

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2014



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2014



CONTENIDO*/

| | |
|--|----|
| PREFACIO | 4 |
| RESUMEN | 6 |
| DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES | 11 |
| I. ESCENARIO INTERNACIONAL | 13 |
| II. MERCADOS FINANCIEROS | 17 |
| III. ACTIVIDAD Y DEMANDA | 21 |
| IV. PRECIOS Y COSTOS | 29 |
| V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN | 33 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 37 |
| GLOSARIO Y ABREVIACIONES | 38 |
| | |
| RECUADROS | |
| Dinámica reciente de la inversión | 25 |
| Sensibilidad de las exportaciones al Tipo Cambio Real | 27 |

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 12 de junio de 2014.

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 13 de junio de 2014 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 16 de junio de 2014.

El Consejo

RESUMEN

En los últimos meses, la actividad y la demanda interna continuaron mostrando un proceso de desaceleración. A la caída de la inversión, que se arrastra por algunos trimestres, se sumó un menor desempeño del consumo privado. La inflación ha aumentado, llegando a valores por sobre 4% anual a mayo, principalmente por el traspaso a los precios finales de la depreciación del peso. Aunque este aumento ha superado lo previsto, se evalúa que es transitorio y la inflación retornará al 3% anual dentro del horizonte habitual de la política monetaria, visión que también reflejan las expectativas de inflación a mediano plazo, que se han mantenido en 3%. El escenario externo no muestra cambios significativos desde el cierre del IPoM anterior. La volatilidad de los mercados financieros internacionales ha disminuido. En este contexto, el Consejo mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4% en los últimos meses y ha comunicado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

En los últimos meses, la variación anual de las distintas medidas de IPC ha tenido un aumento relevante y, como se indicó, ha superado lo previsto. El IPC total pasó desde 1,5% anual en octubre del 2013 a 4,7% en mayo del 2014^{1/}. Este repunte de la inflación era, hasta cierto punto, un fenómeno esperado, tanto por su bajo nivel previo, como por el efecto de la depreciación del peso observada desde mediados del año pasado. Cuando se revisa la inflación de los últimos seis meses, se aprecia que su mayor incremento se ha concentrado en los componentes de la inflación subyacente de bienes y de servicios cuyos precios están vinculados directa o indirectamente al tipo de cambio. Los salarios nominales se han acelerado en el período reciente.

Este comportamiento de la inflación ha ocurrido en un contexto en que la evolución de la actividad y la demanda implican una menor utilización de la capacidad instalada. En el primer trimestre, el PIB creció 2,6% anual, ratificando la menor expansión que muestra desde fines del 2013. En lo global, el resultado estuvo en línea con lo previsto en marzo, pero en su composición se observó un crecimiento mayor en rubros más relacionados con el sector externo —parte de la industria y la agricultura— y uno menor en los más ligados a la demanda interna, en especial los servicios. A su vez, descontadas las existencias, el crecimiento anual de la demanda interna repuntó respecto de fines del 2013, básicamente por una menor caída de la inversión —especialmente en maquinaria y equipos— y un mayor dinamismo del gasto público. Sin embargo, el desempeño del gasto interno sigue siendo débil. La inversión suma tres trimestres de variaciones anuales negativas, y se agrega una desaceleración mayor a la prevista del consumo privado, en particular de su

^{1/} La inflación a mayo del 2014 se calcula a partir de la canasta de referencia 2013=100.



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

| | 2012 | 2013 | 2014 (f) |
|--|---------|---------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | |
| PIB | 5,4 | 4,1 | 2,5-3,5 |
| Ingreso nacional | 4,6 | 3,4 | 2,8 |
| Demanda interna | 6,9 | 3,4 | 1,7 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 7,1 | 4,2 | 2,4 |
| Formación bruta de capital fijo | 12,2 | 0,4 | -0,7 |
| Consumo total | 5,6 | 5,4 | 3,4 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 1,1 | 4,3 | 3,2 |
| Importaciones de bienes y servicios | 5,0 | 2,2 | -1,1 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,4 | -3,4 | -2,5 |
| Ahorro nacional (% del PIB) | 21,7 | 20,5 | 19,9 |
| Inversión nacional bruta (% del PIB) | 25,1 | 23,9 | 22,4 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 24,0 | 23,6 | 22,7 |
| FBCF (% del PIB real) | 26,8 | 25,8 | 24,9 |
| (millones de dólares) | | | |
| Cuenta corriente | -9.081 | -9.485 | -6.640 |
| Balanza comercial | 2.508 | 2.117 | 5.100 |
| Exportaciones | 77.965 | 76.684 | 77.350 |
| Importaciones | -75.458 | -74.568 | -72.250 |
| Servicios | -2.276 | -2.908 | -2.200 |
| Renta | -11.503 | -11.102 | -11.640 |
| Transferencias corrientes | 2.191 | 2.408 | 2.100 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

| | Prom. 00-07 | Prom. 10-12 | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|---|-------------|-------------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | | |
| Términos de intercambio | 8,2 | 4,1 | -3,2 | -0,5 | -1,5 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,6 | 4,6 | 3,3 | 3,6 | 3,9 |
| PIB mundial PPC (*) | 4,2 | 4,0 | 3,0 | 3,3 | 3,7 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 3,2 | 3,2 | 2,4 | 2,7 | 3,1 |
| PIB desarrolladas PPC (*) | 2,6 | 1,9 | 1,1 | 1,9 | 2,4 |
| PIB emergentes PPC (*) | 7,4 | 5,9 | 4,5 | 4,5 | 4,8 |
| Precios externos (en US\$) (*) | 4,6 | 5,3 | 0,3 | 1,0 | 1,3 |
| (niveles) | | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb) | 154 | 367 | 332 | 310 | 290 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/baril) | 44 | 90 | 98 | 100 | 93 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/baril) | 42 | 101 | 109 | 108 | 103 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m³) (*) | 367 | 742 | 785 | 792 | 759 |
| Líbor US\$ (nominal, 90 días) | 3,6 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,6 |

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

componente durable. Las existencias tuvieron una caída importante en el primer trimestre, en parte por el repunte de los envíos mineros, pero también por una menor disposición a mantener inventarios en otros sectores. Las expectativas empresariales medidas por el IMCE han tenido un descenso importante y en mayo los sectores ligados a la demanda interna se ubican por debajo del valor neutral. El menor crecimiento de la demanda final y el mayor aumento de las exportaciones se ha traducido en una reducción más acelerada del déficit de la cuenta corriente, que al primer trimestre llegó a 3,1% del PIB (3,4% a fines del 2013). Medido a precios de tendencia, el déficit de la cuenta corriente también ha tenido un ajuste relevante.

Si bien la economía ya acumula un par de trimestres de bajo dinamismo, en el mercado laboral la situación ha sido más resiliente que en ciclos previos de ajuste. La tasa de desempleo sigue en niveles históricamente bajos. Aunque los salarios nominales se aceleraron, en términos reales se han moderado. En la creación de empleo se ha visto algo más de deterioro, el crecimiento anual del empleo asalariado ha descendido y el de cuenta propia ha subido. Se agrega un menor crecimiento de las vacantes laborales.

Desde octubre, el Consejo ha reducido la TPM en 100 puntos base (pb), lo que ha contribuido a una disminución de las tasas de interés de corto plazo y también del costo de financiamiento de largo plazo, que en algunos casos alcanza sus niveles mínimos de la última década. Pese al menor costo del crédito, la expansión de las colocaciones bancarias ha bajado en meses recientes, especialmente en los créditos comerciales, que se asocian al financiamiento de inventarios, capital de trabajo y activo fijo. Además de los factores de demanda, según la Encuesta de Crédito Bancario las condiciones de acceso al crédito se han vuelto más restrictivas. Las opiniones recogidas en el *Informe de Percepciones de Negocios* de abril coinciden con ello. En contraste, el crecimiento anual de los créditos hipotecarios subió levemente, lo que se atribuye al término de diversos proyectos inmobiliarios y la materialización de las ventas comprometidas.

En el ámbito externo, los mercados financieros han mostrado una mayor calma respecto de la segunda mitad del 2013 y comienzos del 2014. Ello se reflejó en las mejoras en las bolsas, una baja de los premios soberanos y las tasas largas, y una apreciación de las monedas emergentes. En ello se conjugaron varios factores. En EE.UU., el retiro de los estímulos no convencionales ha ido acorde con lo previsto. En la Eurozona se han dado avances en el ámbito fiscal y bancario. En esta última, se agrega una política monetaria más expansiva para evitar un escenario de deflación. En China los riesgos para el sistema financiero y el crecimiento siguen presentes. En todo caso, las autoridades han anunciado algunas medidas focalizadas de estímulo fiscal y reformas a su mercado de capitales, y las recientes pruebas de tensión a la banca indicaron niveles adecuados de capital. El precio del cobre mostró vaivenes relevantes en los últimos meses. Luego de alcanzar niveles cerca de US\$3,15 la libra, en lo más reciente retornó a cifras del orden de US\$3 la libra. En el escenario base, el precio del cobre proyectado para el 2014 y 2015 es US\$3,1 y 2,9, respectivamente.

En la actividad mundial, se ha seguido consolidando un mayor crecimiento del mundo desarrollado y una desaceleración en el emergente. Con todo, se producen varios ajustes a la baja en las proyecciones para este año, mayormente por datos efectivos del primer trimestre. Así, se prevé que en el período 2014-2015 los socios comerciales crecerán en promedio 3,7%, una décima menos que

lo previsto en marzo. Pese a que esta corrección es de menor cuantía, en América Latina se observa un panorama menos favorable. Destacan revisiones a la baja en Argentina, Brasil y México. La inflación sigue contenida en el mundo desarrollado, mientras que en los emergentes, en particular América Latina, aumentan las perspectivas de corto plazo, por la depreciación de sus monedas en el último año.

El Consejo estima que en el escenario base, la inflación se mantendrá en niveles superiores a 4% por algunos meses más, finalizando el 2014 en torno a esa cifra. En el curso del 2015 seguirá reduciéndose, llegando a valores alrededor de 3% en el primer semestre del próximo año, nivel en torno al que permanecerá hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2016. La inflación subyacente, que se ubica en niveles menores a los de la inflación total, también descenderá en los meses venideros, oscilando cerca de 3% a partir de la primera mitad del 2015.

La trayectoria prevista para la inflación descansa en varios supuestos. Por un lado, en que el traspaso de la depreciación del peso a los precios será acorde con el patrón histórico. Además, el Consejo utiliza como supuesto metodológico que el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Se suma como supuesto de trabajo que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También considera como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

Por otro lado, en el escenario base se considera que el menor grado de utilización de la capacidad instalada reducirá las presiones inflacionarias internas, y con ello ayudará al retorno de la inflación a 3% en el horizonte de proyección. En este sentido, el Consejo estima que este año la economía crecerá entre 2,5 y 3,5%, rango que es inferior al previsto en marzo (3 a 4%). Esta corrección responde a la mayor debilidad que mostraron los sectores económicos relacionados con la demanda interna en el primer cuarto del año. Las expectativas privadas han tenido un cambio similar en este período. Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), la estimación de crecimiento para el año se redujo de 3,7 a 3,0% entre marzo y junio.

El escenario base prevé que la economía recuperará lentamente un mayor dinamismo hacia el segundo semestre de este año, con tasas de expansión anual que serán mayores hacia los últimos meses del 2014. Esta proyección contempla algún grado de recuperación de la inversión, dadas las condiciones de costo de financiamiento interno y externo. La TPM se ha reducido 100pb en los últimos trimestres y, como ya se mencionó, las tasas de interés de largo plazo están en niveles que son los menores en una década, al mismo tiempo que las primas por riesgo se han reducido. También incide el impulso externo, parte del que ya se vio en el primer trimestre, a consecuencia tanto de mejores precios en dólares como de la reasignación de recursos internos que se deriva de la depreciación real de la moneda. Se añade que el mundo desarrollado tendrá un mejor desempeño. Por último, está el impulso que proveerá el gasto público, en particular la inversión, por la baja ejecución presupuestaria del 2013. En el sentido contrario, apuntan el mencionado deterioro en las mediciones de expectativas empresariales y las revisiones a la baja en el cronograma de proyectos de inversión previstos por la CBC para el 2014.

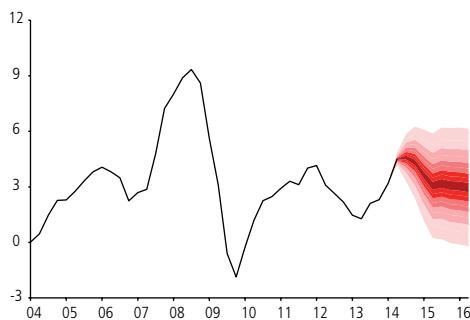
INFLACIÓN

| | 2013 | 2014 (f) | 2015 (f) | 2016 (f) |
|--|------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Inflación IPC promedio | 1,8 | 4,1 | 3,2 | |
| Inflación IPC diciembre | 3,0 | 4,0 | 3,1 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*) | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 1,2 | 3,5 | 3,2 | |
| Inflación IPCSAE diciembre | 2,1 | 3,7 | 2,8 | |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) | | | | 2,8 |

(f) Proyección.

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

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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

En el plano externo, el mayor riesgo continúa siendo el desempeño de la actividad de China y los desarrollos de su sistema financiero. El impacto de este escenario de riesgo sigue siendo significativo, considerando su relevancia en el mercado de las materias primas, incluido el cobre, y su importancia en el comercio mundial. Además, no se puede descartar que las vulnerabilidades en otras economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad. Los riesgos relacionados con el retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. y la situación macrofinanciera en la Eurozona se han atenuado, pero siguen siendo capaces de generar episodios de mayores fluctuaciones en los mercados financieros internacionales. En particular, el contexto actual de disminuciones en los premios soberanos podría generar una reversión más intensa. Con todo, un mejor desempeño de la economía estadounidense también implicaría un mayor impulso externo.

En el ámbito local, el primer riesgo se concentra en torno al panorama inflacionario de corto plazo. El escenario base considera que la inflación estará transitoriamente por sobre 4% y retornará a 3% en el curso del 2015. Esto, en parte, porque la desaceleración de la economía en los últimos trimestres dará paso a menores presiones inflacionarias a futuro. Sin embargo, existen riesgos al respecto, en particular por la dificultad en la medición del nivel efectivo de las holguras de capacidad y el nivel de estrechez de los márgenes. Así, por ejemplo, la situación del mercado laboral aún es estrecha en relación con sus valores históricos y la evolución reciente del PIB, lo que podría incidir en la inercia y sensibilidad de los salarios nominales respecto de la evolución efectiva de la inflación. Sin embargo, otros indicadores del mercado laboral, como la evolución de la ocupación asalariada y las vacantes, señalan que también se están abriendo holguras en este sector.

Un segundo riesgo del escenario interno dice relación con el bajo desempeño de la inversión en los últimos trimestres. Aunque el escenario base supone una leve recuperación en lo venidero, la inercia propia de este componente puede prolongar su débil comportamiento más allá de lo previsto. De hecho, desde septiembre del año pasado a la fecha la proyección de crecimiento anual de la inversión para el 2014 ha sido corregida a la baja en más de cinco puntos porcentuales.

