

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Diciembre 2014



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Diciembre 2014**





# CONTENIDO\*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	25
IV. PRECIOS Y COSTOS	29
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	35
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	39
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42
RECUADROS	
Caída del precio del petróleo: fundamentos, impacto y perspectivas	17
Tasas de interés de largo plazo	23
Evolución de la inflación en el 2014	33

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 11 de diciembre de 2014.



# PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 12 de diciembre de 2014 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 15 de diciembre de 2014.

El Consejo



## RESUMEN

Durante los últimos meses, la inflación ha aumentado por sobre lo previsto en un contexto en que el crecimiento de la actividad ha sido menor que lo esperado. Los altos registros de inflación, que llevaron la variación anual del IPC a 5,5% en noviembre, han sido, en gran medida, consecuencia de la significativa depreciación nominal del peso. En lo más reciente, sin embargo, también han estado influidos por elementos puntuales y de carácter transitorio. En el escenario base, se prevé que la inflación cerrará este año en niveles algo por debajo de 5% y que se ubicará en torno a 3% a mediados del 2015. Las expectativas privadas también apuntan a una rápida reducción de la inflación durante el próximo año y a dos años plazo se mantienen en 3%.

La inflación sorprendió al alza a lo largo del 2014. A comienzos de año, el Consejo estimó que la inflación se ubicaría en 3% a fines del 2014, en parte, porque la depreciación acumulada hasta entonces tendría un efecto acotado dentro de patrones históricos en la inflación. Ello, basado, entre otros factores, en que la desaceleración que mostraba la economía limitaría el grado de traspaso a precios finales, salarios y expectativas. Dicho juicio se modificó en la medida en que los datos efectivos mostraron un traspaso a los precios finales mayor que el previsto. Así, ya para junio la proyección de inflación IPC tuvo una corrección al alza relevante. En los últimos meses, el traspaso ha ido acorde con lo esperado, sin embargo, la mayor depreciación del peso y algunos elementos puntuales —en particular, el incremento del precio de algunas frutas y verduras frescas— nuevamente elevaron la inflación por sobre lo previsto. Dichos aumentos ya tuvieron alguna reversión en noviembre, a lo que se sumó el menor precio de los combustibles. Esto último debería seguir incidiendo a la baja en los meses venideros.

Respecto de la actividad, en el tercer trimestre, el crecimiento tanto del PIB como de la demanda interna estuvo por debajo de lo previsto en septiembre, aunque el tamaño de la sorpresa fue menor que en el segundo trimestre. Respecto de los componentes del gasto, el crecimiento del consumo privado fue bajo y la inversión siguió cayendo en términos anuales. El marcado deterioro del consumo de bienes durables y de la inversión en maquinaria y equipos volvieron a destacar. Así, el fuerte ajuste del gasto y la depreciación del peso han redundado en un rápido descenso del déficit de la cuenta corriente tanto a precios de tendencia como efectivos.

Al bajo dinamismo de la economía durante el tercer trimestre, se añade que indicadores parciales del cuarto trimestre no muestran una recuperación relevante del gasto. La variación anual de las importaciones de bienes de consumo y de capital sigue en valores negativos; diversos indicadores de ventas del comercio muestran tendencias similares a las de los meses previos; y datos relacionados con la construcción indican una sostenida debilidad del rubro. Lo mismo ocurre con la industria que, con la excepción principalmente de los sectores exportadores, da cuenta de una sostenida caída de sus niveles de actividad. El panorama para la inversión en construcción y obras, uno de los componentes más inerciales del gasto, también se ha deteriorado. El



## CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2013	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	4,1	1,7	2,5-3,5
Ingreso nacional	3,4	1,3	3,7
Demanda interna	3,4	-0,7	3,0
Demanda interna (sin variación de existencias)	4,2	0,4	2,6
Formación bruta de capital fijo	0,4	-6,2	1,9
Consumo total	5,4	2,4	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	1,4	4,0
Importaciones de bienes y servicios	2,2	-5,9	3,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-1,6	-1,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,5	19,7	20,8
Inversión nacional bruta (% del PIB)	23,9	21,3	21,9
FBCF (% del PIB nominal)	23,6	22,0	21,6
FBCF (% del PIB real)	25,8	23,8	23,6
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.485	-4.150	-2.770
Balanza comercial	2.117	7.600	9.020
Exportaciones	76.684	75.550	75.600
Importaciones	-74.568	-67.950	-66.580
Servicios	-2.908	-3.300	-3.600
Renta	-11.102	-10.550	-10.230
Transferencias corrientes	2.408	2.100	2.040

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de septiembre volvió a corregir los montos previstos para el 2014 y el 2015, ubicándolos por debajo de los del 2013.

El bajo crecimiento de la economía se ha dado en un contexto en que las expectativas de empresas y hogares se han vuelto más pesimistas. En el caso de los consumidores, este deterioro se da en un escenario en que la mayor inflación ha afectado el poder adquisitivo de los hogares. La tasa de desempleo continúa en torno a 6,5%, un número reducido desde una perspectiva histórica, pero la creación de empleo asalariado ha permanecido baja y las encuestas dan cuenta de mayor incertidumbre respecto de la evolución del mercado laboral. Para las empresas, el mayor grado de pesimismo ha coincidido con bajos niveles de rentabilidad, como lo indica el Informe de Estabilidad Financiera, y con un ambiente para la inversión que las empresas juzgan menos atractivo. Se añade una percepción de inventarios por sobre lo deseado, a pesar de las sucesivas caídas de dicha variable en los últimos trimestres. Así, las expectativas privadas de crecimiento para este año y los dos siguientes han tenido bajas continuas, previendo un alza promedio de 2,7% para el período 2014-2016.

El costo de financiamiento interno, en cambio, se ha vuelto más favorable. Esto, en línea con la importante reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) que tuvo lugar durante el último año. No obstante, el crecimiento real anual de las colocaciones bancarias de consumo y comerciales está en niveles bajos, en algunos casos alcanzando sus mínimos en varios años. La excepción son los créditos hipotecarios, que siguen con un crecimiento dinámico. La Encuesta de Crédito Bancario de septiembre da cuenta de mayores restricciones de oferta, pero principalmente de una menor demanda.

En el escenario base, la actividad crecerá este año 1,7%, algo por debajo del rango previsto en septiembre. Ello, reflejo de la debilidad de la actividad en el tercer trimestre y de su prolongación hacia el último cuarto del año. Además, de expectativas de consumidores y empresas que, hasta ahora, no muestran la mejoría que se esperaba hace algunos meses. En el 2015, el crecimiento del PIB se situará entre 2,5 y 3,5%, expansión que seguirá por debajo del crecimiento de mediano plazo de la economía, que el Consejo estima entre 4 y 4,5%.

El crecimiento esperado para el próximo año se prevé será mayor al del 2014. Ello, se sustenta en que la economía ha hecho un ajuste rápido e importante durante este año, como lo refleja la evolución de la cuenta corriente, las tasas de interés y el tipo de cambio real (TCR). Además, en que las condiciones externas previstas para el 2015, si bien menos auspiciosas que lo esperado en septiembre, son algo mejores que las de este año, en parte gracias al impulso derivado de los menores precios del petróleo. También, en que la confianza de consumidores y empresas tenderá a mejorar. El significativo impulso monetario que ya se ha agregado, el mayor impulso fiscal y el efecto de la depreciación del peso en la actividad de los sectores transables serán un apoyo adicional. Por último, aunque la situación financiera de hogares y empresas es menos holgada que en años anteriores, se estima que no representará un obstáculo para la recuperación de la economía.

En lo externo, el escenario base considera un panorama de actividad algo menos dinámico que lo previsto en septiembre, pero que sigue apuntando a expansiones para el 2015 y el 2016 que serán superiores a las del 2014. Ello, combina una actividad mundial que ha perdido dinamismo en lo más reciente pero que se compensa, al menos parcialmente, por el mayor impulso que dará la caída del precio del petróleo. Por regiones, resalta la creciente divergencia entre el desempeño de EE.UU. —con una recuperación más consolidada— y otras economías desarrolladas, como la Eurozona y Japón, donde las proyecciones se han vuelto a recortar. En el mundo emergente,

## SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	4,1	-3,2	-1,1	1,7	-2,1
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,5	3,2	3,5	3,9
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,1	3,2	3,5	3,9
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,2	2,4	2,6	3,0	3,3
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,8	1,2	1,6	2,1	2,3
PIB emergentes PPC	7,4	5,9	4,7	4,5	4,7	5,2
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	0,3	0,0	-0,7	0,6
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	367	332	311	295	285
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	44	90	98	93	64	68
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	42	101	109	99	70	75
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	367	742	785	733	483	495
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,3	0,2	0,6	1,8

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

las perspectivas también son algo más débiles, destacando América Latina con las mayores revisiones. En el escenario base, los socios comerciales crecerán 3,5 y 3,9% el 2015 y el 2016, respectivamente.

En el escenario base, las condiciones financieras externas y sus perspectivas serán menos expansivas que este año, pero seguirán favorables en una comparación histórica. En EE.UU., la Reserva Federal terminó el programa de compra de activos y se prevé un aumento de la tasa de los fondos federales el 2015, las que, probablemente, tendrán efectos al alza en las tasas de largo plazo de esa economía. En la Eurozona y Japón, se ha aplicado una política monetaria más expansiva ante la mayor debilidad económica y el riesgo deflacionario y se esperan nuevas medidas en esa dirección en los próximos trimestres. Así, las tasas de interés de largo plazo de las principales economías desarrolladas siguieron retrocediendo o se mantuvieron bajas. El mejor desempeño relativo de EE.UU. frente al resto del mundo ha llevado a un fortalecimiento global del dólar, afectando al resto de las monedas, entre ellas el peso chileno. En este caso, su trayectoria también ha estado influida por el ajuste en el escenario macroeconómico local, los cambios en la política monetaria y el descenso del precio del cobre.

La caída de los precios de las materias primas ha provocado importantes cambios en el panorama de inflación mundial. En particular, el precio del petróleo y sus perspectivas descendieron de manera relevante, principalmente, por factores de oferta que han dado paso a un balance superavitario en el mercado del crudo. Esto, se ha traducido en un menor panorama de la inflación externa relevante (IPE) y mejoras en los términos de intercambio de Chile. No obstante, parte de ello se compensa por el menor precio actual y previsto del cobre, cuyo valor se ubicó por debajo de US\$3 la libra en las semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. En el escenario base, el precio promediará US\$2,95 y 2,85 el 2015 y el 2016, respectivamente.

En Chile, se espera que la inflación anual del IPC se mantenga por sobre 4% por algunos meses más. Sin embargo, la combinación de altas bases de comparación del 2014, la evolución del precio de los combustibles y la acumulación de holguras de capacidad provocarán un descenso hacia 3% en el curso del 2015. Luego oscilará en torno a 3% hasta el último trimestre del 2016 —el fin del horizonte de proyección—. En la inflación IPCSAE, la proyección para el 2015 se corrige al alza, tomando en consideración la mayor depreciación del peso, su traspaso a los precios y la evolución de los salarios nominales. De todos modos, se espera que para fines del próximo año se ubique en torno a 3% y fluctúe alrededor de ese valor durante el 2016.

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses ocurrirá de acuerdo con los patrones históricos; que los salarios tendrán ajustes acordes a la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Sobre el TCR, se utiliza como supuesto metodológico que se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Además, como supuesto de trabajo, se considera que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo.

El escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

En lo externo, se mantienen los riesgos previstos en IPoM previos. Por un lado, está el riesgo de cuándo y con qué velocidad la Reserva Federal comenzará a aumentar su tasa

## INFLACIÓN

	2013	2014 (f) (2)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,8	4,4	3,4	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,8	2,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,2	3,6	3,4	
Inflación IPCSAE diciembre	2,1	4,3	2,8	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1)				2,9

(f) Proyección.

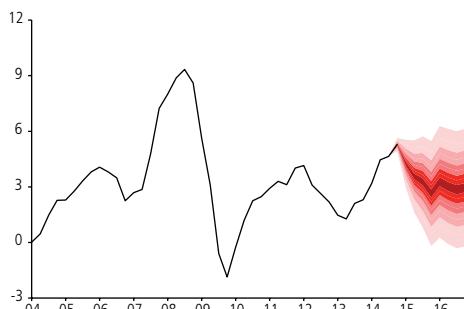
(1) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2016.

(2) Para diciembre del 2014 considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)**

(variación anual, porcentaje)

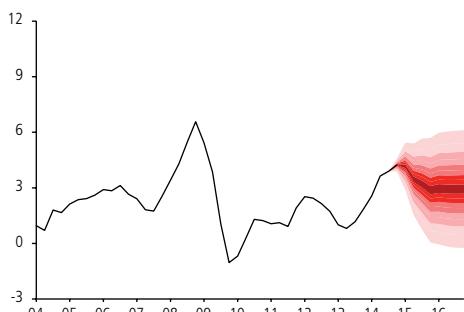


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (\*)**

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

de referencia, y cómo impactará el precio de los activos financieros. El riesgo de una mayor volatilidad en los mercados ha subido, a raíz de la creciente discrepancia entre las expectativas privadas y los anuncios de la propia Reserva Federal, y la divergencia de la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas. En China, han retomado relevancia los riesgos sobre su desempeño, reflejo de la mayor debilidad reciente. La evolución de su sistema financiero y su sector inmobiliario son los principales focos de atención, lo que podría generar una mayor caída del precio del cobre. En la Eurozona, pese al avance en el ámbito financiero y bancario —reflejados en el resultado de las pruebas de tensión— la expansión del crédito sigue lenta y el riesgo de una desaceleración mayor está latente.

Todos estos riesgos del escenario externo, podrían generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros mundiales, con importantes efectos negativos en el costo de financiamiento y en la actividad. También podrían provocar una depreciación adicional de las monedas emergentes, entre ellas el peso, con efectos en el panorama de inflación de corto plazo.

Por su parte, es posible que el menor precio del petróleo tenga efectos más intensos en el crecimiento mundial. Tampoco es posible descartar que el ciclo de menores precios se extienda o intensifique, lo que acentuaría estos efectos y también podría configurar un escenario de mayor crecimiento mundial. En todo caso, las cuentas fiscales de algunos países exportadores de petróleo se han deteriorado, fenómeno que podría extenderse a otras economías en la medida que el ciclo de bajos precios se mantenga en el tiempo.

En el ámbito local, un riesgo dice relación con el desempeño de la actividad, pero en especial con la dinámica de la demanda interna. Sus perspectivas de recuperación se han retrasado sucesivamente, a la vez que su materialización ha perdido fuerza. El escenario base considera que la confianza de empresas y consumidores tendrá un mejoría gradual. De no suceder esto, el menor crecimiento del gasto y la actividad puede prolongarse, traduciéndose en holguras de capacidad más duraderas y menores presiones inflacionarias.

Tampoco puede descartarse que el tamaño actual de las holguras de capacidad —variable no observable y con una medición sujeta a mucha incertidumbre— sea menor que lo estimado y, por lo tanto, contribuya menos que lo previsto a la desaceleración de la inflación. El bajo desempleo y el alto crecimiento de los salarios nominales ponen una nota de cautela en la evaluación de la dinámica inflacionaria.

Evaluados estos riesgos, los que provienen tanto del escenario interno como externo, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

La inflación está en niveles altos, pero se espera que en el curso del próximo año se acerque a 3%. La actividad y la demanda interna siguen mostrando una importante debilidad y las perspectivas de crecimiento para el 2015 se han revisado a la baja, pese a que los impulsos monetario y fiscal son relevantes, y el externo es algo mayor que el observado este año. El Consejo llevó la TPM a 3% y ha señalado que cambios futuros en ella dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

## ANTECEDENTES: IPOM DE SEPTIEMBRE 2014

Al cierre del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, la actividad y la demanda interna mostraban una debilidad mayor y más persistente que la prevista en junio. A la mayor caída de la inversión se sumaba una desaceleración más marcada del consumo privado. El mercado laboral daba señales de menor dinamismo, pero la tasa de desempleo seguía baja y el crecimiento de los salarios nominales había aumentado. La inflación anual, en cambio, estaba en línea con lo esperado y se seguía proyectando que su alto nivel sería transitorio. Las perspectivas a dos años plazo se mantenían en torno a 3%. El escenario externo, si bien algo menos dinámico en términos de crecimiento, no era muy diferente al de junio, con cambios menores en los precios de las materias primas y condiciones financieras internacionales que seguían favorables. Las tensiones geopolíticas habían tenido efectos acotados en los mercados. El peso chileno había vuelto a depreciarse, en parte por el fortalecimiento global del dólar y en parte por factores idiosincrásicos, incluida una política monetaria más expansiva.

En este contexto, el Consejo había recortado la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base (pb) desde junio, ubicándola en 3,5%, y había seguido comunicando que evaluaría la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

El escenario base consideraba que el menor dinamismo de la economía nacional sería más persistente que lo previsto anteriormente. El rango de proyección para el crecimiento del PIB en el 2014 se corregía a 1,75-2,25%, y para el 2015 se visualizaba entre 3,0 y 4,0%. La recuperación, aunque moderada, se sustentaba en el mayor impulso monetario, fiscal, y externo —por el crecimiento de los socios comerciales y la depreciación real del peso— y en una mejora de las expectativas privadas. El Consejo redujo su estimación del crecimiento de mediano plazo de la economía chilena (4-4,5%), incorporando una revisión de la evolución de la productividad total de factores, del crecimiento previsto del stock de capital, y la natural convergencia de una economía que había alcanzado niveles de ingreso per cápita más altos. El crecimiento de la demanda interna en el 2014 también se revisaba a la baja, en particular el de la inversión, aunque se esperaba un mayor impulso de la inversión pública. El consumo privado retomaría una expansión moderada, pero crecería por debajo de lo previsto en junio. La inflación anual del IPC se mantendría por sobre 4% el resto del 2014. Hacia el 2015, acorde con las menores presiones inflacionarias que se deducían de la evolución cíclica de la economía y de las altas bases de comparación, tendría un rápido descenso hacia

3%. Luego, oscilaría en torno a esta cifra hasta fines del horizonte de proyección, en esa ocasión el tercer trimestre del 2016. Esta trayectoria tomaba en cuenta que los efectos indirectos de la depreciación del peso de los últimos meses serían más que compensados por el estado de las brechas de capacidad.

