

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2012



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2012



CONTENIDO* /

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. DEMANDA Y ACTIVIDAD	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	27
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	31
ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	51
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	53
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	57
RECUADROS	
China: Situación actual y posibles efectos en la economía mundial	17
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	35
Cuenta corriente a precios de tendencia	37
ANEXOS	
BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	39
ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	41
PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2012	46

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 30 de agosto de 2012.

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 3 de septiembre de 2012 para presentarse ante el Senado el 5 de septiembre de 2012.

El Consejo

RESUMEN

En los últimos meses, se han profundizado las diferencias entre el desempeño de la economía global y la local. Por un lado, la situación externa sigue siendo compleja. El panorama de crecimiento es algo más débil, en lo principal por una desaceleración del mundo emergente superior a la prevista. Las tensiones en los mercados financieros externos se han atenuado ligeramente en las últimas semanas, pero los riesgos siguen siendo elevados. Por otro lado, la actividad y la demanda interna crecieron por sobre lo previsto en el segundo trimestre y los efectos del debilitado escenario externo sobre la economía nacional han sido tenues. Con ello, se ha seguido intensificando el uso de la capacidad instalada. A pesar de lo anterior, la inflación total ha sido menor que la esperada y se ubica en la parte baja del rango de tolerancia, lo mismo que las medidas subyacentes. Dentro de la inflación subyacente, destaca, sin embargo, la diferencia entre el comportamiento de la inflación de bienes y la de servicios. Esta última, más ligada al estado de las holguras, se ha mantenido en niveles en torno a 5% anual, dando cuenta de la vigencia de los riesgos de mediano plazo para la inflación. En este contexto, desde enero pasado el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.

En el escenario externo, la mayor novedad se ha concentrado en el desempeño del mundo emergente, configurando una desaceleración que ha ido más allá de lo previsto. Resalta el menor dinamismo de Brasil, China e India. Detrás de este menor crecimiento hay varios elementos, destacando los efectos en sus exportaciones de la desaceleración global, especialmente de Europa, y las políticas más restrictivas aplicadas en el pasado. Lo anterior ha llevado a una notoria reducción del crecimiento del sector manufacturero en estos países.

Las economías desarrolladas continúan mostrando un crecimiento débil. En Estados Unidos, la evaluación general sigue siendo de una recuperación lenta. El Reino Unido está en recesión, afectado por una debilitada demanda externa e interna, esta última mermada por condiciones crediticias restrictivas y políticas tendientes a la consolidación fiscal. En la Eurozona, el PIB se contrajo en el segundo trimestre, luego de un crecimiento nulo a comienzos de año. La evolución del área siguió marcada por las grandes diferencias entre las economías periféricas —con fuertes caídas— y las del centro de Europa —con aumentos modestos—, que reflejan vulnerabilidades financieras y fiscales. Sin embargo, preocupa la debilidad de algunos indicadores más recientes de Alemania, en particular los relativos al consumo interno que se suman al débil desempeño de sus exportaciones y su sector industrial.

En los mercados financieros externos se ha producido cierta calma, debido, entre otras causas, a los anuncios para avanzar hacia una unión bancaria y las declaraciones del presidente del Banco Central Europeo respecto de la posibilidad de implementar en el corto plazo un programa de compra de bonos soberanos, previo acuerdo político respecto de un programa de ajuste fiscal. Además, no ha habido vencimientos



SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	0,5	-7,4	-2,6	1,3
PIB socios comerciales (*)	4,1	3,5	3,8	4,3
PIB mundial PPC (*)	3,8	3,1	3,6	4,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,8	2,5	2,8	3,4
Precios externos (en US\$)	10,1	-0,9	1,3	2,8
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	400	355	340	350
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	95	97	97	93
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	111	113	109	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	803	843	796	753
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,4	0,4	0,6

(*) Para su definición, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

importantes de deuda soberana de economías periféricas en las últimas semanas. Sin embargo, la región enfrenta un arduo camino, pues las dificultades para llevar a cabo estas acciones son considerables. Por ejemplo, no está claro cómo podría llevarse a la práctica una unión bancaria en la zona y, por el momento, no se cuenta con el apoyo unánime de los países miembros. Además resalta la perspectiva negativa para la calificación de riesgo de Alemania y otras economías del centro de la Eurozona. Se agrega que, para los próximos meses, hay varios eventos que pueden hacer resurgir las tensiones en los mercados. Para septiembre, destacan, entre otros, la evaluación del grupo tripartito sobre el cumplimiento de los ajustes acordados en Grecia y la posibilidad de un nuevo programa, además de la votación en el tribunal constitucional alemán sobre la legalidad del ESM. En octubre, aparece un exigente calendario de vencimientos de deuda de España, que conlleva obligaciones de refinanciamiento en los mercados internacionales.

El impulso externo para la economía chilena será algo menor que el proyectado hace unos meses. Por un lado, en el escenario base los socios comerciales crecerán 3,5 y 3,8% en el 2012 y el 2013, respectivamente, una décima menos de lo contemplado en junio. Ello, como se mencionó, por las revisiones a la baja del crecimiento de las economías emergentes. Por otro lado, los términos de intercambio serán menos favorables que lo previsto en ese entonces. El precio del petróleo y de sus derivados será superior al considerado en junio, por los problemas de oferta y los crecientes riesgos geopolíticos en el Medio Oriente. Se agrega, también por problemas de oferta, el incremento de los precios de los alimentos en el mercado externo, especialmente de los granos. El precio proyectado del cobre no tiene cambios respecto de junio. Por último, pese a la mayor calma observada, el escenario base considera nuevos episodios de tensión en los mercados financieros globales, similares a los observados en el último año. Ello, dados los eventos esperados para los próximos meses y las dificultades para avanzar hacia una solución más permanente a los problemas de la Eurozona.

En Chile, la mayor novedad es el crecimiento por sobre lo previsto de la actividad y la demanda interna en el segundo trimestre del año. En el dinamismo de la actividad, destacó el desempeño de sectores ligados a la demanda interna, como la construcción, el comercio y los servicios. También resaltó el mejor resultado de la industria, que si bien creció por debajo del agregado del PIB, lo hizo por sobre lo esperado, impulsado por las líneas ligadas a la demanda, en particular a la inversión, y a producciones puntuales orientadas a exportaciones. Por el lado del gasto, resaltó una acumulación de inventarios más intensa que en meses previos. Esto parece responder a un comportamiento que buscó recuperar niveles de stocks luego de la reducción que se apreció a fines del 2011 y que, en ese momento, se vinculó con la expectativa de efectos negativos del escenario externo en las ventas finales. También destacó la renovada fortaleza del consumo y la formación bruta de capital fijo. El consumo sigue apoyado en la evolución del mercado laboral y condiciones financieras sin cambios sustanciales. En la inversión, predomina el aporte de construcción y obras, relacionado en lo principal con proyectos mineros y energéticos, pero también con el mayor dinamismo del sector inmobiliario. Esto se refleja en la trayectoria de las colocaciones comerciales.

