

IPoM 2011

2011
DICIEMBRE

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

DICIEMBRE 2011



BANCO CENTRAL
DE CHILE

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	27
V. Escenarios para la inflación	31
Índice de tablas y gráficos	37
Glosario y abreviaciones	39
Referencias bibliográficas	40
Recuadros	
Resiliencia de las economías emergentes ante escenarios de crisis	17
<i>Shocks</i> de incertidumbre	35

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 13 de diciembre de 2011.

Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCCh) 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 BCCCh 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 14 de diciembre de 2011 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 20 de diciembre de 2011.

El Consejo

Resumen

Durante los últimos meses, las noticias económicas y financieras han estado dominadas por eventos del exterior. La crisis de la Eurozona se ha ido extendiendo y profundizando, a medida que crece la desconfianza respecto de su situación fiscal, bancaria y económica. Todo ello se ha reflejado en una alta volatilidad de los mercados mundiales, aumentos de los premios por riesgo y liquidez, caídas de los precios de activos financieros y materias primas, y un deterioro de las proyecciones de crecimiento mundial. En Chile, los efectos de estos acontecimientos han sido acotados. La actividad ha evolucionado algo por debajo de lo proyectado, la demanda interna continúa dinámica y la inflación se mantiene dentro del rango de tolerancia. En el mercado financiero, se observan condiciones algo más restrictivas como consecuencia de la situación en los mercados globales, lo que también se aprecia en otras economías emergentes. El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,25% desde septiembre. No obstante, el escenario externo más adverso probablemente tendrá consecuencias para el crecimiento y la inflación en Chile, así como para la orientación de la política monetaria.

Las preocupaciones sobre la Eurozona han ido escalando, elevando significativamente el costo de financiamiento público en economías de relevancia sistémica, como Italia y España, y, en menor medida, en Francia, Alemania y otros países de la zona. La evolución del problema ha derivado en un círculo vicioso: la mayor incertidumbre eleva los costos de financiamiento de los gobiernos, lo que pone en riesgo la sostenibilidad de su deuda, incrementa las dudas sobre la situación de la banca —los principales tenedores de dicha deuda soberana—, estrecha las condiciones crediticias y de liquidez, y perjudica el crecimiento y la recaudación fiscal. La ausencia de un ajuste cambiario al interior de la Eurozona agrava la situación. Así, las medidas requeridas para solucionar el problema son cada vez más costosas y más difíciles de implementar.

En Estados Unidos, los indicadores recientes de actividad han sido algo mejores que lo esperado. No obstante, se prevé que esta economía transitará por un largo período de lento crecimiento, aunque sin entrar en una nueva recesión. Con todo, las dificultades políticas para acordar un programa gradual de ajuste fiscal han aumentado la incertidumbre respecto de esta economía. En el corto plazo, existe el riesgo de un ajuste fiscal marcado, mientras que en el mediano plazo existe el riesgo de un ajuste insuficiente para conducir su deuda a una trayectoria sostenible.

Este conjunto de hechos ha provocado un aumento de la incertidumbre a nivel global, generando crecientes primas de riesgo y liquidez, caídas

Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual)					
Términos de intercambio	4,6	23,8	-2,9	-6,7	-3,5
PIB socios comerciales (*)	-0,4	6,1	4,2	3,8	4,2
PIB mundial PPC (*)	-0,7	5,0	3,8	3,5	4,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,3	3,9	2,8	2,7	3,2
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,8	1,3	2,1
(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	234	342	401	350	340
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	95	100	96
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	471	598	804	784	748
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

relevantes de los precios de los activos financieros y una apreciación del dólar en los mercados mundiales, también respecto del peso chileno. Con una alta volatilidad, al cierre estadístico de este Informe de Política Monetaria (IPoM) la paridad peso/dólar es 10% superior al cierre del IPoM anterior. El tipo de cambio real también ha subido en los últimos meses, situándose dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

Hasta ahora, la transmisión de la situación internacional hacia el mundo emergente ha ocurrido a través del canal financiero —vía mayores premios de endeudamiento y salidas netas de capital—, menores precios de materias primas —especialmente metales y productos agrícolas— y menores exportaciones industriales. Por ahora, las señales de desaceleración de la actividad del mundo emergente son moderadas y coherentes con lo previsto en septiembre. Se observa una menor producción industrial en algunas economías y un deterioro de la confianza. Destaca la desaceleración observada en Brasil y, en menor medida, en China. Considerando las perspectivas de un menor crecimiento global y sus efectos en el panorama inflacionario, varios bancos centrales de economías desarrolladas y emergentes han comenzado a incrementar el impulso monetario.

En Chile, durante el tercer trimestre la actividad se desaceleró de acuerdo con lo previsto. En octubre, el Imacec mostró una debilidad algo mayor, no obstante indicadores parciales apuntan a que el dinamismo de la demanda interna se mantiene, en parte impulsado por el mercado laboral, que sigue estrecho. En meses recientes, se observa evidencia que da cuenta de una menor acumulación de inventarios en algunos sectores como el comercio y la industria ante la mayor incertidumbre externa. Las encuestas a empresas apoyan esta hipótesis.

La inflación del IPC se ha ubicado por encima de 3% y se espera que termine el año en 3,9% anual. Las medidas subyacentes siguen contenidas. Los últimos datos del IPC han sido algo mayores que lo considerado en septiembre, explicados por precios específicos, como la carne, y por el efecto de la depreciación del tipo de cambio.

El escenario base contempla que las tensiones financieras persistirán, debido a que la situación de la Eurozona demorará en solucionarse. Se prevé que esta región sufrirá una recesión en el 2012 y que las demás economías desarrolladas tendrán un período prolongado de bajo crecimiento. Esto redundará en una menor expansión del resto del mundo, haciendo que el crecimiento mundial previsto para el 2012 y el 2013 sea 0,5 y 0,4 puntos porcentuales más bajo que lo considerado en septiembre, respectivamente. Los términos de intercambio también serán menores que en el 2011. Esto considera un precio del cobre que promediará US\$3,5 y 3,4 la libra el 2012 y el 2013, respectivamente. El precio del petróleo y los combustibles seguirán una trayectoria descendente.

En el escenario base, el menor impulso externo previsto se traducirá en un crecimiento de la economía chilena más bajo que el proyectado en septiembre. Las mayores fuentes de esta corrección son los efectos sobre la actividad local del debilitamiento de la demanda externa, condiciones financieras internacionales más restrictivas y menores términos de intercambio. Para el 2012, la economía nacional crecerá entre 3,75 y 4,75%,

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	-1,7	5,2	6,2	3,75-4,75
Ingreso nacional	-1,9	15,7	6,5	2,5
Demanda interna	-5,9	16,4	9,5	3,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,9	11,5	10,2	4,8
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	16,9	5,8
Consumo total	1,9	9,3	8,1	4,5
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	7,4	3,7
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	14,3	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	-1,5	-3,3
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	2.570	3.802	-3.700	-7.700
Balanza comercial	14.117	15.855	10.400	4.800
Exportaciones	54.004	71.028	80.900	78.800
Importaciones	-39.888	-55.174	-70.500	-74.000
Servicios	-1.444	-1.019	-900	-400
Renta	-11.666	-15.424	-15.400	-13.900
Transferencias corrientes	1.563	4.390	2.200	1.800

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,6	1,4	3,3	3,2	2,9
Inflación IPC diciembre	-1,4	3,0	3,9	2,7	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	2,8	0,5	2,4	2,7	3,2
Inflación IPCX diciembre	-1,8	2,5	2,9	2,6	3,3
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,3
Inflación IPCX1 promedio	2,7	-0,7	1,2	2,5	3,0
Inflación IPCX1 diciembre	-1,1	0,1	2,1	2,7	3,1
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,1

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

luego de haberse expandido 6,2% este año. En este escenario, la inflación del IPC disminuirá hacia cifras del orden de 3% en la primera mitad del 2012, fluctuando en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2013. Esta proyección utiliza como supuesto de trabajo que el TCR permanecerá en niveles similares por los próximos dos años, en línea con la evaluación sobre su nivel actual. En cuanto a la política monetaria, en un escenario base en que los efectos de la incertidumbre externa sobre la economía nacional son acotados, se utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

El escenario base refleja los eventos que se estiman tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico del IPoM. El Consejo estima que en esta ocasión esta probabilidad es menor que la habitual. Existe una amplia gama de riesgos que podrían alejar significativamente la evolución de la economía internacional del escenario base. Las repercusiones sobre el panorama macroeconómico chileno de escenarios distintos del descrito son variadas y, en algunos casos, difíciles de estimar. En esta ocasión, evaluadas las probabilidades de 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.

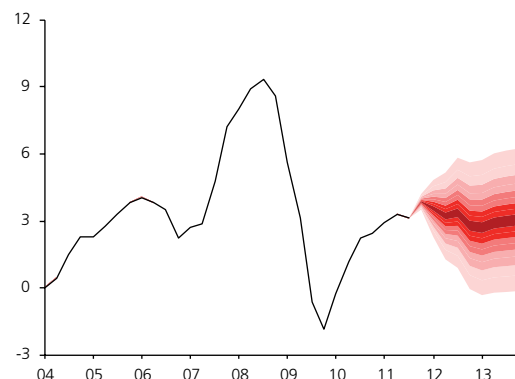
Los principales riesgos dicen relación con la forma en que se desarrollará la situación en la Eurozona, especialmente por la existencia de escenarios cuyas implicancias para la economía chilena podrían ser más negativas que en el escenario base. En los escenarios más extremos, podrían considerarse eventos de crédito en una economía de tamaño sistémico o una fragmentación desordenada del euro. Se considera que una situación de este tipo tiene baja probabilidad, pero tendría consecuencias graves para la economía mundial.

Existen escenarios intermedios, como, por ejemplo, una contracción más profunda del crédito de los bancos de la Eurozona, que, además de acentuar la recesión en esa región, provoque una restricción mayor en las condiciones de crédito y liquidez en el resto de la economía mundial. Asimismo, es posible que las economías emergentes vean resentida su actividad más que lo previsto, provocando efectos más profundos o duraderos en el crecimiento mundial y en los precios de las materias primas. Tampoco se puede descartar una mayor debilidad de la economía estadounidense, dependiendo de la trayectoria que siga la política fiscal.

La ocurrencia de este tipo de escenarios externos tendría efectos en Chile, cuya magnitud dependerá de cómo fluyan sus efectos a través de los distintos canales de transmisión: comercio exterior, financiamiento externo y términos de intercambio. Un estrechamiento moderado de las condiciones financieras internacionales podría tener efectos acotados, considerando que la solvencia agregada chilena se ha mantenido estable y en niveles superiores a los históricos y que el Banco Central dispone de mecanismos para permitir el normal funcionamiento de los mercados internos. Una crisis externa que conlleve mayores ajustes de los términos de intercambio podría tener más efectos, por su impacto sobre el déficit en cuenta corriente. Con todo, la combinación de un estrechamiento de las condiciones financieras externas, una caída de los términos de intercambio y un menor crecimiento de los socios comerciales podría afectar más negativamente la evolución

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

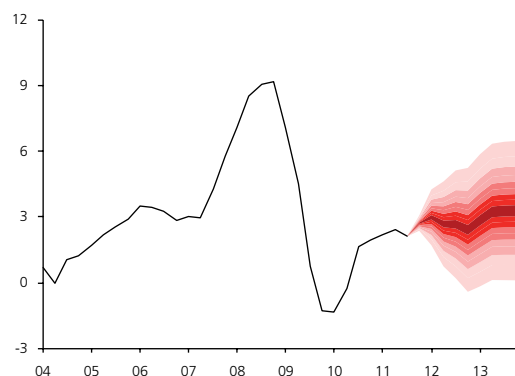


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

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 que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile

del crecimiento de la economía chilena en el horizonte de proyección. Sin embargo, sus efectos pueden ser atenuados por la acción de las políticas monetarias, fiscales y financieras.

Aunque predominan escenarios más negativos, no se puede descartar que las autoridades de la Eurozona consigan construir un conjunto de medidas y reformas que logren restablecer la confianza de los mercados. Los anuncios de la Unión Europea a principios de diciembre apuntan en esta dirección. En todo caso, en un escenario de este tipo, dados los ajustes fiscales requeridos, las economías desarrolladas seguirían con bajo crecimiento por un período prolongado y mantendrían políticas monetarias laxas por un tiempo extenso. Ello acentuaría la dicotomía entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes. En este contexto, es posible que un repunte de los inlfujos de capitales en las economías emergentes dificulten el manejo de las políticas macroeconómicas.

Internamente, no es posible descartar que los efectos de la mayor incertidumbre externa sean superiores. Por un lado, en las últimas semanas se han observado condiciones algo más restrictivas en el mercado financiero local, como consecuencia de la situación en los mercados globales, fenómeno común con otras economías emergentes. La amplificación de estas fricciones podría tener efectos significativos sobre la actividad, la demanda y la inflación. Por ahora, no se aprecian cambios importantes en las tasas de colocación y el crecimiento del crédito. Por otro lado, también es posible que el aumento de la incertidumbre global tenga efectos más significativos sobre la confianza y las decisiones de consumo e inversión.

El panorama externo más adverso contemplado en el escenario base tendrá consecuencias para el crecimiento y la inflación en Chile, así como para la orientación de la política monetaria. Se utiliza como supuesto de trabajo, que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas. Sin embargo, aún no se esclarece del todo la magnitud del deterioro de la situación externa y su impacto en la economía chilena. La situación en la Eurozona es grave y existen riesgos de importancia en otras economías desarrolladas. De materializarse algunos de los riesgos antes enunciados, el país cuenta con un robusto marco de políticas económicas, capaz de reducir los efectos negativos derivados de la situación externa. La experiencia de fines del 2008 y comienzos del 2009 reafirma esta capacidad. El Banco Central dispone de mecanismos y herramientas para reaccionar con decisión ante escenarios adversos y así mitigar los costos sobre la economía nacional. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de septiembre 2011

Las novedades del tercer cuarto del año se habían centrado en el escenario externo, al materializarse algunos de los riesgos contemplados en los trimestres previos. En particular, se habían acrecentado las dudas sobre la resolución del alto endeudamiento —público y privado— de algunos países de la Eurozona y los problemas de consolidación de las finanzas públicas de Estados Unidos. Las tensiones financieras en Europa habían tenido un impacto significativo en los mercados financieros internacionales, lo que se tradujo en alta volatilidad, aumentos de las primas por riesgo y una marcada incertidumbre sobre el desempeño futuro de la economía mundial. Las perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas reflejaban una mayor debilidad, particularmente en Estados Unidos y la Eurozona. La proyección de crecimiento mundial para los próximos dos años se había corregido a la baja respecto de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. Se preveía que la mayor debilidad del mundo desarrollado tendría efectos en la actividad de las economías emergentes, las que, en todo caso, continuarían mostrando un mejor desempeño que las desarrolladas. El dólar se había fortalecido frente a algunas monedas. Los precios de las materias primas experimentaron caídas importantes, con excepción de los productos agrícolas y del oro. Debido a lo anterior y a los ajustes de política monetaria concretados en varias economías, la preocupación por un posible sobrecalentamiento en el mundo emergente y sus consecuencias sobre la inflación habían disminuido.

En el plano interno, el dinamismo de la actividad y la demanda había continuado moderándose en el segundo trimestre, aunque algo menos que lo proyectado en el IPoM de junio. El consumo había desacelerado su fuerte expansión previa, pero menos que lo previsto. Por su parte, el mercado laboral seguía dando señales de estrechez y las condiciones financieras se habían mantenido favorables. Frente a un escenario de menor impulso externo, se estimaba que la economía chilena crecería entre 6,25 y 6,75% durante el 2011. El mayor impacto del cambio en el escenario externo sería visible en el crecimiento del 2012, período para el cual el PIB crecería entre 4,25 y 5,25%. Además del efecto del escenario externo, el menor crecimiento del 2012 respecto del 2011 se justificaba en la necesaria convergencia hacia cifras de expansión coherentes con el crecimiento de tendencia. El cambio en el escenario externo también produjo modificaciones importantes en el panorama inflacionario interno, especialmente en el corto plazo. Las expectativas de inflación privadas se corrigieron a

la baja, apuntando hacia una inflación IPC algo superior a 3% para fines de año. En el escenario base del IPoM de septiembre, el aumento de la inflación anual del IPC para fines del 2011 era menor que el previsto en junio. Esto obedecía principalmente al efecto del menor precio de los combustibles. En adelante, la inflación se mantendría en torno a la meta y finalizaría en 3% al final del horizonte de proyección.