El escenario base reflejaba los eventos que tenían mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre de ese IPoM. Sin embargo, existían escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria. En esa ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la inflación estaba equilibrado, mientras que para la actividad estaba equilibrado en el 2014 y sesgado a la baja en el 2015.

En el plano externo, se mantenían los riesgos previstos en IPoM anteriores. El desempeño de China seguía siendo un factor de riesgo, en particular por la incertidumbre asociada a su sistema financiero y su sector inmobiliario. Tampoco se podían descartar nuevos episodios de volatilidad relacionados con vulnerabilidades de otras economías emergentes o con el proceso de aumentos de la tasa Fed Funds. En la Eurozona, la situación macrofinanciera seguía siendo un elemento de incertidumbre, al que se agregaban tensiones geopolíticas en el continente. En el ámbito local, la actividad y la demanda interna podrían crecer menos que lo proyectado, lo que podría llevar a un ajuste más rápido e intenso del mercado del trabajo, con efectos negativos en el consumo y la actividad. Un empeoramiento de las expectativas empresariales podría agudizar el ajuste de la inversión. Ello podría generar también un rebalanceo más intenso hacia el sector transable, mitigando en parte el menor crecimiento interno. Tampoco se podía descartar que los efectos cambiarios de una mayor debilidad interna retrasaran la convergencia de la inflación.

## REUNIONES DE SEPTIEMBRE, OCTUBRE Y NOVIEMBRE

Para la Reunión de septiembre, EE.UU. continuaba liderando el crecimiento del mundo desarrollado, mientras que la Eurozona y Japón daban signos de mayor debilidad. La trayectoria de inflación también era divergente entre Estados Unidos y la Eurozona, lo que se había traspasado con mayor claridad a la política monetaria. Los mercados financieros internacionales mostraban mejoras acotadas. La mayoría de los precios de las materias primas se había reducido en el mes. En Chile, la actividad había crecido 0,9% anual en julio, ratificando la debilidad de la economía. En agosto, la variación mensual del IPC había sorprendido al alza, pero a diferencia del primer semestre del año, en gran parte, se explicaba por pocos ítems. Sumado a la mayor depreciación del peso, esto se había reflejado en el cambio de las estimaciones de inflación para fines de año.



En este contexto, la División Estudios presentó como opciones relevantes recortar la TPM en 25 o en 50pb, en concordancia con el IPoM, que sugería considerar dos, o a lo más tres, recortes adicionales de 25pb. La opción de un recorte de 50pb, en conjunto con un cambio del sesgo a "neutral", tenía dos propósitos: proveer el necesario mayor estímulo a la economía y comunicar que, de no mediar cambios mayores en el escenario económico, no se preveía necesario realizar ajustes a la política monetaria adicionales a los ya presentes en las expectativas de mercado. Esta estrategia tenía algunos inconvenientes: (i) como no era esperada por el mercado podría ser interpretada incorrectamente; (ii) el cambio de sesgo limitaba, al menos en el corto plazo, la flexibilidad de la política monetaria; (iii) el impacto de apurar la baja de la TPM sería menor, pues no se buscaba cambiar el comportamiento de las tasas de interés de mediano y largo plazo. La opción de llevar la TPM hasta 3,25%, manteniendo el sesgo a la baja, pero comunicando que el ciclo de recortes estaba acercándose a su fin, representaba una continuidad de la estrategia de recortes graduales llevada a cabo desde hacía casi un año. Esta estrategia había permitido inyectar un importante estímulo monetario a la economía, manteniendo, a la vez, un importante grado de flexibilidad. El Consejo acordó reducir la TPM en 25pb, hasta 3,25%.

En octubre, las noticias volvían a mostrar un escenario de actividad externa menos favorable que lo anticipado en el IPoM y los precios de las materias primas habían tenido reducciones sustantivas, destacando el petróleo. Ello había intensificado el escenario de bajas presiones inflacionarias en las economías desarrolladas, lo que se reflejaba en la caída de sus tasas de interés. Se observaban bajas generalizadas de las bolsas, depreciación de las monedas en los países emergentes y aumentos de los premios soberanos. En Chile, salvo la sorpresa negativa en la producción minera, la actividad evolucionaba en línea con el IPoM de septiembre, mientras el mercado del trabajo continuaba ajustándose. No obstante, las expectativas de empresarios y consumidores seguían deteriorándose y las variables relacionadas con la inversión daban cuenta de un escenario peor que el anticipado. Las expectativas de inflación a un año plazo habían caído, pero a horizontes más largos permanecían en torno a 3%. Ello, a pesar de que en septiembre la inflación había llegado a 4,9% anual, y se esperaba que sobrepasara 5% en lo inmediato, concretando varios meses de sorpresas al alza.

Con estos antecedentes, la División Estudios propuso como opciones relevantes reducir la TPM en 25pb hasta 3% o mantenerla en 3,25%. La opción de mantener se justificaba en que, dados los altos niveles de inflación, era posible estimar que el fin de ciclo de bajas de interés podría concluir en 3,25% y no en el 3% anticipado por la mayoría de las expectativas. Esta medida, sorpresiva, ayudaría a prevenir un posible desajuste de las expectativas inflacionarias. Además, si bien las sorpresas de inflación de los últimos meses obedecían a elementos puntuales, no se descartaba que tras ellas hubiese algún elemento más persistente. La preocupación por un posible desajuste de las expectativas de inflación parecía prematura, ya que las condiciones

de mediano plazo, si algo, eran menos favorables a un aumento de la inflación. Por último, no era descartable que la mantención de la TPM fuera vista como un indicio de una política monetaria más restrictiva que lo que el propio Banco Central deseaba comunicar. La opción de bajar 25pb la TPM, cambiando el sesgo por uno neutral, era coherente con la política de ajustes graduales, que había permitido guiar al mercado hacia niveles de tasas de interés de mediano y largo plazo coherentes con la evaluación del escenario macroeconómico que se tenía. El cambio de sesgo hacia neutral era congruente con la visión de que la política monetaria ya estaría entregando el impulso necesario para la convergencia de la inflación. De este modo, y reconociendo que en el corto plazo la proyección de inflación estaba sujeta a importantes grados de incertidumbre, su evolución reciente no representaba un riesgo serio para su comportamiento futuro y, por lo tanto, no ameritaba un cambio en la dirección e intensidad del impulso monetario propuesto en el IPoM de septiembre. El Consejo decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25pb, hasta 3% y cambiar el sesgo futuro por uno neutral.

En noviembre, el escenario internacional seguía siendo relativamente favorable. En el plano local, los datos del tercer trimestre y los primeros indicadores del cuarto confirmaban el panorama de marcada debilidad de la economía discutido en los últimos meses. Las perspectivas de crecimiento para el 2015 y las expectativas empresariales y de hogares habían seguido descendiendo. La noticia más significativa del mes había sido la inflación, que había sorprendido considerablemente al alza, llegando a 5,7% anual. Sin embargo, la naturaleza de la sorpresa era diferente a la analizada en el IPoM de junio, pues en esta ocasión la mayor parte de las sorpresas inflacionarias había estado asociada a elementos puntuales y que en muchos casos se relacionaban con fenómenos exógenos concretos, cuyo efecto en el nivel de precios debería revertirse o bien, no repetirse a futuro. La alta inflación imponía importantes desafíos a la conducción de la política monetaria, pues sus altos registros podían constituir un riesgo relevante para la convergencia de la inflación. Esto, por los posibles efectos de segunda vuelta, por el posible efecto al alza en las expectativas de mediano plazo y porque no era totalmente descartable que la alta inflación fuera reflejo de holguras de capacidad menores que las estimadas, como sugerían algunas medidas asociadas al mercado laboral.

De acuerdo con la División Estudios, las noticias del mes confirmaban la necesidad de continuar proveyendo a la economía de un estímulo monetario importante para lograr la convergencia de la inflación hacia la meta. Así, la opción de reducir el impulso monetario no parecía relevante. Los riesgos que conllevaban los altos registros de inflación también hacían descartar la opción de nuevos recortes. Así, el Consejo mantuvo la TPM en 3%.

# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

El escenario internacional que enfrenta la economía chilena es algo menos favorable que el previsto en septiembre. Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2014-2016 son algo más bajas que las anticipadas entonces, aunque el importante descenso del precio del petróleo ha mejorado los términos de intercambio, a pesar del menor precio del cobre. Más relevante, sin embargo, es que los riesgos en torno al escenario externo han aumentado.

Desde el IPoM de septiembre, se ha acentuado la discrepancia entre el desempeño de EE.UU. y el resto del mundo. Mientras la economía estadounidense consolida su recuperación, el resto muestra una mayor ralentización. Esto se ha traducido en importantes diferencias en la política monetaria actual y esperada, un continuo fortalecimiento del dólar y mercados financieros que se han vuelto más sensibles a episodios de estrés (gráfico I.1).

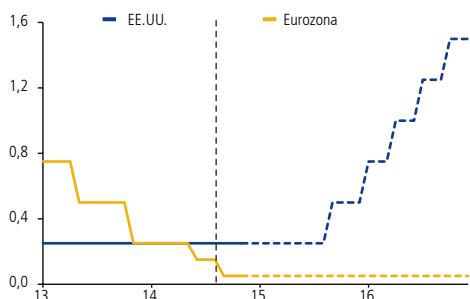
La Reserva Federal (Fed) puso fin a su política monetaria no convencional, en línea con el repunte de la economía, especialmente del mercado laboral. No obstante, sorprendió la lectura más restrictiva que el mercado hizo del comunicado y la minuta de su reunión de noviembre. Ello, pues advirtió que la normalización de tasas podría comenzar antes de lo anticipado, a medida que los indicadores de precios y empleo alcanzaran sus valores meta. El lento ajuste de los salarios ha moderado en parte esa probabilidad, debido a su incidencia sobre la inflación; pero la desocupación y el ritmo de creación de empleo han mejorado, y respaldan el buen desempeño del consumo personal en los últimos meses, en particular de bienes durables. Este componente fue la principal contribución al crecimiento en el tercer cuarto, que alcanzó a 3,9% trimestral anualizado (4,6% en el segundo).

En el resto del mundo desarrollado, salvo excepciones como el Reino Unido, la política monetaria, en general, se ha vuelto más laxa. Esto responde al magro desempeño que siguen mostrando estas economías, y que ha intensificado las presiones a la baja sobre la inflación. La Eurozona se expandió 0,2% trimestral en el tercer cuarto (0,1% en el segundo), cifra que sigue reflejando la frágil situación de la región. Alemania, su principal economía, decepcionó, destacando nuevamente la debilidad de la inversión, coherente con expectativas de empresas por debajo de las de inicios de este año. Ello, influido en parte por la amenaza que representan las repercusiones del conflicto geopolítico colindante. Dado el importante vínculo empresarial entre Alemania y Rusia,

**GRÁFICO I.1**

Expectativas de TPM en economías desarrolladas

(1) (2)  
(porcentaje)



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

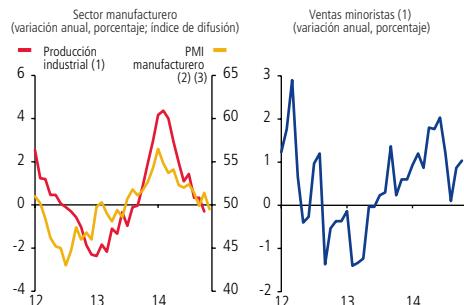
(2) Líneas discontinuas corresponden a la proyección de la TPM elaborada por el Banco Central de Chile en base a futuros de tasa de interés.

Fuente: Bloomberg.



### GRÁFICO I.2

#### Indicadores económicos de Alemania

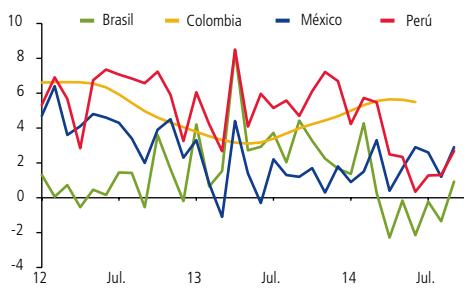


(1) Promedio móvil trimestral.  
 (2) Un valor sobre (abajo) 50 indica optimismo (pesimismo).  
 (3) Serie desestacionalizada.

Fuente: Bloomberg.

### GRÁFICO I.3

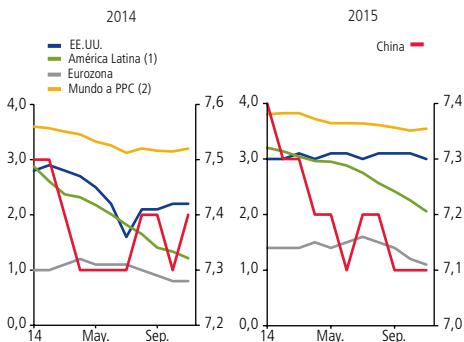
#### Indicadores de actividad en América Latina (variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y CEIC.

### GRÁFICO I.4

#### Evolución de las perspectivas de crecimiento (variación anual, porcentaje)



(1) Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).

(2) En base a una muestra de países que representa, en promedio, 86% de la economía mundial. Para el resto del mundo se estima un crecimiento promedio de 3,5% para el período 2013-2015, acorde con las estimaciones del IPoM de diciembre 2014.

Fuente: Consensus Forecasts.

el complicado escenario de este último país pone una nota de cautela, en lo principal por sus posibles efectos sobre la inversión. Esto es especialmente válido para el sector industrial, cuya producción de hecho ha perdido impulso en el año. Sin embargo, el consumo mostró cierto repunte en el tercer cuarto, en línea con indicadores del mercado laboral que siguen favorables (gráfico I.2).

España y Francia exhibieron algunas de las tasas de avance más altas de la región en el tercer trimestre, esta última luego de haberse contraído en el cuarto anterior. Si bien el mejor desempeño de España ha resaltado hace ya varios meses, el desempleo sigue muy por sobre el promedio de la Eurozona —que continúa en máximos históricos cercano a 12%— y su deuda pública es elevada, denotando un panorama aún complejo.

A la luz de estos datos, el Banco Central Europeo (BCE) sorprendió en septiembre al reducir la tasa de referencia a un mínimo histórico de 0,05%. Además, implementó una serie de estímulos no convencionales para dinamizar el crédito. Así, inició un plan de compra de bonos garantizados y de valores respaldados en activos. Su eficacia para elevar el balance del BCE definirá la posible compra de bonos soberanos. Por otro lado, en septiembre y diciembre se hicieron las primeras operaciones de refinanciación de largo plazo para bancos.

En Japón, la principal medida correspondió al inesperado incremento de la meta de expansión anual de la base monetaria, que junto a otras disposiciones elevaría el balance del Banco de Japón a cerca de 80% del PIB. En las últimas semanas, la autoridad no descartó nuevos estímulos, de mantenerse el riesgo de deflación. Esto se basa en el continuo deterioro de su economía, que volvió a contraerse en el tercer cuarto (-1,9% trimestral anualizado; -6,7% en el segundo). Las mayores incidencias negativas provinieron del lado de la inversión, mientras el consumo privado sigue afectado por un impacto más persistente que lo previsto del aumento de impuestos de abril —el frágil panorama llevó incluso a posponer la segunda parte del alza del IVA—. Aparte del comercio, el ajuste ha tenido efectos en rubros como el manufacturero, cuya producción se ha desacelerado ante perspectivas de un consumo más débil. Dados del cuarto trimestre, como la caída de las expectativas de los consumidores y el relativo estancamiento de las industrielas, no auguran un próximo repunte.

En general, las economías emergentes han mantenido un ritmo de crecimiento más moderado, de las cuales el deterioro más marcado se observa en América Latina, en parte por su rol de exportador neto de materias primas y el efecto que está teniendo el descenso de sus precios. El bajo desempeño de la formación bruta de capital es un factor común en buena parte de la región. Sobresale la fuerte desaceleración de Brasil en el último año, su principal economía, que en términos anuales volvió a contraerse en el tercer trimestre (-0,2%; -0,9% en el segundo). Resaltó en ese lapso el menor dinamismo del consumo privado —al igual que en el resto del bloque—, que anteriormente había sido su principal motor del crecimiento. La producción industrial a octubre, en tanto, ha continuado contrayéndose en términos anuales. Por otro lado, la ralentización ha sido más persistente que lo esperado en Perú, que en el tercer cuarto, al igual que en el previo, se expandió algo menos de 2% anual (5,1% en el primero). Destacó el empeoramiento del sector externo, con envíos cuyo valor cayó 10,5% anual en el tercer trimestre (-8,8% en el segundo) (gráfico I.3).

Como contrapartida, tanto en Perú como en Brasil resalta el mayor impulso del gasto público en el tercer cuarto. En Perú, las autoridades incluso han anunciado nuevas reformas para retomar la trayectoria de mayor expansión de inicios de año. En Brasil, este mayor gasto sería transitorio, considerando que las nuevas autoridades tienen entre sus principales objetivos bajar el déficit fiscal.

México y Colombia exhiben cifras algo más alentadoras, pero el descenso del precio del petróleo ha aumentado los riesgos sobre su desempeño futuro. En Colombia, la importancia de la actividad petrolera hace esperar que la inversión se resienta en lo venidero. En México, los principales efectos se proyectan en el ámbito fiscal, por la alta participación de estos ingresos en el erario público.