El comportamiento de la actividad, en especial de los sectores distintos de recursos naturales, y de la demanda interna llevó a que se siguiera intensificando el uso de la capacidad instalada. Pese a que el crecimiento anual del empleo y de los salarios nominales ha descendido, el mercado laboral continúa estrecho. Sin

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	6,1	6,0	4,75-5,25	4,0-5,0
Ingreso nacional	13,1	6,1	3,8	3,8
Demanda interna	14,8	9,4	5,6	5,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	10,2	5,5	5,8
Formación bruta de capital fijo	14,3	17,6	7,0	7,1
Consumo total	9,0	7,9	5,1	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	1,4	4,6	3,5	3,6
Importaciones de bienes y servicios	27,4	14,4	4,0	5,8
Cuenta corriente (% del PIB)	1,5	-1,3	-3,2	-4,4
Ahorro Nacional (% PIB)	25,1	23,4	22,0	21,2
FBCF (% PIB nominal)	21,5	23,2	23,6	24,4
FBCF (% PIB real)	23,6	26,2	26,7	27,3
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	3.269	-3.221	-8.500	-12.200
Balanza comercial	15.324	10.792	4.200	100
Exportaciones	70.897	81.411	77.800	78.800
Importaciones	-55.572	-70.619	-73.600	-78.700
Servicios	-1.806	-2.417	-2.100	-2.100
Renta	-14.765	-14.015	-12.600	-12.300
Transferencias corrientes	4.515	2.418	2.000	2.100

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

embargo, la mayor demanda interna, en especial la inversión, y menores precios del cobre comparados con el 2011, han llevado a una ampliación del déficit en cuenta corriente. En el año terminado en el segundo trimestre del 2012 este déficit subió a 2,7% del PIB, desde 1,3% al cierre del 2011.

En los últimos meses, la inflación anual ha seguido con una trayectoria a la baja, influida por los precios de los combustibles. La medida subyacente que excluye alimentos y energía (IPCSAE) se ha estabilizado en valores cercanos a 2,5%. El componente de servicios del IPCSAE se ha mantenido en torno a 5%, mientras que el de bienes sigue en valores negativos, comportamiento en el que más recientemente ha contribuido la apreciación del peso. La paridad peso/dólar se ha apreciado 5,3% en comparación con junio. Considerando el nivel actual del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el tipo de cambio real (TCR) está en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

En el escenario base, se prevé que este año la economía chilena crecerá entre 4,75 y 5,25%. El cambio en la proyección se explica principalmente por los datos efectivos de la primera mitad del año y porque los efectos de la situación externa en la economía chilena serán menores que lo previsto en junio. Con todo, en el escenario base, durante la segunda mitad del 2012 el PIB tendrá tasas de crecimiento más bajas que las del primer semestre, con lo que el uso de la capacidad retornaría paulatinamente a niveles normales. El Consejo sigue estimando que el crecimiento de tendencia se encuentra en torno a 5%. Para el 2013, el Consejo prevé una tasa de crecimiento del PIB de entre 4 y 5%. En el escenario base, el déficit de la cuenta corriente alcanzará a 3,2% del PIB este año. El 2013 se ampliará a 4,4% reflejando el dinamismo de la demanda interna, y en menor medida, un precio del cobre más bajo.

Para la inflación, el escenario base prevé que la variación anual del IPC a fines de este año será menor que la proyectada en junio, llegando a 2,5%. Luego, retornará gradualmente hasta 3%, valor que alcanzará en la segunda mitad del 2013 y en torno al que oscilará hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2014. El IPCSAE convergerá a 3%, más lento que lo previsto en junio. Esta trayectoria supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, como supuesto metodológico, considera que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo.

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

En lo externo, los riesgos descritos en los últimos trimestres no han variado mayormente. La situación de la Eurozona es compleja. La concreción de los anuncios no será fácil y el paso del tiempo conlleva mayores problemas para las economías de la periferia, por lo que no se puede descartar una agudización severa de la crisis financiera en la Eurozona o incluso escenarios más extremos

INFLACIÓN

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,4	3,3	3,2	2,9	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,4	2,5	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)					2,9
Inflación IPCSAE promedio (2)	0,5	1,3	2,5	2,6	
Inflación IPCSAE diciembre (2)	1,5	2,4	2,3	2,8	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1) (2)					2,8

(f) Proyección.

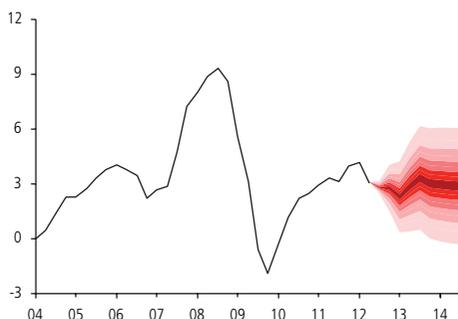
(1) Correspondiente a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2014.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)**

(variación anual, porcentaje)

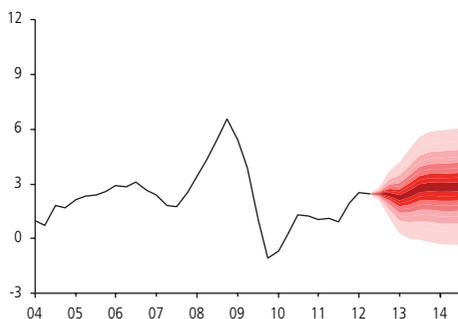


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

con implicancias sistémicas. Se suma la discusión en Estados Unidos para evitar que se desencadenen ajustes fiscales el 2013. De frustrarse los intentos por llegar a acuerdos, el crecimiento de esta economía caería de manera importante y además generaría tensiones en los mercados financieros.

En el mundo emergente, el mayor riesgo es la profundización de las recientes señales de desaceleración económica. En el agregado, el crecimiento mundial previsto no se aleja del promedio de los últimos 15 a 20 años, pero esto ha sido sostenido por la expansión de las principales economías emergentes. Especial preocupación concita el desempeño de China, por su peso en la economía mundial y relevancia en la evolución del precio del cobre. De entrar en una desaceleración mayor, se acentuaría la debilidad del crecimiento global y afectaría con mayor intensidad a economías exportadoras de materias primas, como la chilena, que aún mantienen tasas de crecimiento altas. También es posible que factores de oferta intensifiquen el alza reciente de los precios de algunas materias primas, en especial combustibles y granos.

En lo interno, los riesgos inflacionarios de mediano plazo siguen vigentes. El alza reciente de los precios externos de los combustibles y de algunos alimentos podría traspasarse rápidamente a inflación, sobre todo en el actual estado de las holguras de capacidad y del mercado laboral. Además, la mantención o el incremento del dinamismo de la actividad y la demanda interna puede seguir intensificando el uso de la capacidad y provocar presiones inflacionarias incoherentes con la meta. Al mismo tiempo podrían resultar en una ampliación del déficit en cuenta corriente que genere factores de vulnerabilidad para la economía en un escenario global complejo. Esta variable es relevante para la evolución de las condiciones de acceso al financiamiento externo. Los cambios bruscos en las fuentes de financiamiento y/o en los términos de intercambio, por ejemplo por una caída significativa del precio del cobre, podrían precipitar ajustes difíciles en la economía interna, con efectos en la demanda, el empleo, el crédito y el tipo de cambio real. En el pasado, gran parte de las crisis a las que se ha enfrentado el país han sido precedidas por déficits elevados y persistentes en la cuenta corriente. Sin embargo, el marco actual de política económica ha avanzado, incorporando una regla que guía la política fiscal y aísla el gasto público de aumentos del precio del cobre por sobre su valor de largo plazo. Asimismo, considera una política de flotación cambiaria que permite un ajuste temprano a los cambios abruptos en las condiciones externas. Con todo, el Consejo estima que es de importancia mantener un seguimiento cercano de los factores detrás del déficit actual, de modo de evitar que se incuben desequilibrios que afecten el desempeño futuro de la economía.