El balance de riesgos para la actividad estaba sesgado a la baja, mientras que para la inflación estaba equilibrado. Los principales riesgos se relacionaban con el complejo panorama económico global. No se descartaba que los episodios de estrés se repitieran o se intensificaran, con sus consiguientes efectos en el sector financiero y en la confianza de los agentes. Esto, por cuanto los problemas de fondo del endeudamiento, público y privado, en las economías desarrolladas aún no habían sido resueltos. Otra parte de los riesgos externos provenía del crecimiento del mundo desarrollado y las dudas sobre la fortaleza de su proceso de recuperación. En este sentido, no se podía descartar un escenario en el que la postergación de los incrementos de las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas y su falta de dinamismo llevase a un rebrote de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, cuyo acomodo podría complicar el manejo de las políticas macroeconómicas. Internamente, existía el riesgo de que la economía siguiera creciendo por sobre su tendencia, lo que implicaría presiones inflacionarias incoherentes con la meta de inflación.

Respecto de la política monetaria, el Consejo estimaba que, en el escenario más probable, los cambios futuros de la TPM dependerían de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias. El escenario base del IPoM de septiembre consideraba que, en el corto plazo, la TPM sería similar a su nivel del momento.

Reuniones entre septiembre y noviembre

Para la reunión de septiembre, las novedades indicaban que el menor dinamismo de las economías desarrolladas se mantendría en la segunda mitad del año y también hacia el 2012. Además, no se podía descartar que la continuación o agudización de las turbulencias financieras acentuara el deterioro de la confianza global y moderara aún más las perspectivas de crecimiento mundial. Internamente, no se observaban efectos de los eventos externos en las cifras de la economía nacional. Los registros del comercio, ventas de viviendas e importaciones de capital

aún reflejaban una demanda dinámica, especialmente de la inversión fija. Otros sectores, como la industria, mostraban una desaceleración más marcada. Sin embargo, los indicadores locales relacionados con las expectativas ya reflejaban cierta moderación. Sobre la inflación, las últimas cifras no modificaban en forma relevante las perspectivas delineadas en el IPoM de septiembre. Así, los antecedentes recopilados en el último mes llevaban a proponer como opción relevante el mantener la TPM en 5,25% anual, sin sesgo. En el plano externo, la atención seguía centrada en el empeoramiento de la situación financiera, especialmente de Europa, a lo que se agregaba que las últimas cifras de actividad reforzaban la perspectiva de una desaceleración global. La preocupación de un eventual *default* de Grecia y su posible contagio sobre el resto de las economías europeas, había generado una alta volatilidad y una fuerte aversión al riesgo en los mercados financieros. Internamente, las cifras de actividad y demanda interna continuaban moderándose y la inflación evolucionaba según lo previsto. El mercado laboral seguía marcado por condiciones de estrechez, lo que se había reflejado en tasas de desempleo bajas y en una aceleración del ritmo de crecimiento de las remuneraciones nominales. Dado lo anterior, el mantener la TPM permitiría reaccionar con flexibilidad frente a cambios bruscos en el escenario macroeconómico. Finalmente, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,25% anual.

Para la reunión de octubre, la evolución del escenario macroeconómico seguía dominado por los acontecimientos en Europa, lo que había implicado una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Junto a ello, los indicadores de actividad del mundo desarrollado habían empeorado y los precios de las materias primas habían descendido. Por otra parte, surgían dudas sobre el dinamismo de China y sus implicancias sobre la capacidad de esta economía de mantener altas tasas de crecimiento en un contexto de debilidad sostenida del mundo desarrollado. En el plano interno, los últimos datos de actividad apuntaban a una desaceleración algo mayor que la prevista en septiembre. Pese a ello, los indicadores del mercado laboral, importaciones y crédito aún daban cuenta de un importante dinamismo. La inflación anual del IPC seguía en torno a la meta, al mismo tiempo que la inflación subyacente mostraba un incremento acotado. Aunque era posible que la depreciación del peso afectara la inflación en el corto plazo, sus efectos en el horizonte de proyección eran menores. Los antecedentes llevaban a proponer como opciones relevantes mantener la TPM o reducirla en 25pb, hasta 5,0%, incorporando un sesgo negativo a su trayectoria futura. Esta última opción tenía como ventaja comenzar a actuar en forma preventiva ante el deterioro del escenario externo, anticipándose a sus probables efectos sobre el crecimiento y la inflación en Chile, considerando los rezagos con que normalmente opera la política monetaria. Sin embargo, esta opción podría haber transmitido una visión más negativa sobre el escenario externo, generando un efecto contrario al deseado sobre la confianza de los consumidores y empresas locales. Por ello, la opción de mantener la TPM,

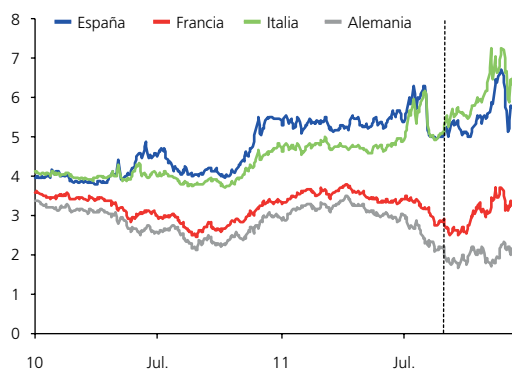
comunicando un balance de riesgos más negativo para la economía mundial y nacional, otorgaba un tiempo para que la situación externa decantara, así como para que se observaran sus efectos en la economía local. Finalmente, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,25% anual. Además, comunicó que de materializarse un peor escenario global con implicancias sobre las perspectivas inflacionarias, el Consejo actuaría con flexibilidad y corregiría el curso de la política monetaria.

Para la reunión de noviembre, las principales novedades continuaban proviniendo del escenario externo, en particular de la Eurozona. Pese a los acuerdos y cambios políticos producidos en Europa, allí las noticias seguían sin mejorar. Ello, porque se agregaba la debilidad de la situación económica y perspectivas aún más negativas. Además, tales tensiones habían afectado a Italia, el país con la tercera deuda pública más grande del mundo. En Estados Unidos y Asia, los datos efectivos de actividad eran algo más positivos, mostrando que la desaceleración en Estados Unidos seguía —pero no se había agudizado— y que Asia mantenía, por el momento, un dinamismo importante. Ello había contribuido a sostener los precios de los activos, con una apreciación de las monedas de los mercados emergentes, un aumento de las bolsas y un repunte en algunos precios de materias primas. Pese a todo, el principal riesgo seguía siendo el grado de contagio de la economía europea sobre el resto del mundo, en particular sobre el emergente, que era el que sostenía el incremento de la actividad mundial. En el plano interno, los últimos registros de inflación y actividad habían sorprendido al alza. La demanda interna también había crecido algo más que lo esperado, aunque ya se visualizaban señales de moderación, particularmente en las cifras de importaciones de bienes de consumo y de capital. No obstante, las desviaciones estaban dentro de los niveles normales, por lo que no cambiaban de manera relevante el panorama de crecimiento e inflación contenidos en el IPoM de septiembre. Por su parte, el mercado laboral seguía estrecho. Así, los datos recopilados desde la reunión previa llevaban a proponer como opciones relevantes mantener la TPM en 5,25% o recortarla en 25pb, hasta 5,0%. Reducir la TPM permitiría actuar preventivamente ante el deterioro del panorama externo, anticipándose a sus probables efectos sobre el crecimiento y la inflación en Chile. Sin embargo, pese a que la probabilidad de un escenario internacional más adverso había aumentado desde la publicación del IPoM de septiembre, los efectos de su empeoramiento sobre la economía chilena aún eran acotados. Por otra parte, la opción de mantener la TPM, reafirmando un balance de riesgos más negativo para la economía mundial y nacional, era coherente con los últimos desarrollos internos en materia de actividad e inflación, y otorgaba tiempo para evaluar la intensidad de los efectos que tendría el empeoramiento del panorama internacional en el plano local. Finalmente, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,25% anual.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Costo de la deuda de largo plazo en la Eurozona (*)
(porcentaje)

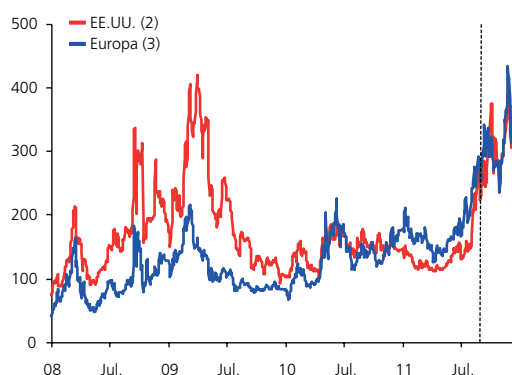


(*) Corresponde a las tasas de interés de los bonos de gobierno genéricos a 10 años. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de septiembre.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.2

CDS promedio de bancos (1)
(puntos base)



(1) Medidos a través del promedio simple de los premios CDS a 5 años. Para su definición, ver Glosario. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de septiembre.

(2) EE.UU. incluye a Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan Chase y Bank of America.

(3) Europa incluye a Société Générale, Deutsche Bank, UBS AG, Santander, BBVA y UniCredit.

Fuente: Bloomberg.

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.

Coyuntura actual

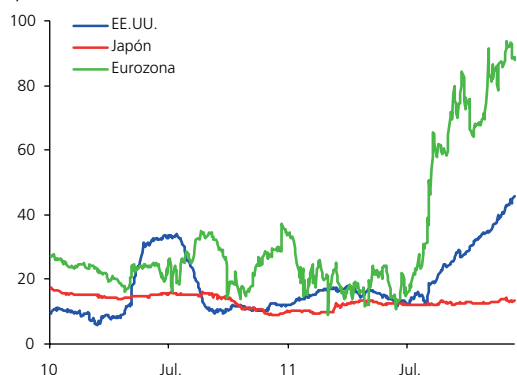
Los riesgos del escenario externo han aumentado significativamente. La compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona se ha acentuado. El endeble crecimiento económico de la región ha agudizado las tensiones, lo mismo que las dudas sobre la solvencia fiscal y de los bancos expuestos a la deuda soberana. Todo ello ha repercutido en una elevada volatilidad y mayor aversión al riesgo en los mercados mundiales.

La intensificación del problema de la deuda soberana en la Eurozona, hizo que el foco de atención se fuera trasladando desde Grecia hacia la sostenibilidad fiscal de otros países de mayor importancia sistémica, como Italia y España. Incluso, estas tensiones se han propagado a otras economías que hasta hace unos meses no presentaban un mayor grado de contagio. En este contexto de mayor incertidumbre y de crecientes dudas sobre la sostenibilidad fiscal en la Eurozona, los premios por riesgo soberano de la mayoría de las economías de la región han continuado aumentando, llegando en algunos casos a máximos históricos. Aunque de manera acotada, Alemania y Francia se han visto afectadas por el mayor costo de financiación (gráfico I.1). La situación de España, y en particular la de Italia, es muy compleja. Al bajo crecimiento económico, se suman sus importantes necesidades de financiamiento público.

El problema de la deuda soberana en la Eurozona ha afectado los balances de los bancos, incluso de Estados Unidos. La incertidumbre sobre su grado de exposición a esta deuda ha incidido en una mayor preocupación sobre la estabilidad financiera de la Eurozona y la necesidad de recapitalizar la banca. Ello se ha reflejado en aumentos importantes de los premios por riesgo bancarios, tanto de Europa como de Estados Unidos (gráfico I.2). Los premios por riesgo corporativos han evolucionado de forma similar. Las condiciones de liquidez en los mercados interbancarios han continuado estrechándose, principalmente en la Eurozona, limitando las opciones de financiamiento (gráfico I.3). Los principales bancos centrales han adoptado diversas medidas para aumentar la provisión de liquidez, incluyendo acciones coordinadas, pero el problema se mantiene. Además, las condiciones crediticias locales se han restringido, tanto en la Eurozona como en otras economías, afectando directamente la demanda y agravando el panorama de crecimiento.

Gráfico I.3

Condiciones de liquidez (*)
(puntos base)

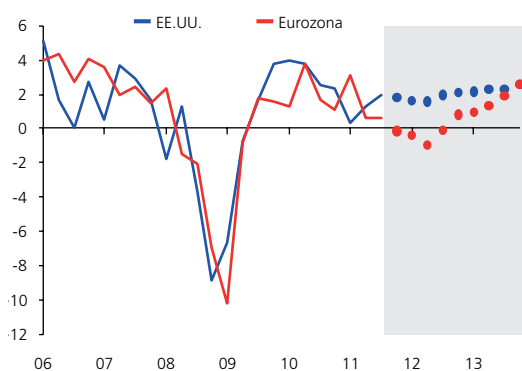


(*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libor y el *overnight indexed swap* (OIS), ambos a tres meses. Para la Eurozona corresponde a la diferencia entre la tasa Euribo y el OIS respectivo.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.4

Actividad en economías desarrolladas (*)
(variación trimestral anualizada, porcentaje)

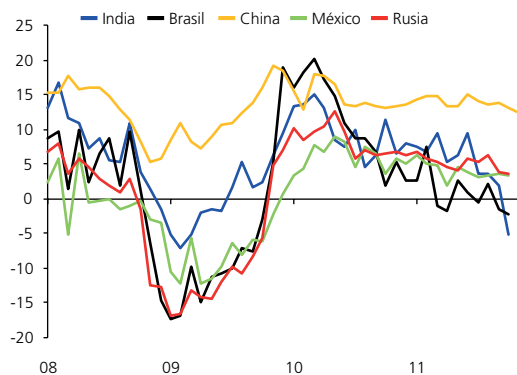


(*) Área gris, a partir del cuarto trimestre del 2011, corresponde a proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

Gráfico I.5

Producción industrial en economías emergentes (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Datos hasta octubre de 2011 para Brasil, India, México y Rusia. Para China, datos hasta noviembre de 2011.

Fuente: Bloomberg.

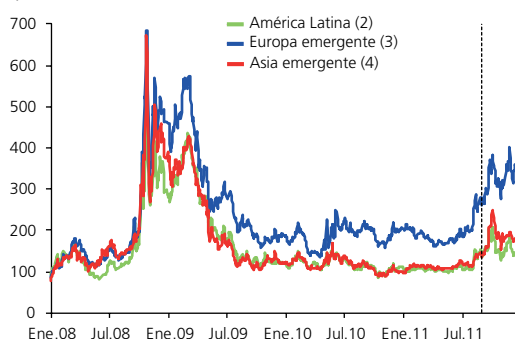
Las cifras del tercer trimestre y otros datos coyunturales evidencian signos de una lenta recuperación en el mundo desarrollado y las perspectivas para la actividad indican que, por un período prolongado, estas economías transitarán por una senda de bajo crecimiento (gráfico I.4). En general, el consumo continúa sin repuntar, permaneciendo en niveles deprimidos, afectado por la fragilidad del mercado laboral y el elevado nivel de endeudamiento de los hogares. Los indicadores de confianza de empresarios y consumidores han continuado con una marcada tendencia descendente —situándose bajo los niveles de expansión—, reflejando las perspectivas de debilidad del mundo desarrollado y los efectos de una mayor incertidumbre mundial. La escasa posibilidad de contrarrestar esta debilidad con políticas contracíclicas, debido a los elevados déficits fiscales y al bajo nivel que ya han alcanzado las tasas de política monetaria, es otro factor que ha mermado las perspectivas de crecimiento. En la Eurozona, los registros de actividad, como la producción industrial y las perspectivas de gerentes de compras, han ido configurando un escenario de recesión. En Estados Unidos, el crecimiento continúa lento, pese a que los últimos datos efectivos de actividad, empleo y confianza empresarial han sido algo mejores a lo esperado. A ello se suma, la falta de resolución política sobre la trayectoria del presupuesto fiscal, que pone una mayor cuota de incertidumbre tanto sobre el crecimiento, por su impacto en la demanda, como sobre los mercados financieros, por su impacto en la sustentabilidad de mediano plazo de la deuda pública.

Hasta ahora, el complejo panorama en el mundo desarrollado ha tenido efectos acotados en la actividad de las economías emergentes. Estas últimas han continuado creciendo a tasas mayores que las desarrolladas, aunque su ritmo de crecimiento se ha moderado de acuerdo con lo previsto en el IPoM de septiembre. En particular, el crecimiento de la actividad en China se ha atenuado, pero continúa en tasas elevadas. El PIB del tercer trimestre aumentó 9,1% anual, cifra menor a la de los dos trimestres previos. El crecimiento anual de la producción industrial se ha mantenido en torno a 13% durante los últimos meses. Otros datos coyunturales, como las expectativas de gerentes de compras, también apuntan hacia una atenuación, al ubicarse bajo el pivote de expansión en el registro de noviembre. Ello obedecería a la menor demanda desde Europa, así como a los efectos rezagados de la mayor restricción monetaria y crediticia para controlar las presiones inflacionarias internas. Otras economías emergentes, particularmente en Asia, también evidencian signos de moderación en su actividad y caídas de las exportaciones. Tal es el caso de India y la República de Corea. En Brasil, la desaceleración de la economía ha sido más marcada (gráfico I.5). Las perspectivas para las economías emergentes apuntan a que la desaceleración continuará hacia el 2012, por el efecto que la menor actividad del mundo desarrollado tendrá en el crecimiento mundial.