China mantuvo su trayectoria de moderación gradual en el tercer trimestre, aunque la debilidad de sus datos más recientes ha hecho retomar fuerza a los riesgos sobre su desempeño. En el tercer trimestre, el crecimiento alcanzó a 7,3% anual (7,5% en el segundo), apoyado en gran medida por la mejora de la demanda externa. Sin embargo, el gasto interno sostuvo un dinamismo más acotado y el sector inmobiliario continuó perdiendo vigor. Además, el sector manufacturero y el comercio minorista crecen a tasas menores que las del primer semestre, y las expectativas de los distintos agentes no apuntan a un mejor desempeño en lo próximo.

En este contexto, las proyecciones de expansión mundial son algo menores que las del IPoM pasado. Se sigue esperando un repunte del crecimiento en los próximos dos años, liderado por EE.UU. En contraste, se prevé una recuperación más lenta de la Eurozona, donde resalta Alemania. El principal recorte se da en América Latina. Esto último determinó, en gran parte, la revisión de las proyecciones para los socios comerciales de Chile a 3,5 y 3,9% en el 2015 y 2016, respectivamente (3,8 y 3,9% en septiembre) (gráfico I.4 y tabla I.1).

La disparidad entre el desempeño de EE.UU. y el resto del mundo ha seguido fomentando una mayor fortaleza del dólar. Desde el cierre estadístico previo, la moneda estadounidense se ha apreciado en torno a 8% respecto de una canasta de monedas (gráfico I.5). El resto de las condiciones financieras internacionales, en general, se mantienen favorables, aunque persiste el riesgo de episodios de mayor volatilidad, como el que se vivió, transitoriamente, en octubre (gráfico I.6). Las tasas de interés de largo plazo, mayoritariamente, siguieron cayendo o permanecieron bajas en los últimos tres meses. Los premios por riesgo son acotados desde una perspectiva histórica y los flujos de capitales a economías emergentes mantienen cierto dinamismo.

Respecto de la inflación, mientras en el mundo desarrollado continua baja, en el emergente hay diversidad (gráfico I.7). En Asia predominan los registros acotados, mientras que en parte de Europa y en América Latina son más altos. En esta última, en la mayoría de los países con meta de inflación, se ubica por sobre la cota superior de sus respectivos rangos de tolerancia. A nivel general, la respuesta de política monetaria también ha sido dispar entre economías emergentes. En América Latina, en particular, los movimientos de política monetaria han sido pocos, y en su mayoría a la baja. En contraste, Brasil elevó la tasa, toda vez que, pese a la fuerte desaceleración, su economía aún da cuenta de restricciones de capacidad que dificultan promover estímulos

**TABLA I.1**  
Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2012 (e)	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,2	3,0	3,1	3,2	3,5	3,9
Mundo a TC de mercado	2,7	3,3	2,5	2,4	2,6	3,0	3,3
Socios comerciales	3,1	3,6	3,4	3,5	3,2	3,5	3,9
Estados Unidos	3,2	2,7	2,3	2,2	2,3	3,0	3,1
Eurozona	1,6	2,2	-0,7	-0,4	0,8	1,0	1,5
Japón	1,5	1,7	1,7	1,6	0,3	1,3	1,4
China	10,0	10,5	7,7	7,7	7,4	7,1	6,9
India	5,8	7,1	4,7	5,0	5,6	6,3	6,5
Resto de Asia	5,6	5,1	3,8	3,9	3,6	4,3	4,8
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	2,7	2,3	1,1	1,9	3,0
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	2,5	2,2	2,5	2,7	2,6

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

**GRÁFICO I.5**  
Dólar multilateral (1)(2)  
(índice)

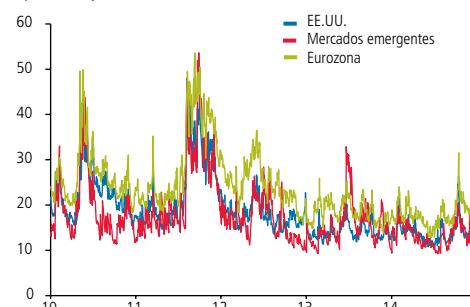


(1) Un aumento indica apreciación del dólar estadounidense respecto del resto de las monedas.

(2) Para su definición ver Glosario.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.6**  
Volatilidad de mercados bursátiles (\*)  
(porcentaje)

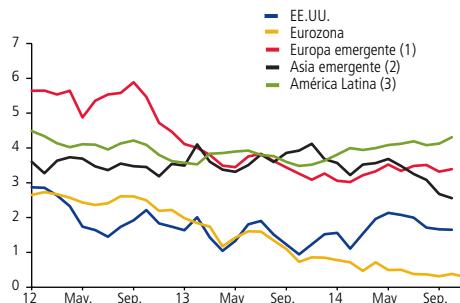


(\*) EE.UU. corresponde al VIX y Eurozona al Vstox. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

Fuente: Bloomberg.



**GRÁFICO I.7**  
Inflación total  
(variación anual, porcentaje)



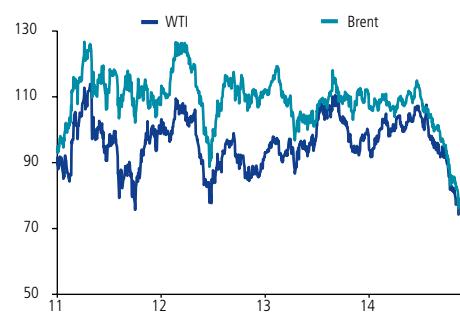
(1) Media geométrica entre Rep. Checa, Hungría, Rusia, Polonia y Turquía.

(2) Media geométrica entre China, Indonesia, Rep. Corea, Malasia, Tailandia, India y Taiwán.

(3) Media geométrica entre Brasil, Colombia, Perú y México.

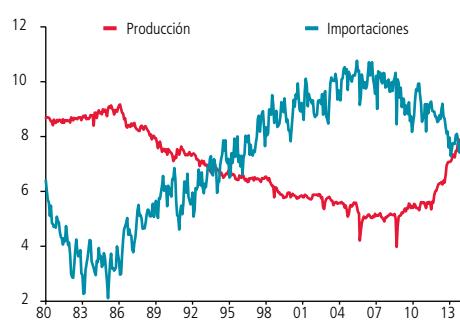
Fuentes: Bloomberg, CEIC y oficinas nacionales de estadística de cada país.

**GRÁFICO I.8**  
Precio del petróleo  
(dólares el barril)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.9**  
Sector petrolero en EE.UU.  
(millones de barriles diarios)



Fuente: Bloomberg.

monetarios sin crear más presiones sobre los precios. En Europa, Rusia también subió su tasa, para evitar la depreciación más marcada del rublo y contener las presiones inflacionarias. Con todo, aun cuando sus autoridades dejaron flotar la moneda a principios de noviembre, siguieron realizando intervenciones posteriores para sostenerla.

El panorama inflacionario se ha visto afectado en los últimos meses por la relevante caída del precio del petróleo. Desde septiembre, tanto el WTI como el Brent descendieron más de 30%, transándose al cierre de estadístico de este IPoM bajo US\$65 el barril en promedio. En lo principal, detrás de esta baja hay factores de oferta, aunque también ha contribuido algo la demanda global más débil, especialmente de China y la Eurozona (Recuadro I.1). La producción mundial se está reconfigurando de la mano de la mejora de las técnicas de extracción, lo que ha redundado en una sobreoferta que mantendría precios bajos en el próximo bienio. EE.UU. lidera este avance, con lo cual su producción ha crecido notablemente en los últimos años, a la vez que ha reducido sus importaciones de crudo. Tomando en cuenta los precios futuros, el escenario base sitúa la proyección de precio del petróleo en niveles inferiores respecto de septiembre (gráfico I.8 y I.9).

El menor precio del petróleo beneficia el crecimiento mundial. En todo caso, las estimaciones sobre su impacto tienen un amplio rango de valores. Parte de las diferencias se originan en el nivel a partir del cual se da esta caída y en el hecho que los efectos no son comparables entre economías exportadoras e importadoras netas de crudo. Sobre esto último, se debe considerar que las cuentas fiscales de algunos países exportadores de petróleo se han deteriorado, fenómeno que podría extenderse a otras economías en la medida que el ciclo de bajos precios se mantenga en el tiempo.

El precio de otras materias primas también ha retrocedido, aunque en una magnitud mucho menor que la del petróleo. En particular, el precio del cobre cayó casi 8% desde el IPoM anterior, bajando de US\$3 la libra al cierre estadístico actual. En ello ha incidido, en su mayoría, el menor crecimiento de la economía china, y particularmente de su sector inmobiliario, altamente intensivo en el uso de cobre. El escenario base reduce el precio proyectado para los próximos dos años: US\$2,95 y 2,85 la libra en el 2015 y 2016, respectivamente.

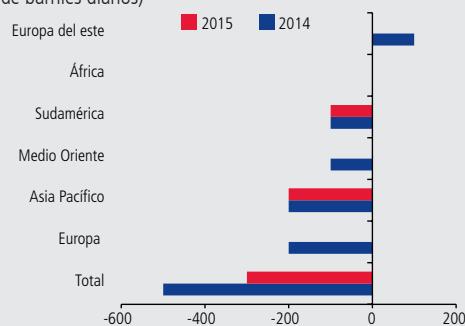
Los riesgos del escenario externo, podrían causar nuevos eventos de volatilidad en los mercados financieros mundiales, con importantes efectos negativos en el costo de financiamiento y en la actividad. También podrían provocar una depreciación adicional de las monedas emergentes, entre ellas el peso, con alcances sobre el panorama de inflación de corto plazo. Por su parte, es posible que el menor precio del petróleo tenga un impacto más intenso en el crecimiento mundial. Tampoco se puede descartar que el ciclo de menores precios se extienda o intensifique, lo que acentuaría estos efectos y también podría configurar un escenario de mayor crecimiento mundial.

## RECUADRO I.1

### CAÍDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO: FUNDAMENTOS, IMPACTO Y PERSPECTIVAS

Entre el 2011 y mediados del 2014, el precio promedio del barril de petróleo (WTI y Brent) fluctuó en torno a los US\$ 100. A partir de julio de este año tuvo un importante descenso, llegando a cotizarse por debajo de US\$65 al cierre estadístico de este IPoM. La caída ha estado principalmente asociada a factores de oferta, aunque la menor demanda también ha contribuido a un balance superavitario en el mercado, el que se espera se prolongará el 2015. De este modo, las diversas estimaciones de mercado —recogidas por los contratos futuros, los bancos de inversión y agencias internacionales y gubernamentales especializadas— han corregido las perspectivas de precios a dos años plazo. Este Recuadro revisa los antecedentes que sustentan estas proyecciones y señala los efectos que se pueden derivar de los movimientos de precio del crudo sobre el panorama macroeconómico.

**GRÁFICO I.10**  
Revisión proyección de demanda de petróleo (\*)  
(miles de barriles diarios)



(\*) Corresponde a la diferencia entre la proyección de Junio y Noviembre de 2014.

Fuente: Agencia Internacional de Energía.

Durante los últimos años, el precio del petróleo se había sustentado por niveles de producción mundial que estaban creciendo a un ritmo similar a la demanda esperada. Sin embargo, desde mediados del 2014, se han conjugado perspectivas de menor demanda con un aumento de la oferta.

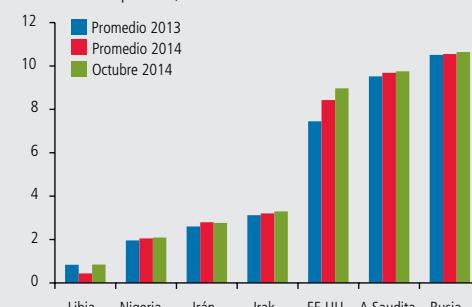
Por el lado de la demanda, diversas agencias fueron revisando a la baja sus perspectivas durante el año. Así, los bancos de inversión<sup>1/</sup>, la Agencia Internacional de Energía, la Agencia de Información de Energía de EE.UU. y la propia OPEP han reducido sus estimaciones de consumo mundial para el 2014 y 2015, ubicándolas por debajo del nivel de producción global.

<sup>1/</sup> Considerando entre otros, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Barclays, JP Morgan y Morgan Stanley.

Especialmente relevantes han sido las revisiones en Europa y Asia, que tienen una alta participación en el consumo mundial (grafico I.10).

Por el lado de la oferta, destaca que, si bien la producción de crudo ha crecido a un ritmo constante en los últimos años, desde el 2012 se ha caracterizado por una mayor producción en EE.UU. El resto de los oferentes, en particular de los países OPEP —que representa 39% de la oferta mundial de crudo—, han mantenido sus niveles de producción (grafico I.11).

**GRÁFICO I.11**  
Principales países productores de petróleo  
(millones de barriles por día)



Fuentes: IIF y Bloomberg.

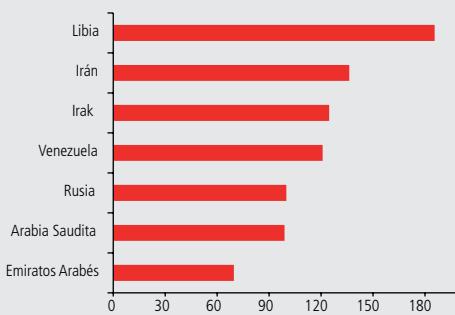
El aumento de la producción de EE.UU. ha sido reflejo de las inversiones que se realizaron y las nuevas tecnologías que se aplicaron cuando el precio del barril de crudo se mantuvo en torno a los US\$100, fenómeno que duró por varios años. Como resultado, el escenario ha ido cambiando paulatinamente respecto de quiénes son actores relevantes en el mercado. El aporte de EE.UU. a la producción mundial ha ido subiendo, desde 6% en el 2010 a 9% en el 2014, alcanzando una participación similar a la de otros grandes productores, como Rusia y Arabia Saudita. Además, la economía estadounidense ha reducido su grado de dependencia a los mercados externos, en particular, ha disminuido las importaciones desde los países de la OPEP, situación que se ha intensificado desde mediados del 2014. En este contexto, Arabia Saudita e Irak redujeron los precios de exportación a EE.UU. para no perder participación en ese mercado y en su reunión de noviembre, la OPEP no recortó las cuotas de producción.



Todo lo anterior se ha traducido en importantes caídas del precio *spot* y futuro del petróleo en los últimos meses. Lo mismo ha sucedido con las expectativas de los agentes. A mediados del 2014, distintas fuentes de información de mercado estimaban un valor del crudo en torno a US\$100 el barril para el 2015 y algo menor para el 2016. A partir de julio, estas proyecciones se fueron revisando a la baja, con recortes de hasta US\$30 el barril para ese período. De todos modos, estas proyecciones están sujetas a un alto grado de incertidumbre, pues algunos análisis no descartan la posibilidad de que el valor del barril siga retrocediendo, ubicándose en torno a US\$40 en el corto plazo. Considerando el precio implícito en los contratos futuros de los últimos cinco días hábiles, en el escenario base del IPoM el precio del barril promedia cerca de US\$67 y US\$71 el 2015 y 2016, respectivamente.

Otros análisis dudan de la sostenibilidad en el tiempo de los bajos precios actuales. Por un lado, los ingresos fiscales de los países exportadores de petróleo se han resentido, incluso varios de ellos muestran una situación fiscal deficitaria, resaltando importantes productores como Rusia y Venezuela (gráfico I.12). Además, a estos precios es muy posible que se posterguen inversiones planeadas, tanto en países de la OPEP como fuera de ella, lo que puede llevar a una revisión a la baja en las proyecciones de oferta de mediano plazo. Arabia Saudita puede compensar esto, aunque por un tiempo limitado. Finalmente, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente agregan un factor de incertidumbre.

**GRÁFICO I.12**  
Precio del petróleo *breakeven* fiscal  
(US\$ el barril)



Fuentes: IIF y Bloomberg.

A ello se suma que a más largo plazo las perspectivas de precios de los agentes se han mantenido en torno a US\$85 el barril en el horizonte de mediano plazo. Las estimaciones de mercado, entre ellas, la Agencia de Información de Energía de EE.UU. y los bancos de inversión, suponen una recuperación gradual de la demanda mundial a fines del 2015, la que contribuiría a equilibrar el balance de mercado hacia el 2016. Si bien la producción en EE.UU. seguiría explicando gran parte del crecimiento de la oferta de crudo en este período, se iría reduciendo posterior al 2017. Ello, a cambio de una mayor contribución de los países de la OPEP, debido a las elevadas reservas que posee (80% del crudo en el mundo). En particular, por Arabia Saudita, que tiene la mayor capacidad para subir los niveles de producción.

El menor precio del petróleo tiene efectos relevantes en las perspectivas de actividad e inflación. Un descenso del precio del petróleo implica menores costos para los hogares y empresas, aumentando su ingreso disponible y dando un impulso a la actividad y demanda para el grueso de la economía mundial que es importadora neta de crudo.

Las estimaciones sobre el impacto de un menor precio del petróleo en la actividad mundial tienen un amplio rango de valores. Por ejemplo, Goldman Sachs indica que una caída permanente de 20% del precio del petróleo aumenta en 0,5 puntos porcentuales (pp) el crecimiento global en el primer año. El IIF (2014) y JP Morgan (2014b) consideran que una reducción de 25% del valor del crudo sube en 0,4pp el crecimiento mundial. Además, se debe considerar los efectos no son comparables entre economías y dependen de forma importante de si se es un exportador o importador neto de petróleo. Las estimaciones del FMI (2014c) señalan que una reducción de 30% del precio del petróleo incrementa en 0,8pp el crecimiento en las economías desarrolladas.

