

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2013



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2013



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. DEMANDA Y ACTIVIDAD	25
IV. PRECIOS Y COSTOS	29
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	33
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	39
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43
RECUADROS	
Diferencias en el riesgo financiero y la evolución del crédito en el mundo desarrollado	17
Tipo de cambio chileno en perspectiva internacional	23
Impactos del precio del cobre sobre la inversión y la cuenta corriente	37

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 26 de marzo de 2013.

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 27 de marzo de 2013 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 2 de abril de 2013.

El Consejo

RESUMEN

Desde el último Informe de Política Monetaria (IPoM), la economía chilena ha continuado mostrando un alto dinamismo y la inflación ha permanecido acotada. Los riesgos contractivos de origen externo se han atenuado, mientras los expansivos de origen interno han tomado más relevancia. La actividad y la demanda interna crecieron por sobre lo previsto, con un mayor impulso de la inversión y más recientemente también del consumo privado. El dinamismo del gasto ha reducido el superávit comercial al tiempo que mantiene un alto grado de utilización de los recursos internos. Las medidas de IPC total y subyacente han descendido a cerca de 1% anual debido a una serie de factores transitorios, por lo que se espera que vuelvan a 3% en el horizonte de proyección. En el plano externo, siguen vigentes las amenazas vinculadas a la situación de la Eurozona, pero otros riesgos, relacionados con la evolución de Estados Unidos y China, se han moderado. En este escenario, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.

En Chile, el PIB creció 5,6% el 2012. La cifra del cuarto trimestre fue algo superior a la prevista por el IPoM anterior y las expectativas de mercado, explicada en gran medida por la mayor contribución de la minería. En los últimos seis trimestres, la expansión de los sectores distintos de recursos naturales, que reflejan de mejor forma los cambios en el uso de la capacidad instalada, ha seguido con tasas relativamente estables —en torno a 5,5%— y no muy superiores a las de su tendencia.

El crecimiento de la demanda interna, en cambio, ha vuelto a repuntar. Luego de disminuir paulatinamente durante 2011 y ubicarse en tasas similares a las del PIB a comienzos del 2012, en los trimestres siguientes volvió a aumentar, con lo que en el año cerró con una expansión anual 1,5 puntos porcentuales por sobre la del PIB. Esta reaceleración refleja el mayor dinamismo de la inversión y, en lo más reciente, también del consumo privado. En la inversión, continuó el fuerte impulso de los proyectos mineros y energéticos, a la vez que las importaciones de bienes de capital siguieron reflejando el importante aumento de la internacionalización de material de transporte. La expansión del consumo ha encontrado sustento en el favorable crecimiento de los ingresos personales, reflejo de la evolución del empleo y los salarios reales. Las condiciones financieras internas no muestran grandes cambios en los últimos meses y, a diferencia de ciclos previos, los créditos de consumo no han sido un catalizador importante del gasto personal, toda vez que las colocaciones de este tipo han venido reduciendo sus tasas de expansión.

El mayor dinamismo de la demanda interna se ha manifestado en un aumento de las importaciones y del déficit de la cuenta corriente, acotando sus efectos en el uso de los recursos internos y la inflación. Los componentes del gasto que más crecen, la inversión en maquinaria y equipos y el consumo durable, se han visto favorecidos por la disminución de los precios relativos de las importaciones.



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2011	2012	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	5,9	5,6	4,5 - 5,5
Ingreso nacional	5,8	4,6	6,2
Demanda interna	9,1	7,1	6,1
Demanda interna (sin variación de existencias)	9,4	7,3	6,1
Formación bruta de capital fijo	14,7	12,3	7,2
Consumo total	7,9	5,8	5,7
Exportaciones de bienes y servicios	5,2	1,0	3,1
Importaciones de bienes y servicios	14,5	4,9	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-3,5	-4,4
Ahorro nacional (% PIB)	22,0	21,5	21,2
FBCF (% PIB nominal)	22,4	24,1	24,9
FBCF (% PIB real)	25,2	26,8	27,4
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-3.283	-9.497	-13.050
Balanza comercial	10.544	3.422	50
Exportaciones	81.455	78.277	79.800
Importaciones	-70.911	-74.855	-79.750
Servicios	-2.578	-2.435	-2.500
Renta	-14.141	-12.676	-12.800
Transferencias corrientes	2.892	2.192	2.200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La cuenta corriente de la balanza de pagos pasó desde un déficit de 1,3% del PIB en el 2011 a uno de 3,5% en el 2012, algo menor que el proyectado en diciembre último. Como se ha señalado anteriormente, el aumento de este déficit es un tema de preocupación, pero sus riesgos son mitigados por el mayor flujo de inversión hacia el sector transable —relacionados con importantes proyectos en minería— así como por la relevancia de los flujos de inversión extranjera directa en su financiamiento, toda vez que las entradas de cartera y la deuda se han mantenido en niveles similares a los de años anteriores.

La inflación ha seguido mostrando una trayectoria descendente. A febrero, la variación anual del IPC se ubicó en 1,3% y la inflación subyacente —IPCSAE, que excluye alimentos y energía— llegó a 0,8% anual. La trayectoria reciente ha reflejado una serie de influencias específicas y transitorias, como la alta base de comparación de iguales meses del 2012, la apreciación del peso, la normalización de *shocks* previos en los precios de algunos perecibles y la reducción del impuesto de timbres y estampillas. Estas influencias también se han expresado, a través de mecanismos de indexación y expectativas, en el moderado comportamiento de las medidas de inflación de servicios y salarios, a pesar del dinamismo de la demanda y la estrechez de los mercados internos. No se pueden descartar otras influencias más duraderas como el aumento observado de la productividad o la reducción de los márgenes del comercio. En todo caso, el comportamiento procíclico de estos elementos lleva a considerar que se mantienen vigentes los riesgos de mediano plazo para la inflación vinculados a la intensidad de uso de la capacidad instalada. Con todo, las expectativas privadas a uno y dos años plazo se mantienen en torno a 3%.

En el plano internacional, se mantiene un panorama de lento crecimiento de las economías desarrolladas por un tiempo prolongado. Si bien en Estados Unidos algunos indicadores recientes muestran mejoras y hay indicios de que está saliendo de su crisis financiera, sus perspectivas de crecimiento siguen acotadas. La necesidad del mundo desarrollado de seguir avanzando hacia una consolidación fiscal y un proceso de desapalancamiento del sector privado aún inconcluso, en especial en la Eurozona, retrasan su recuperación. Se suman las dificultades políticas para implementar las reformas que permitirían elevar las tasas de crecimiento de tendencia. El mundo emergente continúa con tasas de crecimiento superiores, aunque su desempeño ha sido más heterogéneo. Se han diluido los temores de una desaceleración pronunciada de China, y sus indicadores apuntan a una recuperación moderada de la actividad. Otras economías de Asia emergente también presentan señales de un mayor dinamismo. En América Latina, la fortaleza del crecimiento en Perú contrasta con la desaceleración de Colombia y el moderado crecimiento de Brasil. Las tasas de crecimiento de otras economías desarrolladas y exportadoras de materias primas se han visto afectadas por procesos de ajuste fiscal y menores precios de algunos de sus productos de exportación. Al mismo tiempo, presentan altos déficits en cuenta corriente. Respecto de diciembre, el escenario base de este IPoM corrige al alza la proyección de crecimiento de los socios comerciales a un promedio de 3,9% en el horizonte de proyección, la primera revisión al alza en más de un año.

Las condiciones financieras internacionales han mejorado en los últimos meses, reflejando, en parte, una percepción de menor probabilidad de ocurrencia de escenarios extremos, en particular en Estados Unidos, luego de que solo una parte

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2011	2012	2013 (f)	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	-0,6	-4,1	-0,4	-1,6
PIB socios comerciales (*)	4,2	3,4	3,6	4,2
PIB mundial PPC (*)	3,9	3,0	3,3	3,9
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,9	2,4	2,5	3,2
Precios externos (en US\$)	10,1	-0,2	2,0	1,1
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	400	361	350	340
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	95	94	93	90
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	111	112	108	101
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	803	824	835	768
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,4	0,3	0,5

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

de los drásticos ajustes fiscales legislados anteriormente entraran en efecto. La mayor confianza se ha reflejado en una mayor preferencia por activos de renta variable en las economías desarrolladas. Así, en estas han aumentado las tasas de interés de largo plazo y las bolsas. El dólar estadounidense se ha apreciado desde diciembre, principalmente respecto del yen, reflejando expectativas de una política monetaria más expansiva en Japón. La mayoría de las monedas de las economías emergentes, entre ellas el peso chileno, se ha apreciado respecto del dólar en el mismo lapso.

El precio de la gasolina ha aumentado de modo importante en lo que va del año, en lo principal por factores de oferta. Ello lleva a corregir al alza sus perspectivas para este año y el próximo. La trayectoria proyectada para el precio del cobre es descendente, aunque se corrige al alza en el 2013, incorporando los registros observados durante el primer trimestre. De esta forma, el escenario base considera que los términos de intercambio serán levemente más elevados que los contemplados en diciembre.

En el escenario base, el PIB crecerá entre 4,5 y 5,5% en el 2013. Este rango está por sobre lo previsto en diciembre. Esta corrección se explica en parte por el mayor crecimiento previsto para el sector minero, algo que ya se ha observado en los últimos registros de actividad. Además, considera que el impulso externo que recibirá la economía chilena será algo mayor, ante las revisiones de crecimiento de los socios comerciales y de los términos de intercambio.

El crecimiento de la demanda interna, tanto por el mayor dinamismo de fines del 2012 como por los indicadores parciales de comienzos del 2013, también se corrige al alza: 6,1% (5,7% en diciembre). La inversión y el consumo presentan tasas de expansión anual superiores a las proyectadas anteriormente, con lo que el déficit en cuenta corriente alcanzará a 4,4% del PIB en el 2013, inferior al 4,6% previsto en diciembre, pero el más alto desde 1998. En todo caso, la trayectoria para la demanda interna y la inversión considera que si bien sus altos niveles actuales permanecerán a lo largo del horizonte de proyección, no tendrán un dinamismo creciente. Así, sus tasas de variación anual disminuirán en los próximos trimestres.

La inflación anual seguirá baja en el corto plazo, afectada aún por los factores específicos que han incidido en los registros recientes. En la medida que estos se disipen, la inflación anual del IPC comenzará a aumentar, alcanzando a 2% hacia mediados de año. A principios del 2014, tanto el IPC como su medida subyacente llegarán a 3%, valor en que se ubicarán a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el primer trimestre del 2015. Esta proyección supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, como supuesto metodológico, considera que en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes. Ello, pues con el tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes actualmente, se estima que el TCR, aunque en la parte baja, está en el rango coherente con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

El escenario base refleja los eventos que se estima tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían, en algunos casos significativamente, el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso

INFLACIÓN

	2012	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	3,0	2,0	3,0	
Inflación IPC diciembre	1,5	2,8	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,2	1,6	3,1	
Inflación IPCSAE diciembre	1,5	2,5	3,1	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				3,0

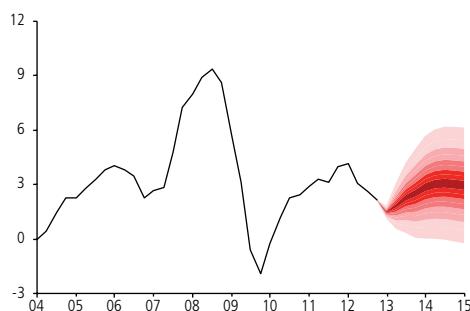
(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)**

(variación anual, porcentaje)

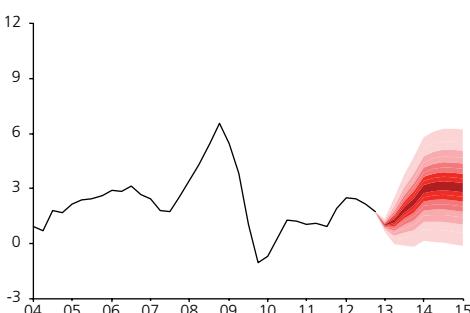


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

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 futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

de la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado al alza y para la inflación está equilibrado.

En el ámbito externo, las probabilidades de escenarios negativos en Estados Unidos se han moderado en los últimos meses y en China se ha diluido un posible ajuste abrupto del crecimiento. No obstante, la posibilidad de una agudización de las tensiones en la Eurozona se mantiene plenamente vigente. La fragilidad fiscal y financiera de esta región persiste y la capacidad de las autoridades de realizar reformas se debilita ante las magras perspectivas de crecimiento. El reciente episodio de Chipre ilustra la fragilidad de la situación. Asimismo, especial preocupación merece Italia, por el tamaño de su deuda pública y su relevancia para el sistema bancario europeo. Nuevos episodios de tensión en los mercados financieros internacionales podrían conllevar ajustes en los precios de los activos financieros, de materias primas y perspectivas de crecimiento mundial. En particular, una caída abrupta y duradera del precio del cobre por factores reales o financieros tendría impactos significativos sobre la cuenta corriente, la demanda interna y la inflación.

El mundo emergente afronta importantes desafíos en la conducción de políticas económicas en un escenario en que se prevé que la fuerte expansividad de la política monetaria en las economías desarrolladas continuará por un período prolongado. Ello, por las consecuencias que pueden tener los diferenciales de tasas de interés entre emergentes y desarrolladas sobre los flujos de capitales, el valor de los activos, el crecimiento del crédito y la evolución de las monedas. Las tensiones sobre las monedas pueden generar fricciones que afecten el comercio internacional y el crecimiento mundial.

Con todo, los mayores riesgos tienen relación con la continuación del elevado dinamismo de la demanda interna. Por un lado, la economía ya está haciendo un uso intenso de sus recursos internos, por lo que de mantenerse este elevado crecimiento del gasto doméstico se podrían generar, a mediano plazo, presiones adicionales sobre el mercado del trabajo, el uso de la capacidad instalada y la inflación. Por otro, por su incidencia en la evolución del déficit de la cuenta corriente y sus posibles efectos en la vulnerabilidad de la economía chilena. Un cambio brusco en las condiciones externas, por ejemplo por menores términos de intercambio o condiciones financieras menos favorables, podría enfrentar al país a ajustes costosos. La historia ofrece varios episodios de esta naturaleza. Si bien la economía chilena ha perfeccionado su marco de políticas económicas para aumentar su resiliencia a *shocks* externos, y tanto el financiamiento del déficit como el destino de los recursos mitigan los riesgos, es primordial evitar que se incuben desequilibrios. Con todo, la prevención de estos riesgos va más allá de la política monetaria y requiere de la coordinación de todas las políticas económicas y financieras.

Las fuerzas opuestas que ha enfrentado la política monetaria siguen presentes. Se han diluido algunos riesgos externos, pero la situación europea es delicada. El dinamismo de la demanda mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios en el mediano plazo. La TPM está en rangos considerados neutrales, aunque su nivel actual es elevado en comparación con el resto del mundo. Los diferenciales de tasas de interés con el mundo desarrollado imponen desafíos para el manejo de las políticas en las economías emergentes, incluyendo a la chilena. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

ANTECEDENTES: REUNIÓN E IPOM DE DICIEMBRE 2012

A diciembre, el escenario macroeconómico que enfrentaba la economía chilena no había mostrado cambios sustantivos comparado con lo que se apreciaba en el Informe de Política Monetaria (IPoM) previo. No obstante, los riesgos que le subyacían sí habían tenido algunos cambios. En Chile, la actividad, y en especial la demanda interna, había crecido por sobre lo esperado. En lo externo, se había avanzado, pero los riesgos inherentes a la crisis en la Eurozona seguían presentes. La inflación total había mostrado vaivenes relevantes en los últimos meses del 2012, por factores puntuales asociados a *shocks* de oferta. La inflación subyacente —sin alimentos y energía— había descendido lvemente y mostraba una variación anual cercana a 2%. El Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5% durante todo el 2012.