El escenario macroeconómico actual plantea riesgos relevantes con respuestas de política en distintas direcciones. Por un lado, aunque por el momento sus efectos han sido tenues, la situación externa es grave. Chile es una economía pequeña y abierta comercial y financieramente, por lo que no será inmune a los sucesos globales. La probabilidad de eventos extremos no se ha reducido y su materialización podría tener consecuencias muy significativas en la actividad mundial, incluido Chile. Por otro lado, la solidez de la actividad y la demanda interna, junto con las recientes alzas de los precios de algunas materias primas, mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios de mediano plazo. La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales, lo que entrega flexibilidad para esperar que los efectos concretos de estos escenarios sobre la economía chilena se hagan visibles con claridad. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

ANTECEDENTES: REUNIÓN E IPOM DE JUNIO 2012

En los últimos meses se habían profundizado las diferencias entre la evolución de la economía chilena y la internacional. El escenario externo se había deteriorado y los riesgos se habían incrementado, con tensiones cada vez mayores en los mercados financieros y un crecimiento mundial más débil. Nuevamente estaba en discusión la posibilidad de un desenlace desordenado de la crisis de la Eurozona. Así, tras una mejora en el primer trimestre del año, se habían agudizado las tensiones en los mercados financieros hasta niveles similares o superiores a los observados en diciembre del 2011. La situación económica y financiera de España había continuado deteriorándose y su prima por riesgo había subido a niveles históricos, pese al anuncio de la capitalización de su banca. Además, seguía presente la duda de si otros países requerirían de una medida similar. Asimismo, destacaba la importante caída de los precios de las materias primas, en especial del petróleo. Los principales efectos de estas tensiones en las economías emergentes, además del menor precio de las materias primas, habían sido la depreciación de sus monedas, la caída de sus bolsas y el aumento de sus primas por riesgo.

El debilitado panorama externo contrastaba con el desempeño de la actividad y la demanda interna. El PIB se había expandido por sobre lo previsto, aunque trimestre a trimestre lo hacía a una tasa similar a la de tendencia. Así, el Consejo estimaba que las brechas de capacidad se mantenían ajustadas. El mercado laboral continuaba dando señales de estrechez, pero estas no se habían intensificado: el empleo había reducido su tasa de expansión, la tasa de desempleo se había estabilizado en niveles bajos y el incremento anual de los salarios, aunque seguía elevado, mostraba una moderación.

La inflación había sido menor que la esperada, lo que, sumado a la caída de los precios internacionales de los combustibles, había disminuido los riesgos para su evolución en el corto plazo. No obstante, los riesgos inflacionarios de mediano plazo seguían latentes, como consecuencia de una situación estrecha en los mercados internos. Dando cuenta de ello, el componente de servicios de la inflación era el que más aportaba a su incremento.

El balance de riesgos para la actividad estaba sesgado a la baja y equilibrado para la inflación. El mayor riesgo se originaba en el escenario externo, por la situación en la Eurozona. Esta era muy compleja y los acontecimientos de los últimos meses habían reflatado la eventualidad de escenarios más extremos. La falta de

claridad de cómo operaría el plan de ayuda anunciado para la banca española, sus dificultades para cumplir con las metas fiscales ante el alicaído panorama de crecimiento y el impacto sobre sus niveles de deuda soberana seguían siendo materia de preocupación. Del mismo modo, se habían incrementado las aprensiones sobre otros países de la región. También era posible que las tensiones se revirtieran, por ejemplo, ante acuerdos que favorecieran el cumplimiento de las medidas de ajuste pactadas o nuevos anuncios de apoyo por parte de las autoridades económicas. En Estados Unidos, persistían las dudas sobre la forma en que se daría la transición hacia una trayectoria de deuda sostenible a mediano y largo plazo. En el mundo emergente, no se podía descartar que la desaceleración de China fuese más profunda y/o prolongada que la considerada en el escenario base, lo que, dado su peso en el comercio mundial, mermaría el crecimiento de otras economías y tendría efectos relevantes en los precios de las materias primas.

Los riesgos de mediano plazo para la inflación seguían vigentes. La tasa de crecimiento de la actividad y la demanda interna había disminuido, pero a una velocidad más lenta que la esperada. Además, en los últimos dos años, el crecimiento de la demanda interna por sobre el PIB había ampliado el déficit de cuenta corriente. Si la demanda interna incrementaba su dinamismo, el déficit en cuenta corriente podría ampliarse. Ello resultaba riesgoso en un escenario de debilidad de la economía mundial, menor precio del cobre y encarecimiento del financiamiento externo.

Para la reunión de junio, los antecedentes recopilados llevaban a la Gerencia de División Estudios a proponer como opción relevante la de mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%. La alternativa de aumentarla se descartaba, tomando en cuenta el agravamiento de las condiciones internacionales y su eventual impacto en Chile. También, porque se observaba una convergencia en el ritmo de crecimiento de la actividad y el empleo hacia tasas de tendencia, la inflación subyacente había disminuido en los últimos meses, y el comportamiento más reciente de los componentes más volátiles — combustibles y alimentos— también contribuía a una reducción de los registros inflacionarios. La opción de mantener la TPM se justificaba en que su nivel estaba dentro de un rango de valores neutrales, al mismo tiempo que la economía se encontraba con una situación de brecha cerrada y una inflación en torno a la meta, lo que daba tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa y su impacto en Chile. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5% anual.



REUNIONES DE JULIO Y AGOSTO

En julio, los antecedentes conocidos no se apartaban del escenario base contenido en el IPoM. Se observaba una desaceleración algo más marcada de la economía mundial y sus perspectivas. Sin embargo, las medidas monetarias y los acuerdos alcanzados en la Eurozona habían contribuido a mejorar levemente las condiciones financieras internacionales. Además, los precios de las materias primas habían dejado de caer.

En el plano interno, la situación de brechas de capacidad y del mercado laboral seguían estrechas, lo que implicaba que el crecimiento de la economía chilena debía alinearse con su trayectoria potencial. Para la segunda mitad del 2012, las proyecciones del IPoM tenían implícita una desaceleración del crecimiento por la mayor incertidumbre internacional y la menor demanda externa. Hasta ese momento, las señales de estos efectos eran tenues.

La inflación efectiva y sus medidas subyacentes se ubicaban por debajo del 3% anual. La disminución de la inflación total había sido mayor que lo anticipado, reflejando la evolución de factores transitorios, como los componentes más volátiles —energía y alimentos—, así como la incidencia de la apreciación del peso en la inflación de los bienes transables. Por otra parte, los indicadores de inflación subyacente —particularmente su componente de servicios— y los salarios nominales mostraban estabilidad, lo que validaba el diagnóstico de brechas cerradas, factor que se debía seguir vigilando.

Así, la Gerencia de División Estudios presentó como opción relevante mantener la TPM en 5,0%. La opción de aumentarla se descartaba tomando en cuenta el deterioro de las perspectivas internacionales y su eventual impacto sobre la economía chilena y la inflación. Al mismo tiempo, se observaba una convergencia del ritmo de crecimiento de la actividad y del empleo hacia tasas de tendencia, la inflación subyacente mostraba una reducción relevante en meses recientes y el mencionado comportamiento de los componentes más volátiles también había contribuido a reducir los registros inflacionarios y las expectativas de mercado. La alternativa de bajar la TPM también se descartaba, tomando en cuenta el riesgo latente respecto de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. Mantener la TPM se justificaba en que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que la economía se encontraba en una situación de brecha cerrada e inflación en torno a la meta, lo que daba tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

En agosto, las cifras conocidas de actividad global mostraban una desaceleración algo más marcada de las economías emergentes y un cierto mejoramiento de las condiciones financieras internacionales. Sin

perjuicio de que se habían hecho algunos avances en la Eurozona, su materialización aún enfrentaba grandes dificultades políticas, por lo que los riesgos de esta región todavía estaban plenamente vigentes y en el escenario externo se mantenía la posibilidad de que las tensiones financieras volvieran a recrudecer en los próximos meses. Además, habían aumentado los riesgos de una desaceleración más marcada de China y otras economías emergentes.

En el plano interno, la situación de brechas de capacidad y del mercado laboral seguían estrechas, por lo que el crecimiento debía alinearse con su trayectoria potencial para evitar presiones inflacionarias de mediano plazo. Los nuevos antecedentes indicaban que, en lo que iba del año, el crecimiento de la actividad y la demanda se había ubicado algo por encima de esta tendencia. De hecho, las cifras recientes de crecimiento revelaban un grado de dinamismo que resultaba algo sorpresivo en un contexto de desaceleración internacional generalizada. Este era un aspecto a seguir vigilando en los próximos meses.