## II. MERCADOS FINANCIEROS

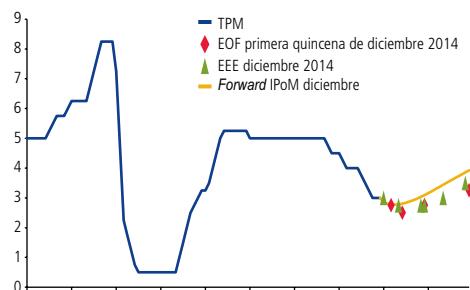
*Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.*

### POLÍTICA MONETARIA

El escenario macroeconómico sigue dando cuenta del bajo dinamismo de la actividad y la demanda interna, junto con una inflación que ha superado lo previsto. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de política. En el ámbito externo, destaca la creciente divergencia entre el desempeño de EE.UU. y el resto del mundo, así como la importante caída del precio del petróleo. Las proyecciones de crecimiento mundial siguen apuntando a expansiones para el 2015 y el 2016 que serán superiores a las del 2014. En este contexto, el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en sus reuniones de septiembre y octubre, llevándola a 3%, totalizando una disminución de 200 puntos base (pb) desde octubre del 2013. Tras ello, indicó que cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias. De acuerdo con lo anterior, en noviembre y diciembre mantuvo la TPM en 3%.

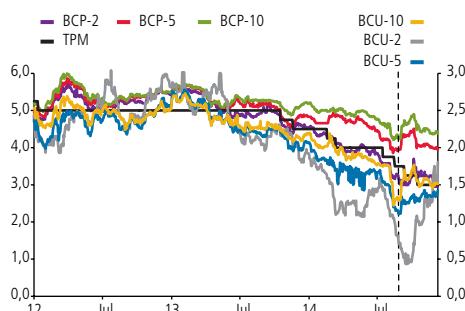
Las expectativas de mercado para la TPM se alinearon con el término del ciclo de bajas anunciado en octubre, aunque en lo más reciente incorporan la posibilidad de algunos recortes en el curso del 2015 (gráfico II.1). En comparación con el cierre estadístico del IPoM anterior, las que se derivan de los precios de activos financieros se han ajustado levemente a la baja en el corto plazo. Las expectativas que se desprenden de las distintas encuestas ubican la TPM en niveles algo menores a uno y dos años plazo (tabla II.1). Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 2,75 y 3,1% (2,9 y 3,1% en el IPoM de septiembre) y a dos años plazo en 3,25 y 3,9% (3,3 y 3,9% en el IPoM de septiembre). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
TPM y tasas de interés de los documentos el  
Banco Central de Chile (\*)  
(porcentaje)



(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

Tasa de interés de las colocaciones (1)  
(índice 2002-2014=100)



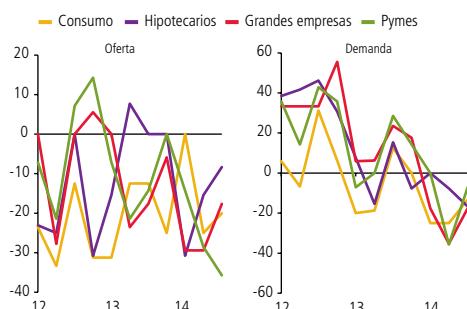
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.

(2) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.

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

**GRÁFICO II.4**

Encuesta de Crédito Bancario (\*)  
(balance de respuestas, porcentaje)

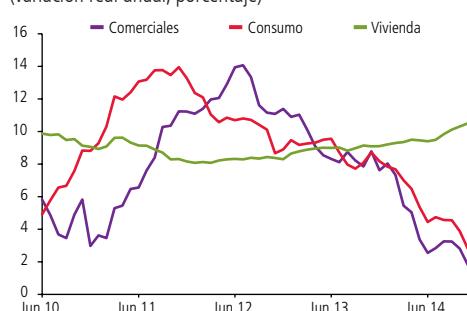


(\*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.5**

Crecimiento de las colocaciones bancarias (\*)  
(variación real anual, porcentaje)



(\*) Las cifras de noviembre del 2014 son provisorias.

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

**TABLA II.1**

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre
EEE (1)	3,00	2,75	3,75	3,50
EOF (2)	3,00	2,75	3,50	3,25
Curva forward(3)	3,12	3,10	3,93	3,92
Contratos swaps (4)	2,90	2,82	3,31	3,36

(1) Corresponde a la encuesta de agosto y diciembre 2014.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de agosto y la primera quincena de diciembre del 2014.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mercado monetario y de renta fija, aunque con vaivenes, la mayor expansividad de la política monetaria se ha continuado reflejando en tasas de interés que se mantienen bajas en comparación histórica. En el mercado monetario, la mayoría de las tasas y spreads no muestran cambios significativos respecto del IPoM anterior. Con todo, los diferenciales entre las tasas de los depósitos prime y los contratos swap a diversos plazos presentaron un alza en torno a 30 y 50pb, pero siguen en niveles bajos en perspectiva histórica. De acuerdo con el análisis contenido en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre del 2014, los factores que podrían haber tenido un efecto en este incremento son la desinversión de los Fondos de Pensiones y Fondos Mutuos en depósitos a plazo, con el objetivo de aumentar sus inversiones en el exterior.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería, aunque con algunos movimientos, están en niveles similares a los observados al cierre estadístico del IPoM previo. La excepción son las tasas de interés de los documentos reajustables de corto plazo, que han tenido un marcado aumento. Las tasas de interés nominales (BCP) para los plazos entre dos y diez años se ubican entre 3,0 y 4,4% (3,2 y 4,3% en el IPoM anterior). Como se mencionó, resalta el incremento de las tasas de interés de los BCU a dos años, las cuales se ubican 76pb por sobre el cierre estadístico del IPoM anterior. Ello, asociado a la reducción de las expectativas de inflación de corto plazo (gráfico II.2). La reducción de las tasas de interés de largo plazo a partir de mediados del 2013 ha respondido en gran medida a menores expectativas de tasas futuras. La caída de los premios por plazo toma mayor relevancia cuando se analiza el descenso de las tasas ocurrido entre fines del 2011 y mediados del 2013 (Recuadro II.1).

**CONDICIONES FINANCIERAS**

El costo de financiamiento local, sigue reflejando el impacto del estímulo monetario. Las tasas de interés aplicadas por los bancos, en promedio, han disminuido. Con respecto al cierre estadístico anterior, las tasas de interés de los créditos de consumo bajaron 102pb y cerca de 290pb respecto de octubre 2013, cuando el Consejo comenzó a recortar la TPM. Las tasas de interés de los préstamos comerciales disminuyeron 116 y 192pb, respectivamente en igual

lapso, mientras los hipotecarios lo hicieron en 21 y 74pb, respectivamente. Además, el promedio de las tasas de interés se encuentra en su mínimo de varios años. En particular, las hipotecarias y de consumo se ubican en torno a los valores más bajos de los últimos diez años, y las comerciales están en mínimos que no se habían visto en los últimos cuatro años (gráfico II.3).

Con todo, el acceso al financiamiento se ha vuelto más restrictivo. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de septiembre reporta condiciones más exigentes que en junio para los préstamos de consumo, hipotecarios y comerciales. Además, las entidades bancarias percibieron que la demanda por estos tipos de crédito se debilitó (gráfico II.4). Igualmente, en el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre, la generalidad de los entrevistados menciona que las tasas de interés cobradas son menores, pero se han incrementado los requisitos que la banca impone para el acceso al crédito. Esta visión es refrendada por los bancos consultados.

Así, según cifras preliminares de noviembre, se observa que desde el IPoM anterior el crecimiento real anual de las colocaciones de consumo y comerciales ha continuado disminuyendo. Ello, coincide con la debilidad del crecimiento y expectativas de consumidores y empresas que se han vuelto más pesimistas. Por su parte, el crecimiento real anual de los créditos hipotecarios se ha mantenido dinámico (gráfico II.5).

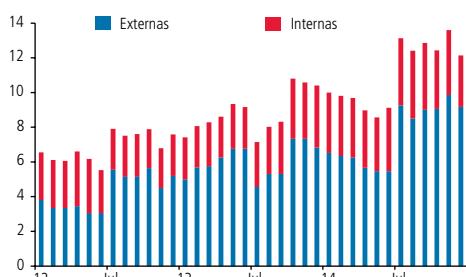
Con respecto a otras fuentes de financiamiento de las empresas, en el mercado de bonos locales, las colocaciones se han mantenido estables en los últimos meses. Sin embargo, como se señala en el IEF del segundo semestre del 2014, desde una perspectiva de más largo plazo los montos han sido altos y con condiciones favorables. Así, el costo de financiamiento de las empresas ha continuado en niveles bajos.

Las colocaciones de bonos de sociedades no financieras en el mercado externo siguen altas (gráfico II.6). Esto último parece responder a que las condiciones de financiamiento continúan favorables en términos históricos. Más allá de las oscilaciones registradas en octubre de este año, al cierre estadístico de este IPoM las tasas de largo plazo de EE.UU. han permanecido bajas. Los niveles de los premios soberanos de Chile a cinco y a diez años, medidos a través del *Credit Default Swap* (CDS), son acotados desde una perspectiva histórica, al igual que los premios por riesgo soberano de las economías emergentes. Sin embargo, en lo más reciente los de las economías de América Latina han registrado aumentos, determinados por alzas en algunas economías en particular (gráfico II.7). Los premios de empresas chilenas que se financian en el exterior se han mantenido relativamente estables. Con todo, nuevos brotes de volatilidad no se pueden descartar.

Las bolsas mundiales mostraron bajas desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre, siendo estas más marcadas para las economías de Europa emergente y América Latina. En un inicio, las bolsas se deterioraron en los distintos bloques económicos, principalmente por un descenso de las expectativas de crecimiento a nivel global. Luego de este episodio de alta volatilidad, esta se normalizó. El desempeño de las bolsas de economías desarrolladas ha sido, en promedio, superior al de las emergentes. Ello, debido

#### GRÁFICO II.6

Colocaciones de bonos de sociedades no financieras (\*)  
(miles de millones de dólares acumulados en 12 meses)

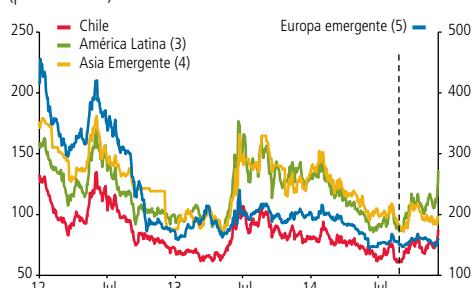


(\*) Cifra de diciembre del 2014 incluye información hasta el 11.

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

#### GRÁFICO II.7

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



(1) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2014.(3) Incluye a Brasil, Perú, México Panamá y Colombia. (4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia. (5) Incluye a Rep. Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

#### GRÁFICO II.8

Mercados bursátiles (1) (2)  
(índice 03/01/2012=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2014. (2) Corresponde a los índices accionarios medidos en dólares por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.9**

Agregados monetarios  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.10**

Tipo de cambio nominal (1) (2)  
(índice 02/01/2013-11/12/2014=100)



(1) Para su definición, ver Glosario. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.11**

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



(\*) Cifra de diciembre del 2014 incluye información hasta el 11.

Fuente: Banco Central de Chile.

principalmente a la mayor ganancia de valor de la bolsa de EE.UU, la cual ha sido impulsada por mejores expectativas de crecimiento. En su conjunto las bolsas de las economías desarrolladas, medidas por el MSCI, subieron 2,8% en moneda local, considerando los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, mientras que las de los mercados emergentes descendieron 3,6% en moneda local. En este mismo período, la bolsa chilena, medida por el IPSA, bajó ligeramente (-0,6%). El desempeño de la bolsa local destaca toda vez que, en promedio, las bolsas latinoamericanas disminuyeron 10,6% en moneda local. Medida en dólares, dada la depreciación de las monedas de las economías emergentes, la caída de las plazas bursátiles ha sido mayor (gráfico II.8).

Respecto de los agregados monetarios, con información disponible a noviembre, el M1, conformado mayormente por pasivos bancarios no remunerados, tuvo una variación anual de 15,8% nominal (10,6% en agosto). Ello ha coincidido con una expansión de la tasa anual de los depósitos y ahorro a la vista. En contraste con lo ocurrido en la primera mitad del año, el M2 también aumentó su tasa de crecimiento anual a 8,8% nominal (6,6% en agosto). Por su lado, el M3 mantuvo relativamente estable su tasa de crecimiento anual (gráfico II.9).

**TIPO DE CAMBIO**

La paridad peso-dólar, aunque con vaivenes importantes en los últimos meses, se ha depreciado 4,8% respecto del IPoM anterior (gráfico II.10). Ello, debido a la ganancia del dólar estadounidense a nivel internacional, el escenario macroeconómico local, los cambios en la política monetaria y el descenso del precio del cobre. Así, tras la publicación del último IPoM, el peso continuó depreciándose fuertemente durante septiembre, alcanzando \$602 por dólar. Durante octubre, dicha tendencia se revirtió, disminuyendo hasta un mínimo de \$577 por dólar. Luego, el tipo de cambio comenzó una nueva tendencia de depreciación. Al cierre estadístico de este IPoM, la moneda se transaba en torno a \$615 por dólar. El aumento de la volatilidad se debió en gran parte a factores externos. En términos multilaterales, aunque con oscilaciones, el peso se mantuvo en niveles similares. Con todo, excluido el dólar estadounidense, la moneda chilena se apreció 0,9%.

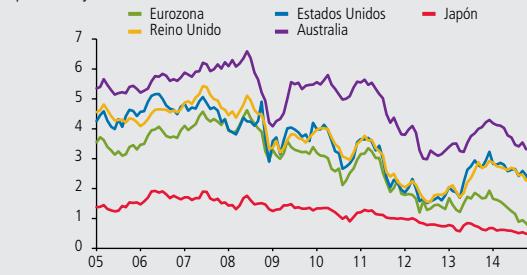
El tipo de cambio real (TCR) disminuyó 1,2% con respecto al IPoM anterior. Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubicaría en 99,6 en su base 1986=100 (gráfico II.11). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto metodológico que el TCR se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo.

## RECUADRO II.1

### TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO

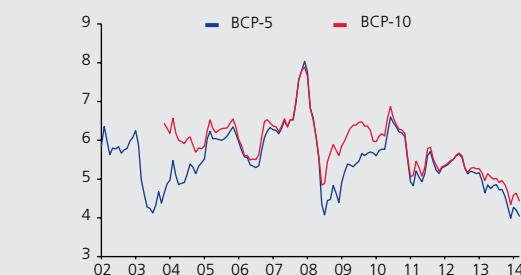
En los últimos años, las tasas de interés de largo plazo en varios países han mostrado una tendencia decreciente (gráfico II.12), aunque dentro de los emergentes dicha tendencia no ha sido tan común. En Chile, por su parte, las tasas de interés de los bonos de largo plazo han alcanzado niveles mínimos históricos (gráfico II.13). Esta baja se ha dado de manera gradual desde fines del 2011, aunque algo más acentuada a contar de mediados del 2013. Este Recuadro intenta dilucidar las razones detrás de esa evolución de las tasas de largo plazo chilenas y cómo podrían ser afectadas ante un alza de la tasa de fondos federales en EE.UU.

**GRÁFICO II.12**  
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.13**  
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En términos generales existen dos factores que ayudan a explicar el nivel de las tasas de interés de largo plazo. Uno es el promedio de las tasas futuras de corto plazo esperadas por el mercado. Estas son determinadas, principalmente, por las expectativas de mediano plazo para la Tasa de Política Monetaria (TPM). Otro es el premio por plazo. Este representa el premio que un inversionista averso al riesgo exige por invertir en instrumentos de mayor duración. Ello, considerando que el precio de un bono de largo plazo es más

sensible a cambios en las tasas de descuento que uno de corto plazo. Separar estos dos factores es una tarea compleja, que ha sido abordada con distintas metodologías y con resultados que son sensibles al método utilizado.

En este Recuadro se aplica la metodología de Adrian et al (2013)<sup>1/</sup>, sobre un bono chileno cero cupón a 10 años<sup>2/</sup>. A noviembre del 2014, la tasa de este bono era cerca de 140 puntos base (pb) menor al promedio del período 2005–2007 (gráfico II.14). Los resultados del ejercicio muestran que dicha caída se explica en partes relativamente similares por menores expectativas de tasas futuras y una reducción del premio por plazo.

Resulta interesante, sin embargo, distinguir dos períodos desde que comenzaron a caer las tasas. En el primero, desde fines del 2011 a mediados del 2013, la caída se debe principalmente a un menor premio por plazo —algo más de 70pb de un descenso en torno a 85pb de la tasa—. En el segundo período, julio 2013 a noviembre 2014, la caída se relaciona mayormente con menores expectativas de tasa futura: cerca de 60pb ante un descenso de 70pb de la tasa. Ello, coincidiendo con el ciclo de reducción de la TPM que el Consejo comenzó a anticipar a mediados del 2013 y concretó entre octubre del 2013 y de este año.

**GRÁFICO II.14**  
Premios y tasa de interés neutral de Chile-10  
(porcentaje)



Fuente: Ceballos (2014).

Dentro de los escenarios de riesgo que se consideran en este IPoM, está el efecto que un alza de la tasa de fondos federales en EE.UU. pueda tener sobre las tasas de largo plazo y, en particular, sobre las chilenas. Por ello, resulta interesante analizar su correlación.

<sup>1/</sup> Ver detalles en Ceballos (2014). En Ceballos et al (2014) los autores repiten el ejercicio usando la metodología de Bauer et al. (2014), encontrando resultados similares.

<sup>2/</sup> Esta tasa difiere de la de un BCP 10, cuya duración es menor.



Primero, es importante resaltar que el marco de política monetaria chileno, con un tipo de cambio flexible, permite realizar una política monetaria, en gran medida independiente de los movimientos de tasas en otras economías. Esto se refleja tanto en la reducida correlación entre la tasa de fondos federales y la TPM como en el mayor grado de volatilidad del peso respecto de otras monedas.