Para diciembre ya se hacía evidente el puzzle que enfrentaba la política monetaria: una actividad y demanda interna que mostraban solidez y crecían por sobre lo previsto, y una inflación que, pese a ello, disminuía y se ubicaba por debajo de 2% tanto en su medida total como subyacente. Destacaba, en todo caso, la divergencia en la trayectoria de los componentes de la inflación subyacente. Los precios de los servicios crecían a tasas del orden de 4% anual, mientras los de los bienes caían sostenidamente. La aparente divergencia entre el intenso uso de la capacidad instalada y la inflación se podía explicar por varios factores. El mayor crecimiento de la productividad media del trabajo había contribuido a moderar el aumento de los costos laborales reales. Se agregaba una reducción de los márgenes del comercio, una baja de los precios de los bienes importados medidos en dólares y la apreciación del peso. En todo caso, el posible comportamiento procíclico de la productividad y los márgenes hacia difícil dilucidar si estos cambios eran de carácter transitorio o permanente, manteniendo los riesgos de mediano plazo para la inflación.

En cuanto a la actividad, el crecimiento del PIB había sido significativamente mayor que lo anticipado, con lo que la proyección de crecimiento para el año se ubicaba en 5,5%, por sobre el límite superior del rango previsto en septiembre. El crecimiento del gasto interno en el tercer trimestre también había superado ampliamente lo previsto, aunque abultado por ciertos factores específicos. Si bien todos los componentes del gasto tuvieron aumentos mayores, destacó el significativo incremento de la inversión en maquinaria y equipos, que en más de la mitad se explicó por la internación de

material de transporte. De todos modos, el mayor crecimiento del gasto había ampliado el saldo negativo de la cuenta corriente y también las proyecciones para el año. El Consejo, nuevamente, hizo ver su preocupación por la evolución de este déficit, por cuanto su nivel, persistencia, composición y financiamiento eran aspectos que podían incidir en la vulnerabilidad de la economía chilena, en particular ante la materialización de escenarios externos adversos. Para el 2013, el Consejo estimaba que el crecimiento de la actividad se ubicaría en un rango entre 4,25 y 5,25%. Detrás de esta proyección subyacía que las condiciones macroeconómicas enfrentadas por Chile no tendrían cambios sustantivos en lo venidero y que la economía crecería a tasas acordes con su tendencia, la que el Consejo seguía estimando en torno a 5%. En lo externo, esto se reflejaba en un escenario de crecimiento y precios de materias primas que no ofrecía mayores novedades respecto de septiembre.

En el escenario base, la inflación anual del IPC se ubicaría por debajo del rango de tolerancia en los meses siguientes, retornando a cifras del orden de 3% a fines del 2013. La inflación subyacente tendría variaciones anuales bajo 2% durante gran parte del 2013, para luego subir paulatinamente y aproximarse a 3% en el curso del 2014. Como supuesto de trabajo, se consideraba que la TPM seguiría una trayectoria estable, como la que indicaban las encuestas vigentes al cierre estadístico del IPoM.

En cuanto a los riesgos, en lo externo, el principal seguía siendo la situación de la Eurozona. Ello, tanto por la dificultad en la concreción de los acuerdos como porque el paso del tiempo seguía complicando la situación económica en los países más afectados y se comenzaba a observar un mayor deterioro en las economías del centro de Europa. Se sumaba la discusión en Estados Unidos para evitar ajustes fiscales abruptos el 2013. En lo interno, los riesgos se asociaban con el dinamismo de la actividad y demanda interna y su efecto en el uso de la capacidad instalada y las presiones inflacionarias. Se añadía que un mayor dinamismo de la demanda interna podría ampliar el déficit de la cuenta corriente, aumentando la vulnerabilidad externa de la economía y enfrentándola a eventuales ajustes costosos. Evaluados los escenarios, el Consejo estimaba que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación estaba equilibrado.

Para la reunión de diciembre, la Gerencia de División Estudios presentó como única opción relevante mantener la TPM en 5,0%. Esta opción era coherente con alcanzar una evolución de la actividad alineada con su potencial y también con la convergencia de la



inflación a la meta dentro del horizonte de proyección. Además, el nivel de la TPM estaba en valores considerados neutrales.

La opción de recortar la TPM se podría justificar como una medida preventiva ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento económico y la inflación. Este podría ser el caso si se materializaba alguno de los escenarios de riesgo externos contemplados en el último tiempo. Sin embargo, las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios no habían aumentado e, incluso, podría argumentarse que se habían atenuado como consecuencia de las señales de recuperación en China y los avances logrados en Europa. Además, los antecedentes recientes mostraban que la demanda interna e indicadores relacionados se mantenían dinámicos, mientras las condiciones financieras locales seguían siendo benignas, lo que tampoco anticipaba una desaceleración inminente de la demanda interna en los próximos meses. Por ello, recortar la TPM no resultaba lo más adecuado.

La opción de aumentar la TPM se podía justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno y sus consecuencias sobre la intensidad de uso de los recursos internos, que podría generar mayores presiones inflacionarias que luego requiriesen una acción más intensa de la política monetaria. Sin embargo, los antecedentes sugerían una aceleración más moderada del crecimiento de la actividad en sectores distintos de recursos naturales —más ligados a la dinámica de precios—, mientras los indicadores de inflación y las expectativas privadas de inflación seguían en valores coherentes con la meta. Por todo lo anterior, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,0%.

REUNIONES DE ENERO Y FEBRERO

Para la reunión de enero, las noticias del panorama macroeconómico indicaban que se mantenía la estrechez en el mercado laboral y en el uso de la capacidad instalada. Sin embargo, la inflación subyacente, excluidos energía y alimentos, continuaba contenida, ubicándose por debajo de 2% anual. De hecho, seguía llamando la atención la moderada respuesta de la inflación y de los salarios nominales ante el dinamismo del ciclo. Al mismo tiempo, la evolución de los factores que podían explicar esta diferencia se analizaban con atención.

Sobre la base de este conjunto de antecedentes, la Gerencia de División Estudios nuevamente presentó como única opción relevante mantener la TPM en 5%. Las razones para esta opción, lo mismo que para descartar un aumento o un recorte de la TPM, eran similares al mes previo. De todos modos, se consideraba que se habían producido algunos cambios que no debían ser desatendidos. Los riesgos provenientes del exterior, y particularmente los asociados a escenarios extremos, se habían atenuado. En el frente interno, el riesgo de una demanda que mantenía un alto dinamismo o que lo moderaba muy lentamente seguía presente. Además, había

comenzado a aparecer, quizá todavía con timidez, el riesgo de que la inflación permaneciera en niveles muy bajos por un tiempo superior al proyectado. Aunque ni un alza ni una baja de la TPM resultaba razonable en las condiciones vigentes, se consideraba que cualquier decisión no podía soslayar el hecho de que el diferencial de tasas respecto de las economías desarrolladas era muy alto, lo que se veía acentuado cuando se consideraban tasas de interés reales. De esta forma, el Consejo resolvió mantener la TPM en 5%.

Para febrero, los antecedentes disponibles seguían sin indicar un cambio sustutivo en el escenario macroeconómico externo e interno que se enfrentaba. No obstante, habían surgido algunas tensiones en los mercados financieros internacionales a raíz de la situación política en ciertos países de la Eurozona. Sin embargo, al mismo tiempo los riesgos sobre la situación en Estados Unidos y en China parecían ser menores. En el plano interno, continuaba resaltando el dinamismo del gasto y de la actividad, con una inflación total y subyacente que iba en descenso. Al igual que en meses previos, esta aparente falta de coherencia entre ambas trayectorias llamaba la atención, existiendo diversas hipótesis que eran monitoreadas para explicar su comportamiento.

La Gerencia de División Estudios nuevamente consideró que la única opción relevante era mantener la TPM en 5%. Los argumentos, lo mismo que para descartar las alternativas, eran similares a los de meses previos: la TPM se ubicaba en un rango neutral y era relativamente alta comparada con las tasas de las economías desarrolladas. Además, dado que la evaluación apuntaba a que el balance de riesgos permanecía en general equilibrado, resultaba difícil levantar una opción distinta de la de mantener. Sin embargo, se comenzaba a discutir si el peso relativo de los riesgos había tendido a cambiar, con riesgos internos que habían adquirido mayor relevancia, por lo menos en el corto plazo. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

CRECIMIENTO MUNDIAL

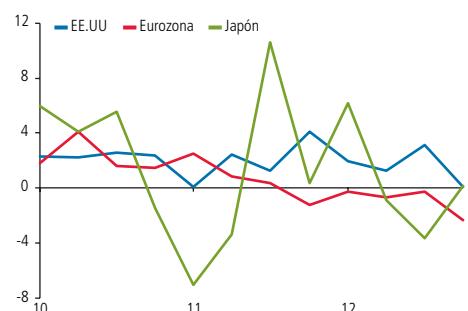
El panorama de crecimiento mundial de los últimos meses sigue mostrando las disparidades de desempeño entre el mundo desarrollado y el emergente. El primero continúa con un escenario de lenta recuperación, con algunas economías que se contrajeron en el cuarto trimestre del 2012 y otras que registraron un magro crecimiento. Las economías emergentes siguen mostrando mejores resultados e impulsando el crecimiento mundial. Asia se ha acelerado en el margen, de la mano de la confirmación del repunte de China, mientras en América Latina se observa un comportamiento algo más heterogéneo (gráficos I.1 y I.2).

En el mundo desarrollado, Estados Unidos muestra indicadores coyunturales que, en general, dan cuenta de algunas mejoras respecto de fines del 2012. No obstante, varios factores acotan las perspectivas para esta y otras economías desarrolladas. En la Eurozona, la debilidad de la demanda interna sigue afectada por los planes de ajuste fiscal y condiciones de crédito restrictivas, que mantienen la región en recesión y con alto desempleo (Recuadro I.1). Destaca también que esta debilidad ya ha tenido efectos en las economías del centro de la región, con contracciones del PIB en Alemania y Francia hacia el cierre del 2012. Las economías periféricas se han seguido contrayendo con tasas de desempleo en niveles récord. En Estados Unidos, como se indicó, los datos coyunturales y las perspectivas son algo mejores. El sector inmobiliario se muestra algo más dinámico y hay señales de recuperación del crédito a los hogares, pero el ajuste fiscal en aplicación seguirá mermando el crecimiento en lo venidero. Con ello, las tasas de expansión previstas para esta economía son inferiores al promedio 2000-2007. En Japón, las autoridades han señalado su intención de implementar medidas de impulso monetario y fiscal para reactivar la economía, tras constatar que esta se contrajo en la segunda mitad del 2012. Sin embargo, el espacio para políticas expansivas es acotado.

En el mundo emergente, el panorama es heterogéneo. Las economías asiáticas tuvieron un repunte de la actividad hacia fines del año pasado. En China, las medidas de impulso implementadas por las autoridades, tales como las reducciones de la tasa de política monetaria y los requerimientos de reservas, junto con incentivos fiscales al consumo para reorientar el crecimiento con base en la demanda interna, están teniendo efecto: en el cuarto trimestre del 2012 la economía se expandió 7,9% en comparación con igual trimestre del año

GRÁFICO I.1

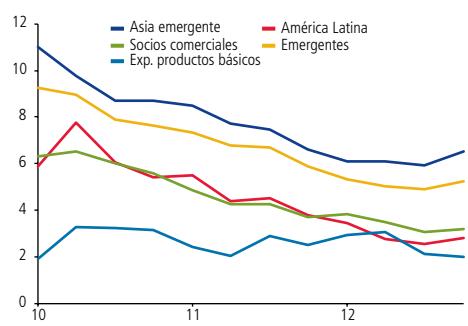
Crecimiento del PIB economías desarrolladas (variación trimestral anualizada, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2

Crecimiento del PIB por regiones (1) (2) (variación anual, porcentaje)



(1) Para el cuarto trimestre del 2012, en aquellos países para los que no existen datos efectivos se consideran proyecciones de la encuesta Bloomberg.

(2) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

**GRÁFICO I.3**Indicadores de China
(variación anual, porcentaje; índice)

(*) El año nuevo chino, que ocurre en enero o febrero de cada año, limita la disponibilidad de cifras para esos meses. En los casos en que no hay cifras disponibles para ambos meses, se consideran las variaciones anuales del agregado enero-febrero.

Fuente: Bloomberg.

anterior, luego del 7,4% del cuarto previo. Con todo, si bien los últimos datos dan indicios de que el repunte de la actividad continuará este año, este será moderado (gráfico I.3). Así, el riesgo de un ajuste abrupto del crecimiento en esta economía considerado en informes anteriores se ha diluido, aunque la evolución de los precios de los activos podría apresurar la implementación de políticas restrictivas. El escenario base de este IPoM considera un crecimiento promedio de esta economía en el bienio 2013-2014 (8,1%) menor al del bienio 2010-2011 (9,9%). Las proyecciones del consenso de mercado apuntan a que en los próximos cinco años esta economía se expandirá, en promedio, menos de 8% anual.

En América Latina, mientras algunas economías muestran un crecimiento sostenido, otras se han desacelerado. En Brasil, la inversión y el consumo privado lideraron la desaceleración. Sin embargo, las medidas de estímulo aplicadas por sus autoridades parecen estar teniendo efecto y los datos recientes de producción industrial revelan mejoras. La economía colombiana se desaceleró de modo importante en la segunda mitad del 2012, y los datos más recientes de producción industrial y ventas minoristas dan cuenta de que el escenario de debilidad ha continuado. En México, la fragilidad de la demanda externa y el ajuste fiscal se están reflejando en indicadores más recientes de actividad, como el empleo y las ventas minoristas. Sin embargo, a comienzos del 2013 se observaron mejores datos de producción industrial, a lo que se suma el efecto que tendrá el mayor impulso monetario adoptado recientemente por su Banco Central. En Perú continúa el robusto desenvolvimiento de su economía. La demanda interna ha estado creciendo a tasas superiores a las del producto. En la inversión destaca el impulso del sector minero. Argentina tuvo una importante desaceleración durante 2012, creciendo 1,9% en el año. Los datos de producción industrial de febrero de este año no auguran una pronta reversión de esta tendencia.

Otras economías exportadoras de materias primas, como Canadá, Australia y Nueva Zelanda, han estado afectadas por procesos de ajuste fiscal y menores precios de algunos de sus productos de exportación. Al mismo tiempo, presentan altos déficits en cuenta corriente.

Las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales chilenos se corrigieron al alza en comparación con el IPoM previo hasta 3,6% el 2013 y 4,2% el 2014. Esta es la primera revisión al alza en más de un año. Los principales ajustes se dan en Japón, en respuesta a los impulsos monetarios y fiscales anunciados (tabla I.1).

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

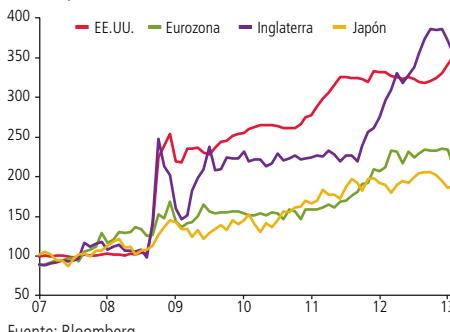
	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,2	3,9	3,0	3,3	3,9
Mundial a TC de mercado	2,7	3,2	2,9	2,4	2,5	3,2
Socios comerciales	3,1	3,6	4,2	3,4	3,6	4,2
Estados Unidos	3,2	2,6	1,8	2,2	1,9	2,5
Zona Euro	1,6	2,2	1,4	-0,6	-0,4	1,3
Japón	1,5	1,7	-0,6	2,0	1,1	1,3
China	10,0	10,5	9,3	7,8	8,1	8,2
India	5,6	7,1	7,9	4,9	6,3	6,4
Resto de Asia	5,6	5,1	4,2	3,8	4,3	4,7
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	4,5	2,8	3,3	3,7
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	2,4	2,5	2,1	2,7

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

GRÁFICO I.4Balances bancos centrales
(índice, promedio 2007=100)

Fuente: Bloomberg.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Varios bancos centrales de economías desarrolladas han continuado las políticas de relajamiento cuantitativo. Ello, fundamentalmente, a través de la compra de activos, destinados a dar impulso al alicaído crecimiento de su actividad, toda vez que la inflación permanece contenida. Esto ha provocado condiciones monetarias ultraexpansivas. De hecho, el balance agregado de los bancos centrales para las mayores economías desarrolladas se ha duplicado respecto de los niveles precrisis (gráfico I.4). En particular, en Estados Unidos las autoridades monetarias reafirmaron su respaldo a las políticas de compra de activos por un período

prolongado: hasta que el desempleo se ubique bajo 6,5% —actualmente en 7,7%— y siempre que la inflación no sobrepase el umbral de 2,5% anual. Por su parte, el nuevo gobernador del Banco Central de Japón anunció que adoptaría un objetivo de inflación de 2%, de la mano de la mantención y posibles aumentos de las compras de activos, que se suman a políticas de estímulo fiscal. En la Eurozona, los magros registros de actividad y una inflación menor de 2% —y con perspectivas a la baja—, generan expectativas de un apoyo monetario adicional hacia adelante. En línea con este panorama, las expectativas de mercado apuntan a un escenario en que se mantienen las tasas bajas en todo el horizonte de proyección en las economías desarrolladas (gráfico I.5).