Una de las vías de propagación de las tensiones en la Eurozona hacia el mundo emergente ha sido el canal financiero. Los premios por riesgo soberano han registrado alzas importantes, en particular en Europa emergente (gráfico I.6). La preferencia por activos más seguros ha motivado salidas netas de capitales, accionarios y de renta fija, desde las economías emergentes. Las bolsas han caído. El dólar se ha apreciado, principalmente frente a monedas de países emergentes, aunque con una marcada volatilidad. El dólar multilateral, disminuyó en torno a 5% respecto de los niveles del cierre estadístico del IPoM de septiembre (gráfico I.7).

Gráfico I.6

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



(1) Medidos a través del promedio simple de los premios CDS a 5 años. Para su definición, ver Glosario. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre.

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

(3) Incluye a Hungría, Polonia, Rusia y Turquía.

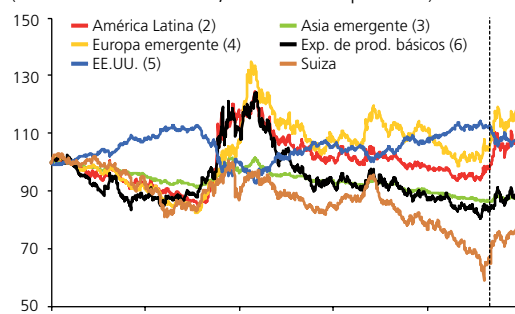
(4) Incluye a China, Indonesia y Tailandia.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.7

Paridades de monedas (1)

(índice 01/01/2007=100, moneda local por dólar)



(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre.

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

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

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

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

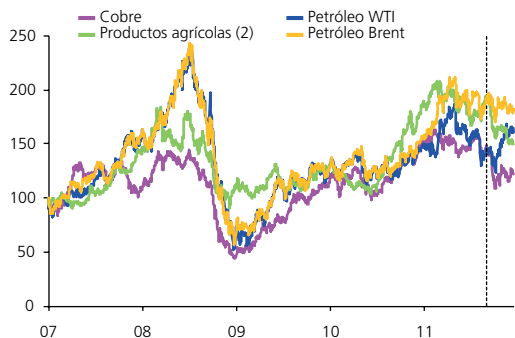
(6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.8

Precios de materias primas (1)

(índice, 02/01/2007=100)



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

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

Los mercados de productos básicos también se han visto afectados por una elevada volatilidad y las perspectivas de una menor demanda mundial. Respecto de septiembre, los precios de las materias primas continuaron con una trayectoria a la baja, la que se extendió a la mayoría de los productos (gráfico I.8). Al cierre estadístico de este IPoM, el precio del cobre se transa en torno a US\$3,5 la libra, una caída de casi 14% respecto de septiembre. Los precios de los alimentos también tuvieron retrocesos generalizados, destacando el maíz, trigo y arroz, que cayeron entre 16 y 23% desde septiembre. El precio de la gasolina descendió cerca de 12% en igual lapso, mientras el precio del petróleo Brent está en niveles algo menores a los de septiembre. El petróleo WTI constituye la excepción a esta tendencia, lo que se asocia a factores puntuales de oferta en Estados Unidos. Al cierre de este IPoM, su precio se ubica en torno a US\$100 el barril, lo que representa un aumento algo mayor a 16% respecto de septiembre, cerrando parcialmente la brecha respecto del petróleo Brent.

Perspectivas

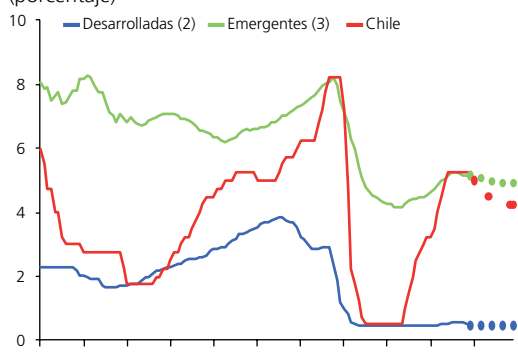
La confirmación de un débil crecimiento en las economías desarrolladas y la agudización de las tensiones financieras y fiscales en la Eurozona han deteriorado las perspectivas de crecimiento en el mundo. Respecto de septiembre, en el escenario base del presente IPoM, las proyecciones de crecimiento mundial se corrigen a la baja en 0,5 y 0,4 puntos porcentuales para el 2012 y 2013, respectivamente. Los mayores ajustes corresponden a las economías desarrolladas, principalmente la Eurozona, donde se anticipa una recesión para el año entrante. La proyección de crecimiento para esta economía se ajusta a la baja en 1,3 y 1,1 puntos porcentuales para el 2012 y 2013, respectivamente (tabla I.1). En Estados Unidos y Japón, las proyecciones apuntan a un bajo crecimiento por un periodo prolongado. Con todo, de no mediar una agudización significativa de las turbulencias financieras, se prevé que el impacto directo de la recesión de la Eurozona será acotado en el crecimiento global. Ello, por cuanto su relevancia para el comercio mundial fuera de la Eurozona es relativamente baja. En las economías emergentes, el crecimiento será algo menor que el previsto en septiembre, aunque mantendrán un mejor desempeño que las desarrolladas. China se desacelerará en el bienio 2012-2013, proyectándose un crecimiento del PIB de 8,2% para el 2012 y de 8,5% para el 2013. Tales cifras, si bien son elevadas, representan el crecimiento más bajo desde el 2001.

Las perspectivas de menor actividad mundial también afectan las proyecciones de precios de los productos básicos, cuyas trayectorias futuras son descendentes. En el caso del cobre, se proyectan precios de US\$3,5 y 3,4 la libra para el 2012 y 2013, respectivamente (US\$3,7 y 3,5 en septiembre). Sin embargo, para el barril de petróleo WTI, en base al promedio de los contratos futuros de los diez últimos días hábiles, se proyectan precios promedio de US\$100 para el 2012 y de US\$96 para el 2013 (US\$89 y 91 en septiembre). Este ajuste al alza de sus proyecciones de precios obedece solo a datos efectivos más altos. Los precios de otros combustibles en tanto se corrigen a la baja.

Los riesgos provenientes del panorama externo son relevantes por las múltiples aristas de los posibles escenarios y sus implicancias en la actividad y los mercados mundiales. Los problemas fiscales y financieros en la Eurozona y Estados Unidos están lejos de ser resueltos. Escenarios extremos, como serían eventos de crédito en una economía de tamaño sistémico o una fragmentación

Gráfico I.9

Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo (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 a diciembre 2011 y al término de cada trimestre del 2012. Para Chile considera la EEE de diciembre para la TPM esperada. El escenario base de este IPoM incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

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

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

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

Tabla I.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

Tabla I.2

Inflación mundial (*)

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

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

(*) 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.

desordenada del euro, podrían configurar un panorama cuyos efectos sobre la economía mundial son difíciles de calcular. Un escenario de esta índole tiene una baja probabilidad de ocurrencia, pero costos elevados. En escenarios menos extremos, una mayor contracción del crédito en la Eurozona conforme los bancos buscan alcanzar mayores ratios de capital, podría agudizar la situación de las economías de la Eurozona, y generar un *shock* crediticio regional y global de mayores proporciones. En Estados Unidos, la falta de acuerdo político respecto de la trayectoria de corto y mediano plazo del presupuesto fiscal es otro factor de riesgo. En el corto plazo, es posible que se produzca un ajuste fiscal más pronunciado que el contemplado en este IPoM, afectando negativamente la evolución de su crecimiento. En el mediano plazo, la falta de un plan que asegure la sustentabilidad de la deuda pública podría afectar la confianza de los inversionistas con repercusiones globales. Asimismo, también es posible que la actividad de las economías emergentes se resienta más que lo previsto. Tampoco se puede descartar un escenario en el que se logren acuerdos en materia fiscal y estabilidad financiera, cuyos alcances restituyan la confianza de los mercados. Los anuncios de la Unión Europea a principios de diciembre apuntan en esa dirección. Con todo, un escenario de este tipo implicaría un bajo crecimiento y una política monetaria fuertemente expansiva en el mundo desarrollado por un periodo prolongado, que acentuaría la dicotomía del crecimiento con las emergentes.

Inflación y política monetaria

A nivel global, la preocupación por la inflación ha continuado amainando. En el mundo desarrollado, los registros efectivos de inflación aún son altos por los elevados precios de los combustibles. En las economías emergentes, la inflación se ha moderado, principalmente en Europa y Asia emergente. Las expectativas apuntan hacia una reducción gradual de la inflación en la mayoría de las economías, debido al escenario de menor crecimiento mundial (tabla I.2). Para Chile, el escenario base supone que en el 2012 la inflación externa relevante (IPE) será 1,6 puntos porcentuales menor que la estimada en septiembre. Ello, en respuesta a las expectativas de menor inflación mundial y a un dólar que se mantiene más apreciado a nivel internacional respecto de lo contemplado en el IPoM de septiembre.

Ante este panorama, los bancos centrales han modificado la dirección de la política monetaria hacia una orientación más expansiva, dando lugar a mantenciones con sesgos a la baja o recortes de tasas (gráfico I.9). En las economías desarrolladas, algunos bancos centrales han disminuido la tasa de política monetaria, como Australia y la Eurozona, mientras otros han aplicado medidas no convencionales para aumentar el grado de expansividad de su política monetaria y estimular la demanda. La compra de bonos de gobierno de largo plazo de la Reserva Federal de Estados Unidos y el aumento del programa de compra de activos del Banco de Inglaterra son ejemplos de estas medidas. En el mundo emergente, la política monetaria se ha ido relajando, como lo acontecido en Brasil, Israel y Tailandia. En China, el banco central redujo la tasa de encaje ante la evidencia de presiones inflacionarias atenuadas y de menor crecimiento de la economía y de sus exportaciones hacia Europa. Algunas excepciones, como India y Colombia, han decretado aumentos de sus respectivas tasas de política monetaria con el propósito de contrarrestar ciertas presiones inflacionarias internas. No obstante, han condicionado las futuras decisiones de política monetaria a los desarrollos del escenario externo.

Recuadro I.1: Resiliencia de las economías emergentes ante escenarios de crisis

En los últimos meses, la crisis de la Eurozona se ha ido profundizando y extendiendo, provocando un aumento generalizado de la incertidumbre a nivel global, alzas de las primas de riesgo y de liquidez, caídas relevantes de los precios de los activos financieros y de los productos básicos y un deterioro generalizado de las proyecciones de crecimiento mundial. Los riesgos son considerables y podrían alejar significativamente la evolución de la economía internacional del escenario base de este IPoM. En particular, por los efectos que la situación de la Eurozona pueda tener en el mundo emergente. Este recuadro da cuenta de los factores de vulnerabilidad de las economías emergentes del G20 y su capacidad de implementar políticas fiscales y monetarias para contrarrestar un deterioro del escenario internacional. Además, compara la situación actual con la que tenían estos países previos a la crisis financiera mundial del 2008-2009.

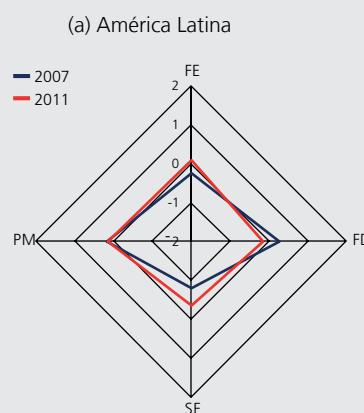
Pistelli y Siravegna^{1/} realizan un análisis de vulnerabilidad considerando algunos factores relevantes: la situación financiera externa e interna, y la amplitud de respuesta que poseen la política fiscal y monetaria para agregar estímulo a sus economías. En la primera, se incorporan variables como el déficit en cuenta corriente, el nivel de las reservas internacionales netas, el tipo de cambio real y la deuda externa de corto plazo. En la segunda, se considera el crecimiento del crédito, la rentabilidad bursátil, el precio de los activos y la tasa de morosidad bancaria. La situación fiscal se compone del déficit y la deuda del Gobierno General, mientras que la política monetaria incluye la Tasa de Política Monetaria (TPM) real, la inflación anual y la brecha de producto. Para la agregación y comparación de las variables se elaboran índices basados en desvíos estandarizados de cada una de las variables respecto de sus promedios históricos (gráfico I.10). Mientras más alejado (cercano) esté el valor del centro, mayor (menor) es la diferencia respecto de su promedio histórico, por lo que existe una mayor (menor) vulnerabilidad o menor (mayor) espacio de política para enfrentar escenarios adversos.

Los resultados muestran que, para el conjunto de las economías emergentes, existen espacios para aplicar políticas fiscales y monetarias contracíclicas, aunque estos son menores que en el 2007. Respecto del financiamiento interno, la situación se estima mejor que en ese entonces. En contraste, la situación actual del financiamiento externo es menos favorable que antes de la crisis financiera mundial del 2008-2009. Ello, ante la ampliación del déficit en cuenta corriente en los últimos años, apoyado por el dinamismo que ha mostrado el gasto interno, y la apreciación del Tipo de Cambio Real (TCR).

Respecto de la política monetaria, se debe distinguir que la capacidad de respuesta hoy es mejor que en el 2008-2009 para América Latina y Europa emergente. En tanto, para Asia emergente, el escenario se aprecia menos favorable. En este último caso, la evolución de la inflación y el nivel de la TPM

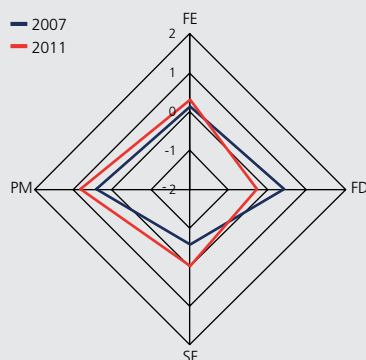
Gráfico I.10

Factores de vulnerabilidad (*)
(índice)

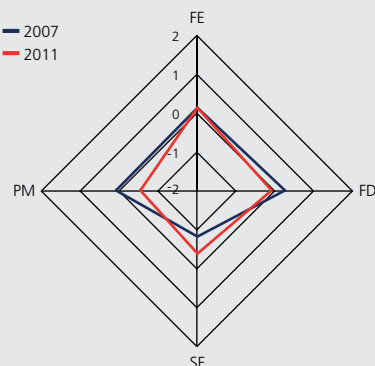


^{1/} Pistelli y Siravegna (2011).

(b) Asia emergente



(c) Europa emergente



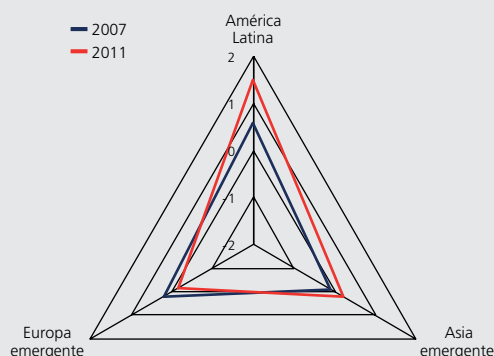
(*) FE corresponde a la situación financiera externa, FD a la situación financiera doméstica, SF a la situación fiscal y PM a la situación de la política monetaria.

Fuente: Pistelli y Siravegna (2011).

Sumado al marco de políticas económicas y la mejor situación inicial, otro elemento que apoyó la rápida recuperación del mundo emergente luego de la recesión mundial del 2009 fueron los elevados términos de intercambio (TDI). De hecho, en la muestra de países analizados se encuentra que, en general, los TDI son hoy más altos que en el 2007 (gráfico I.11). El descenso del precio de las materias primas que se ha observado en los últimos meses, y que se espera persista en los próximos trimestres, es uno de los canales a través de los cuales la crisis de la Eurozona se ha traspasado al mundo emergente.