El panorama externo no muestra grandes cambios. En lo interno, la inflación ha aumentado más allá de lo previsto hace unos meses, al mismo tiempo que la economía se encuentra en una fase de bajo crecimiento. Luego de reducir la TPM entre octubre del 2013 y marzo del 2014, el Consejo ha mantenido la tasa en 4% en los últimos meses. El Consejo evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM DE MARZO 2014

A comienzos del 2014, la actividad y la demanda habían crecido menos que lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre del 2013, especialmente en los sectores ligados a la inversión. La inflación anual había sido algo mayor que la prevista, retornado a tasas del orden de 3%, principalmente por alzas del costo de la energía, reflejo tanto de precios externos superiores como de la depreciación del peso. Las expectativas de inflación a fines del horizonte de proyección seguían en torno a 3%, aunque para el corto plazo habían aumentado levemente.

En el escenario externo, el principal cambio era la fuerte disminución del precio del cobre, deteriorando los términos de intercambio relevantes para Chile. Tanto el escenario de crecimiento mundial como el de condiciones financieras externas no mostraban modificaciones significativas en los últimos meses. Con todo, se habían producido algunos episodios de volatilidad financiera en los mercados externos y una depreciación generalizada de las monedas de países emergentes. La depreciación del peso chileno era importante e incluso superior a la del promedio de estas economías.

En ese contexto, el Consejo había reducido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en sus reuniones de febrero y marzo, llevándola a 4%. Además, había indicado que evaluaría la posibilidad de introducir recortes adicionales según la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

El escenario base del IPoM de marzo reducía el crecimiento del PIB para el 2014 a un rango entre 3 y 4% (3,75 a 4,75% en diciembre). Esto reflejaba, principalmente, una menor expansión de la inversión efectiva y esperada, con lo que el crecimiento de la economía a lo largo del 2014 sería inferior al observado el 2013 y al de su tasa de tendencia. En cuanto a la inflación, se proyectaba que la variación anual del IPC aumentaría transitoriamente a cifras entre 3,5 y 4%. Ello respondía mayormente al traspaso directo de la depreciación del peso hacia los precios de bienes y servicios. En el escenario base, se preveía que el menor uso de la

capacidad instalada, que se deducía del comportamiento de la actividad, mitigaría las presiones inflacionarias y la propagación de los efectos directos de la depreciación. Así, ya a partir de fines del 2014 la inflación total volvería a valores más cercanos a 3%, donde se ubicaría hasta fines del horizonte de proyección, el primer trimestre del 2016.

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

En el plano externo, el principal riesgo se relacionaba con la evolución de las economías emergentes, en particular de China. Se agregaba la posibilidad de que las vulnerabilidades acumuladas por algunas economías emergentes produjeran nuevos episodios de volatilidad. También se consideraban riesgos relativos al proceso de recuperación de la economía estadounidense y el manejo de su política monetaria, así como a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona. Por último, estaba la posibilidad de que un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Ucrania tuviera efectos sobre los precios de las materias primas, así como sobre la confianza en Europa.

En el ámbito local, por un lado los riesgos tenían relación con la posible recuperación de la actividad y, en particular, de la inversión. Se añadía el riesgo de que el traspaso de la depreciación del peso a la inflación fuera superior al previsto.

REUNIONES DE ABRIL Y MAYO

En abril, la evolución del panorama internacional era similar a la analizada en la última Reunión y al contenido del IPoM de marzo, salvo por mejores condiciones financieras globales. Los antecedentes internos confirmaban que la actividad resto —no ligada a los recursos naturales— y la demanda final crecían a un ritmo moderado, relajando la intensidad de uso de la capacidad



instalada y las presiones sobre el mercado laboral. La tasa de desempleo, sin embargo, seguía en niveles históricamente bajos. En marzo, la inflación había mostrado nuevamente una sorpresa al alza. Ello reflejaba, en lo grueso, el impacto de la depreciación del peso, así como las alzas en los precios internacionales de la energía y los alimentos. Las expectativas inflacionarias se mantenían en torno a 3% anual y se esperaba que las holguras de capacidad contribuyeran a reducir las presiones inflacionarias internas a mediano plazo.

La División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 4% o recortarla en 25 puntos base (pb), a 3,75%. Mantenerla se podía justificar en que ya se había recortado en 100pb en los últimos meses, el crédito interno fluía normalmente, las tasas de interés de corto y largo plazo habían disminuido y el tipo de cambio real estaba por sobre sus promedios históricos, al mismo tiempo que la inflación se encontraba en torno a la meta de 3%. Además, mantenerla sin descartar la posibilidad de reducciones más adelante, permitía acumular más antecedentes sobre el efecto de los ajustes ya realizados y la persistencia de las sorpresas inflacionarias de los últimos meses. La opción de recortar la TPM era coherente con la expectativa de que continuarían acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. También con que el repunte reciente de los registros inflacionarios era transitorio —como consecuencia de la depreciación del peso y otros factores puntuales—, y las expectativas inflacionarias se mantenían en torno a 3%. Este escenario, como se había señalado en el último IPoM, podría requerir un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permaneciera en torno a la meta en el horizonte de política. Sin embargo, un recorte de la TPM en esta oportunidad sería sorpresivo, considerando las novedades inflacionarias recientes. En todo caso, las expectativas de mercado, aun después de esta sorpresa, contemplaban nuevas reducciones de la TPM en el corto plazo. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 4%.

En mayo, el panorama internacional seguía sin mayores cambios respecto de meses previos. La mayor novedad del mes había sido el registro de inflación de abril, bastante por sobre lo previsto. Con ello, en los últimos cuatro meses, el IPC y el IPCSAE habían acumulado aumentos de 2,1 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente. Este comportamiento reflejaba, en lo grueso, el impacto de la depreciación del peso, además de la influencia de alzas en los precios internacionales de los alimentos. Sin embargo, llamaba la atención el repunte de la inflación de servicios, que reflejaba la incidencia de diversos reajustes tarifarios, en parte influidos por la trayectoria reciente del tipo de cambio. Al mismo tiempo, aquellos rubros más directamente vinculados a la evolución de las remuneraciones mostraban un comportamiento

inercial. Al respecto, destacaba que la variación de los salarios nominales subía en los últimos meses, pese al menor dinamismo del mercado laboral. Los salarios reales, sin embargo, mostraban una desaceleración dado el aumento de la inflación.

Con todo, dicha sorpresa inflacionaria había afectado las expectativas en los plazos más próximos, pero a plazos mayores no se observaban cambios relevantes. De hecho, las expectativas inflacionarias en los plazos relevantes para la política monetaria se mantenían en torno a 3% anual.

En cuanto al PIB, la actividad resto y la demanda final crecían a un ritmo moderado y similar al proyectado en el último IPoM. Este crecimiento, inferior al estimado para el PIB potencial, implicaba un menor uso de la capacidad instalada, lo que, a mediano plazo, reduciría las presiones inflacionarias internas y moderaría el déficit de la cuenta corriente. Sin embargo, la estimación de las holguras disponibles era imprecisa. La tasa de desempleo continuaba en niveles bajos en términos históricos, aunque en los últimos meses se habían observado señales de descompresión, como la menor creación de empleos asalariados, la disminución de vacantes laborales y el aumento en el número de trabajadores por cuenta propia.

La División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 4% o recortarla en 25pb, a 3,75%. La opción de mantener la TPM se podía justificar en que ya se había recortado en 100pb a lo largo de los últimos meses, las tasas de corto y largo plazo de mercado habían disminuido y el tipo de cambio real se encontraba depreciado respecto de su promedio histórico. Al mismo tiempo, la inflación estaba transitoriamente por sobre el límite superior del rango de tolerancia. Mantener la TPM en esta oportunidad, sin descartar la posibilidad de introducir ajustes más adelante, permitiría acumular mayores antecedentes sobre la persistencia de las sorpresas inflacionarias de los últimos meses. Aunque en el escenario más probable el aumento de la inflación anual por sobre 4% sería transitorio, lo que también se reflejaba en las expectativas de mercado, la sucesión de sorpresas al alza recomendaba tener algún grado de cautela en esta materia.

La alternativa de recortar la TPM era coherente con la proyección de que se continuarían acumulando holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. Este escenario, como se había señalado en el último IPoM, podría requerir un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permaneciera en torno a la meta en el horizonte de política. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 4%.

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

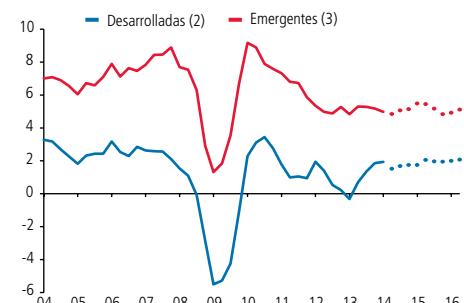
El escenario de crecimiento mundial de mediano plazo apunta a un afianzamiento gradual de la recuperación de los países desarrollados, liderados por EE.UU. La Eurozona, si bien frágil, muestra una recuperación sostenida. Por otro lado, los países emergentes han continuado desacelerándose de forma generalizada, aunque las perspectivas anticipan cierta estabilización del crecimiento de este grupo (gráfico I.1). Con todo, el escenario base ajusta la proyección de crecimiento de los socios comerciales de Chile una décima a la baja para el 2014 a 3,6%, principalmente por datos efectivos del primer trimestre, en tanto lo mantiene en 3,9% para el 2015 (tabla I.1).

El principal foco de riesgo continúa centrado en una desaceleración económica de China más intensa que lo esperado, en especial por la ralentización de su sector inmobiliario y sus consecuencias sobre la inversión, la calidad de los activos bancarios y las finanzas de los gobiernos locales. La materialización de este riesgo conlleva efectos de relevancia, principalmente, en el comercio mundial y el precio de las materias primas, incluido el cobre. En tanto, otros riesgos se han aminorado, como los relacionados con una normalización más rápida de la política monetaria de EE.UU. En la Eurozona se han producido avances en el frente fiscal y bancario^{1/}, aunque su situación continúa frágil, con un crecimiento acotado.

En EE.UU., el desempeño del mercado laboral siguió mejorando, con una importante creación de empleos llevando la tasa de desocupación a 6,3% en abril. Similarmente, los ingresos laborales repuntaron, lo que junto con el aumento del precio de viviendas y acciones, estas últimas hasta máximos históricos, han impulsado la confianza y el consumo de las personas. Se suma un menor ajuste fiscal. Por otro lado, las expectativas de gerentes de compra de servicios y manufacturas de mayo adelantan un importante rebote de la actividad hacia adelante, lo que se ha reflejado, por ejemplo, en los pedidos de bienes durables. Además, los estándares de otorgamiento de créditos a empresas siguen relajándose. Todo esto apoya la percepción de que la contracción del crecimiento del PIB en el primer trimestre, que hizo corregir

GRÁFICO I.1

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



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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

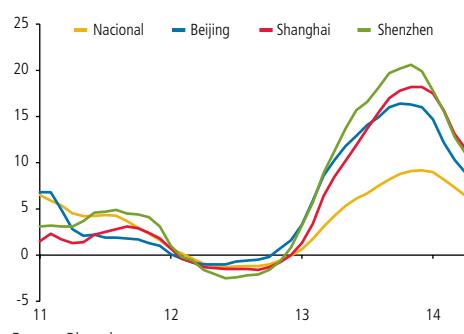
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

^{1/} Ver Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre 2014.

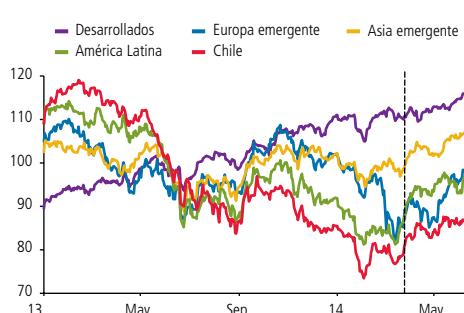
**GRÁFICO I.2**China: Indicadores de actividad
(variación anual, porcentaje)

(*) 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.

GRÁFICO I.3China: Precio de viviendas nuevas
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4Indicadores bursátiles (1) (2)
(índice, promedio 2013=100)

(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de marzo 2014.

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

Fuente: Bloomberg.

levemente a la baja la proyección para el 2014, fue una situación transitoria, probablemente consecuencia de un invierno más severo que lo habitual en el hemisferio norte. De hecho, para el 2015 sube la proyección.

La Eurozona creció 0,7% trimestral anualizado el primer cuarto, similar al lapso anterior, aunque bajo las expectativas de mercado. Alemania continúa liderando el crecimiento del bloque, secundada, esta vez, por España. En cambio, Francia e Italia frenaron el avance, e incluso esta última se contrae marginalmente. Las expectativas del sector manufacturero se mantienen elevadas y la de servicios repuntó, ambas en la zona de expansión. La confianza del consumidor subió con fuerza en mayo, reafirmando la evolución positiva del gasto de consumo. Ello, justifica la previsión de un aumento en la velocidad de expansión de la actividad a lo largo del 2014. Y en lo más reciente, se agrega el aumento del estímulo monetario de su Banco Central.

En los primeros tres meses del año, Japón creció 6,7% trimestral anualizado. El consumo privado fue el componente que más subió, adelantándose al aumento del IVA instaurado en abril, aunque otros componentes, como la inversión no residencial y las exportaciones, también aportaron. Para el segundo trimestre se espera un menor gasto de los consumidores, algo que se refleja en el deterioro de las ventas minoristas y las importaciones. La producción industrial se contrae y las expectativas manufactureras cayeron fuertemente en abril —en la zona de contracción—. Esta última, en mayo, mostró cierta recuperación ubicándose en torno al umbral neutral.

China se expandió 7,4% anual en el primer trimestre (7,7% en el cuarto previo). La moderada desaceleración de la actividad se debe a una pérdida de dinamismo de la inversión en activo fijo y al débil desempeño de las exportaciones en los primeros meses de este año (gráfico I.2). No obstante, la fragilidad del sistema financiero ha llevado a las autoridades a tomar medidas para contener los riesgos ahí incubados, principalmente en el *shadow banking*. Así, junto con algunas regulaciones en el sector bancario, se vio una menor expansión del crédito y aumentos en las tasas de interés. A principios del segundo trimestre, el gobierno chino anunció algunas medidas de estímulo más focalizadas, como la construcción de vías de ferrocarril y de viviendas básicas. Las ventas minoristas y la actividad manufacturera retrocedieron en el margen. En todo caso, las expectativas del sector manufacturero mejoraron en la punta, aunque se mantienen bajo el pivote de expansión. Algo que llama la atención es la desaceleración del sector inmobiliario, tanto en los precios como en las ventas (gráfico I.3). Así, continúa siendo un factor de riesgo, dada su importante participación en el PIB.

En el resto del mundo emergente, el escenario base reduce la proyección de crecimiento para América Latina en 3 y 4 décimas, hasta 2,0 y 3,0% para el 2014 y el 2015, respectivamente. Los principales ajustes se dan en México, Brasil y Argentina. En México, el consumo privado permaneció débil, la construcción perdió dinamismo, aunque el sector manufacturero se aceleró junto con las exportaciones. En Brasil, pese a la caída de la tasa de desempleo, retrocedieron las ventas minoristas y la confianza de los consumidores. En Argentina aumentó el desempleo, y cayeron la producción industrial y la construcción.