La inflación efectiva y sus medidas subyacentes continuaban evolucionando por debajo de 3% anual. Desde la Reunión pasada se observaba una reversión de los precios internacionales de los granos y la energía, lo que probablemente incidiría positivamente en la evolución del IPC de los próximos meses. Por otra parte, los indicadores de inflación subyacente, particularmente su componente de servicios, y los salarios nominales seguían estables. Sin embargo, las noticias alrededor de estos precios también eran factores a seguir monitoreando en los meses venideros.

Lo anterior llevó a la Gerencia de División Estudios a presentar como opción relevante mantener la TPM en 5,0%. La alternativa de aumentar la TPM se descartaba, tomando en cuenta la evolución reciente del escenario externo y su eventual impacto sobre la economía chilena y la inflación. Las mediciones de inflación total y subyacente se mantenían en la parte baja del rango de tolerancia para la inflación, los salarios y la inflación de servicios evolucionaban en forma estable y las expectativas a dos años continuaban en torno a la meta. La alternativa de reducir la TPM también se descartaba, tomando en cuenta que la situación de brechas de capacidad y del mercado laboral se había estrechado, lo que representaba un riesgo latente respecto de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. Era probable que la desaceleración externa contribuyera a despejar este riesgo en los meses venideros, pero estos efectos habían sido tenues hasta el momento. La opción de mantener la TPM seguía justificándose en que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que la economía se encontraba en una situación de brecha cerrada e inflación en torno a la meta, lo que daba tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la situación externa y su impacto en la economía chilena. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

CRECIMIENTO MUNDIAL

En el agregado, el panorama de crecimiento mundial no presenta grandes modificaciones en comparación con junio. No obstante, ha habido algunos cambios en la composición. Destaca la evidencia de que las economías emergentes de gran tamaño se están desacelerando más marcadamente que lo anticipado. Las economías desarrolladas han evolucionado según lo esperado, mostrando una recuperación magra y lenta. Así, las proyecciones de crecimiento mundial se revisan levemente a la baja, pero esta vez, los principales ajustes provienen del mundo emergente. Tanto el crecimiento de los socios comerciales como el del mundo ponderado a PPC para el 2012 se corrigen en una décima a 3,5 y 3,1%, respectivamente (tabla I.1).

Las principales economías emergentes están sintiendo los efectos del complejo escenario internacional. El PIB de China creció 7,6% anual en el segundo trimestre del año, lo que se compara con el 8,1% del primer trimestre y el 9,2% del 2011, dejando de manifiesto la desaceleración por la que está atravesando. Los indicadores más coyunturales dan cuenta de que esta desaceleración ha proseguido. Las exportaciones muestran una caída interanual de sus envíos al mercado europeo y las cifras de colocaciones y ventas minoristas también señalan una desaceleración (gráfico I.1). Este panorama ha motivado un marcado ajuste a la baja de las proyecciones de crecimiento de este país. Mientras la proyección incluida en el IPoM de septiembre del 2011 apuntaba a una expansión de 8,3 y 8,7% de la economía china en el 2012 y el 2013, respectivamente, este IPoM prevé 7,8 y 8,1%, para los mismos años (Recuadro I.1). Otras economías asiáticas también registran tasas de crecimiento anual cada vez más bajas —incluso negativas en algunos casos— en gran medida afectadas por el desempeño de sus principales socios comerciales, en especial economías desarrolladas y otros países asiáticos. En India la desaceleración también se relaciona con problemas fiscales y energéticos, entre otros.

Un aspecto distintivo de los últimos meses en varias economías, desarrolladas y emergentes, ha sido el débil desempeño de sus sectores manufactureros. Las encuestas a los gerentes de compras en varios de estos países señalan que esto se prolongará en los meses venideros (gráfico I.2).

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

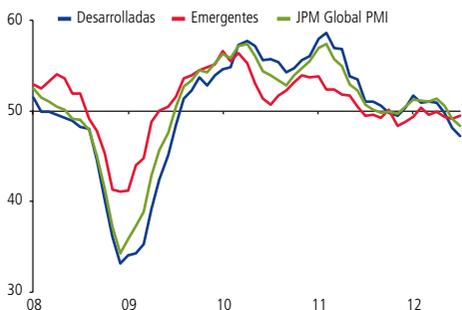
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

GRÁFICO I.1

China: Indicadores de actividad
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2
Expectativas para el sector manufacturero: PMI (*)
 (índice de difusión)


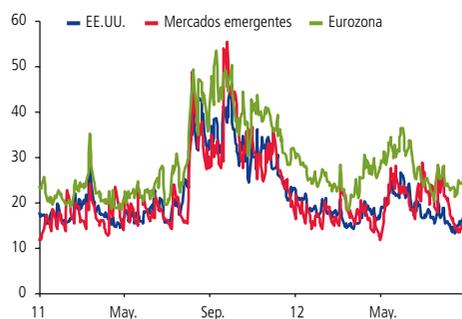
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (caída).

Fuente: Bloomberg.

TABLA I.2
Crecimiento del PIB en Europa
 (variación trimestre a trimestre anualizado, porcentaje)

	III.2011	IV.2011	I.2012	II.2012
España	-0,2	-2,0	-1,3	-1,7
Italia	-0,9	-2,9	-3,3	-2,9
Portugal	-2,5	-5,2	-0,3	-4,7
Irlanda	-4,4	2,8	-4,2	-
Holanda	-1,4	-2,5	0,9	0,7
Grecia (a/a)	-5,0	-7,5	-6,5	-6,2
Alemania	1,5	-0,6	2,0	1,1
Francia	1,1	0,0	0,1	-0,2
Eurozona	0,4	-1,3	0,1	-0,7
Reino Unido	2,4	-1,4	-1,3	-1,8

Fuentes: Eurostat, Instituto Nacional de Estadísticas de Portugal y Oficina Griega de Estadísticas.

GRÁFICO I.3
Volatilidad de mercados bursátiles (*)
 (porcentaje)


(*) Corresponde al índice VIX para EE.UU., al Vstoxx para la Eurozona y a una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En América Latina el panorama sigue siendo bastante heterogéneo. Destaca la importante desaceleración de Brasil, que por su tamaño explica en gran medida la corrección a la baja del crecimiento previsto para la región este año y el próximo. No obstante, hacia adelante se anticipa una recuperación, dadas las medidas expansivas aplicadas por sus autoridades. Entre ellas, cabe mencionar la reducción de su tasa de interés de política en 350 puntos base en lo que va del año y su plan de estímulo fiscal por US\$65 mil millones. Colombia y Argentina también han entregado señales de desaceleración. No obstante, otras economías de la región, como Perú y México, siguen con un crecimiento dinámico. La primera, impulsada por fuerzas similares a las de la economía chilena y un importante efecto de las inversiones mineras. En México, el crecimiento de la primera mitad del año superó las expectativas, pero hacia adelante los efectos del debilitado sector externo se harán visibles con más fuerza, algo a lo que apuntan las señales de desaceleración de su sector manufacturero.

