de inflación IPC	36
V.3:	Incidencias en la inflación anual del IPC	36
V.4:	TPM y expectativas	37
V.5:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	37
V.6:	Proyección de inflación IPC	38
V.7:	Proyección de inflación IPCX	38
V.8:	Productividad total de factores	40

# 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, abril 2012). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2011-2013 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 3,0% para el período 2011-2013.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2012). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 1,7% para el período 2011-2013.

**Crecimiento socios comerciales:** Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2011.

**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.

**Emerging Market Bond Index (EMBI):** Es el principal indicador de riesgo país, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por el Gobierno y empresas públicas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

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

**Ingreso nacional:** corresponde al ingreso nacional bruto disponible real publicado por cuentas nacionales.

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

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

**IPC sin alimentos y energía (IPCSAE):** IPC excluyendo la división de alimentos y productos relacionados a combustibles y servicios de energía eléctrica, permaneciendo 72% de la canasta total.



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Swap:** Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras. Uno de los contratos de *swap* más comunes es el de tasa

de interés, en el cual se intercambian flujos definidos a una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, por flujos definidos a una tasa variable.

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

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

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

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

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

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

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

## ABREVIACIONES

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

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

**EEE:** Encuesta de expectativas económicas

**EOF:** Encuesta de operadores financieros

**IPCB:** Índice de precios al consumidor de bienes

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

**IPCS:** Índice de precios al consumidor de servicios

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

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

**TPM:** Tasa de política monetaria

**FBCF:** Formación bruta de capital fijo



# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*, primer semestre 2012.
- Banco Mundial. 2012. *Global Economic Prospects*. Volumen 5, Junio.
- Barclays Capital. 2012. *Global Economics Weekly*. Junio.
- Congressional Budget Office. 2012. *Economic effects of reducing the fiscal restraint that is scheduled to occur in 2013*. Mayo.
- Consensus Forecasts. 2012. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Contreras, G. y F. Pinto. 2012. "Cambio Estructural de China: Plan y Perspectivas". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.
- Deutsche Bank. 2012a. *Asia Economics Monthly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2012b. *Dollar Bloc Weekly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2012c. *Emerging Markets Monthly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2012d. *Focus Europe*. Junio.
- Deutsche Bank. 2012e. *Global Economic Perspectives*. Junio.
- Fondo Monetario Internacional. 2012a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2012b. *Fiscal Monitor*. Abril.
- Food and Agriculture Organization. 2012. *FAO Food Price Index*. Mayo.
- Guerrero, S y M.Pozo. 2012. "Empalme estadístico del PIB y de los componentes del gasto: Series anuales y trimestrales 1986-2003, Referencia 2008". *Estudios económicos estadísticos* N.º91. Banco Central de Chile. Abril.
- Henríquez, C. 2008. "Stock de capital en Chile (1985-2010): Metodología y resultados". *Estudios económicos estadísticos* N.º63. Banco Central de Chile. Abril.
- JP Morgan Chase. 2012. *Global Data Watch*. Junio.
- Palominos, M. 2012. "Perspectiva de Mediano y Largo Plazo de la Oferta Mundial de Cobre". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

JUNIO 2012

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º 17.336  
Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción  
está prohibida sin la debida autorización del banco central  
de chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción  
de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su  
fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA** Junio 2012