De todos modos, una política monetaria independiente no implica que la TPM y la tasa de fondo federales sigan caminos totalmente separados. En un mundo más integrado, las economías pueden ser afectados por los mismos *shocks* e inducir respuestas de política monetaria comunes. Un ejemplo es lo ocurrido en la crisis financiera global del 2008-2009, cuando tanto la TPM como la tasa de fondos federales se redujeron a mínimos históricos. Sin embargo, en la medida que la situación coyuntural de cada país varió, con una recuperación pronta de la economía chilena, la expansividad de las políticas monetaria se hizo distinta. Así, la independencia apunta a que, controlando por *shocks* comunes, la política monetaria chilena responde a la coyuntura macroeconómica interna, más que a las decisiones de otros bancos centrales. En este sentido, no es evidente que un cambio en las expectativas de tasas futuras en EE.UU. afecte las tasas de largo plazo en Chile.

No obstante lo anterior, se debe revisar también qué grado de correlación existe a nivel de los premios por plazo. Como se mencionó, este ha sido un factor importante en el descenso de las tasas en Chile cuando se compara su nivel actual con el de unos años atrás. Lo mismo ocurre en EE.UU. (gráfico II.15). Sobre los motivos fundamentales que explican los menores premios por plazo existe bastante discusión. Dentro de las principales explicaciones, la literatura destaca la disminución de la incertidumbre respecto de la inflación y actividad futura<sup>3/</sup> y la política monetaria no convencional llevada a cabo por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, entre otros<sup>4/</sup>.

En economías pequeñas y abiertas como la chilena, es posible que cambios en la liquidez mundial hayan afectado la trayectoria de los premios por plazo. Sin embargo, la correlación entre el premio local y el de EE.UU. es inestable. Al comienzo de la crisis financiera global del 2008 y 2009 la correlación fue alta. Sin embargo, bajó durante el 2013, cuando la Reserva Federal comenzó a anunciar el retiro de los estímulos cuantitativos. En dicho episodio, mayo del 2013, las tasas de largo plazo en EE.UU. y otros países desarrollados y emergentes aumentaron, mientras que en Chile disminuyeron.

Con todo, una posible alza abrupta de las tasas largas en EE.UU. sigue siendo un riesgo relevante para Chile. Varios análisis del mercado han planteado que los grandes influjos de capital hacia renta fija en EE.UU. presentan riesgos en el mediano plazo, en la medida que un alza de la tasa de fondos federales pueda gatillar su reversión. Esta podría darse en la medida que los agentes intenten anticipar la caída de los precios de los bonos de más larga duración<sup>5/</sup>. Si este fenómeno drena la liquidez global, podría impactar significativamente las tasas de interés en otros países, incluido Chile, vía mayores premios.

En el escenario base de este IPoM, coherente con las expectativas de los mercados globales, se espera que la Reserva Federal aumente su tasa en el curso del 2015 y la lleve a niveles más normales en los siguientes años. En principio, la independencia de la TPM en Chile, coherente con el esquema de flotación cambiaria, sugiere que esta evolución no afectaría mayormente la TPM, siempre que no hayan *shocks* comunes entre estos países.

**GRÁFICO II.15**  
Premios por plazo de Chile y EE.UU.  
(porcentaje)



Fuente: Ceballos (2014).

No obstante, si la normalización de las tasas en EE.UU. está asociada a una descompresión de premios por plazo, las tasas largas en Chile podrían verse afectadas. Con todo, dado que esa relación ha sido inestable en el tiempo, es difícil estimar con exactitud cuál sería su efecto. Ante esto, el Banco Central seguirá con atención el desarrollo de ese y otros escenarios, de manera de lograr su objetivo de estabilidad de precios.

<sup>3/</sup> Bernanke (2013).

<sup>4/</sup> Gagnon et al. (2011); D'Amico et al. (2012); Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011).

<sup>5/</sup> Feroli et al. (2014), y FMI (2014).

## III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

### ACTIVIDAD Y DEMANDA

En el tercer trimestre, la actividad y la demanda interna siguieron dando cuenta de un débil desempeño. En dicho lapso, el PIB total aumentó 0,8% y el gasto interno se contrajo 1,9%, ambos respecto de igual trimestre del año anterior. El consumo y la inversión continuaron perdiendo terreno, el primero con un acotado crecimiento y el segundo con una profundización de la caída que ya mostraba desde hace unos trimestres (gráfico III.1 y tabla III.1). En concordancia con esto, la mayoría de los sectores económicos también tuvieron un peor desempeño (tabla III.2).

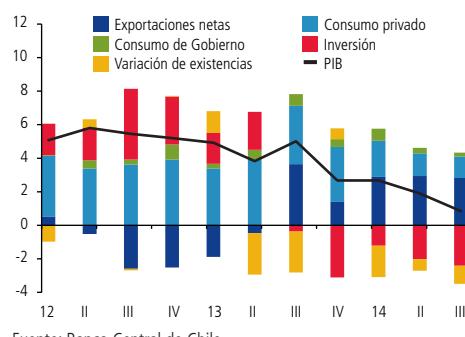
El crecimiento del consumo total continuó reduciéndose en el tercer trimestre: 1,9% anual en el período (2,2% en el segundo) (gráfico III.2). El consumo privado mostró una evolución similar, creciendo 2% anual en el tercer cuarto (2,1% el trimestre anterior). La debilidad de este último se concentró, principalmente, en el componente de bienes durables, cuya tasa de expansión fue de -2,6% anual en el tercer trimestre (-0,5% el anterior). La división de bienes no durables incrementó su variación anual marginalmente, hasta 1,6% (1,5% el segundo trimestre). Con todo, los servicios siguen mostrando la mayor tasa de incremento anual de esta parte del gasto, pese a que se redujo en un punto porcentual hasta 3,1% en el tercer trimestre. En el caso del consumo de gobierno, su tasa de crecimiento pasó de 2,5 a 1,8% anual entre el segundo y el tercer cuarto de este año.

La inversión profundizó su fragilidad en el tercer trimestre (gráfico III.3). Su tasa de variación volvió a caer, llegando a -9,9% anual (-8,4% el trimestre anterior). La fragilidad de su evolución se ha focalizado, principalmente, en el componente de maquinaria y equipos, que concentró la mayor incidencia a la baja, al contraerse 24,6% en términos anuales en el tercer cuarto (-21,5% el trimestre previo). Por su parte, el ítem construcción y obras se contrajo 0,7% anual en el mismo período, igual cifra que en el trimestre anterior.

El menor gasto interno y la depreciación del peso repercutieron en una acelerada reducción del déficit de la cuenta corriente. Así, al tercer trimestre, el saldo acumulado de la cuenta corriente disminuyó a -1,9% del PIB en el último año móvil. Hace un año, esta medida acumulaba -3,5% del PIB. En esto ha incidido el acentuado descenso de las importaciones, cuyo valor acumulado en un año pasó de un registro en torno de US\$77 mil millones en septiembre del 2013, a US\$69 mil millones en igual mes del

**GRÁFICO III.1**

Contribución trimestral al crecimiento del PIB  
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA III.1**

Demanda interna (1)  
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2013				2014		
		I	II	III	IV	I	II	III
<b>Demanda Interna</b>	100,0	7,2	4,4	1,3	1,1	-0,2	-1,0	-1,9
Demanda Interna (Variación)	100,0	6,1	7,1	3,7	0,4	1,8	-0,3	-0,9
Formación Bruta Capital Fijo	23,6	8,2	10,2	-1,5	-12,3	-5,1	-8,4	-9,9
Construcción y otras obras	15,2	4,8	4,5	4,0	0,0	1,5	-0,7	-0,7
Maquinaria y Equipo	8,4	14,0	20,1	-8,3	-28,5	-18,1	-21,5	-24,6
Consumo Total	76,4	5,4	6,1	5,4	4,6	4,1	2,2	1,9
Consumo Privado	64,0	5,7	6,4	5,4	4,9	3,5	2,1	2,0
Bienes Durables	6,6	14,5	15,9	12,8	11,3	2,9	-0,5	-2,6
Bienes No Durables	26,4	5,1	7,0	5,7	4,7	3,8	1,5	1,6
Servicios	31,1	4,5	4,2	3,6	3,8	3,4	3,2	3,1
Consumo Gobierno	12,4	3,4	4,6	5,6	3,1	8,1	2,5	1,8
Variación de existencias (2)	0,3	1,4	0,7	0,2	0,4	-0,2	-0,4	-0,6
Exportación Bienes y Servicios	32,6	1,1	6,4	11,3	-0,9	4,3	0,0	1,0
Importación Bienes y Servicios	32,9	7,0	8,1	0,5	-5,3	-4,5	-8,9	-7,2
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>

(1) Cifras preliminares.

(2) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA III.2****Producto interno bruto (1)**

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

	Pond.	2013				2014		
		2013	I	II	III	IV	I	II
Agropecuario-Silvícola		2,7	6,0	3,2	4,5	3,9	3,3	-6,7
Pesca		0,4	-14,7	-12,2	-10,1	-14,2	19,7	35,8
Minería		11,1	9,8	3,9	9,4	2,1	0,0	3,9
Industria		10,5	0,0	-0,4	2,8	-1,3	0,1	-1,6
EGA		2,8	4,2	7,5	6,8	10,3	3,4	7,4
Construcción		7,8	4,2	4,4	4,3	0,2	2,4	1,1
Comercio		8,5	8,9	7,5	8,1	4,6	2,0	-0,4
Restaurantes y hoteles		1,7	3,6	3,3	4,6	0,7	0,2	0,0
Transportes		3,9	4,2	3,1	4,7	1,0	3,6	1,7
Comunicaciones		2,0	6,8	5,3	4,0	3,7	3,4	2,8
Servicios Financieros		4,7	7,7	5,8	5,1	3,6	3,6	2,2
Servicios Empresariales		14,4	3,0	3,6	3,3	4,0	3,7	2,6
Servicios de Vivienda		5,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
Servicios Personales (2)		11,3	4,1	3,3	3,2	3,7	3,7	3,5
<b>PIB Total</b>		<b>100,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>
<b>PIB Resto (3)</b>		<b>77,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,3</b>
<b>PIB RNNN (3)</b>		<b>14,4</b>	<b>8,1</b>	<b>3,9</b>	<b>8,4</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>	<b>5,7</b>
								<b>1,4</b>

(1) Cifras preliminares.

(2) Incluye educación, salud y otros servicios.

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

2014. Por su parte, las exportaciones transitaron desde cerca de US\$78 hasta US\$77 mil millones en igual lapso. Desde la óptica de la igualdad entre el ahorro total y la inversión, la menor dimensión del déficit de la cuenta corriente se condice con la caída de la inversión, que ha ido de la mano del menor ahorro externo, en tanto el nacional tuvo una reducción acotada (gráfico III.4).

El frágil desempeño del gasto tiene como contrapartida el deterioro del crecimiento de la actividad de la mayoría de los sectores económicos. Así, aquellos más ligados a la demanda interna —PIB resto— acotaron su tasa de variación anual a 0,9% (1,3% el trimestre anterior). Destaca, por segunda vez consecutiva, la contracción de la industria y del comercio, algo más intensa que en el segundo trimestre; 2,7 y 0,6%, respectivamente. Se suma la variación anual negativa de la construcción hasta 0,5% anual en el tercer cuarto (+1,1% el anterior). Los servicios empresariales y financieros acortaron su expansión en el tercer trimestre; 1,1 y 2% anual, respectivamente (2,6 y 2,2% el segundo). El sector agropecuario-silvícola, aún afectado por las dificultades climáticas de fines del 2013, volvió a anotar una importante contracción (-6,6% anual en el tercer cuarto). Con todo, los servicios personales, transporte, y restaurantes y hoteles aumentaron su expansión anual en el tercer trimestre.

En los sectores de recursos naturales, en cambio, se aprecian mayores diferencias. Si bien en el agregado mostraron una reducción de su expansión anual hasta 1,4% en el tercer trimestre (5,7% el anterior), los resultados fueron mixtos. Pesca y EGA exhibieron sólidas expansiones; 10,7 y 8,4% anual, respectivamente. En el caso de EGA, esto fue posible por una mayor participación de la hidrología en la matriz de generación, que imprime un mayor valor agregado. En contraposición, la minería, principalmente por menores leyes, se contrae 0,5% anual en el tercer cuarto (+3,9% el anterior).

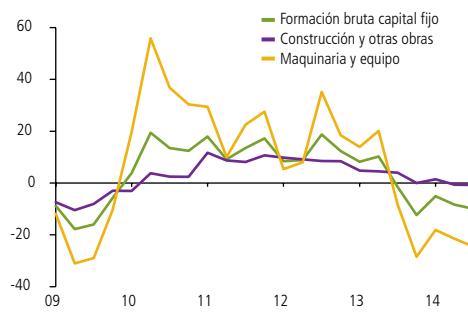
**DETERMINANTES DEL GASTO**

La evolución del gasto interno se ha dado en un contexto en que sus determinantes han tenido comportamientos dispares. Por un lado, la expansión anual de los ingresos laborales reales ha descendido, el crecimiento del empleo asalariado privado es nulo desde hace varios meses, la rentabilidad de las empresas es baja respecto de años previos y las expectativas de consumidores y empresas han sufrido un marcado deterioro. A lo anterior, se debe agregar el importante cambio en precios relativos que ha encarecido sustancialmente los bienes importados, afectando principalmente al consumo de bienes durables y la inversión en maquinaria y equipos. Por otro, el costo de financiamiento se ha reducido, de la mano de condiciones financieras externas aún favorables y el traspaso a las tasas de interés de la reducción de 200pb en la Tasa de Política Monetaria (TPM).

Sobre esto último, las tasas de interés de las colocaciones para las empresas y las personas siguieron cayendo desde el cierre del IPoM pasado. Esto, a la par de una política monetaria más expansiva. Así, en el último año, las tasas de colocación comerciales y de consumo acumulan caídas de 150 y 270pb, respectivamente. Al mismo tiempo, en coherencia con la importante reducción de las tasas de largo plazo, el costo de los créditos hipotecarios ha disminuido de forma significativa, llegando cerca de sus mínimos históricos. Además, como

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.3****Formación bruta de capital fijo**  
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

lo destaca el *Informe de Estabilidad Financiera*, la reducción de las tasas de interés ha tenido un impacto importante en la carga financiera de los hogares y en el gasto en intereses de las empresas.

Pese a lo anterior, a octubre de este año el crecimiento real de las colocaciones bancarias comerciales y de consumo han seguido disminuyendo. La variación anual de estas se ubica en cifras algo inferiores a 2 y 3%, respectivamente. No así las colocaciones hipotecarias, cuya expansión anual sigue en torno a 10% real. La evolución de las colocaciones comerciales y de consumo se condice con condiciones de otorgamiento de crédito y de demanda más restrictivas, tal como lo reportan los bancos en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre. De acuerdo con esta Encuesta, la demanda por crédito se ha reducido ya por varios trimestres, reflejando la debilidad de la demanda y el empeoramiento de las expectativas.

En el mercado laboral, las cifras muestran situaciones dispares. Por un lado, la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos e incluso se redujo en lo más reciente. El empleo total muestra un crecimiento anual algo superior al de unos meses atrás. Sin embargo, los datos del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) muestran que el crecimiento del empleo asalariado privado ha sido nulo desde el segundo trimestre de este año (gráfico III.5). Además, el crecimiento de los ingresos laborales reales retrocedió en el tercer cuarto (gráfico III.6). Con todo, las tasas de expansión del empleo nacional permanecen en torno a los niveles mínimos de los últimos cuatro años, lo que sumado al cambio de composición hacia cuenta propia y el efecto que ha tenido el aumento de la inflación en el crecimiento de los salarios reales, sugiere que el poder adquisitivo de las familias ha perdido dinamismo. Al cuadro de mayor debilidad esperada para el consumo privado, se agrega el deterioro de las perspectivas de empleo que se desprenden de las expectativas de las empresas y consumidores, junto con una menor disponibilidad de vacantes de empleo (gráfico III.7). Asimismo, la mantención del elevado crecimiento de los salarios nominales podría retardar la recuperación del empleo en la fase de reactivación.

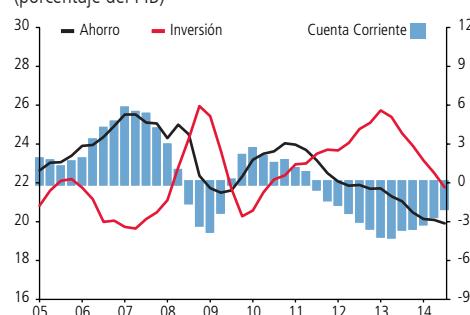
Otro factor detrás del desempeño del gasto es el efecto de la depreciación del peso en su componente importado. Esto, en lo principal, hizo que el precio de las internaciones se encareciera cerca de 14% anual en los primeros tres trimestres de este año respecto de igual período del 2013. Esto fue algo más evidente en el precio de las importaciones de bienes de consumo, que aumentó 14,7%, mientras el de bienes de capital varió 13,1% en igual período.

Por último, resalta de manera transversal el deterioro de las expectativas de las empresas (IMCE) y de los consumidores (IPEC) a lo largo del año. Durante el tercer trimestre este se acentuó y ambas se sitúan en terreno marcadamente pesimista (gráfico III.8).

## PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

En el escenario base, el Consejo estima que este año el PIB crecerá 1,7% anual. Esta cifra está algo por debajo del rango previsto en septiembre. A esta corrección contribuye un tercer trimestre algo más débil que lo esperado e información parcial del cuarto trimestre que no da cuenta de una recuperación relevante del gasto. Con

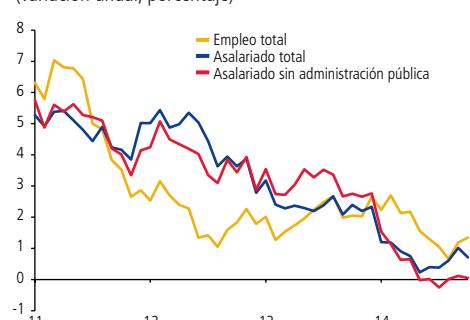
**GRÁFICO III.4**  
Cuenta corriente (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Acumulado en un año móvil.