El mundo desarrollado sigue por una senda de recuperación lenta. En Estados Unidos, a pesar de algunos indicadores del sector inmobiliario y del mercado laboral algo más positivos en el margen, la evaluación sigue siendo de debilidad. Se suma la discusión para evitar que se desencadenen ajustes fiscales el 2013. Según estimaciones del mercado, de no lograrse un acuerdo, los recortes de gasto que se producirán podrían reducir el crecimiento de esta economía en más de dos puntos porcentuales el 2013. Además, la discusión se ve dificultada por la proximidad de las elecciones. Aunque las proyecciones de crecimiento de EE.UU. para el 2012 se revisan levemente al alza, ello responde a la corrección de las cifras históricas que habitualmente se realiza en esta época del año, y no a una evaluación más favorable de las perspectivas para esa economía. También preocupa la situación del Reino Unido, cuya actividad cayó por tercer trimestre consecutivo, afectada por una debilitada demanda externa y una demanda interna mermada por condiciones crediticias restrictivas y el programa de consolidación fiscal. En Japón, la actividad de los últimos trimestres se ha visto favorecida por las labores de reconstrucción, aunque las cifras más recientes develan un deterioro de las expectativas.

En la Eurozona la actividad seguirá muy debilitada, persistiendo importantes diferencias entre sus países miembros. Las economías periféricas llevan varios trimestres contrayéndose, mientras que otras, como Alemania, siguen creciendo (tabla I.2). Sin embargo, en este último país preocupa la debilidad de algunos indicadores más recientes, en particular relacionados con el consumo interno, que se suman al débil desempeño de sus exportaciones y de su sector industrial, y que podrían señalar una desaceleración en los meses venideros. Con todo, varios países de la región han debido aplicar planes de ajuste fiscal, las condiciones crediticias presentan una continua restricción, la incertidumbre restringe los planes de inversión y el proceso de desapalancamiento también sigue su curso. El magro crecimiento de la zona debilita el comercio intrarregional, pero ayuda en parte a resolver los desequilibrios dentro de la región, mientras persistan las rigideces cambiarias y salariales.

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Las últimas semanas han sido testigo de un mercado financiero internacional algo menos pesimista. Entre otras causas, esto responde a los anuncios para avanzar hacia una unión bancaria, así como las declaraciones del presidente del Banco Central Europeo respecto de la posibilidad de implementar en el corto plazo un programa de compra de bonos soberanos, previo acuerdo político respecto de un programa de ajuste fiscal. Además, no ha habido vencimientos importantes de deuda soberana de economías periféricas en las últimas semanas. Las bolsas han subido, los indicadores de riesgo han bajado y el dólar se ha depreciado (gráfico I.3). No obstante, la situación de los mercados es muy frágil: las primas por riesgo siguen elevadas en comparación histórica y las bolsas están lejos de recuperar los niveles perdidos en los meses previos. Ello refleja, en lo principal, que, pese a las señales en la dirección correcta, la implementación de las medidas para resolver los problemas estructurales de la región enfrenta enormes dificultades políticas, y, además, en los próximos meses se darán una serie de eventos críticos que pueden llevar a nuevos episodios de tensión en los mercados. En septiembre, por ejemplo, la Unión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional harán la evaluación al cumplimiento de los compromisos de ajuste en Grecia, el tribunal constitucional alemán votará sobre la legalidad del ESM y las empresas auditoras definirán el monto que necesitan los bancos españoles para capitalizarse. En octubre, España tiene un exigente calendario de vencimientos de deuda (gráfico I.4). Se suma la mencionada discusión en el Congreso estadounidense para evitar recortes fiscales. Dada la falta de resolución de los problemas fundamentales, una dirección distinta de lo deseado por los agentes económicos en cualquiera de estos eventos volverá a aumentar el nerviosismo y la volatilidad de los mercados. Por lo mismo, persiste el riesgo de una agudización severa de la crisis financiera en la Eurozona o incluso de escenarios más extremos con implicancias sistémicas.

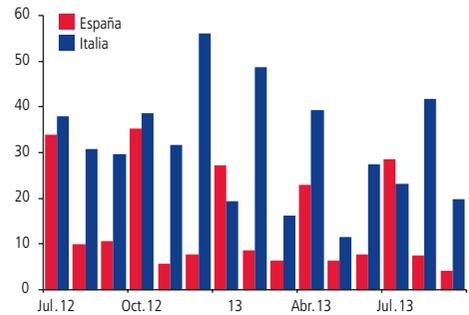
En las economías emergentes también se han observado señales del mayor optimismo de los mercados financieros internacionales. Las bolsas han subido, las paridades de las economías se han vuelto a apreciar con respecto al dólar y las primas por riesgo soberano y corporativo muestran algunas reducciones. Aunque se ha observado una nueva entrada de capitales, estas corresponden principalmente a bonos, no acciones. Esto podría reflejar que el reciente mayor apetito por riesgo de los inversionistas no está del todo consolidado.

MATERIAS PRIMAS

En los últimos meses las materias primas han seguido una trayectoria disímil. Mientras el precio del petróleo, sus derivados y algunos granos han vuelto a empujarse, el cobre se transa en valores similares a los vigentes al cierre del IPoM de junio (gráfico I.5). Sin embargo, otras materias primas industriales distintas del cobre, como el hierro y el acero, han experimentado fuertes bajas de precios y varias empresas mineras han anunciado recortes de sus tasas de expansión.

En los combustibles, el aumento de precio ha respondido principalmente a dos factores. Por un lado, al recrudescimiento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. Por otro, diversas restricciones por el lado de la oferta, siendo una de ellas los problemas de refinación en México que han elevado la demanda por gasolina

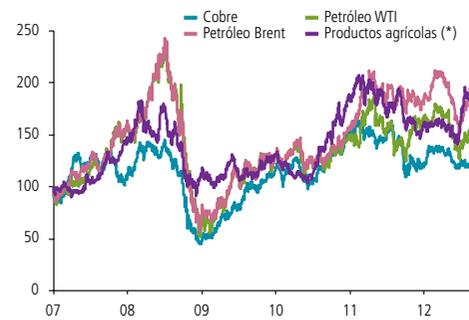
GRÁFICO I.4
Vencimientos de deuda soberana (*)
(miles de millones de euros)



(*) Corresponde al pago de principal e intereses.

Fuente: Bloomberg.

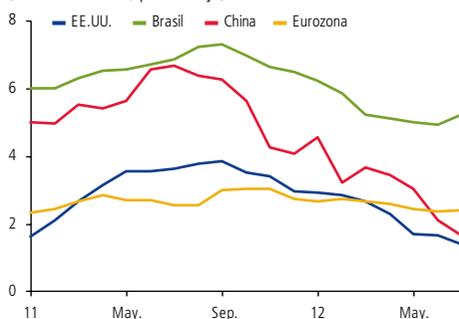
GRÁFICO I.5
Precios de materias primas
(índice 02/01/2007=100)



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6
Inflación del IPC
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

en el mercado estadounidense. Así, el precio del petróleo supera entre 15 y 20% su valor al cierre del IPoM de junio tanto para el WTI como para el Brent. En línea con los mayores precios actuales, las proyecciones que se extraen de los contratos futuros señalan precios promedio del WTI y el Brent también superiores para el 2012 y el 2013.

El cobre se transa actualmente en torno a US\$3,4 la libra, similar a su valor al cierre del IPoM de junio. Aunque las importaciones totales de China se han desacelerado en los últimos meses, la demanda de este país por cobre ha seguido sólida, lo que ayuda a sostener el precio, dado que este país representa 40% de la demanda mundial del metal. Esta demanda se sustenta, en gran medida, en los requerimientos para los proyectos de inversión en infraestructura. Sin embargo, llama la atención el contraste entre la desaceleración de la economía china y la mantención de una demanda por cobre dinámica, lo que podría deberse, en parte, al acopio de inventarios comerciales. Las proyecciones de precio incluidas en este IPoM son iguales a las de junio (US\$3,55 y 3,40 la libra el 2012 y el 2013, respectivamente).

En los últimos meses también ha destacado el aumento del precio de algunos granos. En particular, el trigo ha subido más de 40% en los últimos meses, afectado por serios problemas de oferta. Las expectativas son que las cosechas estarán muy por debajo de lo previsto a causa de factores climáticos en los principales productores del hemisferio norte. Con todo, los niveles de precios alcanzados distan de los registrados a mediados del 2008 cuando la trayectoria alcista de estos respondía principalmente a consideraciones de demanda. Hacia adelante, aunque las expectativas de precios contenidas en los futuros señalan que los elevados precios serán temporales, ello dependerá en gran medida de cómo se den las cosechas en el hemisferio sur.