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Los mercados financieros internacionales han exhibido una mayor calma en los últimos meses, luego de los eventos de mediados del 2013 y comienzos del 2014, como se desprende de la disminución de la volatilidad y de la aversión al riesgo. Ello, en parte, debido a que la reducción de las compras de activos por parte de la Reserva Federal ha continuado de acuerdo con los montos y plazos esperados por el mercado. Al mismo tiempo, sus autoridades han reiterado las señales de una lenta normalización de la política monetaria convencional.

Así, el precio de las acciones aumentó (gráfico I.4) y las tasas de los bonos de gobierno a 10 años plazo disminuyeron (gráfico I.5), tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. Igualmente, los premios por riesgo soberano retrocedieron en ambos grupos (gráfico I.6). Los flujos de capitales han retorna do de manera incipiente al mundo emergente (gráfico I.7), lo que se condice con la apreciación en el margen de las monedas del conjunto de estas economías, especialmente respecto del dólar estadounidense.

MATERIAS PRIMAS

El precio de los combustibles y del cobre aumentó desde el IPoM anterior, no así el de los productos agrícolas (gráfico I.8). En esto se conjugan una serie de factores, resaltando el alza de las perspectivas industriales y de la demanda, principalmente del mundo desarrollado. Con todo, las importaciones desde China siguen afirmando el precio de ciertas materias primas.

El precio del petróleo WTI y Brent, aunque con vaivenes, subió en torno a 4 y 3%, respectivamente. El incremento del precio de la gasolina fue algo menor. Los positivos datos coyunturales de actividad en la mayoría de los países desarrollados llevó a un aumento de la demanda mundial de petróleo. Además, la demanda de China por este combustible se mantiene sólida. Por el lado de la oferta, para copar esta mayor demanda, se requiere que la OPEP incremente su producción para lo que resta del año, sobre lo que no se tiene completa certidumbre. Basados en los precios implícitos de los contratos futuros de los últimos diez días hábiles anteriores al cierre de este IPoM, el precio promedio proyectado para el WTI y el Brent es algo mayor. De todos modos, se sigue considerando una trayectoria descendente.

El precio del cobre mostró vaivenes relevantes en los últimos meses. Luego de alcanzar niveles cerca de US\$3,15 la libra, en lo más reciente retornó a cifras del orden de US\$3,05 la libra. Así, subió 4,5% desde el cierre estadístico del IPoM previo. Esto se debió al aumento de la demanda desde los países industrializados, especialmente los desarrollados. En estos últimos, se plasmó en el alto nivel de las expectativas manufactureras, a lo que se suma la recuperación de este índice en China. Por otro lado, los inventarios en bolsa se han drenado de manera importante, reduciéndose cerca de 40% desde el IPoM anterior. Con todo, se estima que el incremento de las tenencias del metal rojo en las bodegas aduaneras chinas más que compensaría esa caída. Sin embargo, existe un mayor grado de incertidumbre por el uso de cobre como colateral en operaciones financieras de crédito. El escenario base de este IPoM eleva

GRÁFICO I.5

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

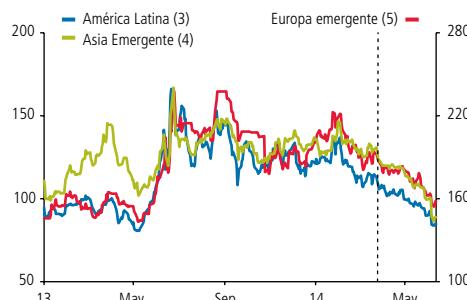


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2014.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6

Premios por riesgo de economías emergentes (1) (2) (puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2014.

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

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

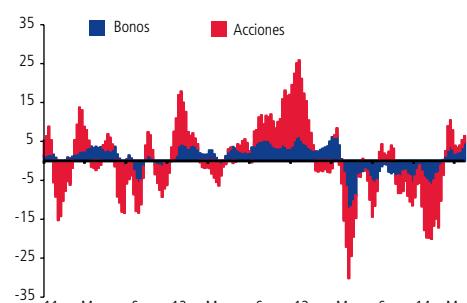
(4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia.

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

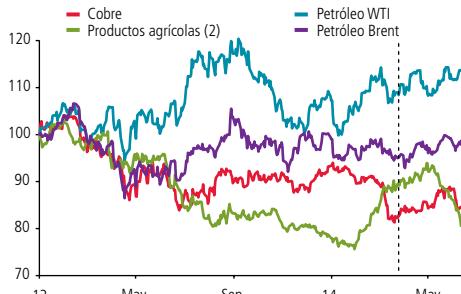
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7

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



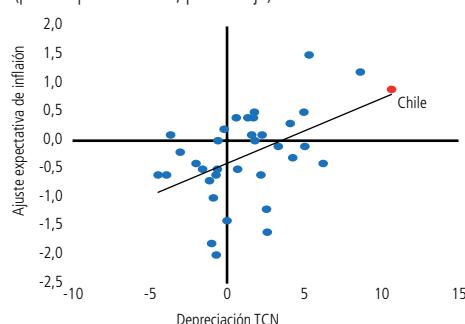
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

**GRÁFICO I.8**Precios de materias primas (1)
(índice, 01/01/2013=100)

(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de marzo 2014.

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

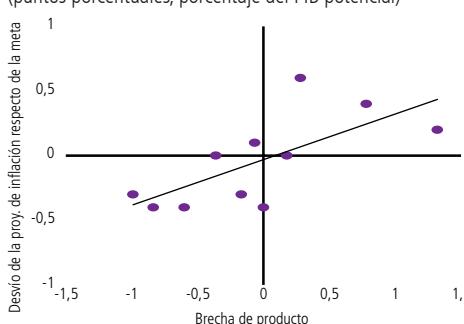
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.9Ajuste de expectativas de inflación y variación del TCN entre octubre del 2013 y mayo del 2014 (1) (2)
(puntos porcentuales; porcentaje)

(1) Considera una muestra de 11 países desarrollados y 24 emergentes.

(2) La línea representa una medida de correlación entre estas variables.

Fuentes: Consensus Forecasts y Bloomberg.

GRÁFICO I.10Desvío de la proyección de inflación desde la meta y brecha de producto para el 2015 (1) (2)
(puntos porcentuales, porcentaje del PIB potencial)

(1) Considera una muestra de 11 países desarrollados y emergentes de acuerdo con la disponibilidad de los datos.

(2) La línea representa una medida de correlación entre estas variables.

Fuentes: Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y OCDE.

la trayectoria futura del precio para 2014-15, aunque el aumento de la oferta hacia el 2015 la mantiene descendente.

El precio de los productos agrícolas cayó en torno a 1% en los últimos meses. La estabilización de las tensiones geopolíticas en Ucrania y una mejora de las condiciones climáticas en algunos importantes países productores revirtió el aumento del precio observado a comienzos del segundo trimestre.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

En el mundo desarrollado continúa un ambiente de inflación reducida, debido en parte a amplias holguras de capacidad, una recuperación económica aún en despegue y monedas que se han apreciado respecto de un año atrás. No obstante, las expectativas de inflación reflejan un 2014 con registros, en el margen, más elevados que el 2013, concordantes con el estado del ciclo económico. En todo caso, se anticipa un lento retorno de la inflación a las metas de los respectivos bancos centrales. La excepción es la Eurozona, donde la inflación esperada se ajustó a la baja, lo que ha originado cautela respecto de un posible riesgo deflacionario e impulso a su Banco Central a aumentar la expansividad de su política monetaria.

La inflación del mundo emergente no muestra cambios significativos en el agregado. Sin embargo, destaca el repunte de la inflación en América Latina, la que en todo caso ha estado dominada por los componentes más volátiles. Con todo, la depreciación de las monedas hizo subir las expectativas de inflación no solo en América Latina sino también en varios otros países (gráfico I.9). Pero la desaceleración económica en curso y la consecuente generación de holguras de capacidad se traducirían en menores presiones inflacionarias, por lo que a dos años plazo se anticipa un retorno a cifras de inflación coherentes con la meta en estos países (gráfico I.10).

Respecto de la política monetaria convencional, prevalecen tasas de interés sin mayores cambios. Hacia adelante, en los países desarrollados, dado el panorama de inflación, se prevé una lenta normalización de las tasas de referencia. Así, en EE.UU. la primera alza de su TPM sería a mediados del 2015, expectativa que ha ganado en probabilidad. En la Eurozona, como se indicó, el Banco Central redujo levemente la tasa de política monetaria y anunció algunas medidas adicionales con el propósito de inyectar mayor impulso a la economía.

En los países emergentes existe mayor divergencia respecto de los movimientos futuros de sus tasas de referencia. Contribuye a esto el balance entre el estado del ciclo de actividad y los registros de inflación recientes. En algunos predomina la desaceleración económica por sobre la inflación, y por tanto un mayor impulso monetario, y en otros se da el escenario opuesto. Un ejemplo de lo primero es México, que redujo su tasa de instancia monetaria en 50 puntos base, sorprendiendo a los analistas del mercado.

En relación con la política monetaria no convencional, Japón y el Reino Unido no han modificado sus programas de compra de activos. En cambio, EE.UU. ha llevado adelante la reducción de su relajo cuantitativo en montos y plazos acordes con sus anuncios y con lo esperado por el mercado.

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses la economía chilena ha continuado con un bajo desempeño de la actividad y la demanda interna, mientras la inflación anual aumentó por sobre 4,0%. El incremento de la inflación ha ido más allá de lo previsto, y se estima que se ubicará durante algunos meses sobre el límite superior del rango de tolerancia. A mediano plazo, tal como reflejan las expectativas de mercado, volverá a 3%. En el ámbito internacional, continúa el proceso de recuperación de los países desarrollados, mientras los emergentes han seguido desacelerándose. Los mercados financieros internacionales muestran mayor calma. En este contexto, luego de reducir a 4% la Tasa de Política Monetaria (TPM) en su reunión de marzo, y completar una reducción de 100 puntos base (pb) desde octubre del año pasado, el Consejo la mantuvo en sus reuniones de los últimos meses. También ha señalado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales, dependiendo de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias sobre las perspectivas inflacionarias.

Las expectativas de mercado de corto plazo para la trayectoria de la TPM, aunque con vaivenes por el efecto de la alta inflación en lo más reciente, continúan anticipando dos recortes en los próximos meses. A mediano plazo, la TPM prevista por las distintas medidas de expectativas, con excepción de la EOF, bajó entre 6 y 50pb a un año y, entre 15 y 55pb a dos años. Así, a dos años plazo, la TPM se ubicaría entre 3,7 y 4,6% (4,3 y 4,8% en marzo) (gráfico y tabla II.1)

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

| | A diciembre 2014 | | A un año | | A dos años | |
|---------------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | IPoM marzo | IPoM junio | IPoM marzo | IPoM junio | IPoM marzo | IPoM junio |
| EEE (1) | 4,00 | 3,50 | 4,00 | 3,50 | 4,50 | 4,00 |
| EOF (2) | - | 3,50 | 3,75 | 3,75 | 4,00 | 4,00 |
| Curva forward (3) | 3,78 | 3,63 | 4,00 | 3,88 | 4,76 | 4,60 |
| Contratos swaps (4) | 3,65 | 3,73 | 3,72 | 3,66 | 4,25 | 3,70 |

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

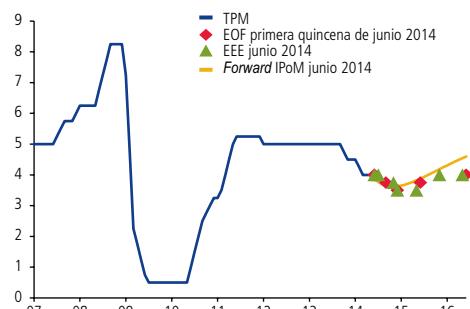
(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de marzo y primera quincena de junio del 2014.

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

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

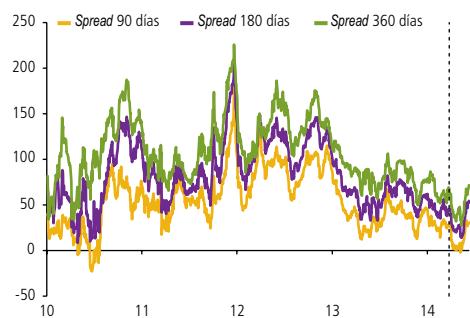
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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



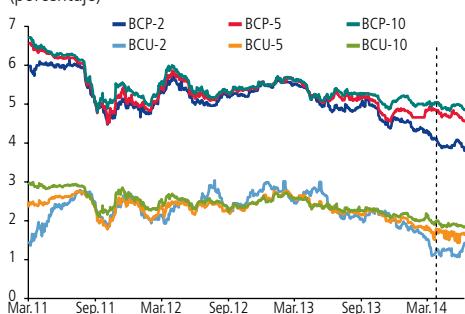
(1) Medidas por el spread prime-swap promedio cámara. Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical puntuada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (*) (porcentaje)

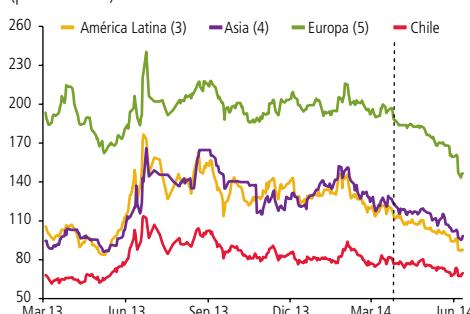


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.4

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



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

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2014.

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

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

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

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.5

Colocaciones de bonos corporativos (*) (miles de millones de dólares acumulados en 12 meses)



(*) Cifra de junio del 2014 incluye información hasta el 11 del mes.

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

En el mercado monetario, al cierre de este IPoM las tasas y spreads no muestran cambios significativos respecto de marzo. Sin embargo, en el intertanto tuvieron movimientos importantes (gráfico II.2). Hasta principios de mayo continuaron disminuyendo, llegando hasta valores mínimos. Luego, el aumento de las expectativas de inflación de corto plazo, a lo que se añadieron otros eventos como la venta de depósitos a plazo de los fondos mutuos, las hicieron aumentar. Así, las tasas prime siguieron entre 4 y 4,3%. Lo mismo ocurrió con las tasas en pesos de los depósitos transados en bolsa.

En el mercado de renta fija, hasta principios de mayo las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería siguieron una tendencia similar a las del mercado monetario. Luego, la sorpresa inflacionaria de corto plazo afectó la estructura de tasas, haciendo subir las tasas nominales y disminuir aquellas en UF en los tramos más cortos. En el mismo mes, también se observó un leve aumento de las tasas en los tramos más largos, en línea con el anuncio de emisiones de la Tesorería General. Respecto del cierre del IPoM anterior, los BCP a 2, 5 y 10 años plazo disminuyeron entre 10 y 20pb. Similar tendencia siguieron los BCU a 5 y 10 años plazo, aunque en menor magnitud. En tanto, los BCU a 1 y 2 años plazo registraron aumentos de 25 y 10pb, respectivamente (gráficos II.3).

CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones de financiamiento externo para Chile presentan mejoras marginales. Los premios por riesgo soberano a cinco años, medidos a través del Credit Default Swap (CDS), han disminuido para todas las economías emergentes. Si bien, comparativamente los CDS de Chile disminuyeron en menor magnitud, estos se encuentran en niveles por debajo de los promedios de los emergentes, encontrándose en torno a 70pb (gráfico II.4). Los spreads de los créditos contratados por los bancos chilenos en el exterior, aunque con algunos vaivenes, terminaron en niveles algo más bajos que los vigentes al cierre del IPoM anterior. Similar evolución siguió el premio por riesgo de los bonos de empresas colocados en el exterior, mostrando el CEMBI de Chile una disminución de 25pb entre el cierre del IPoM anterior y este.

En el mercado de bonos locales, las colocaciones de empresas tanto financieras como no financieras se mantuvieron dinámicas —aunque algo menos que a fines del 2013—, y con condiciones más favorables, tal como se señala en el IEF del primer semestre. El mayor dinamismo en la emisión de bonos de empresas financieras, tanto en el mercado local como en el externo, podría estar sustituyendo el menor volumen contratado de créditos con bancos externos (gráfico II.5).

Las condiciones financieras de la banca local que enfrentan personas y empresas han mostrado algunos cambios en los últimos meses. El crecimiento anual de las colocaciones comerciales mostró una desaceleración, bajando a 7,5% en mayo, comparado con el 10,5% registrado al cierre del IPoM anterior. Respecto a personas, el crecimiento del crédito de consumo fue similar a meses pasados,

mientras que el crecimiento de los créditos hipotecarios aumentó levemente, lo que se atribuiría al término de proyectos inmobiliarios y la materialización de ventas comprometidas (gráfico II.6). Respecto de las tasas de interés, las de los créditos hipotecarios prácticamente no variaron entre febrero y mayo, mientras que las de consumo, en su tramo más relevante —a más de tres años, 36,4% del total de colocaciones de este segmento— subieron 110pb. En el caso de créditos a empresas, las tasas de interés en sus tramos más relevantes mostraron comportamientos disímiles, con una disminución de 170pb en los plazos entre 30 y 89 días —23% de las colocaciones comerciales—, y un alza de 110 y 30pb en los plazos menores a 30 días y entre 180 días y un año, respectivamente.

Por su parte, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de marzo realizada a los bancos, reporta condiciones de oferta similares a las de diciembre en el segmento de consumo —ya se habían estrechado en trimestres previos—, mientras que para los créditos hipotecarios para la vivienda algunos bancos dan cuenta de condiciones más estrechas. También se reportan condiciones más restrictivas para las empresas, especialmente para las de mayor tamaño. Respecto de la demanda, a excepción de las pymes, la ECB muestra un debilitamiento generalizado en las solicitudes de préstamos (gráfico II.7). Por último, la información recogida de distintos sectores económicos y regiones del país, en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de abril, coincide en que algunas empresas y bancos reportan una mayor exigencia de garantías y de antecedentes.

Los agregados monetarios muestran un menor crecimiento en los últimos meses, especialmente el M2 y M3, que a mayo disminuyeron sus tasas de variación a 7 y 9%, respectivamente (ambos en torno a 13% en febrero). El M1 —compuesto mayormente por pasivos bancarios no remunerados—, disminuyó levemente su crecimiento a 11% (13% en febrero) (gráfico II.8).

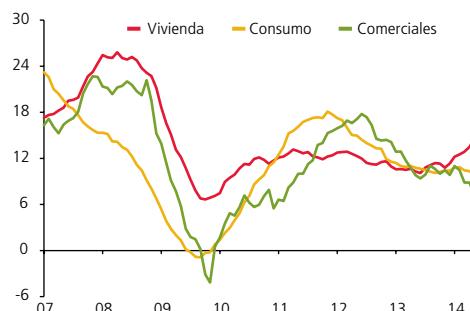
MERCADOS FINANCIEROS

La mayor calma de los mercados financieros internacionales en los últimos meses también se ha reflejado en la bolsa local y en el mercado cambiario.

El mercado bursátil chileno, al igual que otros emergentes, luego de ser afectado a principios del año por los anuncios y decisiones de la Reserva Federal sobre el inicio del *tapering*, así como por otros factores locales y regionales, ha mostrado menor volatilidad en los últimos meses. Desde el IPoM previo, se observan alzas generalizadas de las bolsas, que en todo caso fue mayor en las emergentes que en las desarrolladas. Medidas por el índice MSCI en moneda local, las bolsas emergentes y desarrolladas registraron un alza promedio de 7,3 y 4,4%, respectivamente (9,6 y 4,3% en dólares), con respecto del cierre del IPoM anterior. La bolsa local, medida por el IPSA, aumentó 7,3% en moneda local y 10% en dólares (gráfico I.4).

GRÁFICO II.6

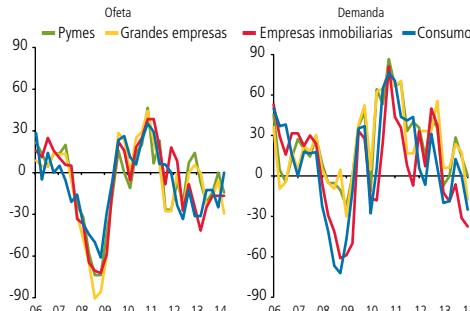
Colocaciones nominales por tipo de crédito
(variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO II.7

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

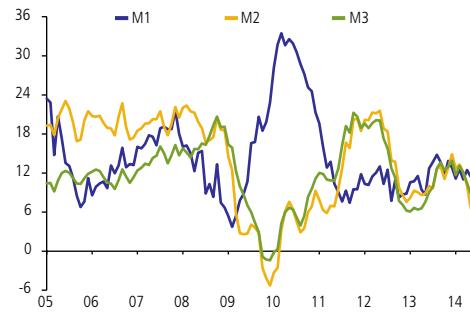


(*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.8

Agregados monetarios
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.9****Tipo de cambio nominal (1) (2)**

(índice 02/01/2012 - 12/06/2014 =100)



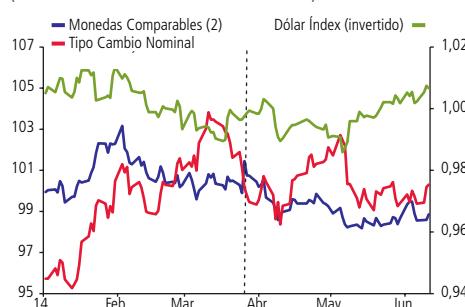
(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10**Tipo de cambio nominal (1)**

(índice 02/01/2014 - 12/06/2014=100)



(1) Aumento indica depreciación. (2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO abril 2014.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO II.11**Tipo de cambio real (*)**

(índice 1986=100)



(*) Cifra de junio del 2014 incluye información hasta el día 12 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mercado cambiario, el peso chileno mostró vaivenes. Tras depreciarse fuertemente hasta marzo, cuando superó los \$570 por dólar, se ha apreciado, mostrando posteriormente movimientos entre \$550 y \$560 por dólar. Comparada con el IPoM anterior, la moneda registra una apreciación cercana a 3% (gráficos II.9, II.10 y tabla II.2).

TABLA II.2**Paridades respecto del dólar estadounidense (1) (2)**
(porcentaje)

| | Variación TCN | | | | |
|---------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------|---------------------|--------------------------|
| | Dic./Sep. 2013 (2) | Mar.2014/Dic. 2013 (2) | Jun./Mar. 2014 (2) | Spot/ 01/01/2014 | Spot/ mínimo del 2013 |
| Brasil | -3,9 | 1,8 | -3,5 | -5,5 | 14,8 |
| Indonesia | 8,4 | -2,2 | 3,8 | -3,1 | 22,6 |
| Malasia | -2,8 | 2,7 | -2,2 | -2,2 | 8,3 |
| Turquía | 2,5 | 10,1 | -5,5 | -1,7 | 20,7 |
| Australia | -2,4 | 2,1 | -2,5 | -5,7 | 12,4 |
| Tailandia | 0,2 | 2,0 | 0,7 | -0,8 | 13,2 |
| Chile | 1,5 | 9,0 | -2,7 | 5,7 | 18,9 |
| Perú | -0,2 | 0,3 | -0,9 | 0,0 | 10,2 |
| Sudáfrica | -0,5 | 6,3 | -1,0 | 1,6 | 26,2 |
| Canadá | 0,6 | 6,4 | -2,3 | 2,0 | 10,4 |
| Hungría | -1,6 | 2,2 | -0,7 | 4,9 | 7,0 |
| Colombia | 0,5 | 4,4 | -6,0 | -2,9 | 6,5 |
| México | -0,2 | 1,6 | -1,9 | -0,5 | 8,4 |
| Reino Unido | -3,3 | -2,6 | -1,3 | -2,1 | -2,2 |
| Suiza | -1,2 | -3,7 | 2,0 | 0,8 | 1,5 |
| Rep. Checa | 4,6 | -1,8 | 2,0 | 1,8 | 8,6 |
| Nueva Zelanda | -4,0 | -3,4 | 0,7 | -5,7 | -0,6 |
| Suecia | 1,6 | -3,3 | 4,4 | 3,9 | 6,4 |
| Eurozona | -1,1 | -2,5 | 1,8 | 1,6 | 1,8 |
| Israel | -1,3 | -1,8 | -0,2 | -0,4 | -0,5 |
| Polonia | -2,2 | -2,1 | -0,2 | 0,6 | 1,1 |
| Rep. Corea | -4,9 | 1,1 | -5,0 | -3,6 | -3,1 |

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

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En línea con el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real (TCR) ha disminuido (gráfico II.11). Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, en junio el TCR se ubica en 96,8 (100 en marzo). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto metodológico que el tipo de cambio real mantendrá un nivel similar al actual, toda vez que este se ubica dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

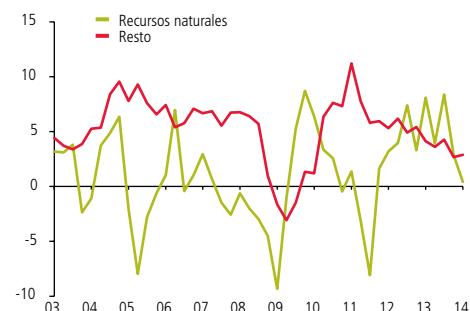
ACTIVIDAD SECTORIAL

En el primer cuarto de este año, la actividad y la demanda interna confirmaron el bajo dinamismo de los últimos trimestres. El crecimiento del PIB llegó a 2,6% anual (2,7% en el trimestre previo), en línea con lo proyectado en el IPoM anterior. Volvió a resaltar el bajo desempeño de los sectores ligados a la demanda interna. Al débil comportamiento de los rubros vinculados a la inversión, se sumó un mayor deterioro de las ramas ligadas al consumo. Indicadores parciales del segundo trimestre dan cuenta que la economía mantuvo un ritmo de expansión acotado, afectado especialmente por el desarrollo de estos rubros. Con ello, las presiones sobre el uso de la capacidad instalada han seguido cediendo. En tanto, acorde con lo previsto, los sectores de recursos naturales volvieron a reducir su variación anual, la que en todo caso ha tenido importantes vaivenes en los últimos dos años (gráfico y tabla III.1).

Si bien los sectores distintos de recursos naturales continuaron creciendo en torno a 3% anual en el primer trimestre, sorprendió el rebalanceo de su composición. Una de las principales novedades provino de la actividad agropecuario-silícola, que tuvo una recuperación relevante respecto de trimestres previos, liderada por los rubros agrícola y frutícola. En contraste, los sectores relacionados con el consumo se moderaron con mayor intensidad, conforme con la desaceleración más pronunciada de esa parte del gasto en el primer trimestre del año. Ello se verificó, fundamentalmente, en el bajo dinamismo que mantuvieron los rubros de servicios, como restaurantes y hoteles, servicios financieros y empresariales, y transporte. Además, la moderación del comercio minorista se ha acentuado en lo que va del año —bienes durables en lo primordial— mientras el mayorista sigue deprimido, aunque en niveles más estables en el margen.

Los sectores ligados a la inversión, en general, mostraron un comportamiento similar al del trimestre previo. De todas formas, han surgido señales de estabilización en algunas ramas. En la construcción, se observa cierto repunte a fines del primer cuarto y comienzos del segundo, aunque continúa creciendo a tasas inferiores a las que traía hasta septiembre del 2013. Las expectativas empresariales (IMCE) de este sector, altamente correlacionadas con el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON), anticipan

GRÁFICO III.1
Crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

(1) Cifras preliminares.

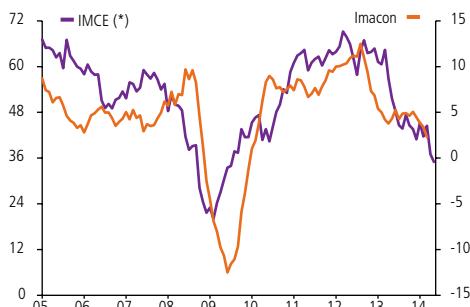
(2) Incluye educación, salud y otros servicios.

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.2**

Sector construcción
(índice; variación anual, porcentaje)

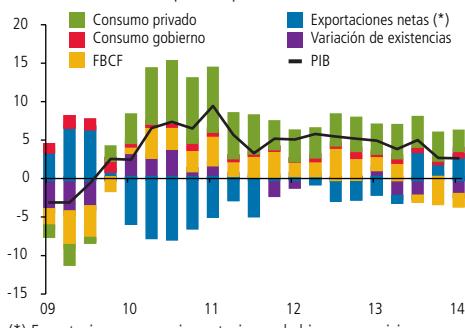


(*) Un valor sobre (abajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Cámara Chilena de la Construcción e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO III.3

Contribución al crecimiento anual del PIB
(variación real anual, puntos porcentuales)



(*) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2

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

| | Pond. | | | | | 2014 |
|--------------------------------------|-------|------|------|------|-------|-------|
| | 2013 | I | II | III | IV | |
| Demandra Interna | 100,3 | 7,2 | 4,4 | 1,3 | 1,1 | -0,3 |
| Demandra interna (s/var.existencias) | 100,0 | 6,1 | 7,1 | 3,7 | 0,4 | 2,1 |
| Formación Bruta Capital Fijo | 23,6 | 8,2 | 10,2 | -1,5 | -12,3 | -5,0 |
| Construcción y otras obras | 15,2 | 4,8 | 4,5 | 4,0 | 0,0 | 0,9 |
| Maquinaria y Equipo | 8,4 | 14,0 | 20,1 | -8,3 | -28,5 | -16,9 |
| Consumo Total | 76,4 | 5,4 | 6,1 | 5,4 | 4,6 | 4,4 |
| Consumo Privado | 64,0 | 5,7 | 6,4 | 5,4 | 4,9 | 3,7 |
| Bienes Durables | 6,6 | 14,5 | 15,9 | 12,8 | 11,3 | 2,9 |
| Bienes No Durables | 26,4 | 5,1 | 7,0 | 5,7 | 4,7 | 4,6 |
| Servicios | 31,1 | 4,5 | 4,2 | 3,6 | 3,8 | 3,0 |
| Consumo Gobierno | 12,4 | 3,4 | 4,6 | 5,6 | 3,1 | 9,6 |
| Variación de existencias (2) | 0,3 | 1,4 | 0,7 | 0,2 | 0,4 | -0,3 |
| Exportación Bienes y Servicios | 32,6 | 1,1 | 6,4 | 11,3 | -0,9 | 5,4 |
| Importación Bienes y Servicios | 32,9 | 7,0 | 8,1 | 0,5 | -5,3 | -3,6 |
| PIB Total | 100,0 | 4,9 | 3,8 | 5,0 | 2,7 | 2,6 |

(1) Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

que ha permanecido débil (gráfico III.2). Igualmente, el desempeño de las ramas manufactureras relacionadas con la inversión persiste bajo. Sin embargo, otras actividades industriales se han recuperado, en particular las líneas de exportación.