Gráfico I.11

Términos de intercambio
(índice)



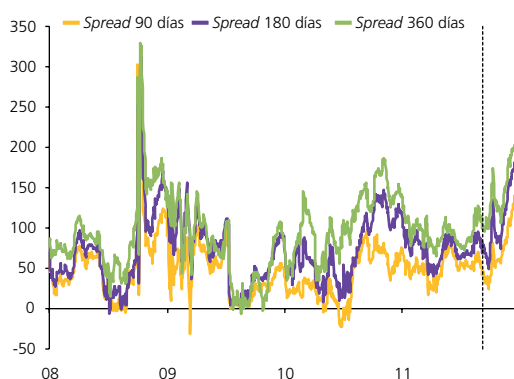
Fuente: Pistelli y Siravegna (2011).

real han ido limitando el accionar de la política monetaria. En el caso de Chile, algunos de los indicadores de vulnerabilidad son menos favorables que en el 2007. Uno de ellos es el déficit en cuenta corriente actual y esperado para el 2012. No obstante, la solvencia agregada de nuestra economía se ha mantenido estable en los últimos años —en niveles superiores a los históricos— y donde destaca que tanto el gobierno como el Banco Central y los institucionales son acreedores netos. En todo caso, hoy existe más espacio para aplicar política monetaria tendiente a contrarrestar un deterioro de la situación externa de lo que había el 2008-2009. La inflación se ubica en niveles más bajos, dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación y la TPM real se ubica en niveles mayores. El país ha avanzado en las últimas décadas en la construcción de un robusto marco de políticas económicas que ya ha demostrado su capacidad de enfrentar adecuadamente coyunturas difíciles. La experiencia del episodio de fines del 2008 y comienzos del 2009 reafirma la capacidad de la política monetaria para reaccionar con decisión y energía ante escenarios adversos y así mitigar los costos sobre la economía nacional.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

Presiones de liquidez en el mercado en pesos (1) (2)
(puntos base)

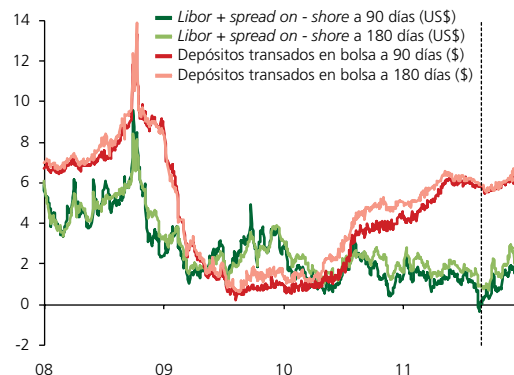


(1) Medidas por el *spread prime-swap* promedio cámara. Para su definición, ver glosario.
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

Tasas en dólares y en pesos en el mercado local (*)
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Condiciones financieras

El escenario externo se ha deteriorado desde septiembre. La agudización de los problemas financieros y fiscales en la Eurozona se ha traducido en una mayor aversión al riesgo, un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales y condiciones de liquidez más restrictivas, en particular en la Eurozona. En Chile, en lo más reciente se han observado condiciones algo más restrictivas en el mercado financiero local como consecuencia de la situación global. Al igual que para el resto de los países emergentes, las tensiones en la Eurozona se han traducido en un mayor costo de financiamiento externo y vaivenes en los mercados financieros.

En el mercado interbancario, los volúmenes transados no muestran un comportamiento muy distinto al de hace unos meses. El mercado monetario en pesos ha tenido una mayor volatilidad dando cuenta de las condiciones más restrictivas. En cuanto a la liquidez de este, el *spread prime-swap* ha mostrado vaivenes, ubicándose actualmente en niveles más altos que el IPoM anterior (gráfico II.1). Las tasas de los depósitos en pesos transados en bolsa aumentaron en el margen. De igual forma, las tasas TAB nominales, que reflejan el costo de fondos de los bancos, han tenido una trayectoria ascendente. El mercado monetario en dólares también ha tenido fluctuaciones. Las tasas de interés de las colocaciones en dólares a 90 y 360 días plazo subieron en comparación con septiembre, debido al aumento del *spread* de la tasa *on-shore* por el encarecimiento del financiamiento en dólares. Con todo, se encuentran en niveles absolutos similares a los de comienzos de año (gráfico II.2).

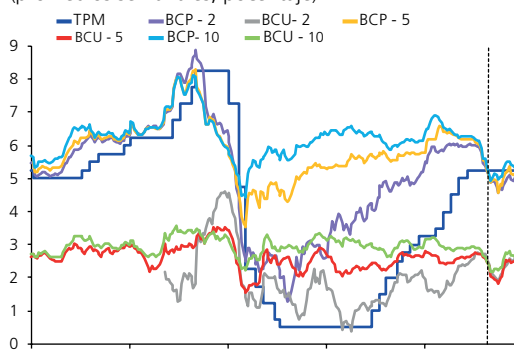
El efecto del escenario externo también se aprecia en los vaivenes de las tasas de interés de los documentos en pesos y en UF del Banco Central y de la Tesorería. Con todo, se encuentran en niveles similares a los de septiembre. Así, desde el cierre estadístico del IPoM anterior, las tasas de interés de los BCU a 5 y 10 años subieron alrededor de 5 y 8 puntos base (pb), respectivamente, mientras que los BCU a 2 años se ubican en valores similares. Respecto de las denominadas en pesos, las tasas de interés de los BCP a 2 y 5 años retrocedieron 20 y 11pb, respectivamente, mientras el BCP a 10 años aumentó 8pb (gráfico II.3).

El aumento de la percepción de riesgo global también se reflejó en los mayores premios por riesgo de los bonos corporativos y bancarios en el mercado local.

Gráfico II.3

TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (*)

(promedios semanales, porcentaje)



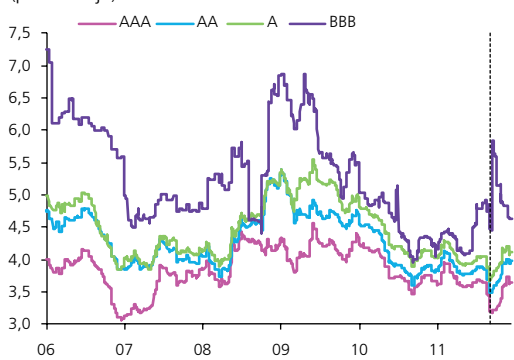
(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

Tasas de interés de los bonos de largo plazo del sector privado según clasificación de riesgo (1) (2)

(porcentaje)



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

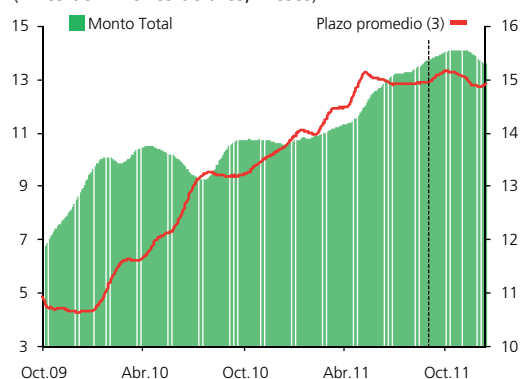
(2) Considerando las tasas de interés de los bonos de empresas y bancos con más de 9 años de duración, excepto para los BBB que consideran más de 8 años de duración

Fuentes: Banco Central de Chile y LVA Índices.

Gráfico II.5

Monto total y plazo total de créditos externos (1) (2)

(miles de millones dólares; meses)



(1) Excluye préstamos entre bancos relacionados.

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

(3) Plazo promedio ponderado mensual, promedio móvil de 20 días.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los bonos internos, independiente de su denominación, han subido desde septiembre, pese a que las tasas de los bonos estatales de plazos comparables se encuentran en niveles similares a los de ese entonces. Aunque las tasas de los bonos BBB tuvieron un aumento relevante en septiembre, actualmente se encuentran en niveles parecidos a los del cierre estadístico del IPoM anterior, incluso por debajo de su promedio del periodo 2006-2011. Las tasas de los bonos de mejor calificación de riesgo se encuentran en torno al promedio de dicho periodo (gráfico II.4).

En cuanto al financiamiento externo, el premio soberano chileno a 5 y 10 años, medido a través del *Credit Default Swap (CDS)*, también mostró vaivenes, aumentando en torno a 20pb desde el cierre estadístico anterior. Con ello, el CDS a 5 años ha subido alrededor de 65pb desde su punto más bajo alcanzado en la primera parte del año. Esta tendencia se ha visto en todas las economías emergentes, aunque en Asia y, especialmente en Europa, los incrementos han sido mayores. Los *spreads* de los créditos contratados por los bancos chilenos en el exterior también han mostrado un aumento, y en las últimas semanas, sus plazos y volúmenes han experimentado disminuciones (gráfico II.5). En todo caso, la dependencia del financiamiento externo de los bancos chilenos es baja, y sus índices de liquidez y solvencia se mantienen altos y estables^{1/}.

Las condiciones crediticias de la banca local no presentan grandes cambios respecto del trimestre previo. En sus tramos más relevantes, las tasas de interés aplicadas por los bancos a sus distintas operaciones con el público no han mostrado variaciones sustanciales en los últimos meses. En todo caso, al igual que en otras economías emergentes, la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre mostró condiciones algo más restrictivas para la aprobación de créditos con respecto al trimestre anterior en la mayoría de los segmentos (gráfico II.6). La excepción fueron los créditos de consumo, cuyas condiciones siguieron expansivas, coincidiendo con el dinamismo que mostró la demanda interna en el tercer trimestre. Además, información casuística más reciente indica que la revisión de antecedentes para el otorgamiento de crédito ha aumentado en algunas regiones e instituciones. En todo caso, la misma Encuesta señala un fortalecimiento de la demanda por crédito. Según información preliminar a noviembre, el stock de crédito bancario no presenta un comportamiento muy distinto del observado en el IPoM anterior. El total de colocaciones, según información preliminar, siguió creciendo mes a mes a noviembre, pero redujo su velocidad de expansión. La variación anual de las colocaciones de consumo y vivienda se mantuvo casi sin cambios: 18 y 12%, respectivamente (17 y 13% en julio). Las colocaciones comerciales aumentaron 14% anual (11% en julio) (gráfico II.7).

En cuanto a los agregados monetarios, el M1, conformado principalmente por instrumentos no remunerados, en noviembre aumentó su tasa de crecimiento anual con respecto al cierre estadístico del IPoM anterior. En términos mensuales prácticamente no tuvo variación. Así, creció a una tasa anual entorno a 8,5% (6,5% en julio). El M2 y el M3 siguieron aumentando su tasa de crecimiento anual. A noviembre, el M2 y el M3 crecieron a tasas anuales superiores a 20% (12 y 16% en julio, respectivamente)

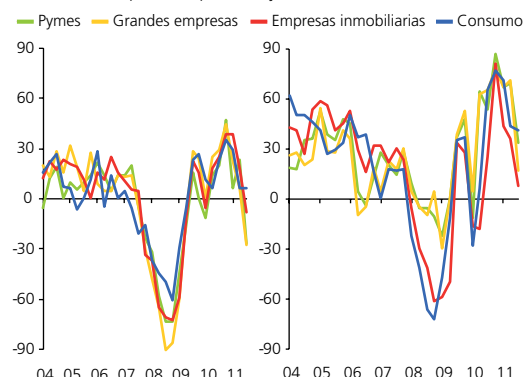
Los mercados bursátiles han mostrado con mayor fuerza el efecto de la situación externa. Las bolsas mundiales, incluida la de Chile, han tenido una alta volatilidad desde septiembre. Además, se observa un aumento de la correlación de los movimientos entre mercados. En octubre, la mayoría

^{1/} Informe de Estabilidad Financiera (IEF), segundo semestre del 2011.

Gráfico II.6

Encuesta de Crédito Bancario (*)

(balance de respuestas, porcentaje)



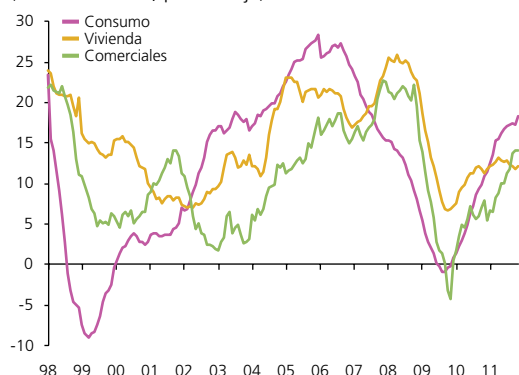
(*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7

Colocaciones nominales por tipo de crédito (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Los datos de noviembre 2011 son provisorios.

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

Gráfico II.8

Mercados bursátiles (1)

(índice 01/01/2007-13/12/2011=100)



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

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

de ellas registraron los niveles mínimos del año. El mercado accionario local, medido por el IPSA, está al cierre estadístico de este IPOM 10% por debajo de su nivel en dólares de septiembre. En moneda local el nivel es solo levemente menor (gráfico II.8). Aunque esta variación fue algo mayor al promedio de las bolsas emergentes, medidas por el MSCI en dólares y en pesos, vista desde una perspectiva más larga, la evolución del IPSA no se aleja del promedio de las bolsas mundiales. En lo que va del año, este indicador ha caído 15% en pesos y 23% en dólares. Considerando una muestra de 15 países emergentes, las pérdidas bursátiles, medidas por los índices MSCI, están en un rango entre 5 y 40% tanto en dólares como en moneda local. Además, las pérdidas de las economías emergentes han sido mayores que las de los países desarrollados. Lo anterior, ha coincidido con salidas netas de capitales, accionarios y de renta fija, desde las economías emergentes, debido al aumento de la preferencia por activos más seguros a nivel mundial.

En el mercado cambiario también se ha observado mayor volatilidad, paralela a la situación externa. Luego de apreciarse a cerca de \$460 por dólar los primeros días de septiembre, el peso llegó a \$533 por dólar en octubre. Al cierre estadístico de este IPOM, la moneda se transaba en torno a \$515 por dólar, depreciada en 10% con respecto al cierre del IPOM de septiembre. La depreciación del peso responde, en parte, a la ganancia de valor del dólar estadounidense a nivel internacional, debido a la mayor aversión al riesgo, y a la caída del precio del cobre. En términos multilaterales, la depreciación del peso ha sido menor, de 6%, y considerando los cinco principales socios comerciales fue de 7%. Excluido el dólar estadounidense, la depreciación fue de 5% (gráfico II.9). La pérdida de valor del peso no es muy distinta del promedio de otros países exportadores de materias primas y economías emergentes, especialmente cuando se comparan los valores actuales con los valores mínimos que alcanzaron sus monedas respecto del dólar estadounidense en el 2011 (tabla II.1).

Tabla II.1

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)

(variación porcentual)

País	Spot respecto del mínimo del 2011	Entre IPOM sep e IPOM dic 2011 (2)	Entre IPOM jun e IPOM sep 2011 (2)	Entre IPOM mar e IPOM jun 2011 (2)
Australia	10,0	5,0	0,9	-5,6
Canadá	9,6	4,4	0,7	-0,6
Brasil	21,1	13,5	1,2	-4,9
Chile	22,8	10,1	-0,1	-3,1
Colombia	10,4	8,2	0,4	-5,2
Eurozona	13,8	7,6	0,7	-2,8
Hungría	31,4	21,4	3,3	-4,7
Indonesia	7,6	5,8	0,3	-2,5
Israel	13,0	4,7	5,8	-4,4
Malasia	8,3	6,1	-1,4	-0,7
México	20,6	11,1	5,4	-2,1
Nueva Zelanda	16,2	9,7	-2,4	-9,8
Perú	0,2	-1,1	-1,4	-0,4
Polonia	32,5	16,2	6,0	-5,0
Reino Unido	7,9	4,6	0,1	-1,3
Rep. Checa	21,0	13,3	0,5	-3,6
Rep. Corea	9,9	5,8	-0,3	-3,9
Sudáfrica	27,3	15,4	5,8	-2,8
Suecia	16,1	7,5	1,7	-1,9
Suiza	31,2	15,2	-4,7	-7,6
Tailandia	5,1	3,6	-1,4	0,2
Turquía	24,5	5,1	10,9	0,7

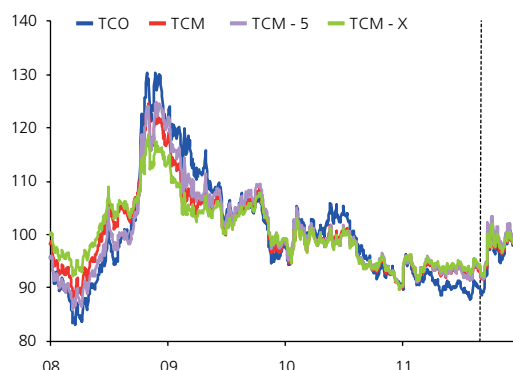
(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.9

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 02/01/2008-13/12/2011=100)



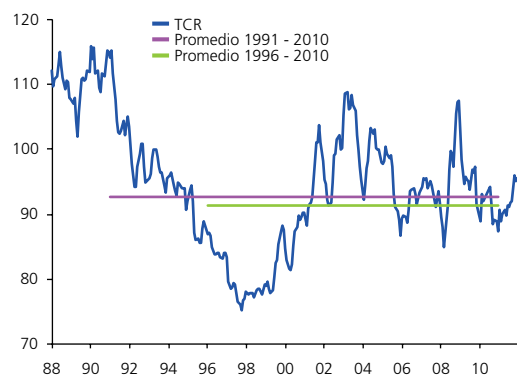
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.10

Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)

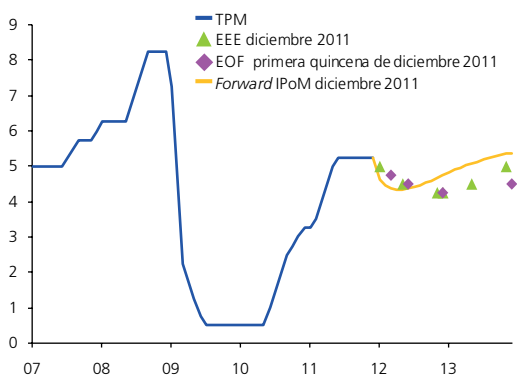


(*) Datos provisorios para noviembre y diciembre. Cifra de diciembre incluye información hasta el 13 de diciembre de 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.11

TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En línea con lo sucedido con el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real (TCR) aumentó. A diciembre, su valor supera al de agosto en algo más de 4,0%. Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubica actualmente en 95,7 (en su medida 1986=100) (gráfico II.10). El nivel actual del TCR está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base de proyección de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR se mantendrá en torno a su nivel actual.