La inflación en las economías emergentes muestra una trayectoria, en promedio, descendente desde principios del 2012. En línea con lo anterior, las proyecciones de inflación consideradas en este IPoM esperan que esta tendencia se mantenga durante todo el horizonte de proyección. La inflación se encuentra en torno al límite inferior del rango meta en la mayoría de las economías. Brasil y China son las excepciones, países donde la inflación se ha acelerado en el último tiempo, lo que se explica principalmente por el precio de los alimentos.

Las economías emergentes continúan con tasas de política monetaria, en promedio, mayores que en las desarrolladas. Esto es coherente con las diferencias en el estado del ciclo económico entre el mundo desarrollado y el emergente. Con todo, algunas emergentes han reducido su tasa de interés, en un contexto en que los datos efectivos y las proyecciones de inflación no han tenido grandes cambios.

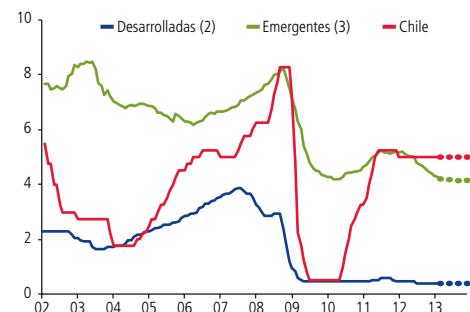
El mundo emergente afronta importantes desafíos en la conducción de políticas económicas en un escenario en que se prevé que la fuerte expansividad de la política monetaria en las economías desarrolladas continuará por un período prolongado. Ello, por las consecuencias que pueden tener los diferenciales de tasas de interés entre economías emergentes y desarrolladas sobre los flujos de capitales entre países, el valor de los activos, el crecimiento del crédito y la evolución de las monedas. Las tensiones sobre las monedas pueden generar fricciones que podrían afectar al comercio internacional y el crecimiento mundial. Si bien el dólar estadounidense, en su medida multilateral, se apreció 1,6% desde diciembre, esto se debe en gran parte a la fuerte depreciación experimentada por el yen japonés (15% en igual periodo). En tanto, la mayoría de las monedas de las economías emergentes se ha apreciado en el mismo lapso.

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

En los últimos meses han mejorado las condiciones en los mercados financieros mundiales, entre otras, porque la probabilidad de ocurrencia de escenarios extremos se ha reducido. Ello, en parte por haberse confirmado que no ocurrió un aterrizaje forzoso de la economía china. También, por los acuerdos parciales alcanzados en Estados Unidos en materia fiscal y sus mejores indicadores de actividad. Así, el que se haya evitado el denominado *fiscal cliff* y logrado postergar la discusión sobre el techo de la deuda, reafirmó la confianza de los mercados en que existe la disposición de las autoridades para lograr acuerdos y alejó la posibilidad de ajustes abruptos.

De todos modos, persiste el riesgo de un desenlace desordenado en la Eurozona.

GRÁFICO I.5
Tasas de política monetaria (1)
(porcentaje)



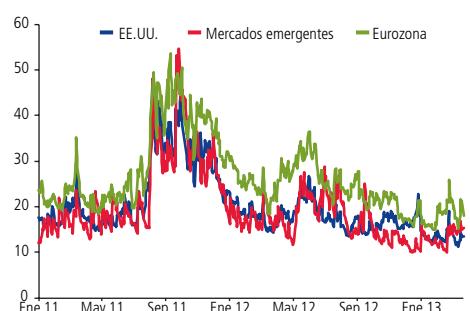
(1) Promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. Para las regiones, los puntos consideran la mediana de la encuesta de analistas de Bloomberg sobre la TPM esperada al término de cada trimestre hasta diciembre del 2013. Para Chile considera la EEE de marzo para la TPM esperada.

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

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

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

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



(*) EE.UU. corresponde al VIX y Eurozona al Vstoxx. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares. Para su definición, ver glosario.

Fuente: Bloomberg.



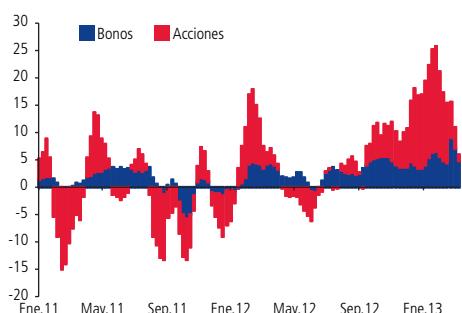
GRÁFICO I.7
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 03/01/2011=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2012.
(2) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International.

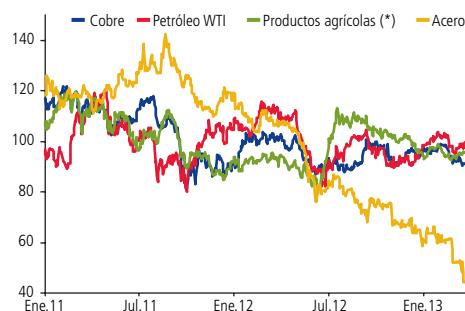
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.8
Flujos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO I.9
Precios de materias primas
(índice ene.2011-mar.2013=100)



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

Este se vincula principalmente a los problemas políticos en esta región, que podrían generar incertidumbre sobre la continuación de las reformas estructurales necesarias. Ello, en un contexto en que los bancos siguen sin resolver sus problemas de capitalización y el panorama de crecimiento es sombrío. Especial relevancia tienen las noticias en Italia, por su importancia sistémica, el tamaño de su deuda pública y el compromiso que tienen los bancos franceses en la tenencia de esta. Así, los mercados siguen estando muy susceptibles a las noticias, por lo que la ocurrencia de episodios de tensión en los mercados financieros sigue incorporada al escenario base. Lo ocurrido en la pequeña economía de Chipre evidencia el florecimiento de algunos riesgos que permanecen latentes.

Como se indicó, en este panorama, las condiciones financieras, aunque con vaivenes, han mejorado respecto del IPoM de diciembre. Los premios por riesgo soberano son similares, en tanto los bancarios son menores; la volatilidad de los mercados no muestra mayores cambios, aunque tuvo un aumento transitorio ante los movimientos políticos en Italia y España (gráfico I.6). La mayor calma relativa ha llevado a una modificación de las carteras de inversión, con mayor preferencia por activos de renta variable en las economías desarrolladas (gráfico I.7). Esta ha tenido como contrapartida un alza en las tasas de interés de largo plazo en algunas de las economías desarrolladas y, más recientemente, una reducción de las entradas de capitales desde las emergentes, los que habían alcanzado sus máximos a principios de año (gráfico I.8).

MATERIAS PRIMAS

Los precios de las materias primas han tenido vaivenes importantes en los últimos meses. En el caso del petróleo, el Brent no muestra mayor variación, mientras el WTI es superior a lo que se registraba al cierre del IPoM de diciembre (7,3%). Esto, debido principalmente a problemas de oferta y tensiones geopolíticas que trasuntan en una menor producción de Arabia Saudita. Lo que más llama la atención es el incremento del precio de la gasolina: 20% respecto del cierre del IPoM de diciembre. Ello, debido a restricciones de oferta —menor refinación— y a una mayor demanda energética. De todos modos, hacia el cierre de este IPoM los precios del petróleo y de la gasolina mostraron una leve tendencia a la baja. El escenario base, en razón de los precios implícitos en los contratos futuros de los últimos diez días hábiles anteriores al cierre de este IPoM, proyecta precios de los combustibles más altos que los considerados en diciembre (gráfico I.9).

El precio del cobre, en cambio, está en niveles por debajo de los vigentes en diciembre. Sus vaivenes, además, fueron significativos: subió sobre US\$3,7 la libra tras el cierre del último IPoM, para luego retroceder y transarse en lo más reciente en torno a US\$3,5 la libra (-4,7%). El escenario base proyecta precios del cobre que muestran una trayectoria descendente: US\$3,5 y US\$3,4 la libra para el 2013 y el 2014, respectivamente. La corrección al alza para el 2013 se debe al arrastre que produjeron los mayores precios de principios de año. Llama la atención el fuerte aumento de los inventarios en bolsa, que de continuar, podría generar mayores riesgos de caídas del precio en el horizonte de proyección.

En el agregado, el precio de los alimentos no muestra mayor variación desde diciembre. Sin embargo, resalta la caída en el valor del trigo, la que respondería a mejores condiciones de oferta, en especial mejores cosechas. No obstante, su baja no compensa aún el incremento que tuvo a mediados del 2012.

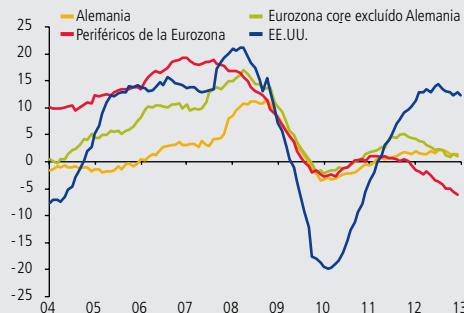
RECUADRO I.1

DIFERENCIAS EN EL RIESGO FINANCIERO Y LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EN EL MUNDO DESARROLLADO

La recuperación del crecimiento de las economías desarrolladas requiere, entre otros factores, un mejoramiento en sus condiciones crediticias. En la Eurozona aún se observan posiciones fiscales débiles y una banca vulnerable. En Estados Unidos, en tanto, el crédito muestra alguna recuperación, aunque aún modesta, de la mano con una banca mejor capitalizada. Este recuadro da cuenta de las principales diferencias en la dinámica crediticia de estas regiones, destacándose que en la Eurozona aún se requiere avanzar en el fortalecimiento de los bancos, especialmente en los países periféricos, y en la consolidación de las posiciones fiscales. Mientras ello no ocurra, los riesgos en esta región permanecerán elevados.

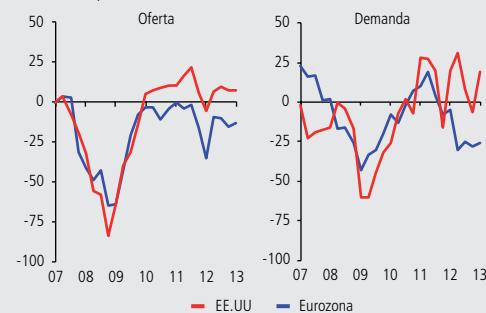
En los últimos años, en Estados Unidos los créditos a las empresas no financieras se han recuperado, en las economías de la periferia europea en tanto han continuado contrayéndose (gráfico I.10). Algo similar ocurre con los créditos de consumo. Este comportamiento se condice con condiciones de otorgamiento y demanda por créditos que han sido distintas en ambas economías. Mientras desde el 2010 las condiciones de préstamos de la banca en Estados Unidos se han relajado y han sido acompañadas por una mayor demanda por crédito, en la Eurozona, y especialmente en las periféricas, las condiciones de otorgamiento de crédito bancario se han mantenido restrictivas y la demanda por préstamos se ha contraído, tanto de hogares como empresas (gráfico I.11).

GRÁFICO I.10
Crédito a empresas no financieras
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central Europeo y Reserva Federal de EE.UU.

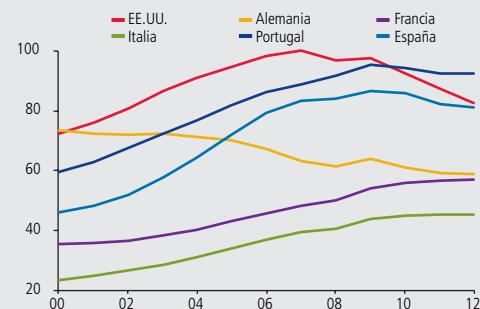
GRÁFICO I.11
Condiciones de crédito a empresas (*)
(índice de difusión)



(*) Valor positivo (negativo) indica condiciones más expansivas (restrictivas) de crédito.
Fuente: Banco Central Europeo y Reserva Federal.

En cuanto a la demanda por crédito, la mejora en Estados Unidos se ha dado en un escenario en que los hogares se han ido desapalancando (gráfico I.12). En tanto, la deuda de hogares en la Eurozona, con la excepción de Alemania, ha permanecido prácticamente igual a la del 2009 e incluso ha aumentado en algunos países. No obstante, en el caso de las empresas, tanto en Estados Unidos como en la Eurozona, los niveles de endeudamiento son similares a los de hace unos años.

GRÁFICO I.12
Deuda de hogares
(porcentaje del PIB)



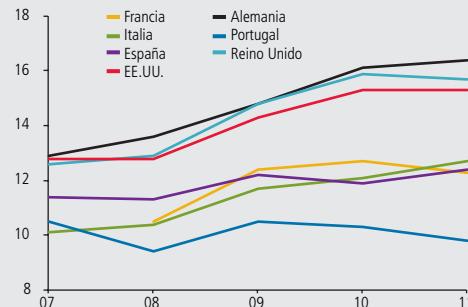
Fuentes: Banco Central Europeo y Reserva Federal de EE.UU.



Por el lado de la oferta de crédito, las regiones también han tenido una evolución diferente. En el caso de los bancos americanos, su posición de capital ha ido mejorando en los últimos años, mientras que en el caso de los europeos el proceso de recapitalización se ha demorado, en particular en limpiar las hojas de balances de los bancos de títulos y créditos problemáticos (gráfico I.13). Además, los riesgos financieros en la región se han mantenido altos. Recientemente, especial relevancia han tomado las noticias de Italia, por su importancia sistémica, considerando el tamaño de su deuda pública y el compromiso que tienen los bancos franceses en la tenencia de esta. Lo ocurrido en Chipre también evidencia la fragilidad en la región y que eventos extremos, como un ajuste desordenado en la Eurozona, han permanecido vigentes. Los premios por riesgo soberano y de los bancos europeos han reflejado la persistencia de estos riesgos. Medido por el *CDS*, estos se han sostenido en niveles altos, mientras que para los bancos americanos se han reducido y actualmente están alcanzando valores cercanos a los previos a la crisis del 2008 (gráfico I.14).

GRÁFICO I.13**Capital de bancos**

(porcentaje de activos ajustados por riesgo)



Fuente: Fondo Monetario International.

GRÁFICO I.14**CDS spread bancos comerciales a 5 años**
(puntos base)(1) Promedio simple de los *CDS* de Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan y Bank of America.(2) Promedio simple de los *CDS* de BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank, UniCredit, BBVA y Santander.

Fuente: Bloomberg.

La mejor posición de los bancos en Estados Unidos junto al proceso de desapalancamiento de los hogares en un escenario de mayor tranquilidad han sentado las bases para que vuelva a fluir el crédito, facilitando la recuperación de la economía. En la Eurozona en tanto, la evolución ha sido diferente y las perspectivas son menos auspiciosas. La banca aún está en proceso de recapitalizar el sistema bancario y sigue enfrentando dificultades en el fondeo, especialmente en las economías de la periferia.