TABLA I.3

Inflación mundial
(variación promedio anual en moneda local, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
Estados Unidos	3,0	2,8	3,0	2,0	1,9	2,2
Eurozona	2,3	2,2	2,7	2,3	1,7	1,8
Japón	1,2	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,7
China	7,8	1,7	5,3	3,0	3,5	3,6
Australia	2,5	3,2	3,4	1,9	3,0	2,8
Nueva Zelanda	2,1	2,6	4,3	2,6	2,5	2,4
Brasil	854,8	7,3	6,5	5,6	5,1	5,1
México	20,4	5,2	3,3	3,6	3,5	3,5

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

En general, en los últimos meses, los registros inflacionarios han tendido a reducirse tanto en el mundo desarrollado como en el emergente (gráfico I.6). Ello, mayormente, ha estado determinado por el menor dinamismo de la actividad o la mantención de cifras de crecimiento moderadas. En China, la inflación anual siguió reduciéndose hasta 1,8% en julio, lo que se compara con 4,1% en enero de este año. Así, las proyecciones de inflación también se han reducido (tabla I.3).

Las decisiones de política monetaria de los últimos meses han estado motivadas en gran medida por los efectos que está teniendo el debilitado panorama internacional sobre las economías locales. Considerando además el espacio que otorgan los bajos registros de inflación y las menores presiones de precios, varias economías emergentes partieron o prosiguieron con ciclos de reducción de su tasa de política monetaria. En China, la autoridad monetaria nuevamente redujo la tasa de interés de política y adoptó medidas administrativas para reducir las de colocación.

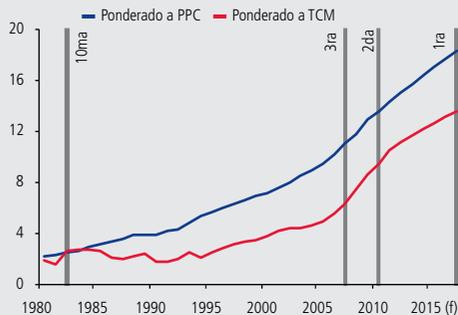
En las economías desarrolladas, las tasas de interés siguen en sus mínimos y se han anunciado medidas adicionales con el objetivo de impulsar su actividad. En Estados Unidos, la propia comunicación de las autoridades ha hecho que el mercado incorpore la posibilidad de medidas monetarias adicionales. En el Reino Unido se anunciaron compras adicionales de activos. En la Eurozona, el Banco Central Europeo redujo la tasa de interés a 0,75% y el mercado espera que se reanuden las compras de bonos soberanos.

RECUADRO I.1

CHINA: SITUACIÓN ACTUAL Y POSIBLES EFECTOS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Durante la última década, China ha pasado a jugar un rol central en el comercio y la actividad mundial (gráfico I.7). De este modo, se convirtió en la segunda economía de mayor tamaño en el mundo, el mayor inversionista en bonos del Tesoro estadounidense y el principal socio comercial de varias economías emergentes y exportadoras de materias primas, entre ellas Chile. Para el 2010, China representó en torno a 10% de las importaciones a nivel mundial, absorbió 40% de la producción mundial de cobre^{1/}, más de 11% de la de petróleo^{2/}, y entre 15 y 30% de la de alimentos^{3/}.

GRÁFICO I.7
Participación de China en el PIB mundial (*)
(porcentaje)



(*) Barras verticales indican momento en que la economía china era (sería) la i-ésima en el mundo, medida a PPC.

(f) Proyección.

Fuente: FMI (2012a).

El crecimiento de China fue impulsado por la inversión y las exportaciones netas, pasando a ser el mayor centro manufacturero mundial. En años recientes, tras el inicio de la crisis financiera internacional, el Gobierno impulsó una fuerte expansión de la inversión pública, logrando mantener una elevada tasa de crecimiento. Esto contribuyó a la recuperación de la actividad mundial y, particularmente, al repunte de los precios de las materias primas, en beneficio de países como Chile y otros productores de estos bienes. En la actualidad, existe preocupación respecto de las señales de enfriamiento de China. Este recuadro revisa la situación de esta economía y los posibles impactos de su mayor desaceleración en el crecimiento mundial.

Como se indicó, en los últimos trimestres, China ha reducido el ritmo de su expansión económica. Luego de registrar tasas de crecimiento anual de 10,4 y 9,2% el 2010 y 2011, respectivamente, el segundo trimestre de este año lo hizo a 7,6%. Varios factores, tanto locales como externos, explican esta desaceleración.

El primero de ellos dice relación con el ciclo internacional. China está expuesta a la evolución del crecimiento de las economías desarrolladas a través de su comercio internacional. Las exportaciones representan cerca de 25% de su PIB. Sus principales destinos son la Unión Europea (20%), EE.UU. (18%), Hong Kong (14%) y Japón (8%). Por ende, el débil desempeño del mundo desarrollado tiene un impacto en la actividad del sector exportador y de la economía en general.

El segundo factor corresponde a ajustes cíclicos en el sector inmobiliario. En años recientes, la inversión inmobiliaria se convirtió en una de las principales fuentes de crecimiento de la economía china, impulsada por una fuerte expansión crediticia. Sin embargo, las autoridades han aplicado medidas para moderar el desempeño del sector y evitar la configuración de desequilibrios financieros mayores. Existe preocupación respecto del deterioro de la calidad de los activos inmobiliarios, lo que perjudicaría la situación financiera de los bancos y podría generar repercusiones más duraderas sobre la evolución del sector. La inquietud por la situación financiera del sector inmobiliario también ha influido en una menor disposición de las autoridades para actuar en forma preventiva ante las señales de enfriamiento.

El tercero responde a ajustes estructurales en la composición de la demanda. El más reciente Plan Quinquenal contempla incrementar la participación del consumo privado frente a la inversión, para darle sostenibilidad al crecimiento. Esta transformación requerirá de una serie de ajustes de precios relativos, incluyendo salarios reales, tipo de cambio real, costo del crédito, precios de insumos como la tierra y la energía, además de reformas al sistema de seguridad social para reducir la necesidad de ahorro precautorio por parte de los consumidores. Estos ajustes, sin embargo, son lentos de implementar, y podrían afectar la rentabilidad de la capacidad instalada durante este proceso, impactando negativamente el crecimiento económico de China.

^{1/} CRU (2012).

^{2/} U.S. Energy Information Administration (2012).

^{3/} FAO (2012).



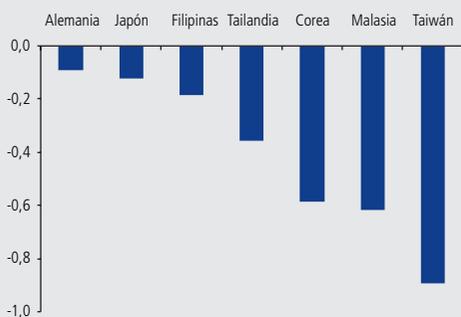
La relevancia de la economía china en el espectro mundial, lleva a que menores tasas de crecimiento de su actividad tengan impactos de diversa índole en el mundo. Para cuantificarlos se revisan algunos ejercicios. El primero, es el realizado por el FMI^{4/}, que evalúa las consecuencias de una reducción de la inversión inmobiliaria china. Los alcances se darían por las interconexiones de este sector con otras áreas de la economía china, como son la producción de bienes de consumo durable, construcción, la industria ligera y el sector energético. A su vez, la suma de estas caídas generaría consecuencias negativas en las importaciones chinas, deprimiendo la actividad, el empleo y la demanda interna de sus socios comerciales. La simulación muestra que una caída de 1% de la inversión inmobiliaria, que representa 25% de la inversión en activo fijo o 12% del PIB en China, reduciría el crecimiento del PIB de este país en 0,2%. A su vez, ello mermaría el crecimiento mundial en 0,06%, equivalente a una elasticidad de un tercio. Un segundo ejercicio, se obtiene a partir de un modelo de equilibrio global que simula una caída de un punto porcentual (pp) en la tasa de crecimiento de China. En este ejercicio, dicha situación lleva a una caída de 0,3pp del crecimiento mundial, contemplando una desaceleración especialmente importante en Asia y en menor medida en América Latina^{5/}. Esto es comparable con los resultados de los análisis antes señalados.