La actividad se ralentizó en la mayoría de los sectores de recursos naturales en el primer trimestre. La minería exhibió una variación anual prácticamente nula, resultado que estuvo determinado por el declive de la producción en algunas faenas importantes de cobre y, en menor medida, de oro y plata. En tanto, el incremento anual del volumen de exportaciones del metal rojo —altamente volátiles al igual que la actividad cuprífera en su conjunto— tuvo un significativo repunte a 14,8% en el primer cuarto (-1,9% en el trimestre anterior). El menor crecimiento en el sector de electricidad, gas y agua (EGA) respondió al uso de una composición menos eficiente de insumos de generación termoeléctrica, que más que contrarrestó el mayor valor agregado derivado del alza en la generación hidroeléctrica. Por su lado, la pesca mantuvo una expansión anual negativa, como ha sido la tónica del último año. Ello se explica por la contracción de la acuicultura en el primer trimestre, la que se debe en gran parte al menor cultivo de salmónidos.

El escenario base corrige a la baja la proyección de crecimiento para el 2014 respecto del último IPOM, a un rango entre 2,5 y 3,5% (3-4% en marzo). Ello considera, especialmente, un repunte más débil de los sectores ligados a la demanda interna en lo venidero. Las perspectivas para este año contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas de junio también disminuyeron, a 3% (3,7% en marzo), en tanto para el 2015 se mantuvieron en 4%.

DEMANDA INTERNA

Descontadas las existencias, la demanda interna aumentó 2,1% anual en el primer trimestre, tasa superior a la del cuarto anterior (0,4%). Esta alza se concentró hacia el final del período y estuvo asociada, principalmente, a las señales de estabilización de la inversión, tendencia que persistió a inicios del segundo trimestre. No obstante, el crecimiento del gasto sigue reflejando un dinamismo acotado, especialmente si se le compara con las tasas de expansión registradas hasta el primer semestre del 2013. Buena parte del bajo desempeño de la demanda en el primer trimestre del año obedece a la moderación más marcada del consumo privado. Por el contrario, el consumo de gobierno se recuperó significativamente. Las existencias tuvieron una caída importante, en parte asociada al repunte de las exportaciones mineras, pero también se observa una menor disposición a mantener inventarios en otros sectores. Con ello, la demanda interna decreció 0,3% anual en el primer trimestre (+1,1% en el precedente) (gráfico III.3 y tabla III.2).

El consumo privado se desaceleró a un ritmo superior que en trimestres previos. Ello se refleja, por ejemplo, en la disminución de las importaciones de este tipo de bienes, que en *quantum* cayeron 0,4% anual en el primer trimestre (+9,4% en promedio durante el 2013). Información parcial del segundo trimestre indica que estas han seguido moderándose. El desempeño más bajo del consumo privado fue especialmente visible en los componentes de servicios y de bienes durables. Este

último mostró el mayor ajuste de su expansión anual, a 2,9% en el primer trimestre (11,3% en el anterior). En abril, las ventas minoristas de estos bienes incluso se contrajeron en términos anuales: -4,7% (+5,3% promedio en el primer cuarto). La moderación del consumo durable se ha visto reflejada en el mercado automotriz, fenómeno que se agudizó en los últimos meses. Así, las ventas e internaciones de automóviles han seguido descendiendo. Las expectativas del rubro son menos optimistas, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta. Con ello, la intención de compra de bienes durables por parte de los hogares (IPEC) y las perspectivas de las empresas (IMCE) del sector automotriz se han resentido en lo más reciente. Esto también se recoge en el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de abril, que da cuenta que, en general, las empresas perciben una sensación de mayor cautela en los consumidores. El consumo habitual de bienes sostuvo un comportamiento similar al del trimestre previo (gráfico III.4).

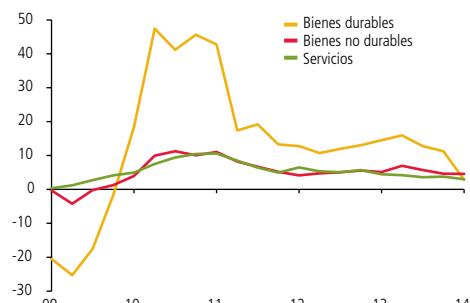
La evolución del consumo privado también coincide con el progresivo deterioro de una parte de los indicadores del mercado laboral. Por un lado, la creación de empleo ha perdido fuerza en los últimos meses, lo que se aprecia en la estabilización de sus niveles desestacionalizados. Asimismo, desde una perspectiva más larga, algunas características recientes del mercado laboral concuerdan con lo observado en otros períodos de fase descendente del ciclo económico —como los episodios de 1998 y 2009, entre otros—. En particular, la recomposición del empleo entre categorías ocupacionales, reflejada en el alza del crecimiento del trabajo por cuenta propia y una baja del asalariado. Este comportamiento se ha afianzado en los últimos meses y podría seguir mermando el desempeño del consumo, dada la mayor inestabilidad y menor nivel que se supone presentan los ingresos de las ocupaciones independientes (gráfico III.5). Además, la sucesiva disminución de vacantes en el mercado laboral sugiere que la creación de empleo asalariado persistirá lenta (gráfico III.6). En todo caso, la expansión anual de esta categoría en lo que va del año ha ido en línea con la de la población en edad de trabajar, ambas cercanas a 1%.

Con todo, algunos fundamentos del mercado laboral aún dan cuenta de un dinamismo que se ha extendido más allá de lo esperado. La tasa de desempleo, con vaivenes, permanece en niveles bajos. Otro determinante que se ha mantenido especialmente dinámico son los salarios nominales, cuya expansión ha subido gradualmente y en abril alcanzó el rango entre 6,3 y 6,8% anual, tasa que se sitúa por sobre su promedio histórico (en torno a 5% entre el 2001 y el 2010). Como contrapartida, en su medida real, los ingresos laborales redujeron su ritmo de expansión, de la mano del alza de los registros inflacionarios (gráfico III.7).

Otros elementos también apuntan a un menor desempeño del consumo privado. Las expectativas de los consumidores (IPEC) han seguido bajando y en mayo llegaron su valor neutral. Las condiciones financieras no exhiben mayores cambios, aunque en el margen se aprecia un crecimiento algo menor de las colocaciones de consumo (Capítulo II).

Algunos indicadores relativos a la inversión mostraron cierta estabilidad de esta hacia fines del primer cuarto del año, luego de dos trimestres de intensa moderación. La evolución más favorable se reflejó en que su expansión anual en ese lapso fue algo menos negativa. Por componentes, el de maquinaria y equipos siguió contrayéndose aunque a una menor tasa, como ya se anticipaba en el

GRÁFICO III.4
Consumo privado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

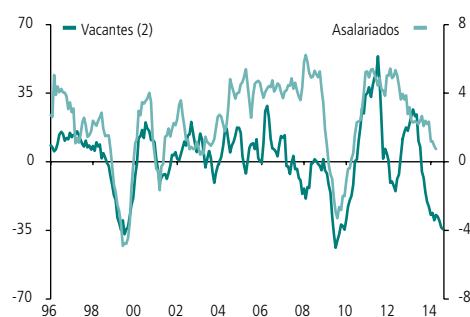
GRÁFICO III.5
Empleo por categoría ocupacional (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

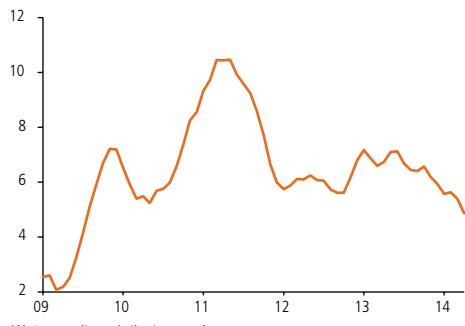
GRÁFICO III.6
Vacantes y empleo asalariado (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Series empalmadas manteniendo las variaciones mensuales históricas.

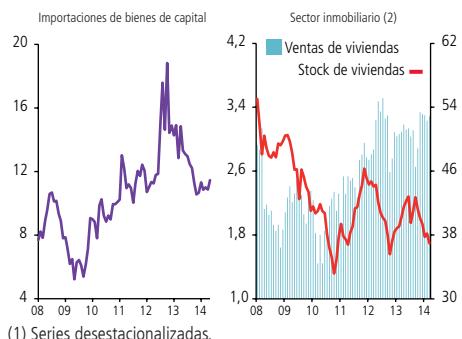
(2) Promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada. Adelantada en cuatro meses.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO III.7**Ingresos laborales reales (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) Promedio móvil trimestral.

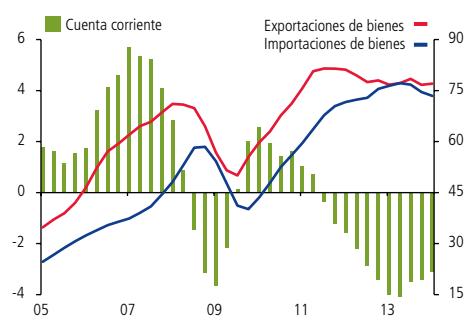
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.8Indicadores de inversión (1)
(cientos de millones de dólares; miles de unidades)

(1) Series desestacionalizadas.

(2) Gran Santiago.

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

GRÁFICO III.9Cuenta corriente y balanza comercial (*)
(porcentaje del PIB; miles de millones de dólares)

(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

IPoM pasado. Esto, por las importaciones de bienes de capital, que detuvieron su trayectoria decreciente de los últimos meses. En cuanto al componente de construcción y obras, destaca el alto dinamismo que sostuvieron las ventas de viviendas en el primer trimestre (Cámara Chilena de la Construcción) y el bajo nivel de stock disponible (gráfico III.8). En términos desestacionalizados, la producción de cemento y hormigón mejoró en lo más reciente. Contrastó el importante declive de la variación anual del empleo en la construcción, que alcanzó -3,6% en abril (5,1% en enero). La confianza empresarial (IMCE) en ese sector, descontada la estacionalidad, siguió retrocediendo y se sitúa bajo el pivote neutral, al igual que en el resto de los sectores ligados a la demanda interna. Las condiciones de otorgamiento crediticio, según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre, son más restrictivas tanto para las empresas de mayor tamaño como para las pymes. Este reporte también señala mayores restricciones para la aprobación de préstamos hipotecarios (Capítulo II).

La inversión pública, por su parte, repuntó en el primer trimestre. A ello se sumó una importante alza de la expansión del consumo de gobierno, a 9,6% anual (3,1% en el cuarto previo).

Las perspectivas para el resto del año siguen señalando una recuperación del crecimiento de la inversión, en especial durante el segundo semestre (Recuadro III.1). Sin embargo, estas son más moderadas en relación con lo previsto en el IPoM previo. En particular, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de marzo revisó a la baja su estimación de inversión en construcción y obras de ingeniería contemplada para el 2014, debido a la postergación de varios proyectos energéticos y, en menor medida, mineros. La recalendariización de los primeros y la inclusión de iniciativas en el sector inmobiliario, en tanto, volvieron a alzar las proyecciones para el período 2015-2017.

CUENTA CORRIENTE

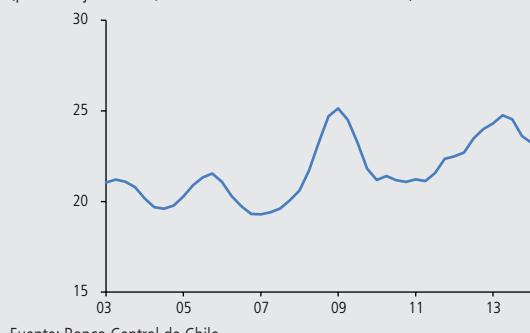
El déficit de la cuenta corriente se redujo a US\$795 millones en el primer trimestre, acumulando 3,1% del PIB en el último año móvil (3,4% en el cuarto anterior) (gráfico III.9). Este saldo fue US\$1.075 millones más alto que en igual período del 2013. La moderación más intensa del déficit respecto de trimestres previos se relaciona, en gran parte, con el mayor debilitamiento del consumo privado. Esto se reflejó en una sustantiva caída de las importaciones de estos bienes, que sumado al incremento en el valor de las exportaciones, elevó el superávit de la balanza comercial durante ese lapso (Recuadro III.2). Contrarrestaron este resultado, parcialmente, los mayores egresos por concepto de rentas devengadas de inversión directa en Chile y el saldo más negativo de la balanza de servicios. El escenario base considera un déficit para el 2014 de 2,5% del PIB (3,6% en el IPoM de marzo). El ajuste de esta proyección radica en mejores perspectivas para la balanza comercial, favorecidas principalmente por un menor dinamismo de las importaciones —asociado a una recuperación más débil que la antes prevista de la demanda interna durante el resto del año—. Las menores perspectivas para el gasto interno también influyen en un descenso de la estimación de la cuenta corriente a precios de tendencia contemplada para este año, a 2,2% del PIB (3% en el IPoM anterior).

RECUADRO III.1

DINÁMICA RECENTE DE LA INVERSIÓN

En los últimos trimestres la actividad y la demanda interna han perdido dinamismo. Parte relevante ha respondido a una caída en la formación bruta de capital fijo —FBCF— (gráfico III.10). Dentro de sus componentes, la inversión en maquinaria y equipos ha sido la parte que ha mostrado el mayor ajuste, con caídas que promediaron del orden de 18% en los últimos tres trimestres. El crecimiento de construcción y obras también ha bajado, aunque sigue anotando valores positivos.

GRÁFICO III.10
Formación bruta de capital fijo
(porcentaje del PIB, acumulado en cuatro trimestres)

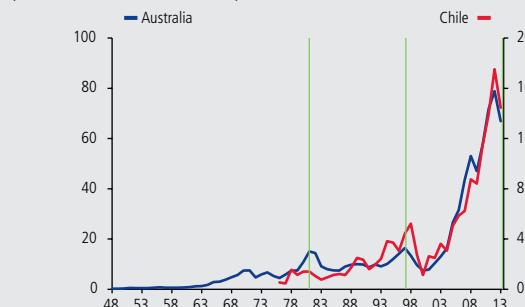


Fuente: Banco Central de Chile.