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

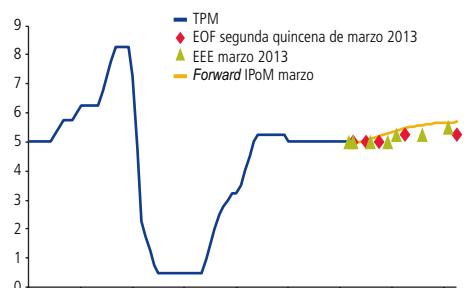
POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses, la economía chilena ha continuado mostrando un alto dinamismo y la inflación ha permanecido acotada. Los riesgos contractivos de origen externo se han atenuado, mientras los expansivos de origen interno han tomado más relevancia. La actividad y la demanda interna crecieron por sobre lo previsto, con un mayor impulso de la inversión y más recientemente también del consumo privado. Las medidas de IPC total y subyacente han descendido a cerca de 1% anual debido a una serie de factores transitorios, por lo que se espera que vuelvan a 3% en el horizonte de proyección. En el plano externo, siguen vigentes las amenazas vinculadas a la situación de la Eurozona, pero otros riesgos, relacionados con la evolución de Estados Unidos y China, se han moderado. En este escenario, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.

Al cierre estadístico de este IPoM, las distintas medidas de expectativas del mercado sobre el curso futuro de la TPM no muestran cambios significativos respecto de diciembre. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo, al igual que la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de marzo, anticipan que la TPM aumentará 25 puntos base (pb) en un plazo de un año. Por su lado, las expectativas que se derivan de los precios financieros se han ajustado marginalmente a la baja, a excepción de las expectativas a dos años que se ubican en niveles similares a los del IPoM de diciembre. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 5,1 y 5,5% (5,0 y 5,5% en el IPoM de diciembre) y a dos años plazo, en 5,2 y 5,7% (5,3 y 5,6% en el IPoM de diciembre) (tabla II.1). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico II.1).

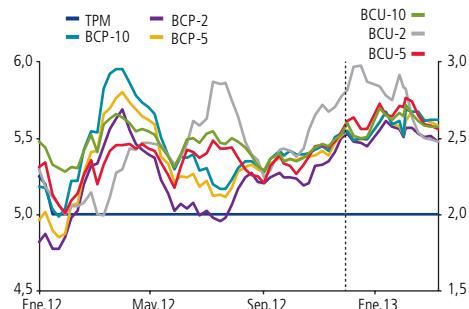
Las tasas de los documentos del Banco Central y de la Tesorería se sitúan en niveles algo inferiores, en hasta 25pb, a los del cierre estadístico del IPoM anterior, mostrando vaivenes acotados en el período. Las tasas de interés de los

GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (*)
(promedios semanales, porcentaje)

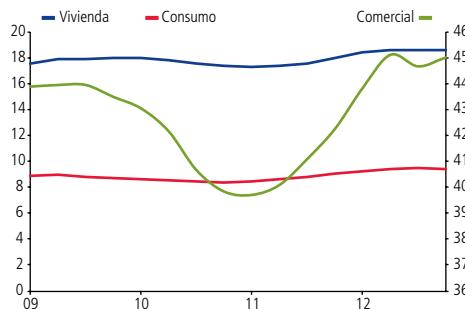


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

Colocaciones nominales por tipo de crédito (*)
(porcentaje del PIB)

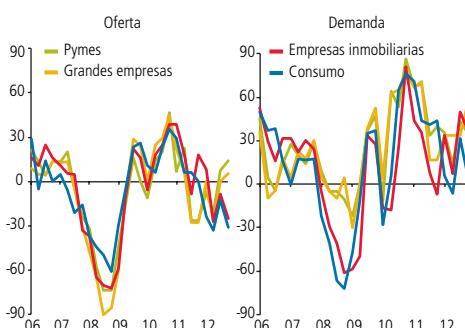


(*) Series desestacionalizadas.

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

GRÁFICO II.4

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

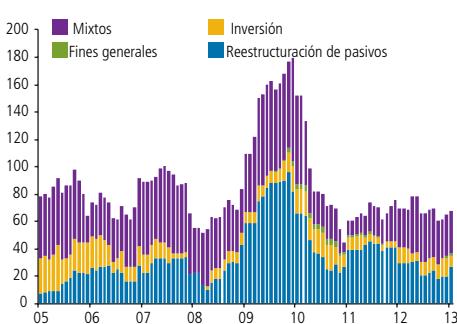


(*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5

Colocación de bonos corporativos según objetivo
(millones de UF acumuladas en doce meses)



Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros.

TABLA II.1

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A diciembre 2013 IPoM diciembre	A un año IPoM marzo	A dos años IPoM diciembre	A dos años IPoM marzo
EEE (1)	5,00	5,00	5,25	5,25
EOF (2)	5,00	-	5,25	5,25
Curva forward (3)	5,50	5,30	5,50	5,68
Contratos swaps (4)	5,12	5,07	5,12	5,24

(1) Corresponde a la encuesta de diciembre del 2012 y marzo del 2013.

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de diciembre del 2012 y segunda quincena de marzo del 2013.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

bonos en UF para los plazos entre dos y diez años se ubican entre 2,5 y 2,7%. Por su parte, los papeles en pesos se sitúan entre valores de 5,4 y 5,6% a dos, cinco y diez años plazo (gráfico II.2).

Los mercados monetario e interbancario han operado con normalidad. Los spreads prime swap han disminuido significativamente, mientras las tasas TAB nominales a diversos plazos también se han reducido con respecto al cierre del IPoM anterior. Ello es resultado de las medidas transitorias de inyección de liquidez tomadas por el BCCh en noviembre pasado y de otros factores como el menor requerimiento de liquidez por parte de las empresas en los primeros meses del año. De igual forma, las tasas de los depósitos en dólares y en pesos transados en bolsa, aunque con vaivenes, también disminuyeron producto de la mayor disponibilidad de financiamiento externo.

CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones financieras que enfrentan personas y empresas no han mostrado cambios significativos en los últimos meses. El crecimiento anual del crédito ha seguido disminuyendo lentamente. En relación con el PIB, el stock de colocaciones se ha mantenido en los últimos trimestres (gráfico II.3). Las tasas de interés de los tramos más relevantes muestran una relativa estabilidad.

Por el lado del crédito a personas, a febrero, se redujo ligeramente su tasa de crecimiento nominal anual: 10,3% (11,9% en noviembre). La velocidad de expansión también ha disminuido comparada con noviembre. En cuanto a las tasas de interés de créditos de consumo, en su tramo más relevante —a más de tres años, 37,5% del total de colocaciones de este tipo— aumentaron 76pb base respecto del cierre del IPoM anterior. Las colocaciones de vivienda disminuyeron su tasa de crecimiento anual a 10,5% (11,6% en noviembre). En el mismo lapso, su velocidad de expansión aumentó ligeramente. Las tasas de interés para la vivienda subieron en el margen (+18pb). En cuanto a las condiciones para el acceso al crédito, en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre del 2012, las entidades bancarias percibieron un fortalecimiento de la demanda por créditos tanto de consumo como de

vivienda, lo que se explicaría por las favorables condiciones de ingreso y de empleo de las personas. Sin embargo, por el lado de la oferta, se reportó una mayor restricción de las condiciones de otorgamiento de crédito de consumo e hipotecarios. En el consumo, debido principalmente al aumento del riesgo de no pago de determinados segmentos de deudores. Para los créditos hipotecarios, se manifestó en una mayor exigencia de la razón dividendo/ingreso, lo que se encuentra en línea con lo que indica la información casuística en diversas regiones del país.

Por el lado de las empresas, el crecimiento anual del crédito comercial disminuyó, pasando de 14,4% en noviembre, a 12,8% en febrero. En sus tramos más relevantes, las tasas de interés para estos créditos tuvieron movimientos disímiles: las menores de 30 días —21,7% del total de estas colocaciones— aumentaron 103pb, mientras que entre 180 días y un año —19,3% del total— disminuyeron 38pb. Comparada con la del trimestre previo, la ECB del cuarto trimestre del 2012 volvió a mostrar condiciones más restrictivas en la aprobación de créditos para algunos sectores, en particular constructoras e inmobiliarias, debido a perspectivas menos favorables para el sector inmobiliario. Para el resto de las empresas, grandes y pequeñas, las condiciones de otorgamiento de este tipo de créditos se tornaron más expansivas; además, se percibió un fortalecimiento de la demanda por créditos comerciales (gráfico II.4).

Respecto de otras fuentes de financiamiento para las empresas, la emisión de bonos corporativos en el mercado interno ha mostrado una relativa estabilidad en los últimos meses, destacándose si algo, una mayor participación de emisiones para fines de reestructuración de pasivos (gráfico II.5). La colocación de acciones ha disminuido levemente respecto de meses previos. Por otro lado, el crecimiento anual de la deuda externa bruta de sociedades no financieras mantuvo su comportamiento ascendente de los últimos años. En relación con los pasivos externos, luego de haber aumentado en junio del 2012, tanto en inversión extranjera directa (IED) como en inversión de cartera, se han mantenido en niveles altos durante los últimos meses (gráfico II.6).

En un ambiente de relativa calma en los mercados financieros internacionales, las condiciones de financiamiento externo permanecen estables respecto de diciembre. Los premios por riesgo soberano de las economías emergentes se han conservado prácticamente iguales. Ello es válido tanto para el premio soberano chileno a cinco y diez años, medido a través del *Credit Default Swap (CDS)*, como para los premios por riesgo asociados a los bonos corporativos chilenos. Por su lado, el monto de los créditos de corto plazo contratados por los bancos chilenos en el exterior ha aumentado en torno a 11% desde octubre y el cierre estadístico de este IPoM, mientras que el *spread* de estos créditos, si bien han aumentado en lo más reciente, alcanzó su mínimo en enero de este año.

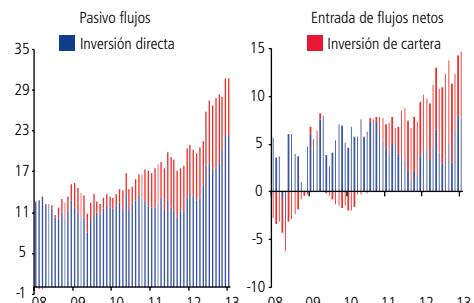
Así, en el agregado, no hay señales de que el mayor dinamismo del gasto, tanto de la inversión como del consumo, esté siendo financiado con mayores niveles de endeudamiento local o externo.

En lo más reciente, el desempeño de las bolsas de economías desarrolladas ha sido superior al de emergentes, detectándose mayores flujos de inversión hacia

GRÁFICO II.6

Pasivos externos

(miles de millones de dólares acumulados en doce meses)

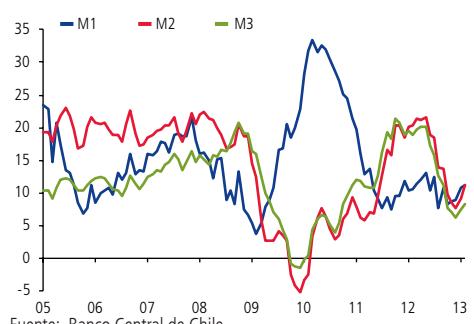


Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

Agregados monetarios

(variación nominal anual, porcentaje)

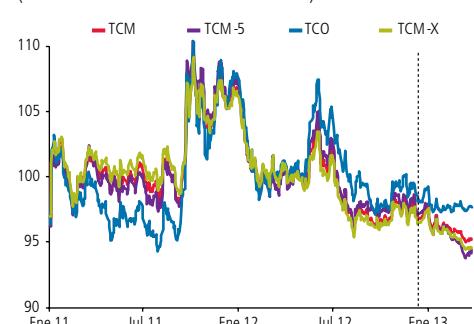


Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.8

Tipo de cambio nominal (1) (2)

(índice 03/01/2011-26/03/2013=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre de 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA II.2
Paridades respecto del dólar estadounidense
(variación respecto de la fecha indicada, porcentaje)

	Variación TCR entre IPoM dic 2012 e IPoM mar 2013 (%)	Spot TCN respecto al máximo del 2012	Spot TCR respecto al máximo desde agosto 2011
Nueva Zelanda	0,4	-10,6	1,0
Tailandia	-4,2	-8,1	0,8
México	-3,6	-14,1	0,0
Chile	-1,3	-9,6	-0,3
Suecia	-2,8	-10,7	-0,7
Perú	0,7	-4,6	-1,0
Polonia	1,9	-8,5	-1,3
Rep. Corea	2,9	-6,7	-1,4
Malasia	2,1	-3,3	-1,4
Israel	-3,7	-11,3	-1,6
Colombia	0,6	-5,1	-2,1
Australia	0,7	-7,5	-3,0
Eurozona	0,6	-6,2	-3,0
Indonesia	0,7	-0,6	-3,7
Canadá	3,4	-2,4	-3,8
Rep. Checa	2,4	-5,5	-4,6
Reino Unido	6,4	1,0	-4,7
Brasil	-4,8	-5,6	-10,7
Suiza	1,8	-4,8	-13,5

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

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

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Bank for International Settlements.

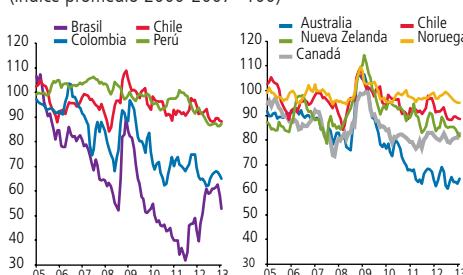
GRÁFICO II.9
Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10
Tipo de cambio real de exportadores de materias primas, emergentes y desarrollados (*)
(índice promedio 2000-2007=100)



(*) Aumento indica depreciación.

Fuente: Bank for International Settlements.

activos de renta variable en las primeras, en particular en Estados Unidos (gráfico I.7). Al considerar los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la plaza local, medida por el IPSA, aumentó 6,5% en pesos y en dólares. Las bolsas de las economías desarrolladas, medidas por los índices MSCI, aumentaron 10,7% en moneda local (8,4% en dólares). Las bolsas de América Latina disminuyeron 0,1% en moneda local, mientras que en dólares aumentaron 6,6%. Los mercados emergentes subieron 1,1% en moneda local (0,8% en dólares).

Los agregados monetarios muestran un comportamiento levemente al alza con respecto al IPoM anterior. Según información disponible a febrero, el M1, conformado mayormente por activos no remunerados, aumentó 11,3% anual (8,7% en noviembre); el M2 y el M3, 11,2 y 8,4%, respectivamente (8,6 y 7,1% en noviembre) (gráfico II.7).

TIPO DE CAMBIO

Con respecto al mercado cambiario, se ha seguido observando una apreciación en buena parte de las monedas de las economías emergentes, lo que ha coincidido con la mayor expansividad de las políticas monetarias de las economías desarrolladas y la mayor calma relativa en los mercados financieros mundiales. Los flujos de capitales hacia las emergentes disminuyeron en las últimas semanas, por la citada mayor preferencia por activos en EE.UU. Ello, luego del aumento importante que tuvieron entre fines del 2012 y enero del 2013. En este contexto, aunque con vaivenes, la paridad peso/dólar está en niveles algo inferiores a los del cierre del IPoM anterior. Al cierre estadístico de este IPoM, la moneda se cotizaba en torno a \$472 por dólar, apreciándose algo más de 1% respecto del cierre del IPoM previo. En términos multilaterales, la apreciación fue mayor: 2,3% el TCM. La mayor apreciación de este índice se concentra respecto de las principales monedas: yen, libra y euro. De hecho, el TCM-5 se apreció 3,9% entre los cierres estadísticos de este IPoM y del anterior (gráfico II.8).

Con todo, la ganancia de valor del peso con respecto al dólar estadounidense desde su máximo alcanzado en el 2012 no es muy distinta a la de las monedas de otros países exportadores de productos básicos y otras economías emergentes (tabla II.2).

En línea con lo sucedido con el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real (TCR) se ha fortalecido levemente. A marzo, su valor disminuyó con respecto al de noviembre en 1,7%. 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 ubica en torno a 87 (gráfico II.9). Esta cifra, aunque en la parte baja, está en el rango coherente con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes.

Esta tendencia también se ha visto en otras economías exportadoras de materias primas y emergentes (gráfico II.10). De hecho, aunque el nivel del tipo de cambio real chileno es hoy menor que el registrado en el período 2000-2007, su ganancia real está dentro del promedio de otras economías comparables, ya sea de América Latina o exportadoras de materias primas (Recuadro II.1).