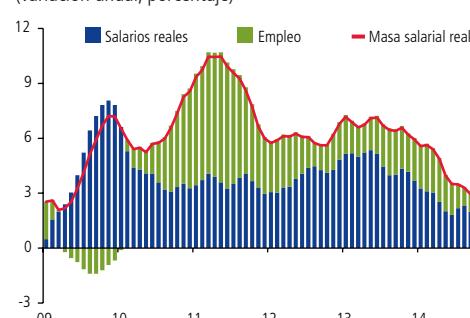
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.5**  
Empleo  
(variación anual, porcentaje)



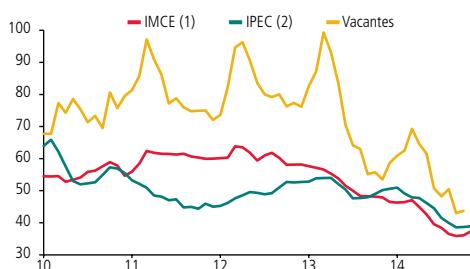
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO III.6**  
Ingresos laborales reales (\*)  
(variación anual, porcentaje)



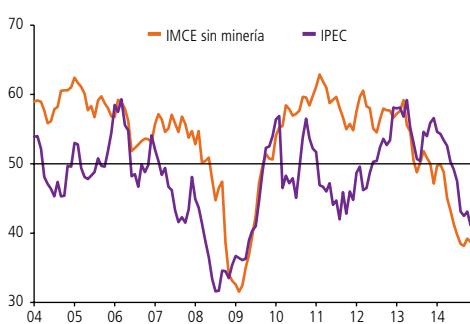
(\*) Promedio móvil trimestral.

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

**GRÁFICO III.7****Indicadores de empleo  
(índice, promedio móvil trimestral)**

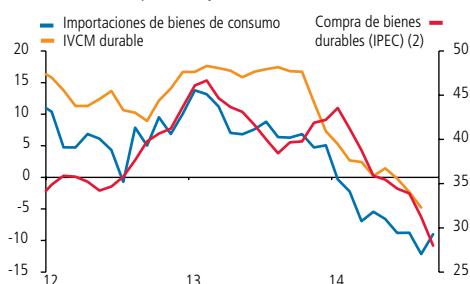
(1) Valor sobre (abajo) 50 puntos indica aumento (disminución) del empleo a 3 meses. (2) Valor sobre (abajo) 50 puntos indica disminución (aumento) de la cesantía en 12 meses. Para el IMCE y el IPEC considera datos hasta noviembre. Para Vacantes considera datos hasta octubre.

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

**GRÁFICO III.8****Expectativas de las empresas y consumidores (\*)  
(serie original)**

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

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

**GRÁFICO III.9****Indicadores de consumo de bienes durables (1)  
(variación anual, porcentaje; índice)**

(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Corresponde al promedio simple del porcentaje de las respuestas afirmativas de las siguientes preguntas: ¿Diría usted que actualmente estamos en un buen momento o un mal momento para comprar; (i) vivienda, (ii) auto, (iii) artículos para el hogar como muebles, refrigerador o cocina? Para las importaciones e IPEC considera datos hasta noviembre. Para el IVCM considera datos hasta octubre.

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

todo, el crecimiento del cuarto trimestre debería ser superior al del tercero, habida cuenta de las bajas bases de comparación de iguales meses del 2013.

En cuanto a la información más reciente, por el lado del consumo privado, el crecimiento de las ventas de bienes durables siguió reduciéndose en lo conocido del cuarto trimestre. Así lo retratan las ventas minoristas del INE (IVCM), cuyo componente durable tuvo una tasa de variación anual de -7,4% en octubre, (0,3 y -2,3% en el segundo y el tercer trimestre, respectivamente). Se suma la variación anual de las importaciones de este tipo de bienes, de -15,9 y -20,7% en el segundo y el tercer cuarto, correlativamente, que intensificó su caída hasta -24,4% en el promedio de octubre y noviembre. Similar evolución mostró la venta de automóviles nuevos (ANAC), que anotó una tasa de variación anual de -4,1 y -24,1% en el tercer trimestre y en el promedio octubre-noviembre, respectivamente. Todo ello se refleja, además, en las expectativas de compra de bienes durables por parte de los consumidores (gráfico III.9).

Respecto de la inversión privada, la mayoría de los antecedentes más coyunturales no permiten adelantar una recuperación, al menos en el corto plazo. Las importaciones de bienes de capital permanecieron con un magro desempeño, volviendo a contraerse en octubre y noviembre: -17,1% anual en promedio, tras caer 24,6 y 27,3% en el segundo y el tercer trimestre. La actividad de la construcción, medida por el IMACON, ha seguido una trayectoria descendente desde comienzos de año, creciendo 3,2, 0,7 y -1,9% anual en los tres primeros trimestres. En septiembre, se redujo 2,1% anual, registro más bajo que el promedio para el trimestre correspondiente. Además, el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de septiembre volvió a reducir los montos estimados de inversión por este concepto para este y el próximo año, ubicándolos por debajo de los niveles del 2013, principalmente en proyectos de construcción y obras de minería y energía. Las expectativas empresariales, al revés de lo previsto, no han mejorado. El mercado inmobiliario de viviendas nuevas del Gran Santiago en el tercer trimestre (Adimark), exhibió una ampliación de la brecha entre la oferta y la demanda, tras haberse reducido durante el período 2012-2013.

El panorama para la inversión pública, en cambio, se aprecia más favorable. El Gobierno ha anunciado en las últimas semanas un significativo plan de inversión para el 2015, que, a medida que se concrete, irá teniendo efectos importantes en la actividad de los sectores ligados a obras públicas.

En línea con las alicaídas expectativas de empresas y consumidores, las expectativas privadas de crecimiento se han ido corrigiendo sucesivamente a la baja en los últimos meses. En la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre, se prevé que el crecimiento del 2014 se ubique en 1,8%. Destaca que para el 2015 y el 2016 también se han hecho revisiones importantes a la baja.

Por su lado, el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre indicó que las perspectivas para el cierre del 2014 y el 2015 como un todo son bastante diversas. En el lado más negativo, algunos de los entrevistados en el marco de dicho Informe creen que el desempeño de sus negocios seguirá deteriorándose y no habrá repunte sino hasta el 2016. En el lado más positivo, algunos esperan un leve repunte para el 2015. La mayoría apunta a un panorama que no tendrá mayores cambios en lo venidero. Ello es coherente con planes de inversión que la mayoría de los consultados considera serán por montos bajos y esencialmente enfocados a la reposición de capital.

## IV. PRECIOS Y COSTOS

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

### EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

Desde la publicación del último IPoM, la inflación del IPC ha vuelto a registrar incrementos importantes, acumulando 2,2 puntos porcentuales (pp) de aumento entre agosto y noviembre, y ubicándose en 5,5% en su medición anual (gráfico IV.1 y tabla IV.1). Este valor, por sobre el rango de tolerancia, supera ampliamente lo considerado en el IPoM de septiembre y las expectativas de mercado vigentes entonces, que la situaban más cercana de 4% anual para fines del 2014. La inflación del IPCSAE también aumentó entre agosto y noviembre, para quedar en 4,3% anual.

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

	IPC	Alimentos	Energía	IPCSAE	IPCSAE Bienes	IPCSAE Servicios
2012 Promedio	3,0	7,7	-0,4	2,2	-1,1	4,6
2013 Ene.	1,6	5,3	-2,7	1,1	-2,3	3,5
Feb.	1,3	3,7	0,1	0,8	-2,5	3,1
Mar.	1,5	3,1	1,2	1,1	-2,3	3,5
Abr.	1,0	3,8	-3,5	0,8	-2,4	2,9
May.	0,9	4,9	-6,5	0,9	-2,4	3,1
Jun.	1,9	6,3	0,7	0,8	-2,4	2,9
Jul.	2,2	5,7	4,1	0,9	-2,2	2,9
Ago.	2,2	5,1	3,3	1,2	-2,0	3,3
Sep.	2,0	3,2	3,0	1,4	-1,6	3,4
Oct.	1,5	2,8	-1,6	1,6	-1,2	3,4
Nov.	2,4	4,5	1,5	1,8	-0,9	3,7
Dic.	3,0	4,9	5,5	2,1	-0,5	3,8
2014 Ene.	2,8	4,4	3,2	2,4	-0,2	4,1
Feb.	3,2	5,6	3,8	2,5	0,0	4,3
Mar.	3,5	5,7	5,1	2,7	0,4	4,3
Abr.	4,3	6,4	6,6	3,5	1,2	5,1
May.	4,7	6,6	8,8	3,8	1,8	5,1
Jun.	4,3	5,7	7,1	3,6	1,7	4,9
Jul.	4,5	6,2	7,4	3,7	1,8	4,9
Ago.	4,5	6,7	4,1	4,0	2,3	5,2
Sep.	4,9	8,3	5,3	3,9	2,3	5,0
Oct.	5,7	10,2	8,8	4,1	2,7	5,0
Nov.	5,5	8,7	7,7	4,3	2,7	5,3

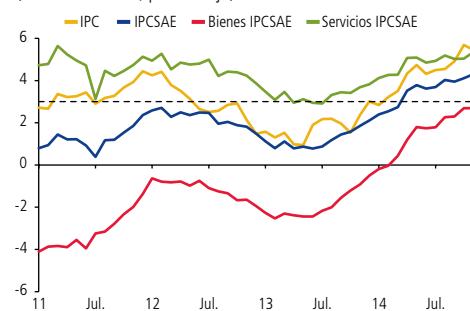
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

### GRÁFICO IV.1

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



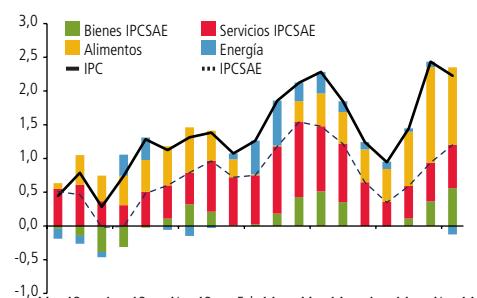
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

### GRÁFICO IV.2

Incidencias en la inflación mensual del IPC (\*)  
(acumulada en cuatro meses móviles, puntos porcentuales)

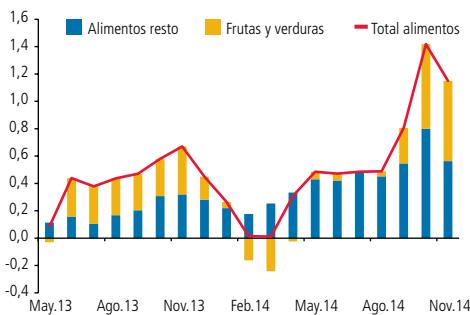


(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

**GRÁFICO IV.3**

Incidencia de los alimentos en la inflación mensual del IPC (\*)  
(acumulada en cuatro meses móviles, puntos porcentuales)

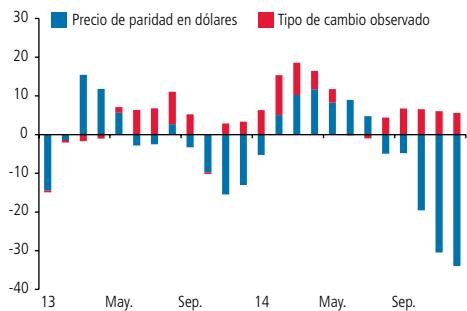


(\*) Se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100.

Fuentes: Banco Central e Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.4**

Variación del precio de la gasolina y tipo de cambio (1) (2)  
(acumulada en cuatro meses, puntos porcentuales)



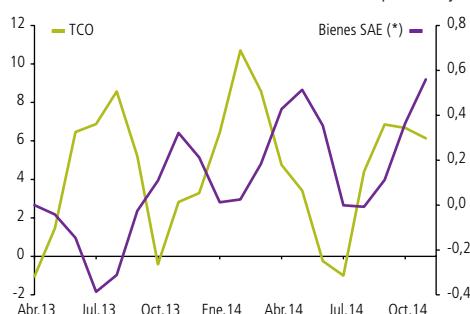
(1) A partir de agosto 2014, la CNE publica el precio de paridad en pesos, por lo que desde entonces se pasa a dólares utilizando el promedio del TCO de las últimas dos semanas previas al dato.

(2) Dato de diciembre considera información hasta el cierre estadístico del IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile y Comisión Nacional de Energía (CNE).

**GRÁFICO IV.5**

Inflación de bienes SAE y tipo de cambio  
(variación acumulada en cuatro meses móviles, porcentaje)



(\*) Corresponde a la incidencia de los bienes SAE en el IPC acumulado en cuatro meses.

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

La mayor inflación acumulada en estos meses ha estado determinada en parte importante por alzas de algunos precios específicos, que, en varios casos, tienen un carácter eminentemente temporal, en especial algunos alimentos. De hecho, en noviembre la variación mensual del IPC fue nula, en parte, porque ya se observó alguna reversión de estos precios, a lo que se sumó el descenso del precio de los combustibles. En lo inmediato, se prevé que esta reversión continuará y además que los precios de los combustibles seguirán incidiendo negativamente, con lo que la inflación anual del IPC finalizará el año algo por debajo de 5%. Las expectativas de mercado a un año plazo son coherentes con la visión de que los altos registros seguirán revirtiéndose en los próximos meses. Además, en el horizonte de proyección, se han mantenido en torno a 3%.

Con todo, desde una perspectiva más larga, el elevado nivel que muestra la inflación anual del IPC es reflejo, principalmente, de la depreciación del peso (Recuadro IV.1). Estos efectos deberían tender a ceder en la medida que el traspaso de la depreciación siga en los patrones históricos. Lo anterior, unido a las mayores bases de comparación, la ampliación de las holguras de capacidad y el menor precio del petróleo, sustentan la visión de menor inflación durante el 2015. El Consejo seguirá analizando cuidadosamente la trayectoria de la inflación y conducirá la política monetaria de manera que la inflación proyectada no se desvíe de 3% en el horizonte de política.

En los últimos cuatro meses, el IPC acumuló un aumento de 2,2pp. De ellos, 1,1pp correspondió a incrementos de los precios de los alimentos y 1,2pp a aumentos del IPCSAE. Los precios de la energía—combustibles y electricidad—tuvieron una incidencia negativa de 0,1pp en el período (gráfico IV.2).

En el caso de los alimentos, el mencionado aumento se explicó en partes iguales por la evolución de los precios de las frutas y verduras frescas y el resto de los alimentos (gráfico IV.3). En el primero, el incremento del precio de los tomates—por problemas en la oferta—acumuló una incidencia de 0,3pp entre agosto y noviembre. Dicho impacto fue incluso mayor en octubre, pues durante noviembre parte del efecto se revirtió. En el resto de las frutas y verduras destacaron los aumentos de los precios de paltas y limones. En la inflación del resto de los alimentos, distintos de frutas y verduras frescas, también se observó el efecto de algunos componentes puntuales. Entre ellos, destacaron la carne y sus derivados, que acumularon 0,3pp de incidencia entre agosto y noviembre. En este caso, jugó un papel importante el aumento del tipo de cambio en un contexto de márgenes más comprimidos en el sector. Además, de acuerdo con el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de noviembre, la mayor demanda externa por ciertos tipos de carne ha direccionado envíos hacia el exterior empujando los precios locales al alza, especialmente la carne de cerdo y las cecinas. Otro factor de carácter puntual que ha sido relevante, es el comportamiento de los precios de las bebidas gaseosas, que tuvieron un aumento en estos meses (0,1pp) y que se asocia con la entrada en vigencia de la Reforma Tributaria.

El componente de energía—que incluye los combustibles y la electricidad—tuvo una incidencia negativa en la inflación de los últimos cuatro meses, reflejo del traspaso a los precios internos de una caída del precio internacional del petróleo que ha sido significativamente mayor al aumento del tipo de cambio

(gráfico IV.4). En particular, luego de alcanzar sus valores máximos del año en junio, el precio del barril de crudo ha bajado más de 40% y al cierre de este IPoM el precio promedio del barril de petróleo WTI y Brent está por debajo de US\$65. El precio de la gasolina del Golfo de México ha seguido una trayectoria similar. A mediados de noviembre, la modificación de los parámetros del Mecanismo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (MEPCO) implicó, por una sola vez, una baja cercana a \$60 por litro de gasolina en el mercado local. En las semanas posteriores, se han ido acumulando nuevos descensos, aunque de menor magnitud. Con esto, en noviembre la incidencia en el IPC de la gasolina fue de -0,2pp. En los próximos meses, la gasolina debería seguir con incidencias negativas considerando que el precio internacional de los combustibles ha seguido reduciéndose. Por su parte, el costo de la electricidad residencial que casi no había contribuido a la inflación del IPC entre agosto y octubre, tuvo un incremento importante en noviembre, debido a ajustes tarifarios. Así, en los últimos cuatro meses la electricidad aportó 0,1pp a la inflación del IPC.

Por su parte, la inflación subyacente —IPCSAE— aportó con 1,2pp a la inflación del IPC acumulada entre agosto y noviembre. Este aumento se distribuyó en partes similares entre la inflación de bienes y servicios. En ambos casos, el factor preponderante en la explicación de estas alzas fue el tipo de cambio, aunque también hay algunos factores de carácter puntual.