Entre los factores que contribuyen a explicar la pérdida de dinamismo de la inversión cabe señalar, en primer lugar, la maduración del significativo ciclo de inversión en la minería. Este, llegó a su *peak* entre el 2011 y 2012 y partir del 2013 ya se comenzó a observar un descenso en los montos invertidos que debería prolongarse en adelante (gráfico III.11). Ello, ha coincidido con la dinámica reciente de la FBCF en otras economías que poseen un sector minero relevante (gráfico III.12). Esta desaceleración era anticipada en términos cualitativos, aunque su intensidad resulta difícil de precisar en términos cuantitativos. Otro factor anticipado era la normalización en las importaciones de material de transporte aéreo respecto de los niveles observados en la segunda mitad del 2012 y la primera del 2013, lo que tendió a abultar la inversión en maquinaria y equipo en ese período y ha acentuado la caída registrada en los últimos meses (gráfico III.13).

Más allá de estos factores, la dinámica de la inversión ha seguido sorprendiendo a la baja. En el escenario base de este IPoM, la proyección para la FBCF en el 2014 se corrige hacia una leve contracción. Esto, en un contexto en que las condiciones de financiamiento internas y externas son favorables, tanto porque las tasas internas de largo plazo están en niveles muy bajos como porque en el exterior ha amainado la incertidumbre reinante hace unos meses. A partir de las relaciones teóricas estándar, este recuadro da cuenta de qué factores podrían estar determinando el comportamiento más reciente de la inversión en capital fijo.

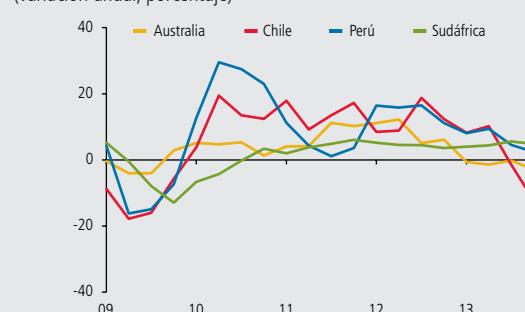
GRÁFICO III.11
Inversión en minería
(billones de dólares del 2013)



(1) Las áreas gris y blanca representan los ciclos de inversión minera total
(2) Las líneas de color verde representan los máximos locales de cada ciclo

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Unstats

GRÁFICO III.12
Formación bruta de capital fijo
(variación anual, porcentaje)

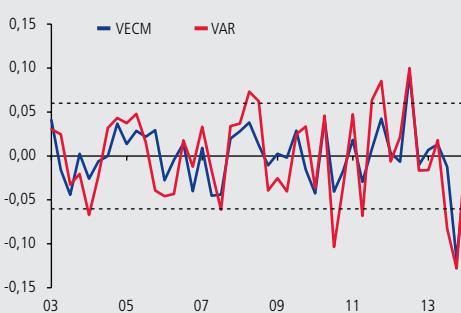


Fuentes: Bancos centrales de cada país, Comtrade, Consensus Forecast.

**GRÁFICO III.13**Importaciones de bienes de capital
(miles de millones de dólares)

Fuente: Banco Central de Chile.

Justel y Saravia (2014) estiman dos modelos multivariados en que relacionan la FBCF con variables que históricamente han ayudado a explicar su comportamiento: variables relacionadas con el ingreso (PIB, PIB socios comerciales y precio del cobre); costo de uso del capital (ajustado por la variación de precio de los bienes de capital) y Q de Tobin (calculada como IPSA/deflactor de FBCF), expectativas (IMCE); e incertidumbre (volatilidad intratrimestral de acciones diarias IPSA). La estimación de modelos de vectores auto regresivos y de corrección de errores muestra que hacia fines del 2013 la caída de la FBCF superó lo que podría explicarse dadas las variables en ellos incluidas (gráfico III.14). Este mismo resultado se repite si separa la FBCF en sus componentes de maquinaria y equipos y construcción y obras, aunque el residuo de esta última es menor.

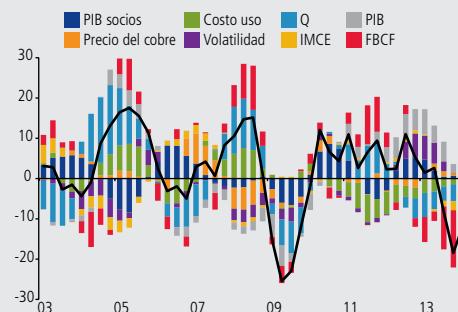
GRÁFICO III.14Residuos estimaciones VAR y VECM
(puntos porcentuales)

Fuente: Justel y Saravia (2014).

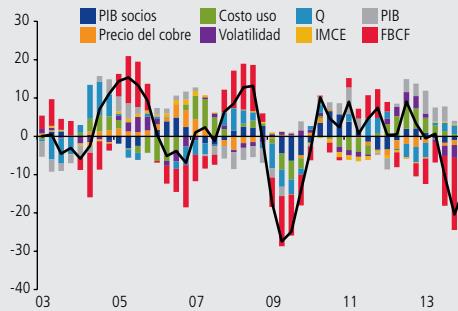
Para tener alguna mayor claridad de qué factores pueden explicar la dinámica más reciente de la inversión y en particular el alto residuo de fines del 2013, Justel y Saravia (2014) realizan una descomposición histórica de los *shocks* utilizando los mismos modelos previos (gráficos III.15 y III.16). De los resultados puede

destacarse, primero, que una parte de la caída de la FBCF se explica por la evolución de variables que capturan volatilidad y/o expectativas, como la Q de Tobin, el IMCE y la volatilidad del IPSA. Sin embargo, en los últimos trimestres, la caída de la FBCF ha sido mayor a lo explicado por estos factores históricos, lo que se refleja en un residuo negativo en los modelos. Este residuo puede reflejar factores transitorios no incluidos en estos modelos o la posibilidad de cambios estructurales en la relación entre las variables, como la mayor importancia que adquirió la inversión en minería en el último ciclo de expansión^{1/}.

En el escenario base de este IPoM, se prevé que la FBCF tendrá una recuperación moderada en los trimestres venideros, de la mano de importaciones de bienes de capital que han estabilizado sus niveles y un sector de construcción y obras que mantendrá tasas de expansión anual positivas.

GRÁFICO III.15Descomposición histórica de los *shocks* usando modelo VAR
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Justel y Saravia (2014).

GRÁFICO III.16Descomposición histórica de los *shocks* usando modelo VECM
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Justel y Saravia (2014).

^{1/} Justel y Saravia (2014) incorporan la inversión minera global como variable explicativa a la estimación de los modelos de inversión, pero el residuo persiste.

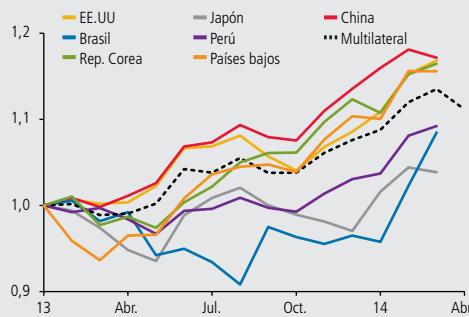
RECUADRO III.2

SENSIBILIDAD DE LAS EXPORTACIONES AL TIPO DE CAMBIO REAL

En el último año, el peso chileno se ha depreciado de forma importante tanto en términos nominales como reales. Esta ha sido la respuesta de la economía a un escenario interno más débil, que requiere de un rebalanceo de las fuentes de crecimiento hacia los sectores transables y la demanda externa. De hecho, en lo más reciente, se ha observado un incremento en las exportaciones y un menor déficit en la cuenta corriente. En todo caso, los efectos más visibles de la depreciación real del peso sobre los sectores productivos toman mayor tiempo y dependen, entre otros factores, del estado de la economía mundial. Este recuadro da cuenta de algunos de los posibles efectos que una depreciación real del peso tiene sobre las exportaciones sectoriales y otras variables económicas, como el empleo y la inversión.

En primer lugar, es esperable que una depreciación real del peso genere un efecto positivo sobre las exportaciones. Para Chile, hay diversos estudios que avalan esta hipótesis e indican elasticidades que se sitúan en un rango de 0,1 a 1,6.^{1/} El grado de respuesta varía entre el corto y largo plazo, al mismo tiempo que depende de varios factores, entre ellos, si existe un efecto de sustitución entre las ventas internas y externas.

GRÁFICO III.17
TCR bilateral y multilateral
(principales destinos, ene.2013=1)



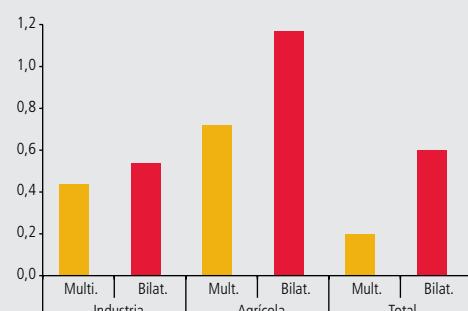
Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} De Gregorio (1984), Moguillanski y Titelman (1993), Cabezas, Selaive y Becerra (2004), Aravena (2005).

Más allá de este efecto general que es esperable, cabe preguntarse si el impacto de una depreciación real del peso es uniforme entre sectores. Tomando la descomposición estándar de las exportaciones, es decir mineras, agrícolas e industriales, Carrasco, Gianelli y Godoy (2014) muestran que la sensibilidad del sector agrícola ante un aumento del Tipo de cambio real (TCR) es mayor que la del industrial: de 0,7 y 0,4, respectivamente. Para el agregado de los sectores, la elasticidad alcanza a 0,2.

Carrasco et al. (2014), muestran que el efecto de una depreciación real no es uniforme entre mercados de destino de las exportaciones. Por ello, toma relevancia la evolución del TCR bilateral de los socios comerciales de Chile. Al considerar el último año, se observa que la medida bilateral se encuentra más depreciada respecto de mercados como Estados Unidos y China, en comparación con Japón u otros países de América Latina, como Brasil y Perú (gráfico III.17). Así, al utilizar la medida de TCR bilateral y reestimar su modelo en el agregado, la elasticidad de corto plazo en el sector agrícola sube a cerca de 1,2 y en la industria a 0,5, mientras que para el agregado aumenta a 0,6 (gráfico III.18). Considerando la mayor sensibilidad de las exportaciones agrícolas y los movimientos de la paridad con Estados Unidos, mercado respecto del cual la depreciación ha sido mayor, se suma que además su demanda interna muestra un dinamismo creciente en los últimos trimestres, lo que podría entregar un mayor impulso a las ventas externas.

GRÁFICO III.18
Elasticidades de corto plazo del volumen de las exportaciones al TCR (*)
(porcentaje)



(*) Considerando las variables en diferencias.

Fuente: Carrasco, Gianelli y Godoy (2014).



Sumado al impacto sobre la dinámica de las exportaciones, existe evidencia de que la depreciación real del peso genera efectos sobre otras variables económicas en el sector industrial. Bertinatto y Saravia (2014) encuentran que una depreciación real del peso tiene un efecto expansivo sobre el nivel de inversión de las firmas que incluso es mayor al que tiene las exportaciones sobre las ventas totales. Además, es un efecto que se genera independiente del tamaño de la planta. Por su parte, los autores muestran que el efecto en el nivel de empleo es acotado. Ante una depreciación real del peso de 1%, el empleo se incrementa en 0,04%, la inversión en 0,57% y el ratio ventas al exterior sobre ventas totales en 0,24%. De todos modos, el efecto sobre el empleo y la inversión es mayormente visible en el plazo de un año.

En suma, durante el último año, la economía chilena ha experimentado un rebalanceo de las fuentes de crecimiento. La depreciación real del peso promueve el ajuste hacia este nuevo escenario. Si bien se pueden dimensionar los efectos y alcances que esto podría tener en los sectores productivos, la respuesta individual a nivel de cada firma y subsector evidentemente dependerá de los factores que van más allá de la sola depreciación real de la moneda.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses la inflación anual del IPC ha seguido aumentando. A mayo se ubica en 4,7%, superando lo considerado en el IPoM de marzo y las expectativas de mercado entonces vigentes (gráfico IV.1). La inflación anual del IPCSAE, IPC descontados los precios de energía y alimentos, también ha crecido más que lo estimado y, a mayo muestra una tasa de variación anual de 3,8%. Por componentes, tanto la inflación de bienes como la de servicios, presentan alzas, aunque la primera ha subido a una mayor velocidad (tabla IV.1). En este escenario, las expectativas inflacionarias hacia fines del horizonte de proyección se mantienen en línea con la meta, en tanto que subieron para plazos más inmediatos.

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

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

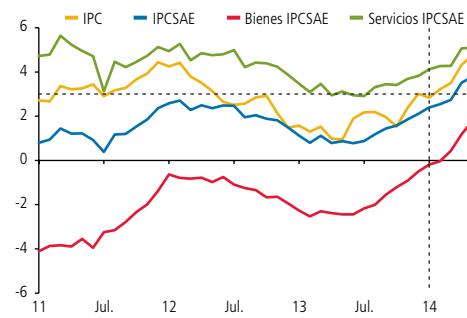
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.1

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



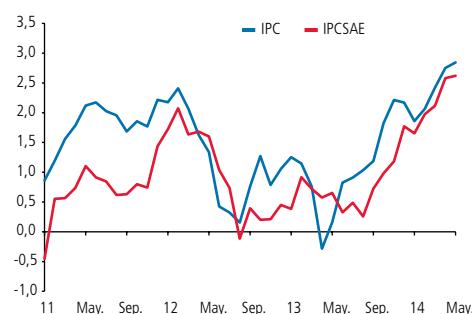
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

GRÁFICO IV.2

Inflación mensual (*)
(acumulada en seis meses móviles, puntos porcentuales)

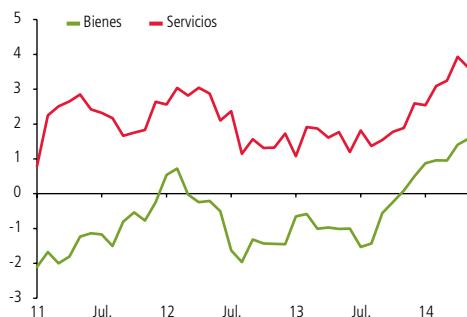


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

**GRÁFICO IV.3**

IPCSAE por componentes (*)
(acumulada en seis meses móviles, puntos porcentuales)

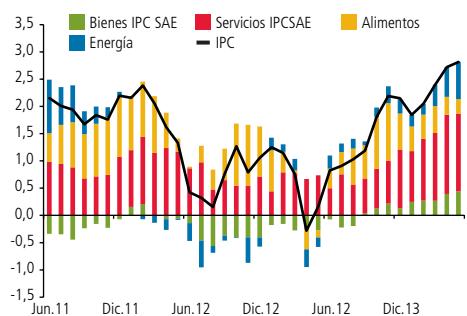


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.4

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

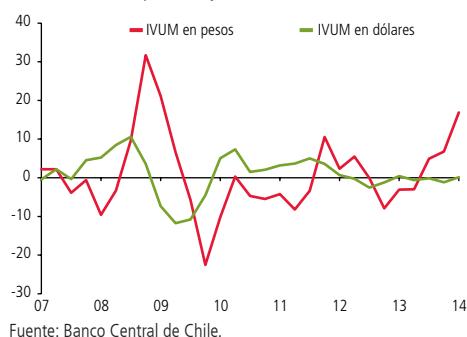


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.5

Precios de importaciones de bienes de consumo
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En los últimos seis meses, el IPC acumuló un incremento de 2,8 puntos porcentuales (pp), el cual se explica mayormente por el componente subyacente (IPCSAE), que en el mismo lapso sumó 2,6pp (gráfico IV.2). Medido en términos semestrales, el incremento acumulado del IPCSAE de bienes pasó desde -1,5 a 1,6% entre mediados del 2013 y mayo del 2014. En el mismo lapso, el IPCSAE de servicios subió desde 1,8 a 3,6% (gráfico IV.3). Con todo, el aumento de los precios de los servicios incluidos en el IPCSAE sigue siendo el factor que más incidencia tiene sobre el nivel actual de la inflación. Esto, por su mayor tasa de variación anual y ponderación (gráfico IV.4).