RECUADRO II.1

TIPO DE CAMBIO CHILENO EN PERSPECTIVA INTERNACIONAL

En los últimos trimestres el peso chileno se ha apreciado. Ello es cierto tanto bilateralmente respecto del dólar como en términos multilaterales. Esta ganancia de valor también se ha traducido en una apreciación del tipo de cambio real (TCR). Los factores que han determinado esta trayectoria son diversos, pero en lo fundamental guardan relación con la posición cíclica de la economía chilena respecto de otros países, en especial del mundo desarrollado, y la relevancia de las materias primas en su canasta exportadora. Tomando en cuenta estos factores, la apreciación experimentada por el TCR no es especialmente marcada en comparación con otras economías emergentes, otros países exportadores de materias primas u otras economías que han logrado un cierre de las brechas cíclicas. Este recuadro da cuenta de estas comparaciones.

Con algunos vaivenes, el TCR en Chile se ha apreciado desde fines del 2011 y se ubica actualmente por debajo de sus promedios de más largo plazo (gráfico II.9). Así, la ganancia de valor alcanza a 5 y 9% comparado con el promedio del período 1996-2013 y 2000-2007, respectivamente. En su medida 1986=100, actualmente se ubica en torno a 87.

Sin embargo, la apreciación cambiaria real no es un fenómeno exclusivo de la moneda chilena. Los TCR de la mayoría de los países de América Latina, exportadores de materias primas, así como economías emergentes de Asia y Europa también se han fortalecido. En particular, a enero del 2013 los tipos de cambios reales de estas economías se encuentran entre 0 y 60% apreciados con respecto al promedio del período 2000-2007. Así, en términos reales, la ganancia de valor del peso chileno está dentro del promedio de otras economías comparables (gráfico II.10). Esta afirmación sigue siendo válida si se compara la apreciación del peso con la de una muestra más amplia de países —incluyendo tanto a los que han implementado medidas cambiarias para atenuar la apreciación de sus monedas como aquellos que no lo han hecho— (gráfico II.11).

GRÁFICO II.11

Apreciaciones cambiarias (*)
(desvío del TCR de enero 2013 respecto del promedio 2000-2007, porcentaje)



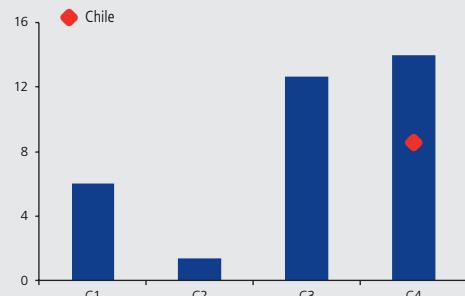
(*) Considera un grupo de 51 países cuyo TCR está apreciado respecto del promedio 2000-2007.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bank for International Settlements y Fondo Monetario Internacional.

La apreciación del tipo de cambio real en la mayoría de estas economías es el resultado de un conjunto de factores. En el caso de las exportadoras de materias primas, resalta el rol de los elevados términos de intercambio (TDI). Considerando datos del FMI, durante los últimos dos años los TDI de las economías emergentes se han mantenido en torno a 20% por sobre su promedio del período 1990-2010. Ello contrasta con lo ocurrido con los TDI de las economías desarrolladas, que actualmente se ubican cerca de 4% por debajo de su promedio de dicho período. Los mejores TDI, en la medida que se mantienen en el tiempo, llevan a un crecimiento del ingreso nacional real más rápido que la expansión de la capacidad productiva, que estimula el gasto y pone presión sobre el uso de la capacidad instalada y, en último término, el tipo de cambio real. Así, considerando una muestra de 82 países emergentes y desarrollados, se encuentra que aquellos con mayor participación de materias primas en sus canastas exportadoras son también los que han visto mayores apreciaciones de sus monedas (gráfico II.12).

**GRÁFICO II.12**

Desvío del TCR según participación de materias primas en la canasta exportadora (*)
(desvío del TCR de enero 2013 respecto del promedio 2000-2007, porcentaje)



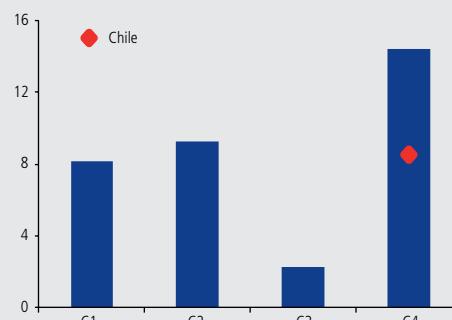
(*) Considera una muestra de 82 países. Cada barra corresponde al promedio de los desvíos del TCR de los países agrupados de acuerdo con la participación de materias primas en la canasta exportadora. C1 considera países con valores menores que el percentil 25 de la distribución; C2 aquellos con valores entre el percentil 25 y el 50; C3 aquellos entre el percentil 50 y el 75; y C4 aquellos con valores mayores al percentil 75.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bank for International Settlements, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Por otra parte, en los últimos años el panorama de crecimiento mundial se ha caracterizado por las diferencias entre el desempeño de las economías desarrolladas y las emergentes. Las desarrolladas han presentado un lento crecimiento o siguen en recesión, mientras las emergentes se han expandido a tasas superiores. El mayor crecimiento de estas últimas fortalece también sus monedas. Estas diferencias en la posición cíclica se reflejan en que las tasas de interés en las economías emergentes, en promedio, son mayores que en las desarrolladas, situación que probablemente persistirá por un tiempo prolongado. Las cifras muestran que aquellas economías que más han crecido son también las que tienen monedas más apreciadas en comparación con su promedio 2000-2007 (gráfico II.13).

GRÁFICO II.13

Desvío del TCR según crecimiento del PIB (*)
(desvío del TCR de enero 2013 respecto del promedio 2000-2007, porcentaje)



(*) Considera una muestra de 82 países. Cada barra corresponde al promedio de los desvíos del TCR de los países agrupados de acuerdo con el diferencial entre crecimiento del PIB del 2012 y el crecimiento del PIB promedio para 2000-2007. C1 considera países con valores menores que el percentil 25 de la distribución; C2 aquellos con valores entre el percentil 25 y el 50; C3 aquellos entre el percentil 50 y el 75; y C4 aquellos con valores mayores al percentil 75.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bank for International Settlements, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

De esta forma, la apreciación del tipo de cambio real respecto del dólar es un hecho común para la mayoría de las economías emergentes y exportadoras de materias primas. Ello, pues los elevados términos de intercambio, las entradas de capitales y el dinamismo de sus economías han fortalecido sus tipos de cambio reales. Como contrapartida, la depreciación del dólar en los mercados internacionales tiene origen en la debilidad de la demanda interna, la expansividad de su política monetaria y en los desequilibrios externos de la economía estadounidense. Es probable que los niveles actuales de los tipos de cambios se sigan observando, en la medida que las diferencias mencionadas entre emergentes y desarrolladas se mantengan.

III. DEMANDA Y ACTIVIDAD

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

DEMANDA INTERNA

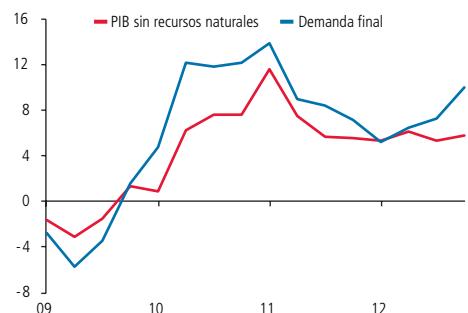
Los datos conocidos desde el último IPoM dan cuenta de un crecimiento de la actividad, y especialmente de la demanda interna, superior al previsto. La información de Cuentas Nacionales para el último trimestre del 2012 mostró un crecimiento anual del consumo y, en particular, de la inversión que aumentó respecto de trimestres previos. Los indicadores parciales del primer trimestre reportan que ese dinamismo tendió a continuar. Por el lado de la actividad, las sorpresas han sido de menor magnitud, y ligadas en buena parte al mayor crecimiento del sector minero. Así, mientras el PIB de los sectores distintos de recursos naturales ha mostrado un crecimiento en torno a 5,5% ya por varios trimestres, la demanda interna final —descontadas las existencias— mostró una expansión anual creciente a lo largo del 2012 (gráfico III.1).

En el cuarto trimestre, la demanda interna creció 8,2% anual (8,3% en el tercero). Descontadas las existencias, el aumento fue superior: 9,8% (7,3% en el trimestre previo). Este desempeño se debió principalmente al mayor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos y, en menor medida, del consumo privado. Las existencias tuvieron una desacumulación relevante, lo que ha coincidido, en el sector minero, con una diferencia entre la tasa de crecimiento anual de los volúmenes exportados y de la producción.

En la inversión, el componente de maquinaria y equipos siguió con fuerza en el último cuarto del 2012, y la información disponible de importaciones de bienes de capital indica que este componente continuó creciendo a tasas elevadas en los primeros meses de este año, parte de lo cual se relaciona con la internacionalización de material de transporte. Así, a partir de la segunda mitad del 2012 estas han tenido un sucesivo incremento de sus niveles, luego de permanecer prácticamente estables en la primera mitad del año (gráfico III.2).

El componente de construcción y obras mostró una tasa de crecimiento anual en el último cuarto del 2012 similar a la del resto del año (gráfico III.3). La mayor parte de esta inversión sigue proveniendo del sector minero, que también

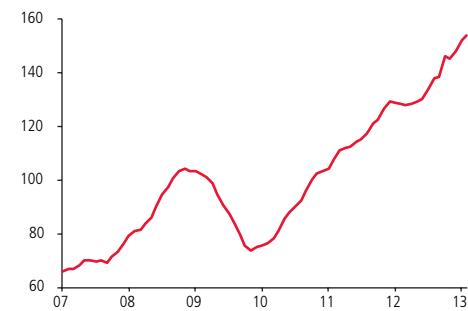
GRÁFICO III.1
PIB sin recursos naturales y demanda final (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Demanda interna sin variación de existencias.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Importaciones de bienes de capital (*)
(índice promedio enero 2007-febrero 2013=100)

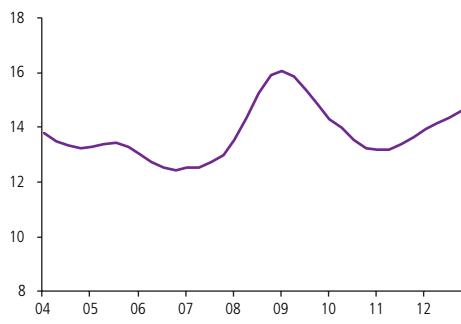


(*) Acumulado en 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.



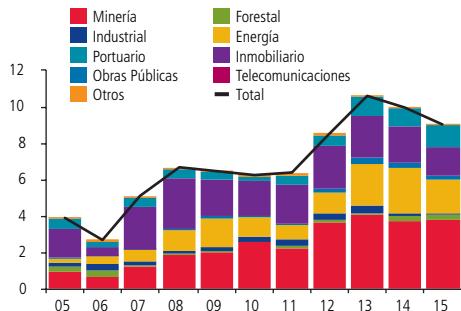
GRÁFICO III.3
Construcción y obras (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Acumulado en 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.4
Inversión en construcción y obras
(miles de millones de dólares)



Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Desarrollo Tecnológico.

GRÁFICO III.5
Sector inmobiliario (1) (2)
(índice 1994-2013=100)



(1) Acumulado en 12 meses.

(2) Cifras de ventas de vivienda hasta diciembre del 2012 y de despachos de materiales hasta enero del 2013.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

ha dado un importante impulso a la actividad en otros sectores^{1/} (gráfico III.4). Si bien el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de diciembre corrigió levemente a la baja los proyectos mineros para este y el próximo año respecto del catastro previo, la inversión minera sigue en niveles históricamente altos (Recuadro V.1). Por su lado, en el sector inmobiliario, las ventas de viviendas, en especial aquellas en etapa de construcción, los despachos y ventas de materiales han permanecido en niveles altos, al igual que las importaciones de materiales para este sector, pero en el margen se constata una moderación de su crecimiento, así como un descenso de los permisos de edificación de viviendas (gráfico III.5). Las condiciones financieras no son muy distintas a las que prevalecían en diciembre pasado: las tasas de interés y el crecimiento de las colocaciones tienen cambios de menor magnitud. No obstante, respecto de las exigencias para la aprobación de créditos para las constructoras e inmobiliarias, estas se han vuelto algo más restrictivas, como se desprende de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de diciembre y de la información casística recopilada en distintas regiones del país. Para el resto de las empresas, las condiciones financieras se han vuelto más expansivas. Además, la confianza empresarial (IMCE) se ha mantenido en la zona de expansión, aunque en el sector construcción retrocedió en los últimos meses.

Por el lado del consumo privado, en el cuarto trimestre su crecimiento también fue superior al previsto y al que mostraba en trimestres previos: 7,3% real anual (6,0% en el tercero). Este mayor dinamismo se verificó, en particular, en los bienes durables. Los datos parciales del primer trimestre, como los indicadores de ventas minoristas, de automóviles y de otros artículos para el hogar, dan cuenta de que el consumo privado se mantuvo dinámico a comienzos de año. El mejor desempeño del consumo privado en los últimos meses se ha reflejado en la dinámica de las importaciones de estos bienes. De hecho, estas repuntaron hacia fines del 2012, tendencia que se mantuvo en los primeros meses de este año (gráfico III.6).

En todo caso, la favorable evolución del consumo privado real ha sido el reflejo de las mejores condiciones del mercado laboral, y no se ha traducido en un incremento de la deuda de las personas. La tasa de desempleo, en las mediciones del INE y de la Universidad de Chile, ha permanecido en niveles históricamente bajos, acompañada por una mayor creación de empleo asalariado. La tasa de crecimiento de la masa salarial real ha tenido un sucesivo incremento, desde niveles en torno a 5,5% anual a mediados del 2012 a 7% anual en los últimos tres meses. Así, la razón entre el consumo privado y la masa salarial real se ha mantenido prácticamente estable en los últimos dos años (gráfico III.7).

El buen desempeño del consumo se ha dado, además, en un escenario en que la confianza de los consumidores (medida por el IPEC) se ha sostenido en la zona de expansión y las condiciones financieras no han mostrado grandes cambios en términos de tasas, requisitos para la aprobación de créditos y crecimiento de las colocaciones de consumo. Un factor que ha cooperado en la expansión del consumo durable, principalmente de origen importado, ha sido la evolución de sus precios relativos. En términos nominales, el consumo privado creció 10% anual en el cuarto trimestre, tasa similar a la que mostró durante todo el 2012 (gráfico III.8).

^{1/} Véase Recuadro III.1, IPoM junio 2012, página 27.

En cuanto a las existencias, estas mostraron un descenso relevante en el último cuarto del 2012. La percepción sobre el nivel deseado de inventarios que considera el IMCE no muestra cambios significativos en la industria y el comercio. Ello es coherente con la evolución de la producción y las ventas industriales, y con el hecho de que el aumento del consumo ha ido acompañado de un incremento relevante de las importaciones. La producción minera, en cambio, ha mostrado una tasa de crecimiento inferior a la de los volúmenes exportados en el cuarto trimestre. Ello, luego que durante el segundo y el tercer trimestre del 2012, la producción minera se había expandido a tasas anuales por sobre la de los envíos mineros, en parte afectados por las huelgas portuarias durante este período.

ACTIVIDAD SECTORIAL

Como se indicó, en los últimos meses el crecimiento de la actividad también ha sido superior al previsto. Sin embargo, la magnitud de las sorpresas ha sido bastante menor que en la demanda interna y en gran medida relacionada con el sector minero. Así, en el cuarto trimestre, la actividad mantuvo una tasa de expansión similar a la del trimestre anterior: 5,7% anual (5,8% en el tercero).

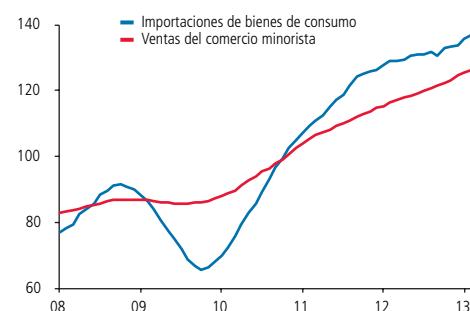
El crecimiento del PIB de los sectores distintos de recursos naturales —más ligado al estado de las holguras de capacidad— se ha mantenido relativamente estable desde hace algunos trimestres, lo que se refleja en que la intensidad de uso de la capacidad instalada, y las presiones inflacionarias, no han tenido cambios sustantivos. En esto podría haber contribuido el aumento en la productividad o la reducción de los márgenes en el comercio. Sin embargo, el comportamiento procíclico de estos elementos lleva a considerar que se mantienen vigentes los riesgos de mediano plazo sobre la inflación.