Otro ejercicio, también realizado por el FMI, da cuenta de los efectos que tendría una caída de un punto porcentual en la tasa de crecimiento de la inversión total de China sobre la expansión de otras economías. Los países más afectados serían sus socios comerciales regionales (gráfico 1.8). El impacto también sería relevante para países exportadores de materias primas.

Otro aspecto a evaluar son las consecuencias de una menor actividad china sobre los precios de las materias primas. El citado informe del FMI, muestra los resultados de simular una caída de la inversión inmobiliaria china. Esto resultaría en descensos de los precios de los metales y de las materias primas no combustibles. Para el cobre, la elasticidad de respuesta sería del orden de 1,5 respecto de la inversión inmobiliaria o 7,5 respecto del crecimiento del PIB en China. Estas elasticidades son acotadas, porque se basan en una caída transitoria de la inversión inmobiliaria. La elasticidad de respuesta ante una caída más duradera de la inversión en China, o una desaceleración más permanente de su tasa de crecimiento debería ser mayor. La simulación mediante un modelo de equilibrio general global muestra que una caída de 1% en el crecimiento de China, conduce a un retroceso de 12,5% en el precio promedio del cobre^{6/}.

GRÁFICO 1.8

Impacto de una caída de un punto porcentual en la inversión china sobre el crecimiento de sus principales socios comerciales (puntos porcentuales)



Fuente: FMI (2012b).

^{4/} FMI (2012b).

^{5/} Estos resultados se derivan de Carabenciov, et. al (2012).

^{6/} Estos valores se obtienen utilizando el modelo de García y Medina (2009).

II. MERCADOS FINANCIEROS

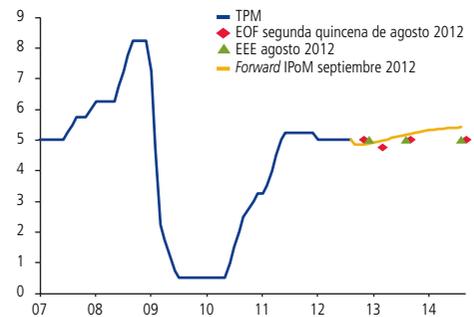
Este capítulo revisa la evolución de los principales mercados financieros locales, desde la perspectiva de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses, han seguido profundizándose las diferencias entre el escenario interno y el externo. Por un lado, el panorama de crecimiento global es algo más débil, aunque las tensiones en los mercados financieros internacionales se han atenuado ligeramente en las últimas semanas, sin perjuicio de que los riesgos siguen siendo elevados. Por otro lado, la actividad y la demanda interna crecieron por sobre lo proyectado en el segundo trimestre, y los efectos del debilitado escenario externo en la economía nacional han sido tenues. El grado de uso de la capacidad instalada ha seguido intensificándose. A pesar de esto, la inflación total ha sido menor que la esperada y se ubica en la parte baja del rango de tolerancia, lo mismo que las medidas subyacentes. Dentro de la inflación subyacente destaca, sin embargo, la diferencia entre el comportamiento de la inflación de bienes y la de servicios. Esta última, más ligada al estado de las holguras de capacidad, sigue en niveles cercanos a 5% anual, dando cuenta de la vigencia de los riesgos de mediano plazo para la inflación. En este contexto, desde enero pasado el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.

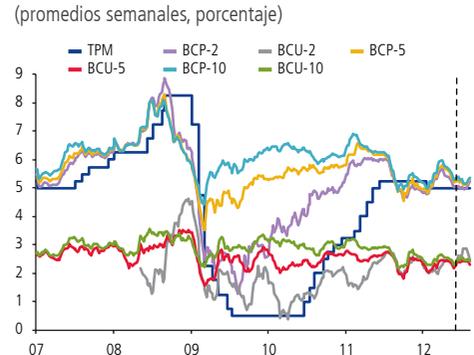
Al cierre estadístico de este IPoM, las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de la evolución de la TPM dan cuenta de una prolongada mantención de esta, o de reducciones transitorias y acotadas. En todo caso, en meses previos estas expectativas anticipaban mayores reducciones, las que se han ido diluyendo a medida que los mercados financieros internacionales han mostrado una mayor calma y los datos internos de actividad han sorprendido al alza. Así, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto anticipa que la TPM se mantendrá en 5% durante los próximos dos años. La mediana de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de agosto prevé que la TPM se reducirá 25 puntos base (pb) en un plazo de seis meses, pero a doce meses plazo la ubica nuevamente en 5%. Las expectativas que se derivan de los precios financieros son menos claras respecto de la posibilidad de una reducción (gráfico II.1). Con ello, de acuerdo con las distintas medidas de expectativas, la TPM se ubicaría entre 4,7 y 5,2% a un año plazo (4,6 y 5,25% en el IPoM de junio) y entre 5,0 y 5,4% a dos años plazo (4,9 y 5,4% en el IPoM de junio) (tabla II.1). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la trayectoria de la TPM se mantendrá estable en el corto plazo.

GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

Mercados bursátiles (1)
(índice 01/01/2011-30/08/2012=100)



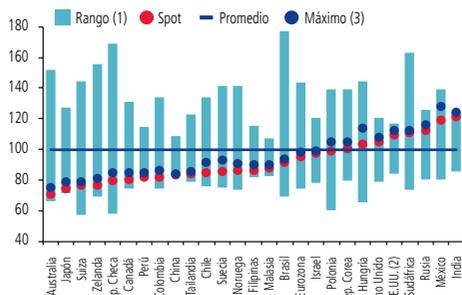
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2012.

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.4

Tipo de cambio nominal en el mundo
(índice 01/01/2000 - 30/08/2012=100)



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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.5

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 02/01/2011-30/08/2012=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA II.1

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A diciembre 2012		A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM sept.	IPoM junio	IPoM sept.	IPoM junio	IPoM sept.
EEE (1)	5,00	5,00	5,25	5,00	5,25	5,00
EOF (2)	4,75	5,00	4,75	5,00	5,00	5,00
Curva forward (3)	4,74	4,88	4,98	5,18	5,37	5,42
Contratos swaps (4)	4,59	4,82	4,58	4,73	4,92	5,01

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

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de junio y segunda quincena de agosto del 2012.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

MERCADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS

En los últimos meses, el mercado monetario e interbancario local se ha mantenido funcionando con normalidad. Al igual que en meses previos, la evolución de los mercados financieros internacionales no ha tenido efectos significativos en los mercados locales. Como en otras economías emergentes, el mayor impacto de las tensiones externas ha seguido reflejándose en el desempeño de los mercados de renta fija, bursátil y cambiario. Con todo, en lo más reciente, factores idiosincrásicos han influido en la evolución de la bolsa local respecto de mercados comparables.