Política monetaria

Como se indicó, la principal novedad de los últimos meses ha sido el deterioro del escenario externo. En lo interno, la actividad evolucionó algo por debajo de lo previsto, mientras que la demanda interna continuó dinámica. La inflación se mantiene dentro del rango de tolerancia. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,25% desde septiembre. No obstante, el escenario externo más adverso probablemente tendrá consecuencias para el crecimiento y la inflación en Chile, así como para la orientación de la política monetaria

Ante el empeoramiento del escenario externo, las distintas medidas de expectativas de mercado han ido consensuando un escenario de recortes de la TPM en el corto plazo (gráfico II.11). En todo caso, las expectativas que se derivan de las encuestas mantienen una alta dispersión hacia el mediano plazo. A un año plazo, según estas medidas, la TPM se situaría entre 4,12 y 4,75% (4,5 y 5,5% en septiembre) y, a dos años plazo, entre 4,50% y 5,38% (4,7 y 5,5% en septiembre) (tabla II). Como supuesto de trabajo para el escenario base de este IPoM, se considera que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Tabla II.2

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre
EEE (1)	5,50	4,25	5,50	5,00
EOF (2)	5,00	4,25	5,00	4,50
Curva <i>forward</i> (3)	4,87	4,75	5,24	5,38
Contratos <i>swaps</i> (4)	4,49	4,12	4,69	4,70

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

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

(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.

III. Demanda y actividad

Tabla III.1

Producto interno bruto

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

	Pond. 2010	2010	2011		
			I	II	III
Agropecuaria-silvícola	3,6	1,0	16,1	11,7	3,2
Pesca	0,9	-13,7	36,6	5,5	59,4
Minería	6,4	1,2	-0,8	-1,9	-6,5
Industria	14,3	-1,0	11,4	9,5	2,3
EGA	2,3	13,7	9,1	5,5	11,5
Construcción	6,8	3,6	9,3	6,0	7,1
Comercio (1)	11,2	13,3	12,7	7,3	6,4
Transporte	7,4	8,5	14,0	8,6	5,3
Comunicaciones	3,4	10,5	10,0	12,2	11,1
Otros servicios (2)	37,4	4,4	7,0	5,7	4,9
RRNN (2)	9,6	2,1	6,2	0,5	2,0
Resto (2)	84,1	4,9	10,0	7,4	5,1
PIB total (3)	100	5,2	9,9	6,6	4,8

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

(2) Para su definición, ver Glosario.

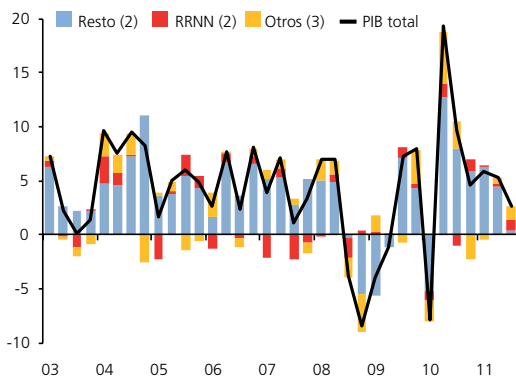
(3) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado y derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.1

Producto interno bruto (1)

(variación trimestral anualizada, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Para su definición, ver Glosario. (3) Otros corresponde a la suma del IVA neto recaudado y derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Actividad sectorial

En el tercer trimestre del año, el PIB creció 4,8% anual, moderando su velocidad de expansión respecto de los trimestres previos (tabla III.1). Esta desaceleración estuvo de acuerdo con lo previsto en septiembre. En octubre, la economía mostró una debilidad algo mayor, no obstante indicadores parciales apuntan a que el dinamismo de la demanda interna se mantiene, en parte impulsado por el mercado laboral, que sigue estrecho. En el escenario base de este IPoM, se proyecta que la economía chilena crecerá 6,2% en el 2011, cifra que está en la parte baja del rango estimado en septiembre y en línea con la estimación de crecimiento recogida por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre. Esta corrección se debe tanto a la revisión a la baja de las cifras ya conocidas del primer semestre del año, como al menor crecimiento que han observado algunos sectores en meses recientes, en particular la industria y la minería.

También en el tercer trimestre, los sectores de oferta fueron los que registraron las mayores tasas de crecimiento anual y aportaron en mayor medida a la expansión trimestral de la actividad (gráfico III.1). En la pesca, el resultado anual estuvo mayormente ligado a los centros de cultivos. La expansión de electricidad, gas y agua (EGA) fue liderada por la mayor generación eléctrica. En contraposición, la actividad minera tuvo una tasa de variación anual negativa, en parte por una menor ley del mineral y diversas paralizaciones. Indicadores parciales del cuarto trimestre dan cuenta de una normalización de estas últimas situaciones excepcionales.

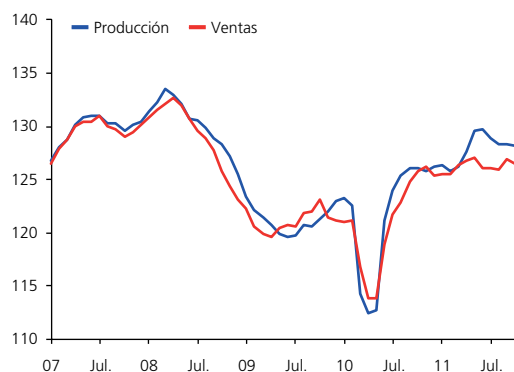
En cuanto al PIB del resto de los sectores, destaca el crecimiento anual de servicios —en especial, comunicaciones—, construcción y comercio. La actividad del comercio, en consonancia con la evolución del consumo y la inversión, ha seguido aportando parte importante del crecimiento agregado de la actividad. Los indicadores conocidos del cuarto trimestre muestran que las ventas del comercio se mantienen en niveles elevados, y que la construcción sigue creciendo a tasas importantes, en concordancia con el desempeño de la inversión.

En contraposición a los sectores vinculados a la demanda interna, está el desempeño de la actividad industrial. Durante los últimos trimestres, la industria ha mostrado tasas de crecimiento en descenso, e incluso negativas

Gráfico III.2

Indicadores de la industria

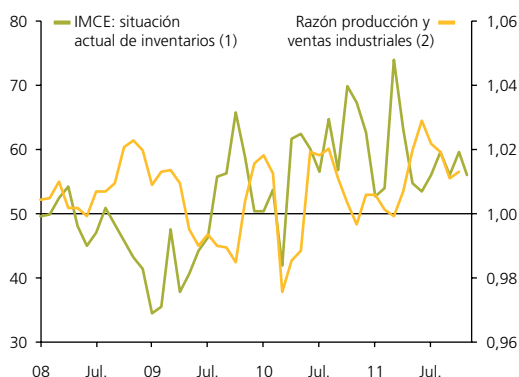
(índice de cantidad 2002=100, promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)



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

Gráfico III.3

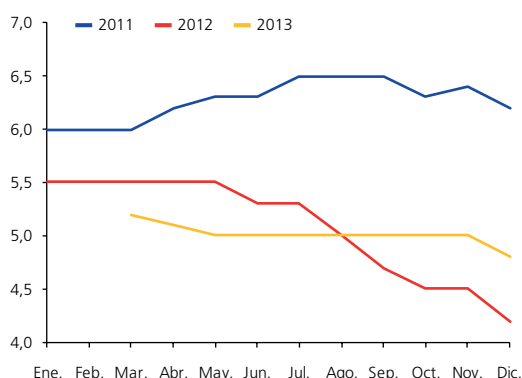
Inventarios en la industria

(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado.
(2) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico III.4

Estimación de crecimiento del PIB en la EEE durante el 2011 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

en el tercer trimestre. Los datos de octubre mantuvieron esta tónica. Las ventas industriales, por su parte, también han mostrado un deterioro.

En términos de niveles, la debilidad del sector industrial es mayormente apreciable en la producción de las ramas ligadas a bienes exportables e intermedios, no así en las ligadas al consumo y la inversión que muestran mayor estabilidad. Las ventas, no obstante, se aprecian bastante más estables (gráfico III.2). Es posible que el comportamiento reciente de la producción industrial responda más bien a un ajuste más temprano de su nivel de inventarios ante la mayor incertidumbre externa. La evolución de la razón de producción a ventas muestra una mayor acumulación de existencias en los meses recientes y la evaluación que el propio sector hace de sus existencias —en el IMCE— también indica que están por sobre lo deseado (gráfico III.3). Con todo, los niveles de producción del sector muestran un lento crecimiento durante los últimos dos años, el que solo ha sido alterado por las interrupciones provocadas por el terremoto y maremoto del 2010.

En el escenario base de este IPoM, se prevé que la economía chilena crecerá en un rango entre 3,75 y 4,75% durante el 2012. Este rango es inferior al previsto en septiembre, principalmente por el efecto del menor crecimiento mundial, condiciones financieras internacionales más estrechas y menores términos de intercambio. Las expectativas privadas también se han corregido a la baja en los últimos meses, anticipando un crecimiento de 4,2% para el 2012, de acuerdo con la EEE de diciembre (gráfico III.4).

Demanda agregada

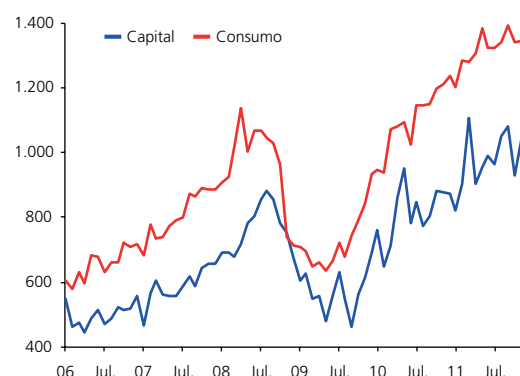
La demanda interna creció 9,4% anual durante el tercer trimestre, acumulando una expansión de 10,8% en los tres primeros cuartos del año (tabla III.2). En términos desestacionalizados, su expansión trimestral fue 3,1%, mostrando una aceleración respecto del cuarto previo. Sin considerar la variación de existencias, la demanda interna creció 10,2% anual. La mayor velocidad de expansión registrada por la demanda respondió al dinamismo del consumo, principalmente de bienes durables, y a la formación bruta de capital fijo. Sin embargo, gran parte de esta mayor demanda se reflejó en la compra de bienes importados, lo que apunta a que las holguras de capacidad no se habrían seguido presionando. De hecho, las importaciones de bienes de consumo y de capital alcanzaron nuevos máximos nominales en el período, situación que se ha mantenido en los meses siguientes, aunque con algunos signos de moderación más marcados en algunos sectores (gráfico III.5).

La acumulación de existencias a PIB en el último año móvil se encuentra en niveles elevados, al igual que la razón del stock de existencias sobre PIB (gráfico III.7). Sin embargo, hay señales de que en el cuarto trimestre se estarían dando un ajuste más temprano de inventarios en un panorama de mayor incertidumbre. Ello pues, en el cuarto trimestre los indicadores parciales de ventas —en particular del mercado automotriz— no muestran cambios importantes, pero las importaciones de este tipo de bienes se redujo notoriamente (gráfico III.6).

Aunque el consumo privado mantuvo un fuerte dinamismo en los últimos meses, su evolución ha sido acorde con sus fundamentos: condiciones financieras y masa salarial, y diversas medidas de ingreso privado nominal (gráfico III.8). La razón de consumo de las personas sobre PIB e Ingreso

Gráfico III.5

Importaciones de bienes nominales (*)
(millones de dólares)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.6

Ventas e importaciones de autos nuevos (*)
(índice 2003=100)

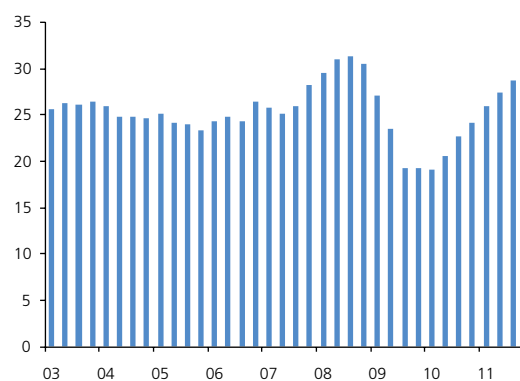


(*) Ventas o importadas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz y Banco Central de Chile.

Gráfico III.7

Stock de existencias
(porcentaje del PIB)



Fuente: Echavarría (2011).

Nacional Bruto Disponible (INBD) se ha mantenido en torno a su promedio histórico 2003-2010, y la razón de colocaciones de consumo sobre el crédito total no presenta grandes variaciones. Entre los determinantes del consumo, solo las perspectivas de los consumidores han mostrado resultados menos favorables y de manera más persistente. Según el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) de noviembre, en el agregado, estas se mantienen en la zona de pesimismo.

Tabla III.2

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

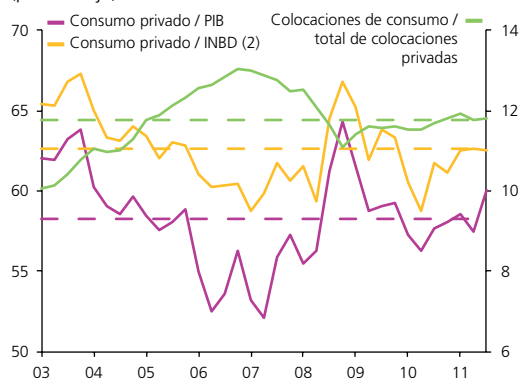
	Pond. 2010	2010	2011		
			I	II	III
Demanda interna	117,4	16,4	15,0	8,6	9,4
Demanda final (sin existencias)	114,9	11,5	14,3	9,0	10,2
FBCF	28,4	18,8	20,4	10,7	21,6
C&O	13,1	1,8	8,7	6,7	9,8
M&E	15,3	38,5	32,1	13,8	31,5
Resto	89,1	15,7	13,3	8,0	5,6
Consumo privado	73,4	10,4	13,3	9,4	7,5
Durables	9,6	38,6	38,0	17,0	17,9
No durables	31,3	8,0	12,7	9,7	5,8
Servicios	32,5	6,4	8,3	6,7	5,9
Consumo de Gobierno	13,1	3,3	7,1	3,3	1,2
VE (%PIB) (*)	2,5	2,5	2,7	2,7	2,5
Exportación de bienes y servicios	36,6	1,9	9,5	10,8	3,9
Importación de bienes y servicios	54,0	29,5	21,3	13,9	13,8
PIB	100	5,2	9,9	6,6	4,8

(*) Variación de existencias sobre PIB acumulada en cuatro trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile.