El principal factor detrás de la subida de la inflación en los últimos meses ha sido la depreciación del peso. Desde mayo del 2013 a la fecha la moneda se ha depreciado en torno a 18%, llegando a máximos por sobre \$570 por dólar en marzo de este año. En las últimas semanas, la paridad ha tenido oscilaciones importantes, ubicándose en un rango entre \$550 y 560 por dólar. A nivel de precios del IPC, se observan efectos directos e indirectos de este fenómeno. En los primeros, se puede contar el impacto en los precios de los combustibles o tarifas expresadas en dólares, como las del transporte aéreo internacional. En los segundos, los precios de distintos bienes y servicios transables (importados), el costo de servicios ligados al transporte y servicios básicos que incluyen el tipo de cambio peso/dólar en sus indexadores. Otro efecto indirecto del mayor tipo de cambio se ha observado en los costos de servicios, como la salud, la educación y otros servicios básicos, cuyos precios normalmente están indexados a la inflación pasada.

La inflación de bienes del IPCSAE mostró contribuciones negativas a la inflación anual durante largo tiempo. Sin embargo, partir de septiembre del 2013, su aporte a la inflación acumulada se volvió positivo (gráfico IV.4). Con esto, en los últimos seis meses, el aporte a la inflación total llegó a 0,4pp. En este resultado destaca el alza, por ejemplo, de los precios del equipamiento para el hogar, directamente ligados al tipo de cambio por su alto componente importado. La relevancia de la depreciación del peso en el mayor costo de estos productos queda en evidencia cuando se compara el aumento que ha tenido el precio de las importaciones de consumo (IVUM) en dólares y en pesos (gráfico IV.5).

La variación de los precios de los servicios del IPCSAE también ha subido a consecuencia de la depreciación del peso. Destacan los precios que están vinculados directa o indirectamente al tipo de cambio —servicios de transporte, paquetes turísticos, por ejemplo— y aquellos indexados a la inflación pasada, donde se encuentran los servicios de educación y salud. La suma de los ítems cuyas variaciones de precios pueden asociarse a efectos directos o indirectos del tipo de cambio explican 0,9pp de la inflación acumulada en los últimos seis meses. Los servicios regulados, cuyos polinomios de reajuste consideran tanto la inflación pasada como el tipo de cambio, aportan otro 0,1pp en igual lapso. Por último, el resto de los servicios ha mostrado un aporte similar al de semestres previos, del orden de 0,5pp (gráfico IV.6).

Otro componente de la inflación donde se ha observado el efecto más directo de la depreciación del peso, ha sido el precio de la energía. Desde junio del 2013 se aprecia que la mayor contribución al incremento de estos precios ha provenido de la subida del tipo de cambio. Solo en los últimos meses se observa

que los precios internacionales de los combustibles han tenido un efecto al alza en estos productos (gráfico IV.7).

En cuanto a los alimentos, su aporte a la inflación acumulada en los últimos seis meses ha ido retrocediendo. Esto, de la mano de precios de frutas y verduras que han acumulado incidencias menores e incluso se volvieron negativas en el margen (gráfico IV.8). La estacionalidad habitual de estos precios explica este comportamiento, aunque resalta que su aporte negativo a la inflación es inferior al que se observaba hace un año. El efecto de la sequía y las heladas en algunas cosechas podría explicar este resultado. Distinto es el caso del resto de los alimentos, cuya incidencia ha ido en aumento. En este grupo destaca el alza del precio del pan y las carnes, también ligada de alguna forma a la depreciación del peso.

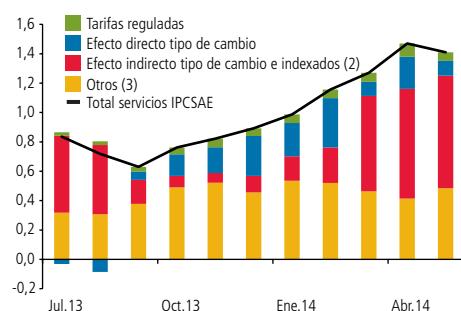
La suma de todos estos factores ha provocado un incremento significativo en la inflación anual del IPC y sus distintas medidas en los últimos meses (gráfico IV.9). La inflación de servicios del IPCSAE aumentó su tasa de crecimiento, desde 3,7 a 5,1% anual entre noviembre del 2013 y mayo de este año, mientras la inflación de bienes del IPCSAE elevó su tasa de crecimiento anual de -0,9 a 1,8% en el mismo período de tiempo.

El aumento anual del IPC se encuentra por sobre lo estimado en el IPoM previo. Así, mientras en marzo se preveía que a mediados del año la inflación se ubicaría en un rango entre 3,5 y 4%, hoy lo hace en cifras por sobre este último valor. La mayor parte de esta diferencia puede explicarse por el aumento del tipo de cambio y el proceso de indexación a la inflación pasada, toda vez que las sorpresas se concentran en el IPCSAE de bienes, destacando productos de equipamiento para la vivienda y algunos componentes de servicios, como agua potable, enseñanza universitaria y seguro de automóvil.

En cuanto a la evolución de los costos laborales, en los últimos meses se ha observado un incremento en la variación anual de los salarios nominales. Dependiendo de su medida, en abril se ubica entre 6,3 y 6,8%, lo que se compara con el rango entre 5,7 y 6,2% que promedió en el 2013. Medidos en términos reales, el mayor alza de la inflación ha hecho caer su tasa de variación anual a rangos entre 1,2 y 1,7%, dependiendo de la medida utilizada (entre 3,9 y 4,4% en promedio para el 2013) (gráfico IV.10). Resalta el mayor crecimiento de los salarios nominales dada la posición cíclica de la economía, pero es menos llamativo cuando se toma en cuenta el estado del mercado laboral, en particular el bajo nivel de desempleo. De todos modos, otras fuentes de información, como la recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* de abril, señala que la gran mayoría de los consultados concuerda en que hay una menor estrechez del mercado laboral en relación con períodos previos. Como ya se había capturado a fines del 2013, esta menor presión ha contenido el alza de los salarios en distintos sectores y regiones del país y se espera lo siga haciendo en adelante. Los costos laborales unitarios reales han continuado mostrando una trayectoria declinante.

GRÁFICO IV.6

Incidencia de los servicios del IPCSAE en la inflación mensual del IPC (1)
(acumulada en seis meses móviles, puntos porcentuales)



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

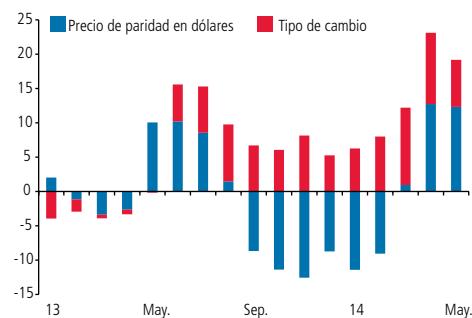
(2) Corresponde a servicios de educación, salud, arriendo, peaje, seguro y revisión técnica del automóvil.

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

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

GRÁFICO IV.7

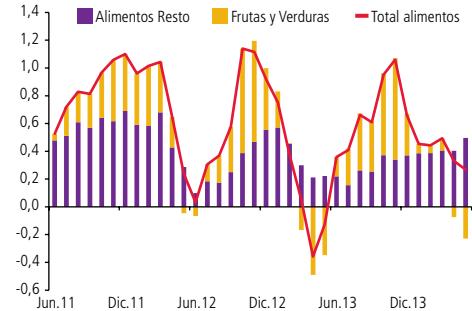
Variación del precio de la gasolina y tipo de cambio (acumulada en seis meses móviles, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.8

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

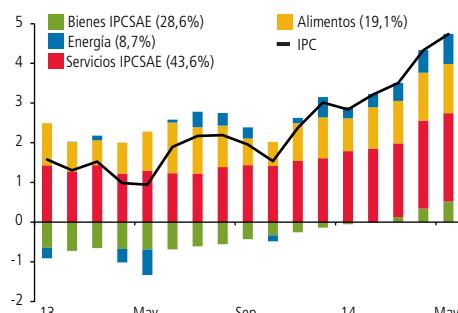


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



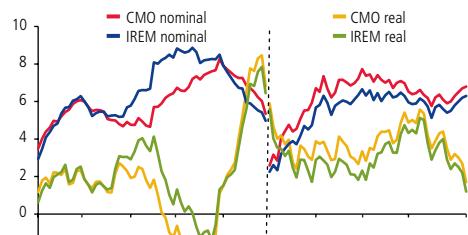
GRÁFICO IV.9
Incidencias de la inflación anual del IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) Entre paréntesis participaciones en la nueva canasta del IPC.
(2) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.10
Salarios (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

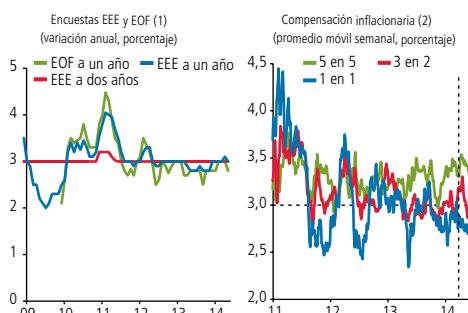


(1) A partir de enero del 2010 se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.11
Expectativas de inflación



(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes.
(2) Compensación inflacionaria forward a partir de las tasas swaps.
Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En el escenario base de este IPoM, se estima que el aumento de la inflación por sobre 4% será transitorio y volverá a cifras más próximas a 3% en el curso del 2015. Las expectativas privadas son coherentes con esta evaluación. Así, mientras en los plazos más cortos han subido, a plazos más largos se han mantenido en torno a 3% (gráfico IV.11).

Las expectativas privadas para la inflación a dos años plazo que se deducen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena del mismo mes, han continuado en 3%. En tanto, para fines de este año la EEE se ubica en 3,8% (3% en el IPoM anterior), mientras que a un año plazo se mantuvo en 3%. Para igual plazo, la EOF disminuyó de 3,0 a 2,8% entre marzo y junio. Asimismo, la distribución de las respuestas de ambas encuestas permaneció prácticamente igual. Las expectativas de inflación que se deducen de las compensaciones inflacionarias tampoco muestran cambios relevantes. A distintos plazos, las compensaciones que se derivan de los swaps promedio cámara se han situado en niveles prácticamente iguales al IPoM anterior.

Otras medidas de expectativas que se deducen de las encuestas de consumidores y empresas muestran alzas, aunque su temporalidad es de más corto plazo. Las expectativas de inflación a un año plazo del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) se elevaron a 3,8% en mayo (3,2% en el IPoM de marzo). En igual período, el porcentaje de personas que creen que la inflación "subirá mucho los próximos doce meses", medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC), aumentó desde 51 hasta 55%.

En el escenario base, el Consejo estima que la inflación se mantendrá en niveles superiores a 4% por algunos meses más, finalizando el 2014 en torno a esa cifra. En el curso del 2015 seguirá reduciéndose, llegando a valores alrededor de 3% en el primer semestre del próximo año, nivel en torno al que permanecerá hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2016. La inflación subyacente, que se ubica en niveles menores a los de la inflación total, también descenderá en los meses venideros, oscilando cerca de 3% a partir de la primera mitad 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

En el escenario base, el contexto internacional no presenta grandes cambios desde el IPoM de marzo, tanto con respecto al crecimiento mundial, los términos de intercambio como las condiciones financieras internacionales. Así, se sigue considerando que el impulso externo que recibirá la economía chilena será menor que el promedio del período 2010-2012 (tabla V.1).

En cuanto a la actividad mundial, se sigue estimando una recuperación del mundo desarrollado y una desaceleración del emergente. La proyección de crecimiento de los socios comerciales se ajusta en una décima a la baja para el 2014 a 3,6%, principalmente por datos efectivos del primer trimestre. Para el 2015 se mantiene en 3,9%, aunque con ajustes en su composición. Ambas cifras son superiores a las del 2013. En el caso del crecimiento de las economías desarrolladas para el período 2014-2015, se estima que será alrededor de un punto porcentual mayor que el del 2013. Dicha recuperación es liderada por Estados Unidos, donde el desempeño del mercado laboral ha continuado mejorando, lo mismo que los ingresos laborales y las expectativas de las empresas y los consumidores. Además, los precios de diversos activos han aumentado, como los transados en bolsa y los de la vivienda. Se suma un menor ajuste fiscal. La Eurozona muestra una recuperación sostenida, pero a un ritmo menor que el contemplado. Además, se prevé que las medidas de estímulo anunciadas por el Banco Central Europeo contribuirán positivamente al crecimiento de dicho bloque.

En cuanto a las economías emergentes, el crecimiento previsto para China continúa siendo menor que en años previos y persiste el riesgo sobre su desempeño y su sistema financiero. Así, el escenario base mantiene la proyección de 7,3 y 7,2% para el 2014 y el 2015, respectivamente. La mayor revisión del crecimiento se da para América Latina: 3 y 4 décimas hasta 2,0% el 2014 y 3,0% el 2015. Resaltan las correcciones para México, Brasil y Argentina. Este ajuste responde principalmente a factores propios de cada país, lo que se refleja en la revisión a la baja del crecimiento para el 2015, pese a la mantención del crecimiento de China y las revisiones al alza en el de las desarrolladas.