Por sectores, en los de recursos naturales, la minería anotó una mayor expansión anual hacia fines del 2012 y comienzos del 2013. Parte importante de la mayor producción de cobre se debió a la explotación de mineral de mayor ley y a la operación en régimen de nuevas instalaciones productivas. Este factor continuará influyendo en el crecimiento de este sector en el 2013 y, dada su alta incidencia, en el PIB agregado. El volumen de las exportaciones mineras registró una tasa de expansión anual positiva: 7,5% en el último cuarto. Esto, luego de que durante el segundo y el tercer trimestre mostró descensos en su tasa de expansión anual. En el sector de Electricidad, gas y agua (EGA) no se apreció un comportamiento muy distinto al de trimestres anteriores, siendo la sustitución de recursos hídricos por carbón el principal factor del menor valor agregado y que redundó en una tasa de expansión anual negativa. La pesca estuvo en parte importante determinada por la mayor producción de cultivos del salmón.

En el resto de los sectores, la expansión anual llegó a 5,9% en el último cuarto del 2012 (5,4% en el tercero, y 5,7% en el año en su conjunto). Los servicios financieros, la construcción y el comercio siguieron liderando la expansión, con tasas que en promedio se mantuvieron en torno a 9% anual en el cuarto trimestre. Otros sectores de servicios, como restaurantes y hoteles

GRÁFICO III.6

Indicadores de consumo privado (*)
(Índice enero 2008-febrero 2013=100)

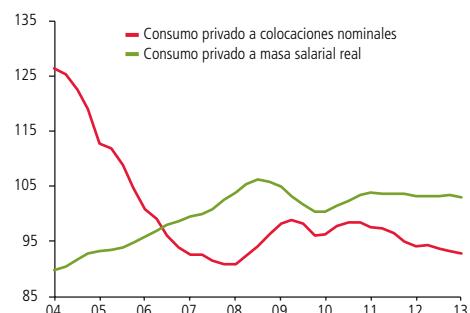


(*) Acumulado en 12 meses.

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

GRÁFICO III.7

Determinantes del consumo privado (1) (2)
(índice 2004-2013=100)



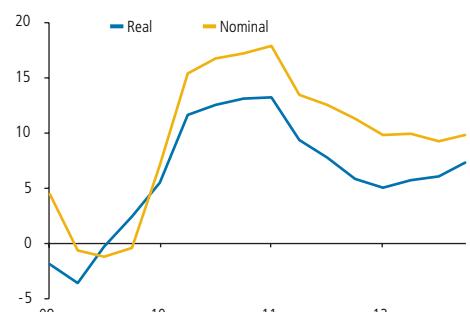
(1) Considera el acumulado anual.

(2) Las cifras son a febrero del 2013 para las colocaciones y a enero del 2013 para la masa salarial. En ambos casos se considera para este período el mismo nivel de PIB que en el 4T2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8

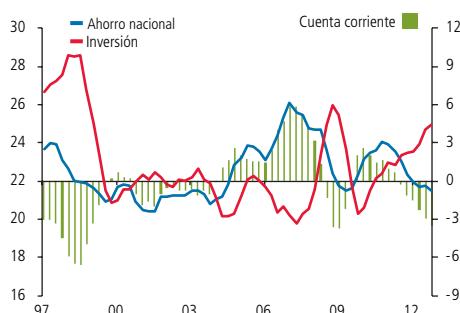
Consumo privado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.9**

Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión (porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

y comunicaciones, mostraron tasas de expansión anual menores a las del trimestre previo. La producción industrial siguió relativamente estable en los últimos meses. Con todo, en lo más reciente se ha observado algo más de dinamismo en los sectores ligados a la producción de bienes exportables. El volumen de exportaciones de bienes industriales registró, a diferencia del tercer trimestre (-8,2% anual), una variación positiva en el último cuarto (0,3% anual), en donde destacó la recuperación de los envíos de alimentos y de celulosa.

En el agregado, la actividad creció 5,7% anual en el cuarto trimestre del 2012, finalizando el año con un aumento de 5,6%. Este desempeño estuvo algo por sobre lo previsto en el IPoM de diciembre y de lo que reflejaban las expectativas de mercado (5,4% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre). Para el 2013, en el escenario base, se prevé que el PIB aumentará entre 4,5 y 5,5% (4,25-5,25% en diciembre). La EEE también ha tenido una corrección al alza en los últimos meses: 5,0% en marzo (4,8% en diciembre).

CUENTA CORRIENTE**GRÁFICO III.10**

Balanza comercial (*)
(índice enero 2004-febrero 2013=100)



(*) Acumulado en 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit de la cuenta corriente siguió aumentando en la última parte del 2012. Así, en el cuarto trimestre acumuló un saldo negativo de US\$ 2.880 millones, equivalente a 3,5% del PIB en el último año móvil (3,0% en el tercer trimestre) (gráfico III.9). Aun cuando el déficit en el 2012 fue menor a lo previsto en el IPoM de diciembre, la trayectoria al alza que ha tenido esta es un factor de preocupación. Para el 2013, se anticipa que el déficit alcanzará 4,4%, su nivel más alto desde 1998. La ampliación del déficit de la cuenta corriente en los últimos años ha sido respuesta de la sostenida expansión de la demanda interna por sobre la actividad. En particular desde el 2011, se ha reflejado en un paulatino deterioro de la balanza comercial —toda vez que las rentas y transferencias no han tenido grandes cambios— ante un crecimiento de las importaciones que no ha ido a la par con el de las exportaciones. De hecho, estas últimas se han mantenido prácticamente estables en niveles desde ese entonces (gráfico III.10).

Con todo, existen factores que mitigan el riesgo sobre la cuenta corriente. En particular, porque el dinamismo observado en la demanda interna en los años recientes se ha dado por el mayor flujo de inversión hacia el sector transable —relacionados con importantes proyectos en minería— . Además, han sido financiado principalmente por inversión extranjera directa, toda vez que las entradas de cartera y la deuda se han mantenido en niveles similares a los de años anteriores.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses, la inflación anual del IPC total y subyacente ha seguido disminuyendo, situándose a febrero en cifras en torno a 1% (gráfico IV.1 y tabla IV.1). En este resultado han sido determinantes los movimientos de los precios de los alimentos y la energía, que hace un año registraban incrementos superiores a los actuales. De hecho, las expectativas privadas tanto a uno como a dos años plazo consideran que el bajo nivel actual de la inflación anual será transitorio. En términos mensuales, la inflación acumulada entre diciembre y febrero llegó a 0,27 puntos porcentuales, menos que lo que sumó entre septiembre y noviembre del 2012. Esta diferencia se dio mayormente por cambios en los precios de los alimentos perecibles incluidos en el IPC. Los precios del IPC subyacente acumularon variaciones similares a las del trimestre móvil terminado en noviembre (gráfico IV.2). Con todo, los riesgos de mediano plazo para la inflación siguen presentes, debido a la estrechez que mantienen los mercados internos.

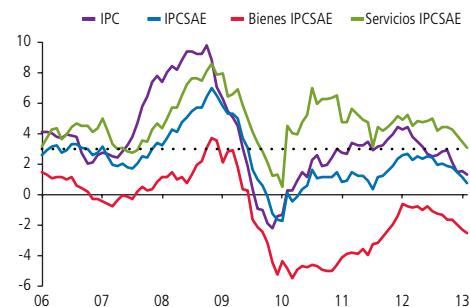
TABLA IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

	IPC	IPCX	IPCX1	IPC sin alimentos y energía	IPC Tran- sables	IPC No transables	IPC Bienes	IPC Servicios
2011 Prom.	3,3	2,4	1,3	1,3	2,2	4,8	2,1	4,8
2012 Ene.	4,2	3,2	2,7	2,6	3,6	5,1	4,0	4,6
Feb.	4,4	3,5	2,8	2,7	3,6	5,4	4,0	4,9
Mar.	3,8	3,1	2,6	2,3	3,0	4,7	3,7	3,9
Abr.	3,5	2,6	2,7	2,5	2,4	5,0	3,5	3,5
May.	3,1	2,7	2,3	2,4	1,9	4,7	2,4	4,0
Jun.	2,7	2,5	2,3	2,5	1,0	4,8	1,8	3,6
Jul.	2,5	2,4	2,3	2,5	0,6	4,9	1,6	3,6
Ago.	2,6	2,0	1,9	2,0	1,3	4,2	2,2	3,0
Sep.	2,8	2,2	2,1	2,0	1,6	4,5	3,0	2,7
Oct.	2,9	2,1	2,0	1,9	1,8	4,4	2,9	3,0
Nov.	2,1	1,7	2,1	1,8	0,4	4,3	1,6	2,7
Dic.	1,5	1,3	1,8	1,5	-0,5	3,9	0,8	2,3
2013 Ene.	1,6	1,4	1,7	1,1	0,0	3,6	0,9	2,4
Feb.	1,3	1,0	1,5	0,8	-0,2	3,2	0,6	2,2

(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

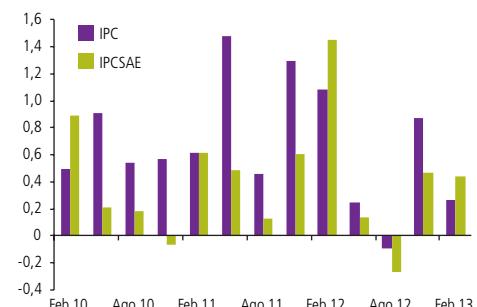
GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

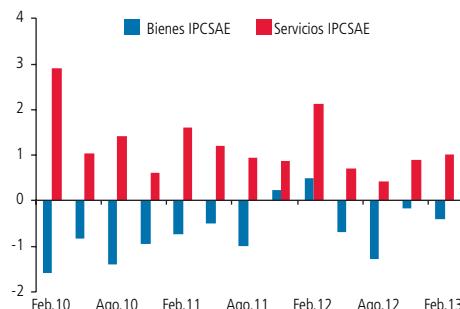
GRÁFICO IV.2
Inflación mensual
(acumulada en tres meses, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

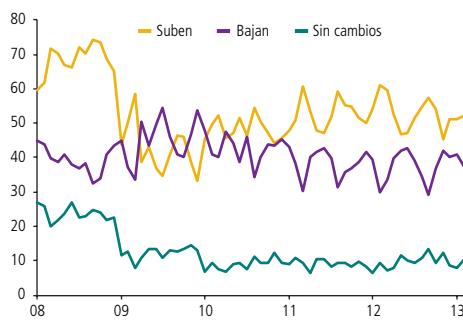


GRÁFICO IV.3
Inflación mensual de los componentes del IPCSAE
(acumulada en tres meses, porcentaje)



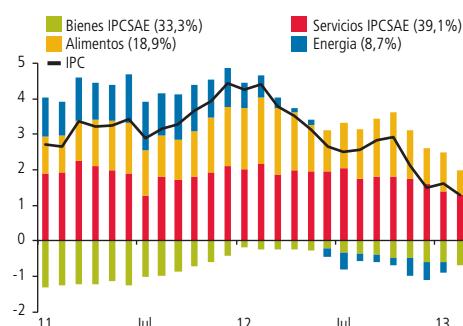
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.4
Productos del IPC con alzas y bajas
(porcentaje del total)



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

GRÁFICO IV.5
Incidencias de la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



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

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

Los alimentos tuvieron una incidencia acumulada negativa entre diciembre y febrero, lo que contrasta con el aporte positivo entre septiembre y noviembre del año pasado. Este cambio se explicó por la estacionalidad habitual de las frutas y verduras frescas, a lo que se agregó una baja de los precios de las carnes. Los precios de los alimentos no perecibles tuvieron una contribución positiva en los últimos tres meses, inferior a la del trimestre terminado en noviembre. La energía, a diferencia de lo ocurrido entre septiembre y noviembre, tuvo un aporte positivo en los tres últimos meses. El factor principal en este cambio fue el aumento del precio de los combustibles, en particular de la gasolina. Ello, debido a los aumentos de su precio a nivel internacional, que solo a fines de febrero comenzó a ser aminorado por el funcionamiento del Sistema de Protección al Contribuyente (SIPCO).

La inflación mensual acumulada del IPC sin alimentos y energía (IPCSAE) tuvo una incidencia positiva en los últimos tres meses, levemente menor que entre septiembre y noviembre. Por componente, la inflación de bienes acumuló una caída superior a la que sumó entre septiembre y noviembre. La inflación de servicios, más ligada al estado de las holguras de capacidad, tuvo un aumento similar al del trimestre terminado en noviembre. Los precios de la mayoría de los servicios no muestran un cambio de tendencia relevante, con excepción de los servicios financieros, debido a la rebaja del impuesto de timbres y estampillas en enero (gráfico IV.3).

Como se mencionó, la variación anual del IPC tanto total como subyacente siguió disminuyendo en los últimos meses, pese a que la dinámica inflacionaria mes a mes no registró grandes cambios, en especial en el componente subyacente. Por ejemplo, la contabilidad de los precios que suben y bajan cada mes no muestra cambios significativos en el último tiempo (gráfico IV.4).

En términos de la incidencia anual por grupo, los alimentos y el componente de servicios del IPCSAE siguieron explicando la inflación positiva, mientras el componente de bienes del IPCSAE continuó incidiendo negativamente. La energía tuvo una contribución negativa hasta enero. En febrero, prácticamente no contribuyó a la inflación anual, debido a que el aumento del precio de los combustibles fue compensado por la disminución del precio de la electricidad (gráfico IV.5).

Con todo, el continuo descenso de la inflación anual en los últimos meses puede explicarse por algunos factores específicos y transitorios. Uno de ellos es la base de comparación. En el caso de los alimentos, el crecimiento anual se encuentra por debajo de lo observado a principios del 2012. Ello debido principalmente al componente de frutas y verduras frescas, que hace un año tuvo un comportamiento estacional distinto al habitual. Por su parte, la inflación de alimentos no perecibles ha tenido un crecimiento anual relativamente estable (gráfico IV.6). Ello ha coincidido con que los precios internacionales de los alimentos no han mostrado mayores cambios en los últimos meses. En particular, a febrero el índice agregado de alimentos de la FAO estaba en niveles algo por debajo de los registrados al cierre estadístico del IPoM de diciembre (-0,8%). Con todo, destaca la caída del precio de los cereales, en torno a 4%, ante cosechas mejores que las estimadas. No obstante, su baja no compensa aún el incremento que tuvo a mediados del 2012.

La variación anual de los precios de la energía de los primeros meses de este año también ha estado afectada por la base de comparación, en particular en el componente de combustibles. El precio de estos se encuentra en niveles en torno a los de los primeros meses del 2012, pero algo más de 6% sobre los de febrero del 2011.

Otro factor detrás del descenso de la inflación anual es la constante disminución de los precios incluidos en el IPCSAE de bienes. La variación anual de estos precios ha pasado desde cifras en torno a -1% en el primer trimestre del 2012 a reducciones algo mayores de 2% en los dos primeros meses del 2013. Como ya se ha mencionado en ocasiones previas, este comportamiento puede estar determinado en parte por la apreciación del peso, que durante el último año alcanzó en promedio 6%. A ello se agregan los menores precios de las importaciones en dólares y la mayor competencia en ciertos segmentos del comercio. En particular, en el último trimestre del 2012 los precios de los bienes de consumo importados (IVUM) en dólares disminuyeron en torno a 1% anual, acumulando tres trimestres de variaciones anuales negativas (gráfico IV.7).

Sumado a lo anterior, la inflación anual de los servicios del IPCSAE también ha disminuido. Así, pasó de valores en torno a 5% hasta mediados del 2012 a 3% en febrero de este año. De todas formas, la tasa de variación anual de este componente refleja también la rebaja del impuesto de timbres y estampillas de enero.