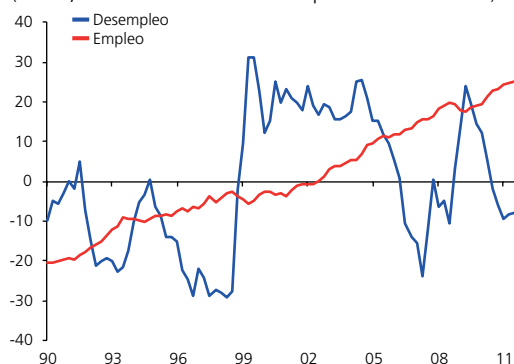
El mercado laboral continúa dando señales de estrechez, aunque según información recogida a nivel regional, en algunas zonas del país estas señales fueron más intensas durante la primera mitad del año. La tasa de desempleo, en todas sus mediciones, se mantiene por debajo del promedio histórico (gráfico III.9). En septiembre, la tasa de desempleo de la encuesta de la Universidad de Chile disminuyó 0,9 puntos porcentuales respecto de igual mes del 2010 y se ubicó en 7,8% descontada la estacionalidad. La cifra publicada por el INE para el trimestre móvil agosto-octubre disminuyó a 7,2%, 0,3pp inferior a la registrada al cierre del IPoM previo. También destaca que, si bien el empleo ha seguido aumentando, lo ha hecho a tasas menores. En cuanto a los salarios, aunque con leves bajas, en noviembre no se observa un comportamiento muy diferente al de meses anteriores, con tasas de crecimiento de entre 5,7 y 6,9% anual (entre 2,1 y 3,1% en términos reales).

La formación bruta de capital fijo (FBCF) creció 21,6% anual durante el tercer trimestre, con un importante aumento de la velocidad de expansión, tanto de su componente de maquinaria y equipos como de construcción y otras obras. La mayor contribución provino del componente ligado a maquinaria. Esta expansión se explicó en parte, por la mayor inversión en la minería, tendiente a aprovechar los elevados precios de materias primas y contrarrestar los efectos de la menor ley del mineral. El IMCE confirma las favorables perspectivas de este sector. De la misma forma, el componente de construcción de este último indicador en línea con los buenos resultados

Gráfico III.8Indicadores agregados de consumo (1)
(porcentaje)

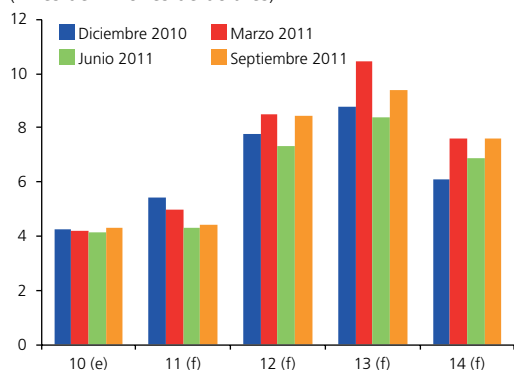
(1) Series nominales. Líneas punteadas corresponden a los promedios del período.
(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.9Empleo y tasa de desempleo (*)
(índice, centrado en la media del período 1990-2010)

(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.

Gráfico III.10Catastro de inversión en construcción e ingeniería (*)
(miles de millones de dólares)

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

(*) Excluye los sectores telecomunicaciones, industria e inmobiliario.

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

del sector, al acumular dos meses de repunte. A ello se suman indicadores parciales del cuarto trimestre, tales como los despachos de cemento y de materiales para la construcción, que continúan aumentando.

Por su parte, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de septiembre mostró una disminución de los proyectos energéticos y mineros, originada por una revalorización de sus costos. A su vez, la inversión en construcción e ingeniería se corrigió al alza para el cuatrienio 2011-2014 respecto del catastro previo (gráfico III.10).

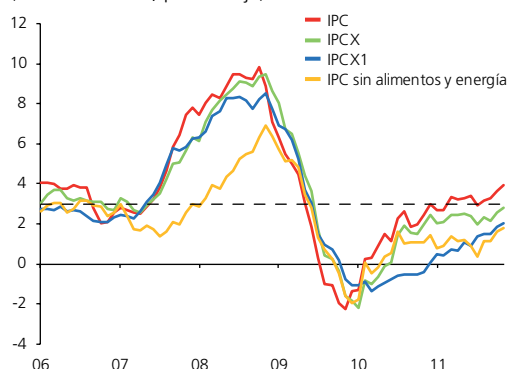
En el plano fiscal, en el tercer trimestre del 2011, el balance global fue 0,4% del PIB anual. Así, el superávit del Gobierno Central Consolidado acumulado al tercer trimestre del 2011 equivalió a 2,8% del PIB estimado para el año. Los ingresos totales aumentaron 18,1% real anual en el tercer cuarto, mientras los gastos crecieron 6,1% real anual durante el mismo período. Destaca que, en el período julio-septiembre, el gasto en inversión y en transferencias de capital aumentó 16% en relación con igual lapso del 2010.

Por el lado externo, en el tercer trimestre las exportaciones aumentaron 8,7% anual y las importaciones 27,8%, destacando el mayor ingreso de bienes tanto de consumo como de capital. La cuenta corriente de la balanza de pagos fue más deficitaria que lo esperado, acumulando un saldo negativo equivalente a 0,5% del PIB en el último año móvil. Ello se explica principalmente por el menor precio del cobre. Se agrega el efecto en las importaciones que ha tenido el dinamismo del gasto en los últimos meses, mayormente concentrado en bienes de origen externo. El escenario base de este IPoM considera que el 2011 cerrará con un saldo negativo equivalente a 1,5% del PIB.

IV. Precios y costos

Gráfico IV.1

Inflación IPC, IPCX, IPCX1 e IPC sin alimentos y energía (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

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

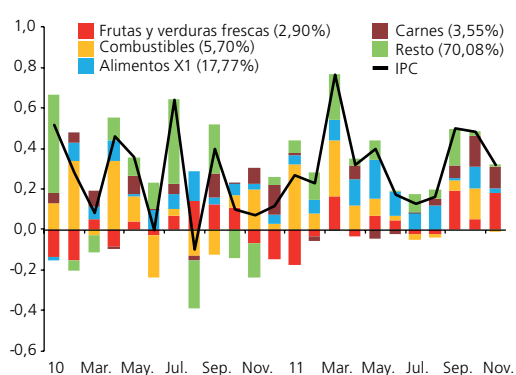
Evolución reciente de la inflación

En los últimos meses, la inflación anual total se ha ubicado por encima de 3%, aunque dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación. Las tasas de incremento anual de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 han aumentado, pero siguen contenidas. Las fluctuaciones de corto plazo de la inflación han estado determinadas por los precios de alimentos y combustibles.

A noviembre, el IPC acumuló un incremento anual de 3,9% (2,9% en julio), el IPCX aumentó 2,8% (1,9%) y el IPCX1 subió 2,0% (1,4%) (gráfico IV.1 y tabla IV.1). La proyección contenida en el escenario base de este IPoM considera que la inflación cerrará el año en 3,9% anual. Las expectativas privadas de inflación son coherentes con esta proyección. La variación anual de la inflación total sigue siendo dominada por los alimentos y combustibles, en especial el aumento que tuvieron sus precios en la primera parte del año. El resto de los productos de la canasta sigue con incrementos anuales acotados. Esto se hace evidente al observar la medida subyacente IPC que excluye alimentos y energía —donde permanece el 72% de la canasta total del IPC— que se mantiene con incrementos anuales levemente por debajo de 2%.

Gráfico IV.2

Incidencias en la inflación mensual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



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

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

En cuanto a la inflación mensual, en el último cuatrimestre estuvo marcada por los mayores precios de frutas y verduras, carnes y de combustibles (gráfico IV.2). La depreciación del peso ha sido un factor relevante en especial para este último producto. Considerando las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM y del de septiembre, el tipo de cambio nominal ha aumentado en torno a 10%. La diferencia entre la inflación acumulada en los últimos cuatro meses con respecto a la estimada en septiembre fue de 0,6 puntos porcentuales, y casi la totalidad de esta diferencia se explica por el mayor precio de los combustibles, trayectoria en que la depreciación del tipo de cambio ha sido fundamental.

Gráfico IV.3

Precio semanal de la gasolina (*)

(índice, promedio 2007-2010=100)



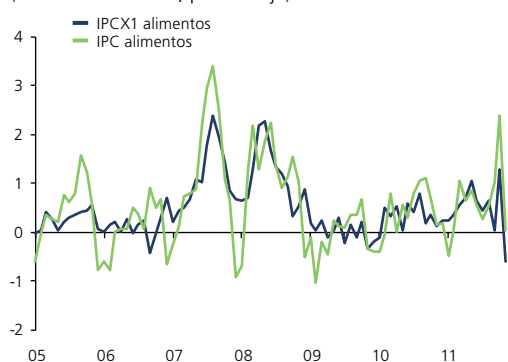
(*) Línea punteada indica cierre estadístico del IPOM de septiembre.

Fuentes: Comisión Nacional de Energía (CNE) y Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC).

Gráfico IV.4

Precios de los alimentos

(variación mensual, porcentaje)

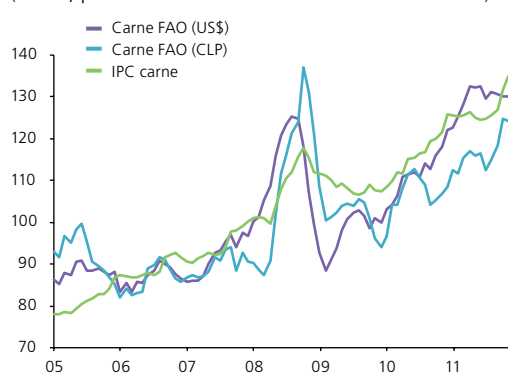


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.5

Precios de la carne en el mercado local y externo

(índice, promedio enero 2004-noviembre 2011=100)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tabla IV.1

Indicadores de Inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

	IPC	IPCX	IPCX1	IPCX1 sin alimentos	IPC sin alimentos y energía	IPC Transables	IPC no Transables	IPC Bienes	IPC Servicios
2010 Ene.	-1,3	-2,2	-1,1	-1,3	-1,7	-2,5	0,3	-1,8	-0,8
Feb.	0,3	-0,8	-0,9	-1,2	0,1	-2,5	4,2	-1,5	2,6
Mar.	0,3	-1,0	-1,3	-1,9	-0,4	-2,2	3,8	-1,3	2,3
Abr.	0,9	-0,6	-1,1	-1,8	-0,1	-1,2	3,8	-0,2	2,3
May.	1,5	-0,1	-0,9	-1,6	0,4	-0,6	4,4	0,2	3,2
Jun.	1,2	0,1	-0,7	-1,5	0,6	-1,5	4,9	-0,6	3,5
Jul.	2,3	1,4	-0,5	-1,4	1,7	-0,9	6,7	-0,3	5,6
Ago.	2,6	1,9	-0,5	-1,5	1,1	0,4	5,7	-0,3	6,4
Sep.	1,9	1,6	-0,5	-1,6	1,1	-1,1	6,0	-0,9	5,4
Oct.	2,0	1,5	-0,5	-1,7	1,1	-0,9	6,0	-0,7	5,5
Nov.	2,5	2,0	-0,4	-1,7	1,1	-0,2	6,2	-0,4	6,2
Dic.	3,0	2,5	0,1	-1,3	1,5	0,5	6,4	0,4	6,3
2011 Ene.	2,7	2,0	0,5	-0,8	0,8	1,2	4,8	1,0	4,8
Feb.	2,7	2,1	0,4	-0,9	0,9	1,2	4,7	0,9	4,8
Mar.	3,4	2,4	0,7	-0,6	1,4	1,8	5,5	1,6	5,6
Abr.	3,2	2,4	0,7	-0,7	1,2	1,7	5,2	1,4	5,4
May.	3,3	2,5	1,1	-0,4	1,2	1,8	5,2	1,7	5,1
Jun.	3,4	2,4	0,9	-0,7	0,9	2,3	4,9	1,9	5,4
Jul.	2,9	1,9	1,4	-0,2	0,4	2,5	3,4	2,0	4,0
Ago.	3,2	2,3	1,5	0,0	1,2	2,0	4,7	2,0	4,6
Sep.	3,3	2,1	1,5	0,1	1,2	2,5	4,3	2,4	4,3
Oct.	3,7	2,5	1,9	0,7	1,7	2,9	4,7	3,8	4,4
Nov.	3,9	2,8	2,0	0,7	1,9	3,2	4,8	3,4	4,5

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

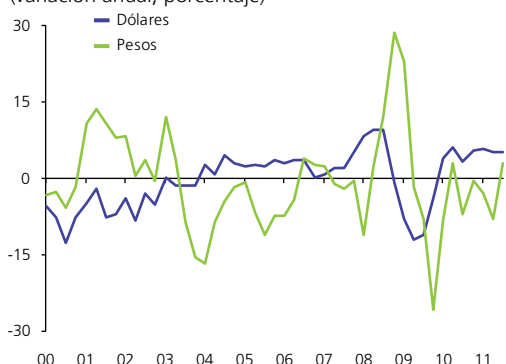
Los precios internacionales de los derivados del petróleo, medidos en dólares, han disminuido ante el deterioro del escenario internacional, aunque en forma moderada (gráfico IV.3). Sin embargo, desde septiembre, los precios de paridad de importación de la gasolina aumentaron 3% medidos en dólares. Al considerar la depreciación del peso y los costos y márgenes de distribución, los precios minoristas de la gasolina incluidos en la canasta del IPC subieron 5% entre julio y noviembre. Durante todo el periodo, los precios de paridad se han mantenido al interior de la banda del Sistema de Protección al Contribuyente ante variaciones de precios de los combustibles (SIPCO), por lo que este no ha operado.

Los precios de los alimentos considerados en el IPC aumentaron en los últimos meses, con incrementos en productos distintos a los de comienzos de año, que han respondido mayormente a factores específicos (gráfico IV.4). Por un lado, en septiembre se observaron incrementos de precios de las frutas y verduras frescas que excedieron el aumento estacional típico del período de fiestas patrias. En octubre y noviembre, el precio de la carne de vacuno subió con fuerza, ante la suspensión de las importaciones de dicho producto desde Paraguay, debido a la detección de un brote de fiebre aftosa (gráfico IV.5).

Otros ítems que tuvieron una incidencia importante en la inflación de los últimos meses fueron los servicios de salud y educación y el pasaje del transporte multimodal. Por otra parte, las tarifas eléctricas cayeron y los productos asociados al equipamiento para la vivienda siguen mostrando una baja que se prolonga ya por varios trimestres. En el resto de los precios no se apreciaron movimientos de relevancia que pudieran indicar un cambio en el comportamiento de la inflación.

Gráfico IV.6

Índice de valor unitario de las importaciones (*)
(variación anual, porcentaje)

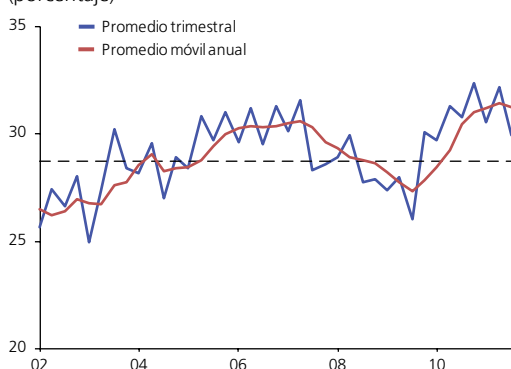


(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.7

Margen de explotación del comercio (1) (2)
(porcentaje)



(1) 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.

(2) Línea punteada corresponde al promedio 2001-2010.

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

Gráfico IV.8

Salarios nominales (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



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

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

La depreciación del peso ha aumentado las presiones inflacionarias provenientes de la inflación importada, en todo caso el incremento ha sido muy acotado. Medidos en dólares, los precios externos de los bienes importados vienen mostrando tasas de variación anuales estables por casi dos años. Medidos en pesos, dichos precios revierten la tendencia decreciente que traían desde comienzos del 2010. El Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) de bienes de consumo, medido en dólares, continúa creciendo en torno a 5% anual desde principios del 2010. Medidos en pesos, estos precios descendieron —en promedio— 4% en el mismo lapso, y en el último dato disponible se recuperaron, anotando una variación anual de 2,8% en el tercer trimestre del 2011 (gráfico IV.6).

En cuanto a los márgenes, indicadores parciales muestran que se mantienen elevados. Según cifras obtenidas de las Fecu para el tercer trimestre del 2011, el promedio de los márgenes de explotación del comercio, ponderado por los ingresos por ventas, sigue en niveles por sobre el promedio de los últimos diez años, aun cuando están más bajos que el trimestre anterior (gráfico IV.7).

En el tercer trimestre, los costos laborales unitarios crecieron a tasas anuales por sobre 3%. Ello coincide con un mercado laboral que continúa mostrando signos de estrechez, tal como lo reflejan los indicadores de empleo y desempleo, salarios nominales que siguen creciendo por encima de 6% e información casuística que señala la dificultad de contratar mano de obra en diversas regiones del país (gráfico IV.8).