TABLA V.1

Supuestos del escenario base internacional

| | Prom. 00-07 | Prom. 10 -12 | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|---|----------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | | |
| Términos de intercambio | 8,2 | 4,1 | -3,2 | -0,5 | -1,5 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,6 | 4,6 | 3,3 | 3,6 | 3,9 |
| PIB mundial PPC (*) | 4,2 | 4,0 | 3,0 | 3,3 | 3,7 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 3,2 | 3,2 | 2,4 | 2,7 | 3,1 |
| PIB desarrolladas PPC (*) | 2,6 | 1,9 | 1,1 | 1,9 | 2,4 |
| PIB emergentes PPC (*) | 7,4 | 5,9 | 4,5 | 4,5 | 4,8 |
| Precios externos (en US\$) (*) | 4,6 | 5,3 | 0,3 | 1,0 | 1,3 |
| (niveles) | | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb) | 154 | 367 | 332 | 310 | 290 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barrel) | 44 | 90 | 98 | 100 | 93 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barrel) | 42 | 101 | 109 | 108 | 103 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m³) (*) | 367 | 742 | 785 | 792 | 759 |
| Líbor US\$ (nominal, 90 días) | 3,6 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,6 |

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

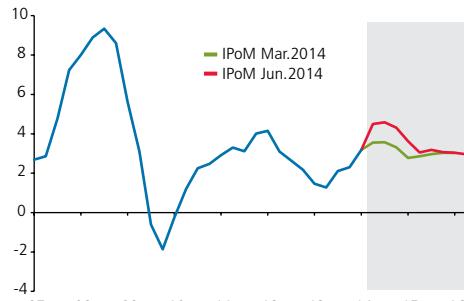
TABLA V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

| | 2012 | 2013 | 2014 (f) |
|--|---------|---------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | |
| PIB | 5,4 | 4,1 | 2,5-3,5 |
| Ingreso nacional | 4,6 | 3,4 | 2,8 |
| Demanda interna | 6,9 | 3,4 | 1,7 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 7,1 | 4,2 | 2,4 |
| Formación bruta de capital fijo | 12,2 | 0,4 | -0,7 |
| Consumo total | 5,6 | 5,4 | 3,4 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 1,1 | 4,3 | 3,2 |
| Importaciones de bienes y servicios | 5,0 | 2,2 | -1,1 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,4 | -3,4 | -2,5 |
| Ahorro nacional (% del PIB) | 21,7 | 20,5 | 19,9 |
| Inversión nacional bruta (% del PIB) | 25,1 | 23,9 | 22,4 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 24,0 | 23,6 | 22,7 |
| FBCF (% del PIB real) | 26,8 | 25,8 | 24,9 |
| (millones de dólares) | | | |
| Cuenta corriente | -9.081 | -9.485 | -6.640 |
| Balanza comercial | 2.508 | 2.117 | 5.100 |
| Exportaciones | 77.965 | 76.684 | 77.350 |
| Importaciones | -75.458 | -74.568 | -72.250 |
| Servicios | -2.276 | -2.908 | -2.200 |
| Renta | -11.503 | -11.102 | -11.640 |
| Transferencias corrientes | 2.191 | 2.408 | 2.100 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

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

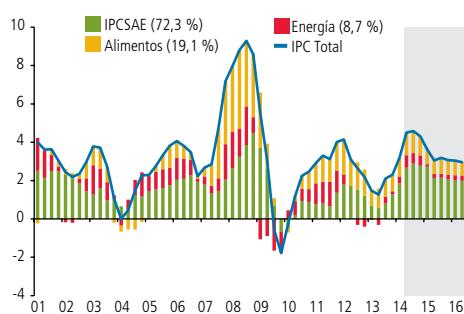
La proyección de inflación externa relevante para la economía chilena (IPE) se revisa al alza para este año y el próximo, debido a la depreciación del dólar en los mercados externos e inflaciones internas del resto del mundo algo mayores que las consideradas en el IPoM anterior.

El escenario base considera que los términos de intercambio serán similares a los proyectado en marzo, con lo que se sigue anticipando su normalización hacia promedios históricos. Ello supone que el precio del cobre y del petróleo mantendrán una trayectoria descendente. Considerando el promedio de los futuros del petróleo WTI y Brent en los diez días previos al cierre estadístico, las perspectivas para el precio del barril promedian US\$104 este año y US\$98 el 2015. En el caso del cobre, el precio de la libra previsto es de US\$3,1 para este año y US\$2,9 para el 2015. Con ello, seguirá en valores por debajo de los registrados en años previos.

En el escenario base, el PIB de Chile crecerá entre 2,5 y 3,5%, rango inferior al previsto en marzo (tabla V.2). Esta corrección se explica tanto por la mayor debilidad que mostraron en el primer trimestre del año los componentes de la actividad ligados a la demanda, como por un menor dinamismo esperado de la demanda interna hacia el segundo semestre del 2014. Con ello, se considera un menor grado de utilización de la capacidad instalada. El crecimiento de la economía será inferior a su tasa de tendencia por varios trimestres. En línea con lo anterior, la expansión de la demanda final también se reduce para el 2014: 2,4% (3,3% en marzo). Ello, porque el desempeño de la inversión se ha seguido ajustando a la baja, a lo que se agregó una reducción importante del consumo privado. La desaceleración de la demanda interna será mayor: 1,7% (3,3% en marzo), debido a una menor acumulación de inventarios coherente con la corrección a la baja de las importaciones, especialmente las de consumo. Se agrega la menor disposición a mantener inventarios en algunos sectores, lo que ya se vio durante el primer trimestre.

En el caso del consumo privado, a la desaceleración más marcada que lo anticipado del primer trimestre, principalmente de bienes durables, se suma el deterioro de una parte de sus fundamentos. En particular, la creación de empleo ha perdido fuerza, con una recomposición hacia una expansión mayor del empleo por cuenta propia y menor del empleo asalariado. La disminución del crecimiento de las vacantes laborales sugiere que el crecimiento del empleo asalariado seguirá disminuyendo. No obstante, otros fundamentos del mercado laboral continúan favorables. Entre ellos, la tasa de desempleo sigue baja y los salarios nominales retomaron dinamismo, aunque, en términos reales, disminuyeron por el alza de la inflación. Las expectativas de los consumidores también adelantan un menor desempeño del consumo privado, ya que pese a permanecer en terreno positivo, han seguido aproximándose a su valor neutral.

La inversión se vuelve a corregir a la baja, profundizando el ajuste observado en marzo. Así, la tasa de variación anual de la formación bruta de capital fijo (FBCF) se reduce a -0,7% para el 2014 (0,8% en marzo; 4,1% en diciembre). Esto refleja una desaceleración de la inversión en el primer cuarto del año algo más profunda que la anticipada, así como un cronograma más acotado de proyectos de inversión en construcción y obras de ingeniería previsto por la CBC para el 2014. Con ello, la formación bruta de capital fijo llegaría a 22,7% del PIB nominal (23,6% el 2013).

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

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

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

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

El escenario base prevé que la economía recuperará lentamente un mayor dinamismo hacia el segundo semestre de este año, con tasas de expansión anual que serán mayores hacia los últimos meses del 2014. Esta proyección contempla algún grado de recuperación de la inversión, dadas las condiciones de costo de financiamiento interno y externo. La TPM se ha reducido 100 puntos base en los últimos trimestres y las tasas de interés de largo plazo están en niveles que son los menores en una década, al mismo tiempo que las primas por riesgo se han reducido. También incide el impulso externo, parte del que ya se vio en el primer trimestre, a consecuencia tanto de mejores precios en dólares como de la reasignación de recursos internos que se deriva de la depreciación real de la moneda. Se añade que el mundo desarrollado tendrá un mejor desempeño. Por último, está el impulso que proveerá el gasto público, en particular la inversión, por la baja ejecución presupuestaria del 2013. En el sentido contrario, apuntan el deterioro en las mediciones de expectativas empresariales y la mencionada revisión a la baja en el cronograma de proyectos de inversión previstos por la CBC para el 2014.

El déficit de la cuenta corriente previsto para el 2014 se corrige a la baja principalmente por la reducción en el crecimiento proyectado para la inversión y un ahorro algo mayor dado el menor consumo privado. A nivel de la balanza comercial, esto se aprecia, principalmente, en un ajuste a la baja de las importaciones. Así, en el escenario base se proyecta que este déficit será de 2,5% del PIB el 2014 (3,6% en marzo). Las menores perspectivas para el gasto también implican que, medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit vuelva a descender, llegando a 2,2% del PIB.

En cuanto a la inflación, el Consejo estima que en el escenario base de proyección, la inflación se mantendrá en niveles superiores a 4% por algunos meses más, finalizando el 2014 en torno a esa cifra. En el curso del 2015 seguirá reduciéndose, llegando a valores alrededor de 3% en el primer semestre del próximo año, nivel en torno al que permanecerá hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2016. La inflación subyacente, que se ubica en niveles menores a los de la inflación total, también descenderá en los meses venideros, oscilando cerca de 3% a partir de la primera mitad del 2015 (gráficos V.1 y V.2; tabla V.3).

La trayectoria prevista para la inflación descansa en varios supuestos. Por un lado, en que el traspaso de la depreciación del peso a los precios será acorde con el patrón histórico. Por otro lado, el menor grado de utilización de la capacidad instalada reducirá las presiones inflacionarias internas. Además, el Consejo utiliza como supuesto metodológico que el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Se suma como supuesto de trabajo que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También considera como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.3).

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

TABLA V.3

Inflación

| | 2013 | 2014 (f) | 2015 (f) | 2016 (f) |
|--|------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Inflación IPC promedio | 1,8 | 4,1 | 3,2 | |
| Inflación IPC diciembre | 3,0 | 4,0 | 3,1 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*) | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 1,2 | 3,5 | 3,2 | |
| Inflación IPCSAE diciembre | 2,1 | 3,7 | 2,8 | |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) | | | | 2,8 |

(f) Proyección.

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

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

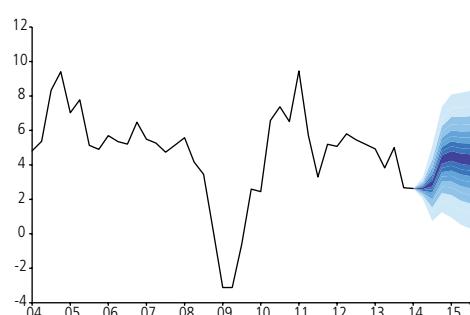
GRÁFICO V.3

TPM y expectativas (porcentaje)



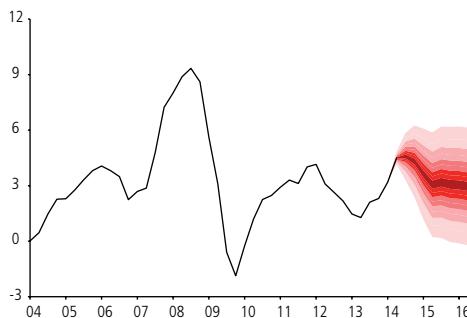
GRÁFICO V.4

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



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

Fuente: Banco Central de Chile

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

ESCENARIOS DE RIESGOS

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

En el plano externo, el mayor riesgo continúa siendo el desempeño de la actividad de China y los desarrollos de su sistema financiero. El impacto de este escenario de riesgo sigue siendo significativo, considerando su relevancia en el mercado de las materias primas, incluido el cobre, y su importancia en el comercio mundial. Además, no se puede descartar que las vulnerabilidades en otras economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad. Los riesgos relacionados con el retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. y la situación macrofinanciera en la Eurozona se han atenuado, pero siguen siendo capaces de generar episodios de mayores fluctuaciones en los mercados financieros internacionales. En particular, el contexto actual de disminuciones en los premios soberanos podría generar una reversión más intensa. Con todo, un mejor desempeño de la economía estadounidense también implicaría un mayor impulso externo.

En el ámbito local, el primer riesgo se concentra en torno al panorama inflacionario de corto plazo. El escenario base considera que la inflación estará transitoriamente por sobre 4% y retornará a 3% en el curso del 2015. Esto, en parte, porque la desaceleración de la economía en los últimos trimestres dará paso a menores presiones inflacionarias a futuro. Sin embargo, existen riesgos al respecto, en particular por la dificultad en la medición del nivel efectivo de las holguras de capacidad y el nivel de estrechez de los márgenes. Así, por ejemplo, la situación del mercado laboral aún es estrecha en relación con sus valores históricos y la evolución reciente del PIB, lo que podría incidir en la inercia y sensibilidad de los salarios nominales respecto de la evolución efectiva de la inflación. Sin embargo, otros indicadores del mercado laboral, como la evolución de la ocupación asalariada y las vacantes, señalan que también se están abriendo holguras en este sector.

Un segundo riesgo del escenario interno dice relación con el bajo desempeño de la inversión en los últimos trimestres. Aunque el escenario base supone una leve recuperación en lo venidero, la inercia propia de este componente puede prolongar su débil comportamiento más allá de lo previsto. De hecho, desde septiembre del año pasado a la fecha la proyección de crecimiento anual de la inversión para el 2014 ha sido corregida a la baja en más de cinco puntos porcentuales.

El panorama externo no muestra grandes cambios. En lo interno, la inflación ha aumentado más allá de lo previsto hace unos meses, al mismo tiempo que la economía se encuentra en una fase de bajo crecimiento. Luego de reducir la TPM entre octubre del 2013 y marzo del 2014, el Consejo ha mantenido la tasa en 4% en los últimos meses. El Consejo evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aravena, Claudio. 2005. Demanda de exportaciones e importaciones de bienes y servicios para Argentina y Chile. Serie de Estudios Estadísticos y Prospectivos N°36, CEPAL.
- Banco Central de Chile. 2014a. Informe de Estabilidad Financiera. Primer semestre.
- Banco Central de Chile. 2014b. Informe de Percepciones de Negocios (IPN). Abril.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2014. Global Economics Weekly. Junio.
- Bertinatto L. y D. Saravia. 2014. Efectos de cambios del TCR sobre el sector industrial: evidencia a nivel planta. Mimeo. Banco Central de Chile.
- Cabezas, M., J. Selaive y G. Becerra. 2004. Determinantes de las exportaciones no minerales: una perspectiva regional. Documento de Trabajo N°296, Banco Central de Chile.
- Carrasco S., D. Gianelli y C. Godoy. 2014. Sensibilidad de las exportaciones chilenas al TCR: un análisis sectorial y por destino. Mimeo. Banco Central de Chile.
- Consensus Forecasts. 2014. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Consensus Forecasts. 2013. Global Outlook 2013-2023. Octubre.
- De Gregorio, J. 1984. Comportamiento de las exportaciones e importaciones en Chile. Un estudio econométrico. Colección Estudios CIEPLAN, Vol.13.
- Deutsche Bank. 2014a. Asia Economics Monthly. Mayo.
- Deutsche Bank. 2014b. Dollar Bloc Weekly. Junio.
- Deutsche Bank. 2014c. Emerging Markets Monthly. Mayo.
- Deutsche Bank. 2014d. Focus Europe. Junio.
- Deutsche Bank. 2014e. Global Economic Perspectives. Junio.
- Fondo Monetario Internacional. 2014. World Economic Outlook. Abril.
- JP Morgan Chase. 2014. Global Data Watch. Junio.
- Justel, S. y D. Saravia. 2014. Dinámica reciente de la inversión en Chile. Mimeo. Banco Central de Chile.
- Moguillansky, G. y D. Titelman. 1993. Estimación econométrica de funciones de exportación en Chile. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad de Chile, Vol 20 N°1.

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 (2014). Proyecciones se calculan a partir de una muestra de países que representan cerca de 86% del PIB mundial. Para el resto se usa un crecimiento promedio de 3,5% para el período 2013-2015.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por FMI (2014). Los países considerados representan cerca del 90% del PIB mundial. Para el resto se usa un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2013-2015.

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

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

IPCSAE: IPC excluyendo los precios de la energía y alimentos (72% canasta).

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

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

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

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

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

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

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

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

TCM-5: TCM considera Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Eurozona.

TCR: Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas 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. Mide la volatilidad implícita que se está negociando en las opciones sobre el índice S&P 500.

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCB: Índice de precios al consumidor de bienes

IPCNT: Índice de precios al consumidor de no transables

IPCS: Índice de precios al consumidor de servicios

IPCT: Índice de precios al consumidor de transables

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

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

JUNIO 2014

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336
Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción
está prohibida sin la debida autorización del Banco Central
de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción
de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su
fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2014