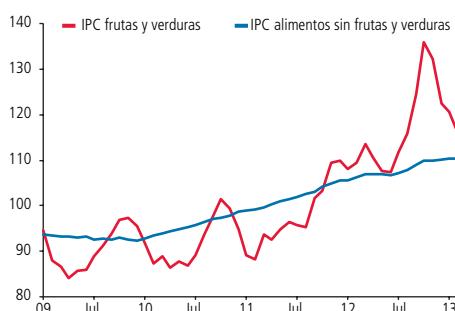
La disminución que se observa en la inflación de los servicios incluidos en el IPCSAE a partir de mediados del 2012 resalta en medio de un contexto en que los mercados internos se han mantenido estrechos. Sin embargo, como muestran las diversas cifras, dicha estrechez y la mayor demanda se han expresado en un incremento de las importaciones, con efectos menos intensos sobre la utilización de los recursos internos y la inflación. Como se ha señalado, la moderada respuesta exhibida hasta ahora por la inflación ante el dinamismo del ciclo puede reflejar los rezagos propios de la relación entre estas variables. Sin embargo, tampoco se puede descartar un mayor crecimiento de la productividad, como se desprende de algunos indicadores relacionados. Un ejemplo de ello es el incremento del indicador de ventas por metro cuadrado en las casas comerciales. Junto con esto, durante el 2012 sus márgenes de explotación se ubicaron por debajo de los de la primera parte del 2011, que también puede haber mantenido contenida la inflación.

Las presiones para la inflación de servicios provenientes del costo de la mano de obra no muestran cambios relevantes en los últimos meses. Las tasas de crecimiento anual de los salarios nominales se han mantenido elevadas, entre 6 y 7% dependiendo de la medición. Los salarios reales, en línea con la menor inflación, aumentaron su tasa de variación anual. La tasa de crecimiento anual del costo laboral unitario real, ajustado por productividad, descendió durante la segunda parte del 2012, reflejando el ya mencionado crecimiento de la productividad media. Desde diciembre ha vuelto a tasas de variación anual positivas, pero por debajo de 3% (gráfico IV.8).

GRÁFICO IV.6

Precios de alimentos

(índice promedio ene.2009-feb.2013=100)

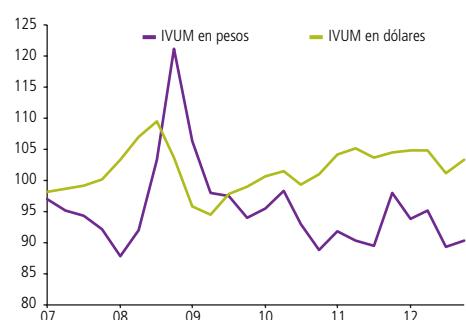


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.7

Precios de bienes de consumo importado

(índice 2003-2012=100)

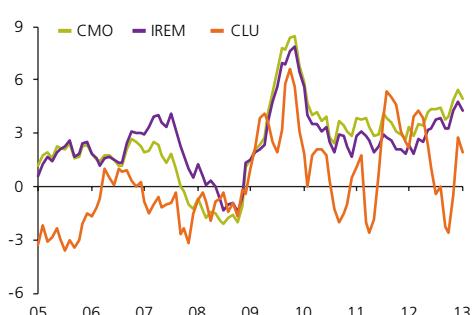


Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.8

Salarios reales (*)

(variación anual, porcentaje)

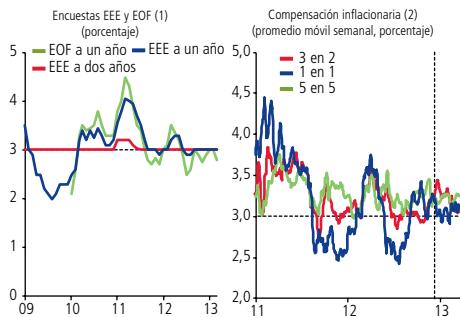


(*) Para su definición, ver Glosario.

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



GRÁFICO IV.9 Expectativas de inflación



(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes a excepción del dato de marzo del 2013, que considera la segunda quincena.

(2) Compensación inflacionaria *forward* a partir de las tasas swaps. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

En todo caso, el comportamiento procíclico de la productividad y los márgenes lleva a considerar que se mantienen los riesgos de mediano plazo para la inflación vinculados a la intensidad de uso de la capacidad instalada. A ello se agregan los elementos específicos y transitorios descritos anteriormente como la alta base de comparación de iguales meses del 2012, la apreciación del peso, la normalización de *shocks* previos en los precios de algunos perecibles y la reducción del impuesto de timbres y estampillas, que como se indicó explican parte de la trayectoria descendente de la inflación anual.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Pese a que la inflación anual del IPC se ubica por debajo del rango meta, las distintas medidas de expectativas de inflación a un año plazo y hacia fines del horizonte de proyección han permanecido en torno a 3%. Ello es coherente con la evaluación de que el bajo nivel actual de la inflación es transitorio y con la estrechez que mantienen los mercados internos.

Las expectativas para la inflación que se derivan de la Encuestas de Expectativas Económicas (EEE) se han mantenido en 3,0% a uno y dos años. Las expectativas a un año plazo provenientes de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) luego de mantenerse estables en 3,0% desde la primera quincena de enero de este año, se redujeron en la segunda quincena de marzo y se ubican en 2,8%. A dos años plazo han permanecido en 3,0%. Las perspectivas de inflación a doce meses de la encuesta a empresas, en particular del Indicador Mensual de Confianza Empresarial, se ubica en 3,0% (3,2% en noviembre del 2012). El porcentaje de personas que creen que la inflación subirá mucho en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC) disminuyó respecto del IPoM anterior, de 54% a 51%. Las expectativas de inflación que se deducen de las compensaciones inflacionarias se ubican en torno a 3,0% a distintos plazos (gráfico IV.9).

En el escenario base, el Consejo estima que la inflación anual seguirá baja en el corto plazo, afectada aun por los factores específicos que han incidido en los registros recientes. En la medida que estos se disipen, la inflación del IPC comenzará a subir, alcanzando a 2% hacia mediados de año. A principios del 2014, tanto el IPC como su medida subyacente llegarán a 3%, valor en que se ubicarán a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el primer trimestre del 2015.

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

El impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será algo mayor al contemplado en el IPoM previo (tabla V.1). Ello, principalmente por un mejor desempeño de los socios comerciales y de los términos de intercambio dentro de un escenario en que las condiciones financieras externas se mantendrán similares a los actuales.

Las perspectivas para el 2013-2014 de los socios comerciales de Chile mejoran levemente, lo que constituye la primera corrección al alza en más de un año. En el escenario base, el crecimiento promedio para este período alcanza 3,9% anual, casi dos décimas más de lo previsto en diciembre, en donde el mayor ajuste se da en el 2014. En el escenario base, el mundo proseguirá con un desempeño disímil entre las desarrolladas y emergentes, con una mejora en el margen de las primeras. Con todo, las restricciones fiscales y crediticias mantendrán el mundo desarrollado con un crecimiento acotado. En Japón se dan los principales cambios. Las medidas monetarias y fiscales anunciadas entregarán más impulso a la actividad nipona en algo más de 1 punto porcentual el 2013 y 2014. En Estados Unidos, si bien se anticipa que el proceso de recuperación se irá afianzando, algo de lo que ya han dado cuenta los indicadores de los últimos meses, la economía seguirá con un crecimiento por debajo del promedio 2000-2007, afectada por el proceso de consolidación fiscal. En la Eurozona, la actividad del cuarto trimestre dio cuenta de un escenario más deteriorado, lo que, en particular para las periféricas, implica una salida más lenta de la crisis que lo anticipado. En tanto, para las emergentes, las perspectivas para China el 2013 son algo mayores, ante el repunte que ha mostrado la actividad. Con todo, las perspectivas apuntan a que esta economía se mantendrá con tasas de crecimiento de un dígito en los próximos años.

En el escenario base, el precio de las materias primas, en particular del cobre y petróleo, tendrán una trayectoria descendente en los siguientes dos años. En el caso del cobre, el precio previsto para el 2013 sube a US\$3,5 la libra (desde US\$ 3,4), debido al arrastre que produjeron los mayores precios de principios de año. Con todo, el aumento observado en los inventarios de cobre

TABLA V.1

Supuestos del escenario base internacional

	2011	2012	2013 (f)	2014 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	-0,6	-4,1	-0,4	-1,6
PIB socios comerciales (*)	4,2	3,4	3,6	4,2
PIB mundial PPC (*)	3,9	3,0	3,3	3,9
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,9	2,4	2,5	3,2
Precios externos (en US\$)	10,1	-0,2	2,0	1,1
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	400	361	350	340
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	95	94	93	90
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	111	112	108	101
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	803	824	835	768
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,4	0,3	0,5

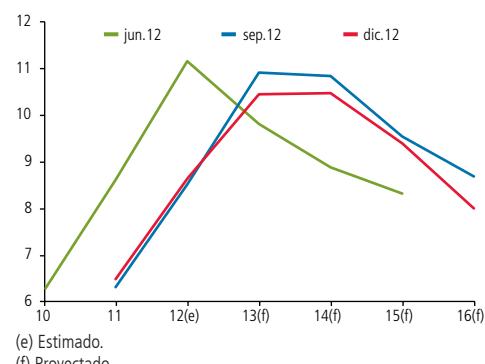
(*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

(f) Proyección.

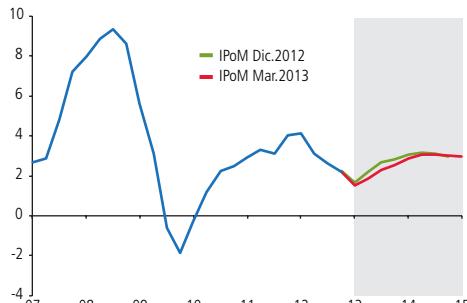
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.1

Inversión en obras de ingeniería
(miles de millones de dólares)



Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

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

(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2013, corresponde a la proyección.

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

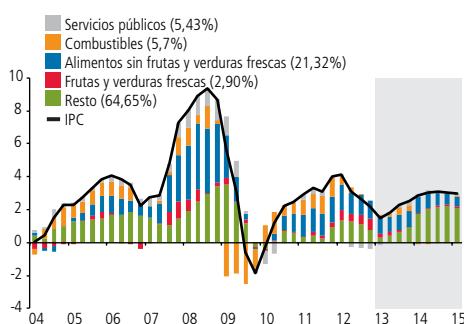
TABLA V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2011	2012	2013 (f)
PIB		(variación anual, porcentaje)	
Ingreso nacional	5,9	5,6	4,5 - 5,5
Demanda interna	5,8	4,6	6,2
Demanda interna (sin variación de existencias)	9,1	7,1	6,1
Formación bruta de capital fijo	9,4	7,3	6,1
Consumo total	14,7	12,3	7,2
Exportaciones de bienes y servicios	7,9	5,8	5,7
Importaciones de bienes y servicios	5,2	1,0	3,1
Cuenta corriente (% del PIB)	14,5	4,9	5,9
Ahorro nacional (% PIB)	-1,3	-3,5	-4,4
FBCF (% PIB nominal)	22,0	21,5	21,2
FBCF (% PIB real)	22,4	24,1	24,9
Cuenta corriente	25,2	26,8	27,4
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-3,283	-9,497	-13,050
Balanza comercial	10.544	3.422	50
Exportaciones	81.455	78.277	79.800
Importaciones	-70.911	-74.855	-79.750
Servicios	-2.578	-2.435	-2.500
Renta	-14.141	-12.676	-12.800
Transferencias corrientes	2.892	2.192	2.200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(1) Área gris, a partir del primer trimestre 2013, corresponde a la proyección.

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

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

en bolsa es un elemento de riesgo para estas proyecciones. En los combustibles, destacó el incremento que tuvo el precio de la gasolina en los últimos meses, en parte afectado por las restricciones en la refinación y una mayor demanda energética, lo que se reflejó también en las perspectivas a dos años plazo. En menor magnitud, las perspectivas para el petróleo Brent y WTI también se ajustan al alza. Todo ello redundará en que los términos de intercambio a dos años plazo serán algo mayores de los previstos con anterioridad, pero seguirán menores a las del 2012.

En los últimos meses, el crecimiento de la actividad y especialmente de la demanda interna han sido superiores a lo proyectado en diciembre. El mayor dinamismo del gasto —en particular la inversión en maquinaria y equipos y el consumo de bienes durables— se ha manifestado en un aumento de las importaciones y del déficit de la cuenta corriente, lo que ha acotado los efectos en la intensidad de uso de los recursos internos.

En el escenario base se anticipa que el crecimiento del PIB en el 2013 estará entre 4,5 y 5,5%. Este rango está por sobre lo previsto en diciembre. Esta corrección se explica en parte por el mayor crecimiento previsto para el sector minero, algo que ya se ha observado en los últimos registros de actividad, en particular por la explotación de mineral de mayor ley y la operación en régimen de nuevas instalaciones productivas. Además, el mayor impulso externo que recibirá la economía chilena. Para las ramas distintas de recursos naturales, el escenario base contempla que estos sectores continuarán expandiéndose a tasas similares a la de su tendencia, tal como se ha visto en los últimos seis trimestres, con lo cual la intensidad en el uso de las holguras de capacidad no se irá ampliando.

El crecimiento de la demanda interna, tanto por el mayor dinamismo de fines del 2012 como por los indicadores parciales de comienzos del 2013, también se corrige al alza: 6,1% (5,7% en diciembre). En el escenario base, la demanda interna permanecerá en los altos niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, pero no se seguirá acelerando por lo que sus tasas de variación anual disminuirán en los próximos trimestres. En particular, en la formación bruta de capital fijo (FBCF), el componente de maquinaria y equipos tendrá tasas de expansión menores en la segunda mitad del año. Ello por la alta base de comparación que entregan las elevadas internaciones de material de transporte que se dieron en el segundo semestre del 2012. El componente de construcción y obras perderá dinamismo el 2013, alcanzando tasas de crecimiento anuales por debajo de las del 2012 y 2011. Con todo, seguirán por sobre el promedio de los últimos diez años. En parte esto se relaciona con la revisión a la baja en diciembre de los proyectos previstos para las obras de construcción e ingeniería el 2013-2015, contenidas en el catastro de la CBC (gráfico V.1). Además, en el sector inmobiliario, los despachos e importaciones de materiales para la construcción han sido menos dinámicos en los últimos meses. Con todo, la tasa de FBCF a PIB el 2013 será mayor que la del 2012, y se ubicará en 27,4 y 24,9% en términos reales y nominales, respectivamente. Se anticipa que el consumo privado se mantendrá dinámico, aunque sin mostrar una aceleración adicional, con tasas de expansión anuales en el 2013 menores que las del año pasado. Ello, considerando el reciente menor crecimiento de los salarios nominales y de las colocaciones de consumo. Además, que hacia adelante los registros de inflación anual irán aumentando. Por último, en el escenario base, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Presupuestos para el 2013, se considera el cumplimiento de la regla fiscal.

El déficit de la cuenta corriente el 2013 se ampliará respecto del 2012 a 4,4% del PIB. Medido a precios de tendencia^{1/} subirá a 5,7% del PIB (5,2% en el 2012). En este supuesto subyace que las importaciones de bienes seguirán creciendo por sobre las exportaciones, lo que redundará en un menor saldo de la balanza comercial. Con todo, el crecimiento de los envíos será superior a lo previsto anteriormente, principalmente por los mayores volúmenes mineros exportados, —dado el dinamismo de la minería y el crecimiento de los socios comerciales—, y también un precio del cobre más alto que el proyectado en diciembre. La ampliación del déficit de la cuenta corriente de este año se explica mayormente por un incremento de la inversión privada, que pasa a 23,2% del PIB (22,7% el 2012), mientras que el ahorro nacional se mantendrá en niveles similares a los del año anterior (tabla V.2).

Como se ha señalado anteriormente, el aumento de este déficit es un tema de preocupación, pero sus riesgos son mitigados por el mayor flujo de inversión hacia el sector transable —relacionados con importantes proyectos en minería— así como por la relevancia de los flujos de inversión extranjera directa en su financiamiento, toda vez que las entradas de cartera y la deuda se han mantenido en niveles similares a los de años anteriores.