Perspectivas para la inflación en el corto plazo

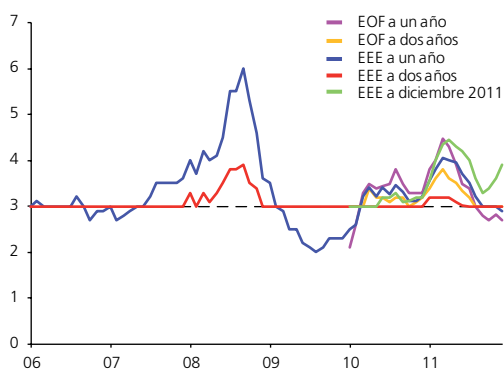
Como ya se señaló, la depreciación cambiaria y algunos factores puntuales han generado una inflación mayor que la prevista en septiembre.

En el caso del IPCX1, se estima que su tasa de incremento anual convergerá a 3% más lento que lo proyectado en septiembre. El principal factor detrás de este cambio son menores precios en alimentos y transporte privado, en particular de autos nuevos y usados. La variación anual de la medida subyacente IPCX se mantendrá en línea con lo esperado en septiembre, dado que el menor incremento del IPCX1 compensará las alzas de la carne y los aumentos tarifarios previstos de la electricidad y del transporte multimodal. Para fines de año, la inflación anual del IPC está 0,6 puntos porcentuales por sobre la proyectada en septiembre. Casi la totalidad de esa diferencia se explica por el escenario de mayor inflación de combustibles y los mayores precios de frutas y verduras, que lo anticipado.

Las expectativas privadas de inflación para el corto plazo se han ajustado al alza, ante los ya mencionados factores puntuales. Sin embargo, las de mediano plazo se han mantenido sin cambios en medio de las turbulencias del escenario económico global y el dinamismo que sigue sosteniendo la demanda interna. En septiembre, la inflación esperada a un año que se obtenía de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se ubicaba en 3,0%, valor que descendió a 2,7% para la encuesta de la primera quincena de diciembre. Las expectativas de inflación en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) a un año plazo, cayeron desde 3,2% en agosto a 2,9% en diciembre. A diciembre de este año, luego de bajar de 3,6% en agosto hasta 3,3% en septiembre, subieron a 3,9% en diciembre (gráfico IV.9). En el horizonte de proyección de dos años, todas las medidas se mantienen en 3%.

Gráfico IV.9

Expectativas de inflación: encuestas EEE y EOF (*)
(porcentaje)



(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes.

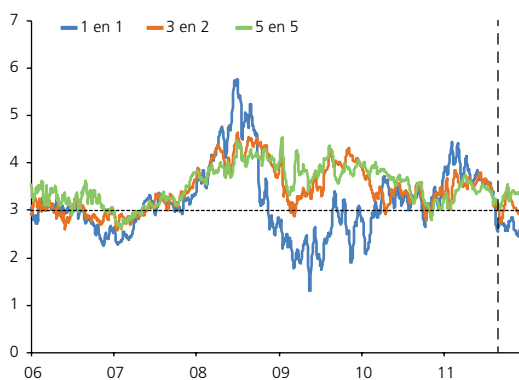
Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas que se deducen de las encuestas a consumidores y empresas también muestran descensos o mantención. El porcentaje de personas que cree que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC) bajó a 52% en noviembre, desde 61% en agosto. Mientras, las expectativas de inflación para los próximos doce meses del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) se mantuvieron en 3,5% entre septiembre y noviembre.

Las expectativas de inflación que se derivan de las compensaciones inflacionarias no muestran mayores cambios, pero han sufrido vaivenes desde el cierre del IPoM anterior acordes con la volatilidad del escenario externo. Así, la compensación inflacionaria *forward* uno en uno que se deriva de los *swaps* promedio cámara, se mantiene en 2,6% en diciembre (en septiembre se ubicaba también en 2,6%). Las expectativas entre el año 3 y 5 están en 3,0% en diciembre, al igual que al cierre del IPoM de septiembre. Las expectativas entre el año 6 y 10, muestran una trayectoria ascendente, y pasan de 3,1% en septiembre a 3,4% en diciembre (gráfico IV.10).

Gráfico IV.10

Compensación inflacionaria *forward* (*)
(porcentaje)



(*) Consideradas a partir de tasas *swaps*. Línea punteada vertical indica cierre estadístico del IPoM de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

V. Escenarios para la inflación

Tabla V.1

Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual)					
Términos de intercambio	4,6	23,8	-2,9	-6,7	-3,5
PIB socios comerciales (*)	-0,4	6,1	4,2	3,8	4,2
PIB mundial PPC (*)	-0,7	5,0	3,8	3,5	4,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,3	3,9	2,8	2,7	3,2
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,8	1,3	2,1
(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	234	342	401	350	340
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	95	100	96
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)(*)	471	598	804	784	748
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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 13 de diciembre de 2011. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

Escenario base de proyección

En el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor que el previsto anteriormente. En los últimos meses, la crisis europea se ha profundizado y extendido a medida que las dudas por la situación fiscal y de la banca han ido escalando. La incertidumbre global ha aumentado, con alzas en las primas de liquidez y de riesgo, caídas de los precios de los activos financieros, una apreciación generalizada del dólar en los mercados mundiales y un menor panorama de crecimiento global. Para el mundo emergente, los canales de transmisión de la crisis han sido el financiero, los menores precios de materias primas y las menores exportaciones industriales. Por ahora, la desaceleración de su actividad ha sido moderada y coherente con lo anticipado en septiembre.

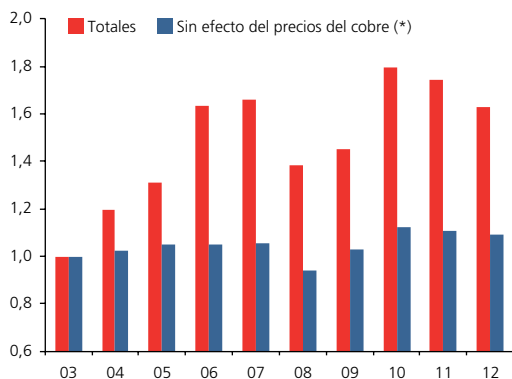
En el escenario base, considerando que la situación en la Eurozona demorará en resolverse, las tensiones financieras persistirán. En la Eurozona se anticipa una recesión el 2012. La importancia del comercio intrarregional en esta región acotará los efectos de su menor demanda sobre el resto del mundo, aunque los amplificará al interior de ella. El resto de las economías desarrolladas tendrá un crecimiento bajo por un período prolongado, debido al poco espacio que existe para políticas monetarias y fiscales contracíclicas. El mundo emergente se verá afectado por el peor desempeño del mundo desarrollado. Con ello, en el escenario base, los socios comerciales de Chile crecerán 3,8 y 4,2% el 2012 y 2013, respectivamente (tabla V.1).

Los precios previstos para las materias primas también serán menores en los próximos dos años^{1/}. Para el cobre, se prevén precios de US\$3,5 y 3,4 la libra en el 2012 y 2013, respectivamente. Los combustibles y el petróleo seguirán una trayectoria descendente. Ello, y el panorama de crecimiento global más

Gráfico V.1

Términos de intercambio

(índice, 2003=1)



(*) Se estiman utilizando como referencia el precio promedio de la Bolsa de Metales de Londres del 2003. No se consideran otros potenciales efectos en precio y cantidad.

Fuente: Banco Central de Chile

^{1/} La excepción la constituye el precio del petróleo WTI, por la menor oferta del combustible en el principal mercado de Estados Unidos y algunos aspectos técnicos, lo que ha contribuido al cierre del spread que mantenía con el petróleo Brent.

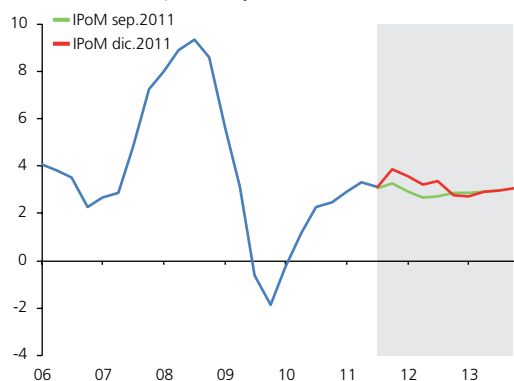
Tabla V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	-1,7	5,2	6,2	3,75-4,75
Ingreso nacional	-1,9	15,7	6,5	2,5
Demanda interna	-5,9	16,4	9,5	3,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,9	11,5	10,2	4,8
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	16,9	5,8
Consumo total	1,9	9,3	8,1	4,5
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	7,4	3,7
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	14,3	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	-1,5	-3,3
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	2.570	3.802	-3.700	-7.700
Balanza comercial	14.117	15.855	10.400	4.800
Exportaciones	54.004	71.028	80.900	78.800
Importaciones	-39.888	-55.174	-70.500	-74.000
Servicios	-1.444	-1.019	-900	-400
Renta	-11.666	-15.424	-15.400	-13.900
Transferencias corrientes	1.563	4.390	2.200	1.800

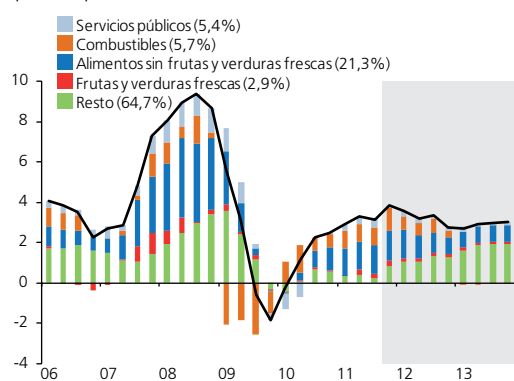
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.2Proyección de inflación IPC
(variación anual, porcentaje)

(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2011, corresponde a la proyección.

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

Gráfico V.3Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)

(1) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2011, 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.

deteriorado, se ha traducido en menores proyecciones de inflación mundial, lo que sumado a la apreciación del dólar estadounidense llevan a corregir a la baja la inflación externa relevante para la economía chilena (IPE) en el 2012. Los términos de intercambio serán menores que en el 2011 (gráfico V.1).

En Chile, los datos de actividad de los últimos meses muestran una desaceleración algo mayor que la prevista. En el escenario base, el menor impulso externo que se prevé se traducirá en un crecimiento menor al proyectado en septiembre. Las mayores fuentes de esta corrección son los efectos sobre la actividad local del debilitamiento de la demanda externa, condiciones financieras internacionales más restrictivas y los menores términos de intercambio. Para el 2012, la economía nacional crecerá entre 3,75 y 4,75%, luego de haberse expandido 6,2% este año (tabla V.2). El Consejo sigue estimando que la tasa de crecimiento de tendencia de la economía chilena está en torno a 5%.

En cuanto a la demanda interna, en el escenario base se considera que el consumo de bienes durables y la inversión en maquinaria y equipos mostrarán descensos en sus tasas de variación anual, tanto por los efectos de la situación externa como por una convergencia normal acorde con el nivel que ha alcanzado el stock de este tipo de bienes. La evolución prevista para el consumo también se basa en que la velocidad de creación de empleos será menor que la observada hasta ahora — situación que ya se verifica en los datos más recientes— con lo que el crecimiento de la masa salarial se reducirá. Respecto de la inversión, pese al menor aumento previsto para el 2012, la tasa de inversión a PIB, estará en niveles algo por encima de 32% a precios del 2003 y alrededor de 23% en términos nominales.

La evolución de la acumulación de existencias también tendrá un efecto relevante en el comportamiento de la demanda interna durante el 2012. El ajuste en inventarios que se ha observado en lo más reciente en la industria y el comercio apunta a un ajuste más temprano de los inventarios, coherente con la mayor incertidumbre externa (gráficos III.2 y III.6). Esto hará que durante el 2012 la variación de existencias descienda como porcentaje del PIB. De hecho, el próximo año la demanda interna descontada la variación de existencias crecerá algo más de un punto porcentual por sobre lo que lo hará la demanda interna total.

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

En el escenario base se proyecta un déficit en cuenta corriente que, respecto de lo previsto en septiembre, será mayor tanto en el 2011 como en el 2012. Las principales fuentes de esta corrección son el menor precio promedio del cobre efectivo en el 2011 y proyectado en el 2012. Para el 2011, se agrega el efecto en las importaciones que ha tenido el dinamismo del gasto en los últimos meses, mayormente concentrado en bienes de origen externo. Se prevé que el déficit en cuenta corriente tendrá una ampliación en el 2012, respecto del 2011, lo que responde mayormente al impacto que el escenario económico mundial tendrá sobre el valor de las exportaciones chilenas. Ello, principalmente, por la caída en el precio del cobre, a lo que se agrega el menor crecimiento que se estima tendrán las exportaciones. Se añade que,

Tabla V.3

Inflación

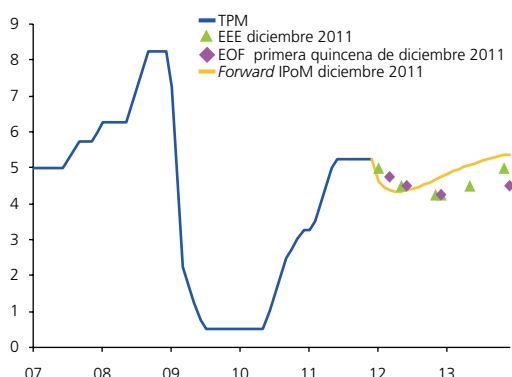
	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Inflación IPC promedio	1,6	1,4	3,3	3,2	2,9
Inflación IPC diciembre	-1,4	3,0	3,9	2,7	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	2,8	0,5	2,4	2,7	3,2
Inflación IPCX diciembre	-1,8	2,5	2,9	2,6	3,3
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,3
Inflación IPCX1 promedio	2,7	-0,7	1,2	2,5	3,0
Inflación IPCX1 diciembre	-1,1	0,1	2,1	2,7	3,1
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,1

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2013.

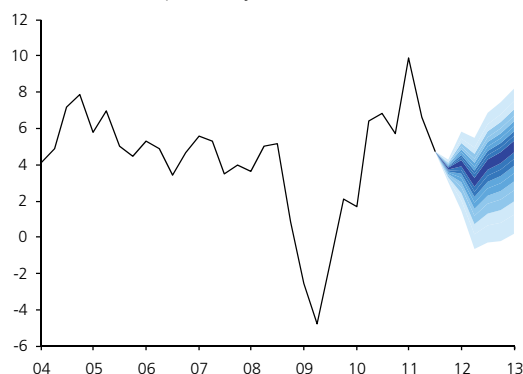
Fuente: Banco Central de Chile.

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 incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

si bien el gasto reducirá su tasa de expansión anual el próximo año, su nivel se mantendrá elevado. Medida a precios de tendencia, la cuenta corriente seguirá con déficit del orden de 6% en el 2011 y 2012^{2/}.

En cuanto a la inflación del IPC, en los últimos meses ha sido superior a lo previsto en el IPoM de septiembre. Para fines de año, se estima que se ubicará en 3,9%, 0,6pp por sobre lo proyectado en el IPoM pasado. Casi la totalidad de esta diferencia se explica por el mayor precio de los combustibles, resultado determinado fundamentalmente por la depreciación del peso.

En el escenario base, la inflación anual del IPC, luego de alcanzar su máximo a fines de este año disminuirá hacia cifras en torno a 3% en la primera mitad del 2012. Desde ahí, y hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2013, se mantendrá oscilando en torno a 3%. La convergencia a 3% de la variación anual del IPCX1 será algo más lenta que lo estimado previamente (gráficos V.2 y V.3) (tabla V.3).

Como supuestos de trabajo, estas proyecciones consideran que el TCR, que actualmente se sitúa dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo, permanecerá en niveles similares por los próximos dos años. En cuanto a la política monetaria, en un escenario base que considera que los efectos de la incertidumbre externa sobre la economía nacional son acotados, se utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas (gráfico V.4).

Escenarios de riesgo

El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables con la información disponible al momento de realizar estas proyecciones. El Consejo estima que, en esta ocasión, esta probabilidad es menor que la habitual. Existe una amplia gama de riesgos que podrían alejar significativamente la evolución de la economía internacional respecto del escenario base. Las repercusiones sobre el panorama macroeconómico chileno de escenarios distintos del descrito son variadas y, en algunos casos, difíciles de estimar. En esta ocasión, evaluadas las probabilidades de 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).

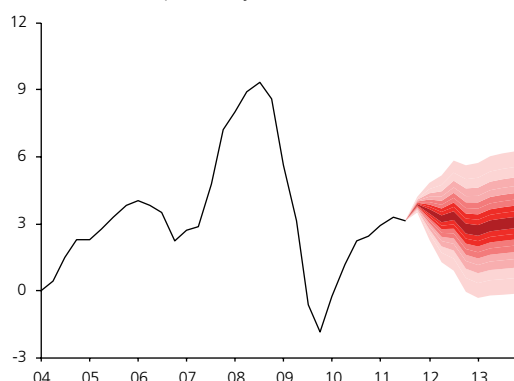
Los principales riesgos dicen relación con la forma en que se desarrollará la situación en la Eurozona, especialmente por la existencia de escenarios cuyas implicancias para la economía chilena podrían ser más negativas que en el escenario base. En los escenarios más extremos, podrían considerarse eventos de crédito en una economía de tamaño sistémico o una fragmentación desordenada del euro. Se considera que una situación de este tipo tiene baja probabilidad, pero tendría consecuencias graves para la economía mundial.