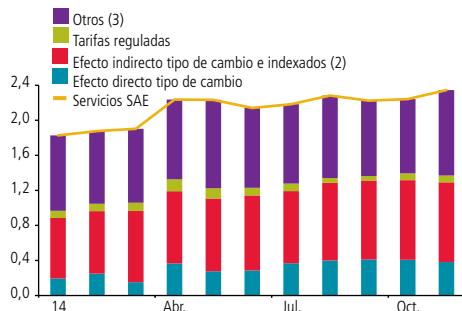
Por el lado de la inflación de bienes del IPCSAE, el efecto del tipo de cambio es bastante directo en el caso de los productos importados o transables (gráfico IV.5). Un ejemplo de ello es el comportamiento del precio del automóvil nuevo, que entre agosto y noviembre acumuló 0,2pp de incidencia en el IPC. Como se mencionó, también hay factores puntuales como el alza de los cigarrillos (0,2pp entre agosto y noviembre), originado a partir de la entrada en vigencia de la Reforma Tributaria.

Por el lado de la inflación de servicios del IPCSAE la observación de los efectos de la depreciación del peso tiene componentes más indirectos. Por un lado, existen algunos ítems en los que se refleja un efecto directo del aumento del tipo de cambio, como por ejemplo, el transporte aéreo internacional. Por otro lado, algunos precios tienen un efecto indirecto, por ejemplo, aquellos en que el precio de bienes importados es importante en su estructura de costos —como el transporte público o interurbano— o aquellos ítems indexados a la inflación pasada y que por tanto recogen los efectos que el tipo de cambio tuvo en la inflación algunos meses atrás. Entre estos se pueden mencionar los costos de arriendo, de servicios básicos o de precios ligados a salarios, que a su vez tienen algún grado de indexación a la inflación pasada. De este modo, al descomponer la inflación acumulada del IPCSAE de servicios, se aprecia que más de la mitad del incremento anual que muestra a noviembre se explica directa o indirectamente por precios cuya variación está relacionada con los movimientos del tipo de cambio (gráfico IV.6).

La evolución de los salarios nominales es un factor importante al revisar las presiones inflacionarias presentes, en particular respecto de la inflación de servicios del IPCSAE. El crecimiento anual de los salarios nominales sigue en niveles elevados y ha aumentado a lo largo del último año (gráfico IV.7). Esta trayectoria de los salarios nominales llama la atención a la luz del estado cíclico

#### GRÁFICO IV.6

Incidencias de los servicios del IPCSAE en la inflación anual del IPC (1)  
(puntos porcentuales)



(1) Se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100.

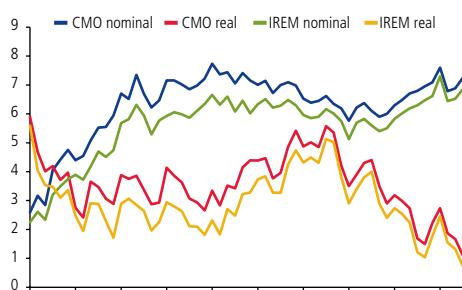
(2) Corresponde a servicios de educación, salud, arriendo, peaje y, seguro y revisión técnica del automóvil.

(3) Corresponde a servicios de alimentación, recreación, financieros, vestuario, cuidado personal, vivienda y otros.

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

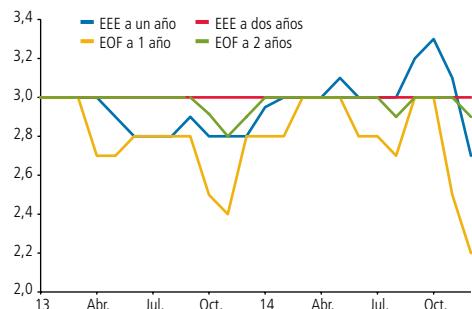
#### GRÁFICO IV.7

Salarios (\*)  
(variación anual, porcentaje)



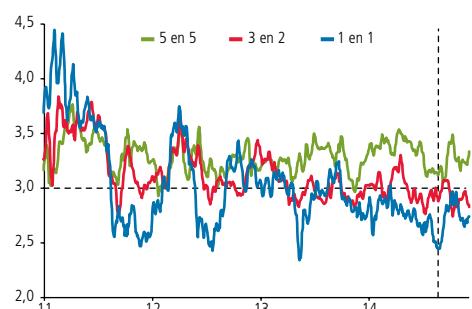
(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**GRÁFICO IV.8**Expectativas de inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.9**Compensación inflacionaria (\*)  
(promedio móvil semanal, porcentaje)

(\*) Compensación inflacionaria *forward* a partir de las tasas swaps. La línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

de la economía y el bajo crecimiento del empleo asalariado. Sin embargo, cuando se considera el efecto de la mayor inflación en los salarios reales se observa una evolución completamente opuesta, con variaciones anuales que han ido a la baja desde mediados del 2013. Con todo, el bajo desempleo y el alto crecimiento de los salarios nominales ponen una nota de cautela en la evaluación de la dinámica inflacionaria. La estimación del tamaño de las holguras de capacidad tiene un alto grado de incertidumbre, por lo que no se puede descartar el riesgo de que estas sean menores y contribuyan menos que lo previsto a la desaceleración de la inflación.

**PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN**

Como se mencionó, en lo inmediato, los elevados registros de inflación han superado las proyecciones incluidas en el IPoM pasado y las del mercado. En este contexto, las expectativas privadas para la inflación se han ajustado al alza para el corto plazo. Sin embargo, dando cuenta de que los factores que han explicado estas cifras son principalmente de carácter temporal, a mayores plazos tienen implícitas un retorno relativamente rápido hacia la meta del 3%, valor en que también se ubicaría a fines del horizonte de política del Banco Central.

De este modo, considerando la inflación prevista para diciembre del 2014 en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de ese mes y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena, la inflación anual del IPC cerraría el año en 4,8%. Luego, acorde con el escenario base de este IPoM, la inflación retornaría a 3% en el curso del 2015 y oscilaría en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, el último trimestre del 2016.

Las expectativas privadas muestran perspectivas heterogéneas para la inflación en 12 meses (gráfico IV.8). Algunas sugieren que la variación de precios se reducirá más marcadamente durante el año que viene. La mediana de la EOF muestra inflaciones que a un año plazo se acercan a 2%. No así la EEE, donde la mediana de la proyección a fines del 2015 es 2,9%. A dos años plazo las expectativas se concentran en torno a 3%. Esto último es compartido por las compensaciones inflacionarias *forward* que se derivan de los swaps promedio cámara, las que apuntan a una inflación en torno a 3% a dos y más años plazo (gráfico IV.9).

## RECUADRO IV.1

### EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL 2014

Durante el 2014 la inflación anual del IPC ha sorprendido al alza y, desde abril, se ha ubicado por encima del rango de tolerancia del Banco Central. Además, las expectativas apuntan a que se mantendrá por sobre 4% anual en los próximos meses. Este recuadro revisa los elementos que han determinado la mayor inflación durante los últimos meses. Además, muestra cómo su evolución en el 2014 fue motivando cambios en las proyecciones de agentes privados y también las incluidas en los IPoM.

En el IPoM de diciembre del 2013, se proyectó que la inflación anual del IPC cerraría el 2014 con un incremento anual de 2,5%. Dicha proyección aumentó a 3% en el IPoM de marzo, a 4% en el IPoM de junio, a 4,1% en septiembre, para finalizar en el 4,8% que contiene este IPoM (tabla IV.2).

**TABLA IV.2**  
Cambios en la proyección de inflación IPC para diciembre 2014

	Mar.14	Jun.14	Sep.14	Dic.14
Proyección IPoM anterior	2,5	3,0	4,0	4,1
Combustibles	0,4	0,1	0,0	-0,6
Alimentos sin frutas y verduras frescas	0,2	0,1	0,2	0,3
Frutas y verduras frescas	0,0	0,1	-0,1	0,2
Tarifa eléctrica	0,0	0,0	0,1	0,0
IPC sin alimentos y energía	0,0	0,7	-0,2	0,6
Proyección IPoM	3,0	4,0	4,1	4,8

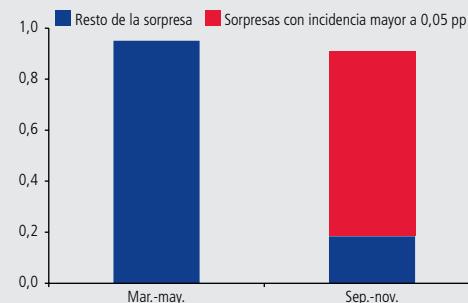
Fuente: Banco Central de Chile.

Los aumentos de la inflación del IPC durante el 2014 y el incremento de su proyección se han dado en un contexto en que el tipo de cambio nominal se ha depreciado más de 15% entre enero y noviembre de este año. Así, no es extraño que gran parte de las alzas de precios observadas se puedan ligar al movimiento cambiario. Los canales a través de los que se transmite son directos e indirectos. Los primeros se pueden observar en el precio de los combustibles y, en general, de bienes importados o transables. También hay servicios cuyo precio en pesos tiene directa relación con los movimientos de la paridad peso/dólar, como el de transporte aéreo internacional. En cuanto al traspaso indirecto, la mayor parte se refleja en bienes o servicios en cuyos costos el tipo de cambio es un factor importante, o por precios que se reajustan por inflación pasada, y que por tanto recogen los efectos que el tipo de cambio tuvo en la inflación algunos meses atrás.

A lo anterior, se añade la presión sobre costos del mayor crecimiento de los salarios. Durante el 2014 los salarios nominales han sorprendido por su dinamismo, con aumentos que en la segunda mitad del año superan 6,5% anual. Si bien parte relevante del incremento de los salarios es en sí una consecuencia de la inflación, es probable que la expansión de los salarios también haya contribuido a que las presiones inflacionarias se disparen a un ritmo menor que el previsto. Por lo pronto, su habitual indexación es una de las fuentes más comunes de la persistencia del crecimiento de los precios.

Las razones detrás de las sorpresas en la inflación proyectada han variado a lo largo del año. En el IPoM de junio del 2014, la inflación proyectada para este año aumentó en 1 punto porcentual (pp) respecto de la proyección incluida en el IPoM de marzo. La mayor corrección provino de la inflación SAE, producto de sorpresas no muy grandes, pero generalizadas en la mayoría de sus precios. En efecto, la totalidad de la sorpresa de 0,95pp acumulada entre marzo y mayo corresponde a productos cuyas alzas tuvieron incidencias individuales menores a 0,05pp (gráfico IV.10). Parte del error de la proyección de marzo se originó en que se supuso que el traspaso de tipo de cambio sería acotado dentro de patrones históricos. Esto, basado, entre otros factores, en que la desaceleración que mostraba la economía limitaría el grado de traspaso a precios finales, salarios y expectativas.

**GRÁFICO IV.10**  
Sorpresa en el IPC  
(puntos porcentuales)



(\*) Las sorpresas corresponden a la diferencia entre la proyección del IPoM de marzo (septiembre) y los datos efectivos entre marzo y mayo (septiembre y noviembre).

Fuente: Banco Central de Chile.



Dicho juicio se modificó en la medida en que los datos efectivos mostraron un traspaso a los precios finales mayor que el previsto y justificaron el ajuste de la proyección en el IPoM de junio.

En este IPoM la inflación proyectada a diciembre se vuelve a corregir al alza, desde 4,1 a 4,8%. Sin embargo, la naturaleza del ajuste es diferente. En los últimos meses ha habido un número menor de productos con alzas muy significativas. Además, muchos de ellos corresponden a factores puntuales y/o transitorios, como el alza del precio de frutas y verduras o de bebidas y cigarrillos. De hecho, la evaluación respecto del traspaso de la depreciación del peso a la inflación no ha variado respecto de lo supuesto en junio y se estima ha ido acorde con lo previsto. Todo esto, en un contexto en que el tipo de cambio continuó aumentando.

El cambio en las proyecciones de inflación contenidas en los distintos IPoM también ha sido visible en las expectativas privadas. Considerando los datos de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de cada mes, se aprecian diferencias significativas entre la inflación prevista y efectiva durante febrero, marzo y abril. Lo mismo entre agosto, septiembre y octubre (gráfico IV.11). La proyección de inflación a diciembre de esta encuesta también ha aumentado a lo largo del año.

**GRÁFICO IV.11**  
Sorpresa en la inflación mensual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)



(\*) Corresponde a la diferencia entre la inflación esperada en la Encuesta de Expectativas Económicas en el mes inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile

Así, mientras en enero del 2014 la EEE anticipaba que el IPC finalizaría el año con una variación anual de 3%, a diciembre dicha cifra se ubica en 4,9%<sup>1/</sup>.

Con todo, a pesar de que la inflación del IPC llegó a registrar 5,7% anual en octubre, las expectativas para mayores plazos siempre se mantuvieron alineadas con la meta del Banco Central. A dos años plazo las distintas medidas de expectativas han situado la inflación en torno a 3% durante todo el año (gráficos IV.8 y IV.9). A menores plazos, las encuestas tienen implícito un rápido retorno de la inflación anual al 3%, aunque existe un alto grado de discrepancia entre los analistas respecto de cuánto caerá la inflación durante el 2015. Por ejemplo, de los 60 encuestados de la EEE, 35% cree que la inflación a 12 meses será igual o mayor a 3%, mientras que 40% cree que será igual o inferior a 2,5%.

En adelante, el escenario base considera que la inflación seguirá por sobre 4% durante algunos meses más y tendrá un descenso hacia 3% en el curso del 2015. Luego oscilará en torno a 3% hasta el último trimestre del 2016, el fin del horizonte de proyección para este IPoM. La trayectoria supuesta para la inflación descansa en que el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses ocurrirá de acuerdo con los patrones históricos; que los salarios tendrán ajustes acordes con la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. También contempla el efecto que tendrá el descenso de los precios de los combustibles observado en estos meses y las altas bases de comparación del 2014.

<sup>1/</sup> La EEE de diciembre no entrega la inflación anual proyectada para diciembre del 2014. El dato se obtiene de considerar la inflación efectiva a noviembre y la proyección de inflación mensual para diciembre.

## V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

### ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

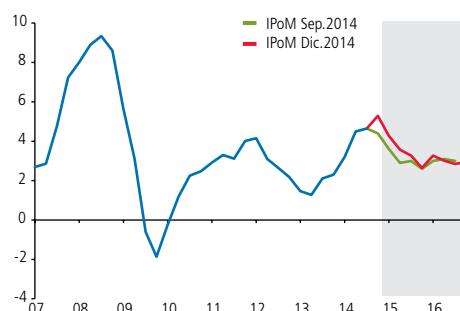
Al igual que en IPoM previos, la actividad y la demanda interna volvieron a mostrar una debilidad mayor y más persistente que lo esperado, aunque el tamaño de la sorpresa fue menor que en el segundo trimestre del año. Con todo, para el 2015 se sigue estimando una recuperación de ambas, aunque moderada. La inflación sorprendió nuevamente al alza y seguirá por sobre el rango de tolerancia por algunos meses más. Sin embargo, a diferencia de principios de año en que la sorpresa al alza fue generalizada, en esta ocasión se concentró en factores puntuales, muchos de los cuales deberían tener un impacto transitorio en la inflación (Recuadro IV.1). Se estima que el impulso externo que recibirá la economía en el 2015 y 2016, será algo inferior al del IPoM previo, principalmente por una recuperación más lenta del crecimiento mundial. Esto, en un contexto en que los términos de intercambio serán algo mejores y las condiciones financieras externas que, aunque serán menos expansivas que las de este año, seguirán favorables desde una perspectiva histórica.

En el escenario base, la proyección de inflación se corrigió al alza para fines del 2014, en línea con los mayores registros efectivos y con la mayor depreciación del peso. En el corto plazo, la inflación continuará sobre 4%, pero se sigue considerando una trayectoria descendente en los trimestres siguientes. Ello, por la combinación de altas bases de comparación del 2014, la evolución del precio de los combustibles y la acumulación de holguras de capacidad en la economía. Así, la inflación descenderá, llegando a 2,8% a fines del 2015, luego oscilará en torno a 3% hasta el último trimestre del 2016 —el fin del horizonte de proyección— (gráficos V.1, V.2 y tabla V.1). En la inflación IPCSAE, la proyección para el 2015 se corrigió al alza, tomando en consideración la mayor depreciación del peso, su traspaso a los precios y la evolución de los salarios nominales. De todos modos, se espera que para fines del próximo año se ubique en torno a 3% y fluctúe alrededor de ese valor durante el 2016.

En esta trayectoria, el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses ocurrirá de acuerdo con los patrones históricos; los salarios tendrán ajustes acordes a la productividad; y se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Sobre el TCR, se utiliza como supuesto metodológico que se mantendrá

**GRÁFICO V.1**

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

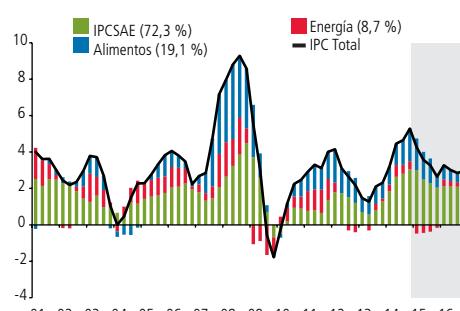


(\*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2014, corresponde a la proyección.

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

**GRÁFICO V.2**

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



(1) Área gris, a partir del cuarto trimestre 2014 corresponde a la proyección.

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

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



**TABLA V.1**  
Inflación

	2013	2014 (f) (2)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,8	4,4	3,4	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,8	2,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,2	3,6	3,4	
Inflación IPCSAE diciembre	2,1	4,3	2,8	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1)				2,9

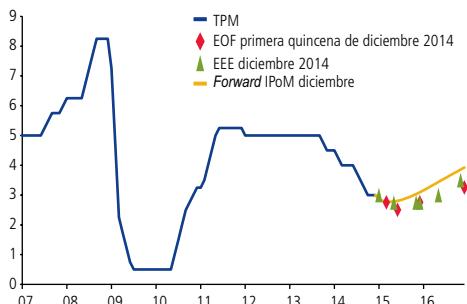
(f) Proyección.

(1) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2016.