En el escenario base, la inflación anual seguirá baja en el corto plazo, afectada aun por los factores específicos que han incidido en los registros recientes. En la medida que estos se disipen, la inflación del IPC comenzará a subir, alcanzando a 2% hacia mediados de año. A principios del 2014, tanto el IPC como su medida subyacente llegarán a 3%, valor en que se ubicarán a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el primer trimestre del 2015 (gráficos V.2 y V.3) (tabla V.3).

Esta proyección supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, como supuesto metodológico, considera que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes. Ello pues con el tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes actualmente, se estima que el TCR, aunque en la parte baja, está en el rango coherente con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.4).

ESCENARIOS DE RIESGOS

El escenario base refleja los eventos que se estima tienen mayor probabilidad de ocurrir con la información disponible al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían, en algunos casos significativamente, el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado al alza y para la inflación está equilibrado (gráficos V.5, V.6 y V.7).

^{1/} Este cálculo considera correcciones en precios y no en volúmenes. Se asume un precio del cobre de largo plazo de US\$2,8 la libra, y del petróleo de US\$80 el barril.

TABLA V.3

Inflación

	2012	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	3,0	2,0	3,0	
Inflación IPC diciembre	1,5	2,8	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,2	1,6	3,1	
Inflación IPCSAE diciembre	1,5	2,5	3,1	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				3,0

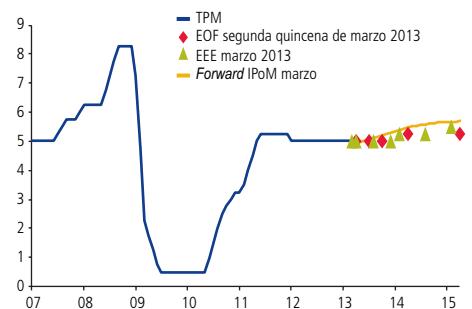
(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4

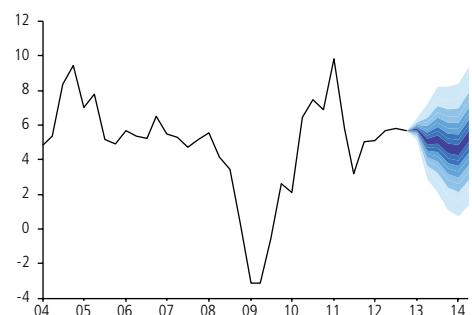
TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

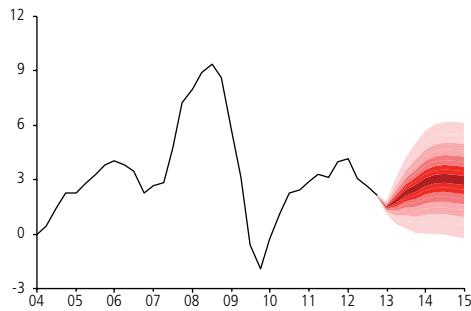
GRÁFICO V.5

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPOM.

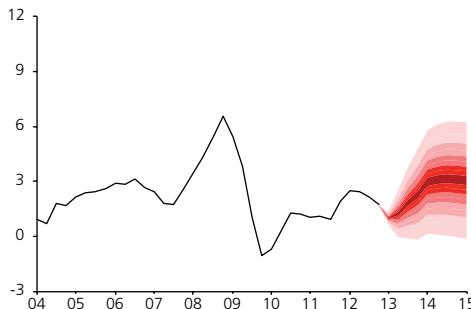
Fuente: Banco Central de Chile.

En el ámbito externo, las probabilidades de escenarios negativos en Estados Unidos se han moderado en los últimos meses y en China se ha diluido un posible ajuste abrupto del crecimiento. No obstante, la posibilidad de una agudización de las tensiones en la Eurozona se mantiene plenamente vigente. La fragilidad fiscal y financiera de esta región persiste y la capacidad de las autoridades de realizar reformas se debilita ante las magras perspectivas de crecimiento. El reciente episodio de Chipre ilustra la fragilidad de la situación. Asimismo, especial preocupación merece Italia, por el tamaño de su deuda pública y su relevancia para el sistema bancario europeo. Nuevos episodios de tensión en los mercados financieros internacionales podrían conllevar ajustes en los precios de los activos financieros, de materias primas y perspectivas de crecimiento mundial. En particular, una caída abrupta y duradera del precio del cobre por factores reales o financieros tendría impactos significativos sobre la cuenta corriente, la demanda interna y la inflación.

El mundo emergente afronta importantes desafíos en la conducción de políticas económicas en un escenario en que se prevé que la fuerte expansividad de la política monetaria en las economías desarrolladas continuará por un período prolongado. Ello, por las consecuencias que pueden tener los diferenciales de tasas de interés entre emergentes y desarrolladas sobre los flujos de capitales, el valor de los activos, el crecimiento del crédito y la evolución de las monedas. Las tensiones sobre las monedas pueden generar fricciones que afecten el comercio internacional y el crecimiento mundial.

Con todo, los mayores riesgos tienen relación con la continuación del elevado dinamismo de la demanda interna. Por un lado, la economía ya está haciendo un uso intenso de sus recursos internos, por lo que de mantenerse este elevado crecimiento del gasto doméstico se podrían generar, a mediano plazo, presiones adicionales sobre el mercado del trabajo, el uso de la capacidad instalada y la inflación. Por otro, por su incidencia en la evolución del déficit de la cuenta corriente y sus posibles efectos en la vulnerabilidad de la economía chilena. Un cambio brusco en las condiciones externas, por ejemplo por menores términos de intercambio o condiciones financieras menos favorables, podría enfrentar al país a ajustes costosos. La historia ofrece varios episodios de esta naturaleza. Si bien la economía chilena ha perfeccionado su marco de políticas económicas para aumentar su resiliencia a *shocks* externos, y tanto el financiamiento del déficit como el destino de los recursos mitigan los riesgos, es primordial evitar que se incuben desequilibrios. Con todo, la prevención de estos riesgos va más allá de la política monetaria y requiere de la coordinación de todas las políticas económicas y financieras.

Las fuerzas opuestas que ha enfrentado la política monetaria siguen presentes. Se han diluido algunos riesgos externos, pero la situación europea es delicada. El dinamismo de la demanda mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios en el mediano plazo. La TPM está en rangos considerados neutrales, aunque su nivel actual es elevado en comparación con el resto del mundo. Los diferenciales de tasas de interés con el mundo desarrollado imponen desafíos para el manejo de las políticas en las economías emergentes, incluyendo a la chilena. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

GRÁFICO V.7Proyección 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 futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria similar a la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPOM.

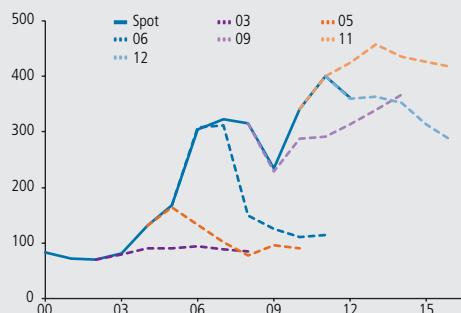
Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO V.1

IMPACTOS DEL PRECIO DEL COBRE SOBRE LA INVERSIÓN Y LA CUENTA CORRIENTE

En los últimos años la economía chilena se ha favorecido de elevados términos de intercambio. El precio del cobre, en términos nominales, pasó desde valores del orden de US\$0,6 la libra en el 2003 a cifras en torno a US\$3,5 en la actualidad, con *peaks* que superaron los US\$4 en algunos momentos. Más importante aún, a partir del 2009, las expectativas de los agentes se han ajustado a considerar que estos altos niveles del precio del metal serán persistentes (gráfico V.8). Esto, de la mano de una mayor demanda mundial, especialmente de China, y una oferta cuyas posibilidades de crecimiento son acotadas, con costos de extracción e inversión más elevados.

GRÁFICO V.8
Precio del cobre efectivo y proyectado por el mercado (*)
(US\$c la libra)



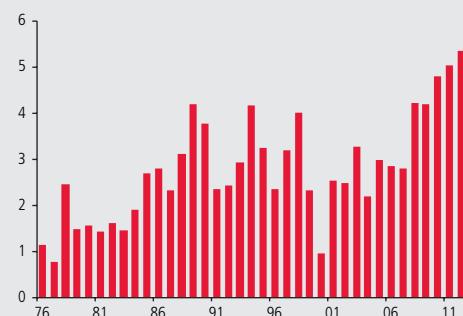
(*) Líneas punteadas corresponden a la proyección disponible en octubre de cada año.
Fuentes: Banco Central de Chile y CRU Group.

Junto con el cambio en la percepción respecto de la persistencia del mayor precio del cobre, la inversión en el sector minero chileno ha aumentado significativamente en los últimos años. Tomando cifras de las últimas cuatro décadas, el actual nivel de la inversión minera es el más alto del que se tenga registro (gráfico V.9) y ha sido un factor relevante detrás del dinamismo de la inversión y la demanda interna en los años recientes.

La inversión del sector sirve para contrarrestar la gradual disminución de las leyes de explotación, así como para expandir la producción. En todo caso, la maduración de estos proyectos es de largo aliento, por lo que aún resta por ver la totalidad

de sus efectos en producción y exportaciones. Para este año y el próximo, la Comisión Chilena del Cobre apunta a tasas de crecimiento de la producción de cobre del orden de 3% anual.

GRÁFICO V.9
Inversión minera
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Central de Chile y Cochilco.

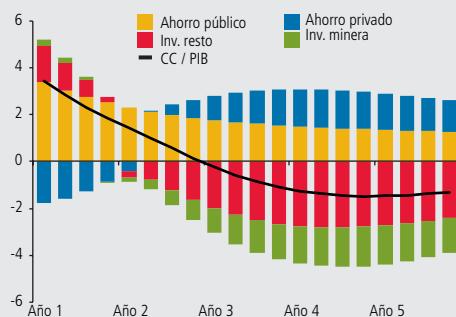
También se han observado efectos relevantes sobre los ingresos laborales de quienes trabajan en el sector. Los salarios de la minería reportados por el INE crecieron 31,5% nominal entre enero del 2009 y el mismo mes del 2013. El promedio nacional creció 22% en igual lapso. El empleo del sector observó un significativo aumento, a pesar de que representa una fracción menor de la ocupación total. Entre diciembre del 2009 y diciembre del 2012, el número de ocupados en el sector aumentó casi en 60%, lo que se compara con el 11,6% de crecimiento del empleo total en el país.

El ajuste gradual al alza de las expectativas en respuesta a elevados precios del cobre sumado al hecho que los proyectos de inversión minera son, en general, de una maduración prolongada permiten entender en parte la dinámica que ha exhibido la cuenta corriente en los últimos años. Fornero y Kirchner (2013) presentan una extensión del Modelo de Análisis y Simulación del Banco Central (MAS), incorporando explícitamente decisiones de inversión en el sector minero, las que, dada la naturaleza de los



proyectos en este sector, responden a cambios en la percepción de los precios de largo plazo del mineral. Los resultados muestran que ante alzas persistentes del precio del cobre la demanda interna y el PIB aumentan lentamente, al mismo tiempo que se da una apreciación gradual del tipo de cambio real. La lentitud del ajuste se debe, entre otros factores, al proceso de aprendizaje y al hecho que la inversión toma tiempo en traducirse en mayor producción. El modelo muestra que la respuesta de la demanda interna, en particular de la inversión en minería con sus efectos indirectos en el resto de la economía, repercute en la cuenta corriente, generando un déficit de varios puntos del PIB en el mediano plazo, aunque inicialmente se observa un superávit por las ganancias de términos de intercambio. Por el lado del gobierno, la regla fiscal genera un mayor ahorro inicial como respuesta ante *shocks* transitorios, pero en el mediano plazo, cuando se incorpora como persistente con el consiguiente ajuste en el precio de referencia, este mayor ahorro comienza a decaer y se genera un mayor gasto público. Así, según el modelo estructural, un *shock* persistente al precio del cobre implica que la cuenta corriente evolucione desde un superávit en el corto plazo a un déficit en el mediano plazo (gráfico V.10).

GRÁFICO V.10
Simulación de la trayectoria de la cuenta corriente ante un aumento persistente del precio del cobre
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Fornero y Kirchner (2013).

Una serie de antecedentes sectoriales dan cuenta de manera nítida de los efectos tanto directos como indirectos de la mayor actividad minera^{1/}. Como ejemplo, entre el 2009 y 2011, en el norte —entre las regiones de Arica y Parinacota y la de Coquimbo—, la construcción promedió un crecimiento anual del orden de 19%. Esta cifra se compara con el agregado nacional de 4,7%. Aún más, solo en la Región de Atacama, en el 2010 el PIB del sector creció casi 115% respecto del año

^{1/} El Recuadro III.1 del IPoM Junio 2012 contiene una estimación de los efectos directos e indirectos del crecimiento del sector minero.

previo, expandiéndose otro 51% en el 2011. En el caso del comercio, las regiones de Antofagasta y Atacama anotan tasas de variación anual por sobre 17% en promedio en el 2010 y 2011, contra un crecimiento del orden de 13% en el agregado país. La tasa de desempleo en el norte pasó de estar entre las más altas del país en el 2006 a ser la más baja en el 2012, mientras en el resto del país se ubicaron en niveles similares. Incluso, en el 2009, en plena crisis mundial, en el norte la tasa de desempleo cayó (gráfico V.11). Todo esto, además se ha dado en un contexto en que los salarios en sectores distintos de la minería también crecen a tasas superiores a otras zonas del país. La información que se recoge de los contactos de negocios ha reportado sostenidamente la dificultad que representa para la mantención y búsqueda de mano de obra la presión que ejerce el sector minero de forma directa o indirecta.

GRÁFICO V.11
Tasa de desempleo por zona geográfica
(porcentaje)



(1) Regiones XV, I, II, III y IV.

(2) Regiones V, VI, VII y VIII.

(3) Regiones IX, XIV, X, XI y XII.

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

En resumen, el mayor nivel que ha sostenido el precio del cobre en los últimos años y la paulatina adecuación de las expectativas a ese nivel superior son un factor relevante detrás del comportamiento que ha tenido la economía chilena en los últimos años, incluyendo la evolución de la inversión y la cuenta corriente, que pasó de una situación superavitaria a un déficit importante. Varios de los elementos de este ciclo de inversión tienen un carácter transitorio. Así por ejemplo, el nivel de las importaciones de bienes de capital se reducirá en la medida que se complete la expansión del stock de capital, lo mismo que el crecimiento del consumo en la medida que se estabilicen los ingresos personales. También cooperará la entrada en producción de los proyectos mineros en desarrollo, que hará aumentar el nivel de las exportaciones. Con todo, no se puede desconocer el riesgo de ajustes abruptos del precio del cobre que lleven a una reversión de algunos de estos efectos.

GLOSARIO

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2012). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2012-2014 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 2,9% para el período 2012-2014.

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 2012). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 1,4% para el período 2012-2014.

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

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

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

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

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.

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 sin recursos naturales: 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 2012: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, India, Italia, Japón, México, 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

CMO: Costo de mano de obra

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 percepción económica

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2013. Global Economics Weekly. Marzo.
- Congressional Budget Office. 2012. Economic effects of reducing the fiscal restraint that is scheduled to occur in 2013. Mayo.
- Congressional Budget Office. 2013. The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023. Febrero.
- Consensus Forecasts. 2013. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2012. Copper Quarterly Industry and Market Outlook. Octubre.
- Deutsche Bank. 2013a. Asia Economics Monthly. Marzo.
- Deutsche Bank. 2013b. Dollar Bloc Weekly. Marzo.
- Deutsche Bank. 2013c. Emerging Markets Monthly. Febrero.
- Deutsche Bank. 2013d. Focus Europe. Marzo.
- Deutsche Bank. 2013e. Global Economic Perspectives. Marzo.
- Fondo Monetario Internacional. 2013. World Economic Outlook: Update. Enero.
- Fondo Monetario Internacional. 2012. Fiscal Monitor. Abril.
- Food and Agriculture Organization. 2013. FAO Food Price Index. Febrero.
- Fornero, J. y M. Kirchner. 2013. "Impacto del precio del cobre en la cuenta corriente: un análisis estructural". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Marzo.
- JP Morgan Chase. 2013. Global Data Watch. Marzo.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

MARZO 2013

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Marzo 2013