Existen escenarios intermedios, como, por ejemplo, una contracción más profunda del crédito de los bancos de la Eurozona, que, además de acentuar la recesión en esa región, provoque una restricción mayor en las condiciones de crédito y liquidez en el resto de la economía mundial. Asimismo, es

^{2/} Este cálculo considera correcciones en precios y no en volúmenes. Se supone un precio del cobre de US\$2,6 la libra, y del petróleo de US\$75 el barril.

Gráfico V.6

Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

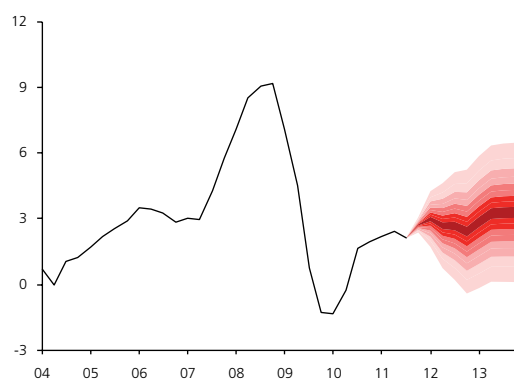


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

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 que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

posible que las economías emergentes vean resentida su actividad más que lo previsto, provocando efectos más profundos o duraderos en el crecimiento mundial y en los precios de las materias primas. Tampoco se puede descartar una mayor debilidad de la economía estadounidense, dependiendo de la trayectoria que siga la política fiscal.

La ocurrencia de este tipo de escenarios externos tendría impactos en Chile, cuya magnitud dependerá de cómo fluyan sus efectos a través de los distintos canales de transmisión: comercio exterior, financiamiento externo y términos de intercambio. La combinación de un deterioro de estos tres factores podría afectar más negativamente la evolución del crecimiento de la economía chilena en el horizonte de proyección. Sin embargo, sus consecuencias pueden ser atenuados por la acción de las políticas monetarias, fiscales y financieras.

Aunque predominan escenarios más negativos, no se puede descartar que las autoridades de la Eurozona consigan construir un conjunto de medidas y reformas que logren restablecer la confianza de los mercados. Los anuncios de la Unión Europea a principios de diciembre apuntan en esta dirección. En todo caso, en un escenario de este tipo, dado los ajustes fiscales requeridos, las economías desarrolladas seguirían con bajo crecimiento y políticas monetarias laxas por un período prolongado. Ello acentuaría la dicotomía entre el crecimiento de las economías desarrolladas y las emergentes. En este contexto, es posible que un repunte de los inlfujos de capitales en las economías emergentes dificulten el manejo de las políticas macroeconómicas.

Internamente, no es posible descartar que los efectos de la mayor incertidumbre externa sean superiores. Por un lado, en las últimas semanas se han observado condiciones algo más restrictivas en el mercado financiero local, como consecuencia de la situación en los mercados globales, desarrollo común con otras economías emergentes. La amplificación de estas fricciones podría tener efectos significativos sobre la actividad, la demanda y la inflación. Por ahora, no se aprecian cambios importantes en las tasas de colocación y el crecimiento del crédito. Por otro lado, también es posible que el aumento de la incertidumbre global tenga efectos más significativos sobre la confianza y las decisiones de consumo e inversión.

El panorama externo más adverso contemplado en el escenario base tendrá consecuencias para el crecimiento y la inflación en Chile, así como para la orientación de la política monetaria. Se utiliza como supuesto de trabajo, que la TPM seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable con lo que se desprende de las diversas encuestas de expectativas. Sin embargo, aún no se esclarece del todo la magnitud del deterioro de la situación externa y su impacto en la economía chilena. La situación en la Eurozona es grave y existen riesgos de importancia en otras economías desarrolladas. De materializarse algunos de los riesgos antes enunciados, el país cuenta con un robusto marco de políticas económicas, capaz de reducir los efectos negativos derivados de la situación externa. La experiencia de fines del 2008 y comienzos del 2009 reafirma esta capacidad. El Banco Central dispone de mecanismos y herramientas para reaccionar con decisión ante escenarios adversos y así mitigar los costos sobre la economía nacional. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Recuadro V.1: ***Shocks* de incertidumbre**

En los últimos meses, la falta de resolución de la situación en la Eurozona ha provocado una disminución importante del apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales. Pese a que se han adoptado medidas y acuerdos entre los países del bloque, la tardanza de estas decisiones y el creciente espiral de preocupación por la falta de una solución definitiva ha aumentado significativamente la incertidumbre sobre el devenir de la economía de la región y de sus posibles efectos en el resto del mundo. La probabilidad de una fragmentación desordenada del euro es baja, pero sus costos para la economía mundial podrían ser elevados. Existen escenarios alternativos cuya probabilidad de ocurrencia no es baja, que también podrían acarrear costos significativos. Este recuadro hace una revisión de los efectos que un *shock* de incertidumbre puede tener en las variables macroeconómicas, además de una cuantificación de sus posibles efectos.

Pasten y Raddatz (2011) resumen la literatura reciente al respecto, agrupándola en tres corrientes sobre la caracterización de un *shock* de incertidumbre. En todas ellas es posible predecir una caída del producto ante un *shock* de este tipo, sin embargo existen diferencias en los mecanismos de transmisión que tienen implicancias para las posibles respuestas de política.

En primer lugar, existe una línea de investigación que caracteriza el aumento de la incertidumbre como una situación en la que crece la probabilidad de un evento financiero catastrófico capaz de provocar una destrucción del stock de riqueza. Aunque de baja probabilidad, la posibilidad de este tipo de eventos reduce la inversión y el empleo, puesto que provoca un aumento del premio por riesgo requerido por los inversionistas. Como contrapartida, el consumo aumenta en lo inmediato y luego decrece, toda vez que el retorno esperado a la inversión decae. En esta clase de escenarios, el premio por riesgo accionario aumenta significativamente. La respuesta de política monetaria no es del todo clara. La disyuntiva en este caso es si la política monetaria debería suavizar o acomodar estos *shocks*. En todo caso, se estima que una política monetaria activa tiene posibilidades importantes de reducir sus efectos.

Una segunda corriente de estudios caracteriza un *shock* de incertidumbre como la aparición de situaciones de ambigüedad donde los agentes enfrentan escenarios cuyos riesgos son desconocidos, porque no son cuantificables o porque la forma de medirlos utilizada usualmente era incorrecta. La literatura argumenta que en estos casos los agentes toman decisiones basadas en el peor escenario posible, actuando de manera similar a si su aversión al riesgo aumentara significativamente. En este tipo de eventos, el producto cae ante el aumento del premio por riesgo exigido para invertir. Un ejemplo de las consecuencias de situaciones de ambigüedad es que, ante el desconocimiento del riesgo de contraparte, el sistema financiero tienda a acaparar liquidez de manera excesiva ya que todos los agentes se auto-aseguran ante eventos que solo pueden afectar a una fracción de ellos. Estas fallas pueden resultar en distorsiones importantes en los precios de activos que pueden ser moderadas a través de políticas no convencionales de aseguramiento de precios o provisión de liquidez. Más aún, en general la política monetaria cumple un rol importante en la atenuación de los efectos reales de este tipo de *shocks*.

Por último, un tercer conjunto de estudios caracteriza un *shock* de incertidumbre como un episodio en que se aprecia un incremento de la varianza de los *shocks* a los que se enfrenta una economía: productividad, condiciones financieras, términos de intercambio, entre otras. En estos estudios, se aprecian efectos negativos en la medida que las decisiones de los agentes tienen algún grado de irreversibilidad. Dado que la mayor incertidumbre puede provocar que la decisión tomada hoy sea incorrecta en un probable nuevo escenario, los agentes tienden a posponer las decisiones de consumo e inversión, afectando negativamente el desempeño de la economía. Estos trabajos muestran que la política monetaria es menos efectiva en afectar la dinámica de la actividad cuando la incertidumbre es alta o la política monetaria se aproxima al límite de las herramientas convencionales (*zero lower bound*). Sin embargo, esto no implica que una política monetaria activa no sea deseable. Por el contrario, la política monetaria debería reaccionar agresivamente para revertir los efectos de la mayor incertidumbre o, en el caso de agotar las

posibilidades de herramientas convencionales, implementar medidas no convencionales. Destaca que la recuperación de una recesión en estos casos puede ser rápida una vez que se reduce la incertidumbre, toda vez que los agentes aumentarán su gasto para compensar las decisiones postergadas. Una reversión de este tipo requeriría un rápido retiro del estímulo monetario para evitar presiones inflacionarias.

Carrière-Swallow y Céspedes (2011) estiman los efectos de un *shock* de incertidumbre siguiendo esta última línea de interpretación. En su trabajo, estiman que el efecto de este tipo de eventos sobre el consumo, la inversión y el producto es mayor en las economías emergentes que en las desarrolladas. Algunos puntos relevantes de su investigación muestran que el efecto en la inversión es cerca de tres veces superior en las economías emergentes de lo que es en las desarrolladas. Respecto del consumo, muestran que en las economías desarrolladas es incluso posible que no se vea afectado por estos eventos, mientras que en el mundo emergente se da una caída significativa y persistente. Estos resultados sugieren que la profundidad del mercado financiero es relevante en la amplificación de este tipo de *shocks*, en especial lo que suceda con el canal del crédito. Los autores estiman que existe una posibilidad importante para que la política fiscal y monetaria mitiguen el impacto de escenarios de mayor incertidumbre.

En esta misma línea investigativa, Carrière-Swallow y Medel (2011) estiman los efectos de un *shock* de incertidumbre en

la economía chilena. Sus resultados muestran que ante un aumento de la incertidumbre^{1/}, la caída en el producto puede alcanzar a 1,7% respecto de la tendencia^{2/}. Sectorialmente, los mayores efectos se aprecian en la construcción y la industria. Para la demanda interna, esta caída se amplía a 2,2%, verificándose los mayores impactos en el consumo durable y la inversión en maquinaria y equipos. Tanto para la demanda como para el PIB el máximo impacto se da alrededor de tres trimestres luego de ocurrido el *shock*.

Por último, Kirchner y Naudon (2011) analizan los efectos que una mayor incertidumbre externa y un menor crecimiento mundial tendrían en la economía chilena. Sus resultados, utilizando VARs estructurales, muestran que frente a un aumento de 10 puntos porcentuales del VIX, el PIB externo disminuye cerca de 1% respecto de su tendencia, los términos de intercambio caen 7% también respecto de su tendencia y la LIBOR disminuye del orden de 70 puntos base. En este escenario, en el plazo de un año, el PIB chileno cae cerca de 1% respecto de su tendencia. A su vez, la inflación total es cerca de 1,2% menor.

En suma, la revisión de la literatura disponible muestra que un *shock* de incertidumbre, en sus distintas caracterizaciones, tiene efectos negativos sobre el nivel de producto. Más importante, es que en todos estos casos existe la posibilidad de que las políticas económicas, y en particular la monetaria, mitiguen los efectos adversos de la mayor incertidumbre.

^{1/} Determinado en base a la desviación respecto de la tendencia del retorno diario de las opciones sobre acciones del mercado estadounidense.

^{2/} De acuerdo con Bloom (2009) en Estados Unidos esta caída sería de alrededor de 1%.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	16
I.2: Inflación mundial	16
II.1: Paridades respecto del dólar estadounidense	21
II.2: Expectativas para la TPM	22
III.1: Producto interno bruto	23
III.2: Demanda agregada	25
IV.1: Indicadores de inflación	28
V.1: Supuestos del escenario base internacional	31
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	32
V.3: Inflación	33

Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: Costo de la deuda de largo plazo en Eurozona	13
I.2: CDS promedio de bancos	13
I.3: Condiciones de liquidez	14
I.4: Actividad en economías desarrolladas	14
I.5: Producción industrial en economías emergentes	14
I.6: Premios por riesgo soberano en economías emergentes	15
I.7: Paridades de monedas	15
I.8: Precios de materias primas	15
I.9: Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo	16
I.10: Factores de vulnerabilidad	17
I.11: Términos de intercambio	18
II.1: Presiones de liquidez en el mercado monetario en pesos	19

II.2:	Tasas de interés en dólares y en pesos en el mercado local	19
II.3:	TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	20
II.4:	Tasas de interés de los bonos de largo plazo del sector privado según clasificación de riesgo	20
II.5:	Monto total y plazo total de créditos externos	20
II.6:	Encuesta de Crédito Bancario	21
II.7:	Colocaciones nominales por tipo de crédito	21
II.8:	Mercados bursátiles	21
II.9:	Tipo de cambio nominal	22
II.10:	Tipo de cambio real	22
II.11:	TPM y expectativas	22
III.1:	Producto interno bruto	23
III.2:	Indicadores de la industria	24
III.3:	Inventarios en la industria	24
III.4:	Estimación de crecimiento del PIB en la EEE durante el 2011	24
III.5:	Importaciones de bienes nominales	25
III.6:	Ventas e importaciones de autos nuevos	25
III.7:	Stock de existencias	25
III.8:	Indicadores agregados de consumo	26
III.9:	Empleo y tasa de desempleo	26
III.10:	Catastro de inversión en construcción e ingeniería	26
IV.1:	Inflación IPC, IPCX, IPCX1 e IPC sin alimentos y energía	27
IV.2:	Incidencias en la inflación mensual del IPC	27
IV.3:	Precio semanal de la gasolina	28
IV.4:	Precios de alimentos	28
IV.5:	Precios de la carne en el mercado local y externo	28
IV.6:	Índice de valor unitario de las importaciones	29
IV.7:	Margen de explotación del comercio	29
IV.8:	Salarios nominales	29
IV.9:	Expectativas de inflación: encuestas EEE y EOF	30
IV.10:	Compensación inflacionaria <i>forward</i>	30
V.1:	Términos de intercambio	31
V.2:	Proyección de inflación IPC	32
V.3:	Incidencias en la inflación anual del IPC	32
V.4:	TPM y expectativas	33
V.5:	Escenario de crecimiento del PIB trimestral	33
V.6:	Proyección de inflación IPC	34
V.7:	Proyección de inflación IPCX	34

Glosario

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, septiembre 2011). Las proyecciones de crecimiento mundial se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 85% del PIB mundial. Para el resto se considera un crecimiento promedio de 4,4%.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, septiembre 2011). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 88% del PIB mundial. Para el resto se considera un crecimiento promedio de 2,5%.

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 94% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2010.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. 2011. *Informe de Estabilidad Financiera*. Segundo semestre.
- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2011. *Global Economics Weekly*. Noviembre.
- Bloom, N. 2009. "The Impact of Uncertainty Shocks". *Econometrica*. 77(3): 623-685.
- Carrière-Swallow, Y. y L.F. Céspedes. 2011. "The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies". *Documento de Trabajo* N° 646. Banco Central de Chile. Noviembre.
- Carrière-Swallow, Y. y C. Medel. 2011. "Incertidumbre Global sobre la Economía Chilena". *Documento de Trabajo* N° 647. Banco Central de Chile. Noviembre.
- Congressional Budget Office. 2011. *The Budget and Economic Outlook: An Update*. Agosto.
- Consensus Forecasts. 2011. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Deutsche Bank. 2011a. *Asia Economics Monthly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2011b. *Dollar Bloc Weekly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2011c. *Emerging Markets Monthly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2011d. *Focus Europe*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2011e. *Global Economic Perspectives*. Diciembre.
- Echavarría, G. 2011. "Una Medida de Stock de Inventarios". *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2011a. *World Economic Outlook*. Septiembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2011b. *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*. Julio.
- Food and Agriculture Organization. 2011. *FAO Food Price Index*. Noviembre.
- JP Morgan Chase. 2011. *Global Data Watch*. Diciembre.
- Kirchner, M. y A. Naudon. 2011. "Efectos Empíricos de Shocks de Volatilidad Financiera y Demanda Externa en Chile". *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. 2011. *OECD Economic Outlook* Vol. 2011/02. Noviembre.
- Pastén, E. y C. Raddatz. 2011. "Shocks de Incertidumbre, Consecuencias Reales y Algunas Opciones de Política". *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Pistelli, A. y M. Siravegna. 2011. "Vulnerabilidad de economías emergentes ante escenario de crisis global". *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Junio.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
DICIEMBRE 2011

ISSN: 0716-2219
Edición de 1.900 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
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**