(2) Para diciembre del 2014 considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.3**  
TPM y expectativas  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

	2013	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	4,1	1,7	2,5-3,5
Ingreso nacional	3,4	1,3	3,7
Demanda interna	3,4	-0,7	3,0
Demanda interna (sin variación de existencias)	4,2	0,4	2,6
Formación bruta de capital fijo	0,4	-6,2	1,9
Consumo total	5,4	2,4	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	1,4	4,0
Importaciones de bienes y servicios	2,2	-5,9	3,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-1,6	-1,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,5	19,7	20,8
Inversión nacional bruta (% del PIB)	23,9	21,3	21,9
FBCF (% del PIB nominal)	23,6	22,0	21,6
FBCF (% del PIB real)	25,8	23,8	23,6
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.485	-4.150	-2.770
Balanza comercial	2.117	7.600	9.020
Exportaciones	76.684	75.550	75.600
Importaciones	-74.568	-67.950	-66.580
Servicios	-2.908	-3.300	-3.600
Renta	-11.102	-10.550	-10.230
Transferencias corrientes	2.408	2.100	2.040

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Además, como supuesto de trabajo, se considera que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo (gráfico V.3).

En el escenario base, la actividad crecerá 1,7% anual el 2014, algo por debajo del rango previsto en septiembre. Ello, reflejo de la mencionada debilidad de la actividad en el tercer trimestre y de su prolongación hacia el último cuarto del año. Además, de expectativas de consumidores y empresas que, hasta ahora, no muestran la mejoría que se esperaba hace algunos meses.

El 2015, el PIB crecerá entre 2,5 y 3,5% anual, expansión que seguirá por debajo del crecimiento de mediano plazo de la economía, que el Consejo estima entre 4 y 4,5%. El mayor crecimiento para el 2015 respecto de este año se sustenta en que la economía ha hecho un ajuste rápido e importante durante este año, como lo refleja la evolución de la cuenta corriente, las tasas de interés y el tipo de cambio real (TCR). Además, en que las condiciones externas previstas para el 2015, si bien menos auspiciosas que lo esperado en septiembre, son algo mejores que las de este año, en parte gracias al impulso derivado de los menores precios del petróleo. También, en que la confianza de consumidores y empresas tenderá a mejorar. El significativo impulso monetario que ya se ha agregado, el mayor impulso fiscal y el efecto de la depreciación del peso en la actividad de los sectores transables serán un apoyo adicional. Por último, aunque la situación financiera de hogares y empresas es menos holgada que en años anteriores, se estima que no representará un obstáculo para la recuperación de la economía (tabla V.2).

La demanda interna, descontadas las existencias, crecerá 0,4% anual el 2014 y 2,6% el 2015 (1,0 y 3,2% en septiembre). La corrección a la baja en su tasa de expansión responde a datos efectivos del tercer trimestre menores a lo anticipado, principalmente en la inversión, y a datos parciales del cuarto trimestre que muestran una evolución más débil que la prevista del consumo y la inversión. Las existencias han seguido mostrando un ajuste relevante y la evaluación que las empresas hacen de su nivel, continúa indicando niveles por sobre lo deseado. Por ello, la variación anual de la demanda interna total es negativa para el 2014: -0,7% (0,1% en septiembre). Para el 2015, en línea con una moderada recuperación de la economía se proyecta un crecimiento de 3,0% de la demanda interna total (3,4% en septiembre).

Por componentes del gasto, la mayor corrección se da en la inversión, cuya variación anual en el 2014 vuelve a ajustarse a la baja: -6,2% (-4,1% en septiembre). La mayor revisión, nuevamente, corresponde a maquinaria y equipos, cuya evolución ha sido y está siendo menor que la anticipada. Se añade la revisión del catastro de la Corporación de Bienes de Capital que ubicó la inversión del 2014 y 2015 por debajo de la del 2013. El deterioro de las expectativas de empresas también juega un rol relevante en esta mayor debilidad.

Para el 2015, pese al débil desempeño del 2014, el crecimiento de la inversión es similar al proyectado: 1,9% anual (1,8% en septiembre). Si bien se prevé que la inversión privada tendrá alguna mejoría, la mayor parte de la recuperación está asociada al aumento de la inversión pública anunciada para el 2015. Con ello, la FBCF llegaría a 22% del PIB nominal el 2014 y a 21,6% el 2015.

La corrección al consumo privado es menor que a la inversión. Sin embargo, igualmente se sustenta en indicadores del cuarto trimestre que no se recuperan

significativamente. Además, a diferencia de lo previsto, las expectativas de los consumidores siguieron deteriorándose manteniéndose en la zona de pesimismo. La tasa de desempleo continúa baja desde una perspectiva histórica, aunque el crecimiento del empleo asalariado sigue acotado y las encuestas dan cuenta de mayor incertidumbre sobre la evolución del mercado laboral. La expansión anual de los ingresos laborales reales ha disminuido, en parte por la mayor inflación. En todo caso, el menor precio del petróleo y su efecto en los precios internos, deberían tener un impacto positivo en el ingreso disponible de las familias y en el consumo privado.

El ajuste del gasto y la depreciación del peso reduce el déficit de cuenta corriente previsto para este año y el próximo, tanto efectivo como a precios de tendencia. A nivel de la balanza comercial, esto se sigue reflejando principalmente en la disminución del valor de las importaciones de este año y el próximo, este último especialmente afectado por el menor precio del petróleo. Así, se estima que el déficit de cuenta corriente será 1,6 y 1,1% del PIB el 2014 y 2015, respectivamente. Medido a precios de tendencia<sup>1/</sup>, el déficit de la cuenta corriente se mantiene en torno a 2% del PIB para este año y el próximo.

En lo externo, el panorama de actividad sigue apuntando a expansiones mayores en el 2015 y 2016. Aunque la actividad mundial ha perdido dinamismo, ello se compensa, al menos parcialmente, por el mayor impulso que dará la caída del precio del petróleo. Así, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales se corrigen hasta 3,5 y 3,9% anual para el 2015 y 2016, respectivamente (tabla V.3). Resalta la divergencia entre el desempeño de EE.UU. y otras desarrolladas, lo que se espera se mantenga a lo largo del horizonte de proyección. Las proyecciones de crecimiento se corrigen a la baja para la mayoría de los emergentes, destacando América Latina (tabla V.4).

En cuanto al precio de las materias primas, resalta la significativa caída del precio del petróleo, principalmente por factores de oferta que han dado paso a un balance superavitario en el mercado del crudo. Así el precio promedio entre el WTI y Brent se reduce a US\$67 y 71 para el 2015 y 2016, respectivamente. Ello se ha traducido en un menor panorama de inflación externa relevante para Chile (IPE) y mejoras en los términos de intercambio comparado con septiembre. No obstante, parte de esta mejora es contrarrestada por la caída del precio del cobre, que se ubicó bajo US\$3 la libra en las semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. En el escenario base, se prevé que este precio promedie US\$2,95 y 2,85 el 2015 y 2016, respectivamente.

## ESCENARIOS DE RIESGO

El escenario base refleja los eventos que tienen mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

En lo externo, se mantienen los riesgos previstos en IPoM previos. Por un lado, está el riesgo de cuándo y con qué velocidad la Reserva Federal comenzará a aumentar su tasa de referencia, y cómo impactará en el precio de los activos financieros. El riesgo de una mayor volatilidad en los mercados ha subido, por la creciente discrepancia

<sup>1/</sup> El cálculo a precios de tendencia considera correcciones en precios y no en volúmenes. Se supone un precio del cobre de largo plazo de US\$2,85 la libra y del petróleo de US\$85 el barril.

TABLA V.3

## Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	4,1	-3,2	-1,1	1,7	-2,1
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,5	3,2	3,5	3,9
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,1	3,2	3,5	3,9
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,2	2,4	2,6	3,0	3,3
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,8	1,2	1,6	2,1	2,3
PIB emergentes PPC	7,4	5,9	4,7	4,5	4,7	5,2
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	0,3	0,0	-0,7	0,6
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$c/cent/lb)	154	367	332	311	295	285
Precio del petróleo WTI (US\$/barrel)	44	90	98	93	64	68
Precio del petróleo Brent (US\$/barrel)	42	101	109	99	70	75
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	367	742	785	733	483	495
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,3	0,2	0,6	1,8

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.4

## Crecimiento mundial (\*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2012 (e)	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,2	3,0	3,1	3,2	3,5	3,9
Mundo a TC de mercado	2,7	3,3	2,5	2,4	2,6	3,0	3,3
Socios comerciales	3,1	3,6	3,4	3,5	3,2	3,5	3,9
Estados Unidos	3,2	2,7	2,3	2,2	2,3	3,0	3,1
Eurozona	1,6	2,2	-0,7	-0,4	0,8	1,0	1,5
Japón	1,5	1,7	1,7	1,6	0,3	1,3	1,4
China	10,0	10,5	7,7	7,7	7,4	7,1	6,9
India	5,8	7,1	4,7	5,0	5,6	6,3	6,5
Resto de Asia	5,6	5,1	3,8	3,9	3,6	4,3	4,8
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	2,7	2,3	1,1	1,9	3,0
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	2,5	2,2	2,5	2,7	2,6

(e) Estimación. (f) Proyección.

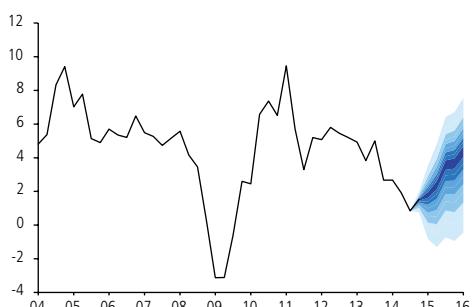
(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

GRÁFICO V.4

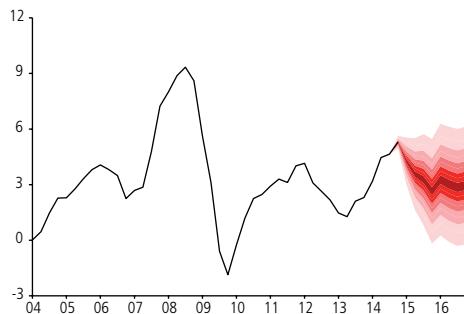
## Crecimiento del PIB (\*)

(variación anual, porcentaje)



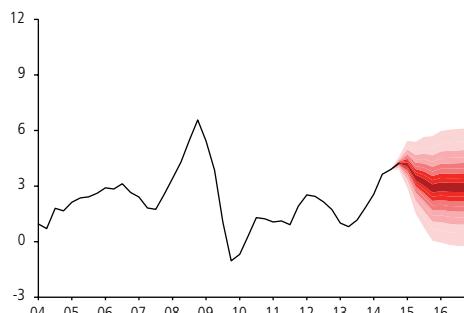
(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento futuro que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile

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

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

Fuente: Banco Central de Chile

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

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

Fuente: Banco Central de Chile

entre las expectativas privadas y los anuncios de la propia Reserva Federal, y la divergencia de la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas. En China, han retomado relevancia los riesgos sobre su desempeño, reflejo de la mayor debilidad reciente. La evolución de su sistema financiero y su sector inmobiliario son los principales focos de atención, lo que podría generar una mayor caída del precio del cobre. En la Eurozona, pese al avance en el ámbito financiero y bancario —reflejados en el resultado de las pruebas de tensión— la expansión del crédito sigue lenta y el riesgo de una desaceleración mayor está latente.

Todos estos riesgos del escenario externo, podrían generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros mundiales, con importantes efectos negativos en el costo de financiamiento y en la actividad. También podrían provocar una depreciación adicional de las monedas emergentes, entre ellas el peso, con efectos en el panorama de inflación de corto plazo.

Es posible que el menor precio del petróleo tenga efectos más intensos en el crecimiento mundial. Tampoco es posible descartar que el ciclo de menores precios se extienda o intensifique, lo que acentuaría estos efectos y también podría configurar un escenario de mayor crecimiento mundial. En todo caso, las cuentas fiscales de algunos países exportadores de petróleo se han deteriorado, fenómeno que podría extenderse a otras economías en la medida que el ciclo de bajos precios se mantenga en el tiempo.

En el ámbito local, un riesgo dice relación con el desempeño de la actividad, pero en especial con la dinámica de la demanda interna. Sus perspectivas de recuperación se han retrasado sucesivamente, a la vez que su materialización ha perdido fuerza. El escenario base considera que la confianza de empresas y consumidores tendrá una mejoría gradual. De no suceder esto, el menor crecimiento del gasto y la actividad puede prolongarse, traduciéndose en holguras de capacidad más duraderas y menores presiones inflacionarias.

Tampoco puede descartarse que el tamaño actual de las holguras de capacidad —variable no observable y con una medición sujeta a mucha incertidumbre— sea menor que lo estimado y, por lo tanto, contribuya menos que lo previsto a la desaceleración de la inflación. El bajo desempleo y el alto crecimiento de los salarios nominales ponen una nota de cautela en la evaluación de la dinámica inflacionaria.

Evaluados estos riesgos, los que provienen tanto del escenario interno como externo, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja (gráficos V.4, V.5 y V.6).

La inflación está en niveles altos, pero se espera que en el curso del próximo año se acerque a 3%. La actividad y la demanda interna siguen mostrando una importante debilidad y las perspectivas de crecimiento para el 2015 se han revisado a la baja, pese a que los impulsos monetario y fiscal son relevantes, y el externo es algo mayor que el observado este año. El Consejo llevó la TPM a 3% y ha señalado que cambios futuros en ella dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# GLOSARIO

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2014). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2013-2016 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,5% para el período 2013-2016.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2014). Los países considerados representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2013-2016.

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 del 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2013.

*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.

Dólar multilateral: mide el valor del dólar estadounidense respecto de una canasta de monedas. Esta es calculada como la media geométrica de las monedas de los seis principales socios comerciales de ese país. Exportadores de productos básicos: Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

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

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

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

M1: Considera circulante más depósitos en cuentas corrientes netos de canje



del sector privado no financiero más depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes y depósitos de ahorro a la vista.

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

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

PIB resto: Corresponde a los sectores agropecuario-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.

Repos: Pactos de recompra (reventa). Venta (compra) colaterizada con acuerdo o compromiso de retrocompra (retroventa).

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

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

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

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

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2014: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea y Suiza.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

TCR: Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso

respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

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

## ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCB: Índice de precios al consumidor de bienes

IPCNT: Índice de precios al consumidor de no transables

IPCS: Índice de precios al consumidor de servicios

IPCT: Índice de precios al consumidor de transables

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

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adrian, T., R.K. Crump y E. Moench. 2013. Pricing the Term Structure with Linear Regressions. *Journal of Financial Economics* 110(1). Octubre.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2014a. Informe de Percepciones de Negocios. Noviembre.
- Banco Central de Chile. 2014b. Informe de Estabilidad Financiera. Segundo semestre.
- Barclays Capital. 2014a. Global Economics Weekly. Varios números.
- Barclays Capital. 2014b. The Blue Drum. Diciembre.
- Bauer, M., G. Rudebusch y C. Wu. 2014. Term Premia and Inflation Uncertainty: Empirical Evidence from an International Panel Dataset: Comment. *American Economic Review*, 104 (1), 323–337.
- Ceballos. 2014. Computo del Premio por Plazo del Bono Nominal a 10 años en Chile". Mimeo. Banco Central de Chile.
- Ceballos, L., A. Naudon y D. Romero. 2014. Nominal Term Structure and Term Premia: Evidence from Chile. Por publicar en Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile.
- Consensus Forecasts. 2014. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2014. Copper Quarterly Industry and Market Outlook. Octubre.
- D'Amico, S., W. English, D. López Salido y E. Nelson. 2012. The Federal Reserve's Large Scale Asset Purchase Programmes: Rationale and Effects. *Economic Journal*, 122 (564), F415-F446.
- Deutsche Bank. 2014a. Asia Economics Monthly. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2014b. Emerging Markets Monthly. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2014c. Commodities Weekly. Varios números.
- Deutsche Bank. 2014d. Dollar Bloc Weekly. Varios números.
- Deutsche Bank. 2014e. Focus Europe. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2014f. Global Economic Perspectives. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2014. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Feroli, M., A. K. Kashyap, K. Schoenholtz y H. Song Shin. 2014. Market Tantrums and Monetary Policy. US Monetary Policy Forum, February. <http://research.chicagobooth.edu/igm/usmpf/2014.aspx?source=igm-em-usmpf14-20140221-initial> Working paper.
- Fondo Monetario Internacional. 2014a. *World Economic Outlook an Update*. Julio.
- Fondo Monetario Internacional. 2014b. Global Financial Stability Report. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2014c. Christine Lagarde Addresses the Wall Street Journal CEO Council, Washington. Diciembre.

<http://www.wsj.com/video/christine-lagarde-the-impact-of-falling-oil-prices/D742B20A-02C9-4302-B220-1B0915D79504.html>

Fondo Monetario Internacional. 2014d. World Economic Outlook. Octubre.

Food and Agriculture Organization. 2014. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.

Ganon, J., M.Raskin, J. Remache y B. Sack. 2011. The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. International Journal of Central Banking, 7 (1), 3-43.

International Energy Agency 2014a. Oil Market Report. Noviembre.

International Energy Agency 2014b. World Economic Outlook. Noviembre.

JP Morgan. 2014. Adjusting to a World of Lower Oil Prices. Market Bulletin. Diciembre.

JP Morgan Chase. 2014. Global Data Watch. Varios números.

Krishnamurthy, A. y A. Vissing-Jorgensen. 2011. The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. NBER WP 17555.

The Institute of International Finance. 2014. After the Fall—Consequences of Lower Oil Prices. Diciembre.

U.S. Energy Information Administration. 2014a. Annual Energy Outlook. Mayo.

U.S. Energy Information Administration. 2014b. International Energy Statistics. <http://www.eia.gov>.

U.S. Energy Information Administration. 2014c. Short Term Energy Outlook. Noviembre.



Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2014

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

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

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

---

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA** Diciembre 2014