Las tasas de los documentos del Banco Central y la Tesorería se ubican en niveles no muy distintos a los del cierre estadístico del IPoM anterior. En todo caso, se han observado vaivenes en el período. En las tasas nominales, se apreció una trayectoria a la baja hasta julio, marcada por los eventos externos, y una reversión posterior, determinada por las noticias sobre actividad local. Al cierre estadístico de este IPoM se ubican en cifras entre 5,2 y 5,3% para los plazos entre dos y diez años. A su vez, las sorpresas en los registros inflacionarios, y el efecto en la inflación esperada del mayor crecimiento local y del aumento de los precios del petróleo y de los alimentos en el exterior han afectado en mayor grado la evolución de las tasas reajustables del Banco Central y la Tesorería. Los mayores movimientos se observaron a dos años plazo. Al cierre estadístico de este IPoM, las tasas de los BCU se sitúan en valores entre 2,3 y 2,4% a dos, cinco y diez años plazo (gráfico II.2).

La mayor calma en los mercados financieros internacionales también ha provocado un descenso de la aversión al riesgo, mejorando las condiciones de financiamiento externo en el margen. Así, los premios por riesgo soberano y corporativo de las economías emergentes han disminuido.

Como se mencionó, la evolución de la bolsa local ha estado marcada por la relativa calma de los mercados externos y, en lo más reciente, por factores idiosincrásicos. Así, hasta fines de julio la plaza local mostró vaivenes acordes con los movimientos de las principales bolsas de referencia. En las primeras semanas de agosto, tuvo un desempeño menos favorable, que coincidió con el anuncio

del aumento de capital por parte de Enersis. Luego, retomó un comportamiento parecido al de sus símiles externos. Comparando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, el IPSA retrocedió 2,5% en moneda local. Medida en dólares, dicha caída se revierte a un aumento del orden de 2%, el que se contrasta con los incrementos de 6,5 y 8,5% de los índices MSCI latinoamericano y global, respectivamente (gráfico II.3).

Con respecto al mercado cambiario, con vaivenes, el dólar se ha depreciado a nivel global. En el caso del peso chileno, comparando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la apreciación de la moneda ha sido mayor que el promedio de las economías emergentes, pero similar a lo observado en otras exportadoras de materias primas (gráfico II.4). Al cierre estadístico de este IPoM, la moneda se cotizaba en torno a \$480 por dólar, aunque en el curso de agosto descendió hasta \$475 por dólar. Así, el peso se apreció 5,3% desde el cierre estadístico del IPoM de junio. Las monedas de Australia, Canadá y Nueva Zelanda lo hicieron entre 4 y 5,5% en el mismo período. En el igual lapso, el peso mexicano ganó 6,4% respecto del dólar estadounidense. En comparación con la canasta de monedas de los principales socios comerciales —tipo de cambio multilateral— la apreciación del peso fue 4,7%. Descontando de esta canasta el dólar estadounidense, la apreciación fue menor: 4,3% (gráfico II.5).

El tipo de cambio real (TCR) también ha disminuido: 5,4% entre junio y agosto. Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubica en torno a 87,5 (en su medida 1986 = 100). Con ello, el nivel actual del TCR se ubica por debajo de su promedio de los últimos 15 a 20 años y en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo (gráfico II.6). Considerando esta última evaluación, el escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes.

CONDICIONES FINANCIERAS

En general, las condiciones financieras no han mostrado cambios significativos en los últimos meses. Por el lado de las personas, la evolución sigue en línea con lo observado en la primera parte del año. En cuanto a las tasas de interés, las que se aplican en los tramos de menores montos han aumentado, pero el promedio de estas no ha tenido cambios relevantes^{1/} (gráfico II.7). En particular, entre mayo y julio la tasa promedio ponderada para las colocaciones de consumo en pesos se ha mantenido alrededor de 28% anual. El crecimiento anual de las colocaciones ha descendido lentamente (gráfico II.8)

En cuanto a las colocaciones de vivienda, tanto su tasa de expansión anual como las tasas de interés cobradas en estos créditos se han mantenido sin mayores cambios en lo que va del 2012^{2/}.

^{1/} Las tasas de interés de créditos de consumo para montos entre 0 y 200 UF han aumentado en el curso del año, pero su relevancia en el total de estos créditos es baja.

^{2/} Con todo, de acuerdo con lo señalado en el IEF del primer semestre del 2012, las estadísticas de crédito de vivienda deben mirarse con cuidado, pues la nueva política de subsidios, que reduce la participación del Banco Estado en el total de estos créditos, altera la comparación histórica.

GRÁFICO II.6

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

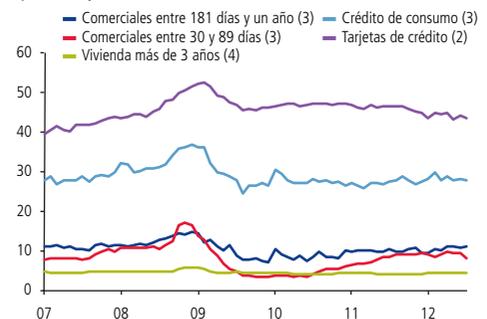


(*) Cifra de agosto incluye información hasta el 30 de agosto de 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

Tasas de interés de colocación (1)
(porcentaje)



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

(2) Para montos hasta UF200.

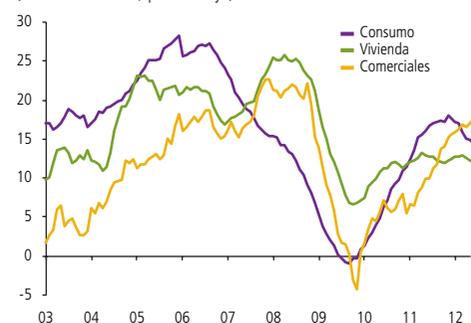
(3) Tasas nominales.

(4) Tasas en UF.

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

GRÁFICO II.8

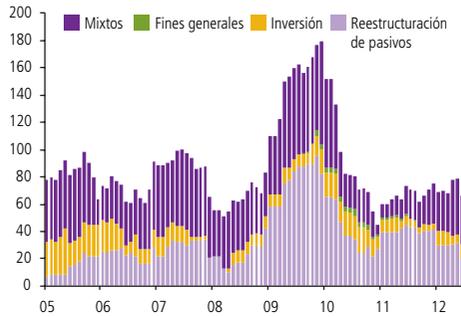
Colocaciones nominales por tipo de crédito (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Los datos de julio 2012 son provisorios.

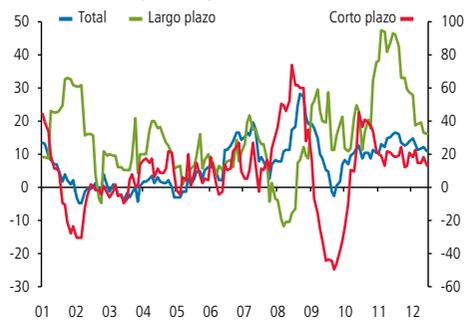
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

GRÁFICO II.9
Emisión de bonos corporativos según objetivo
(millones de UF acumuladas en doce meses)



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

GRÁFICO II.10
Deuda externa bruta sociedades no financieras
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre mostró que, por segundo trimestre consecutivo, se restringieron las condiciones de oferta para los créditos de consumo. Al mismo tiempo, a diferencia de lo observado en el primer trimestre cuando siguieron fortaleciéndose, las entidades bancarias percibieron que la demanda por créditos de consumo perdió algo de solidez en el trimestre. Con todo, se sigue considerando que las condiciones financieras son un factor que apoya el desempeño del consumo.

En cuanto a las empresas, las condiciones crediticias tampoco muestran cambios relevantes a nivel de tasas de interés, pero sí se observa un aumento sostenido en el crecimiento anual de estos créditos. Las colocaciones comerciales han seguido aumentando su tasa de incremento anual, la que a julio se ubicó en 17,7% (17,1% en mayo; 15,6% en diciembre del 2011). Con esto, ya se ubica en sus niveles de 2005–2006. De todos modos, en términos mensuales, durante todo el 2012 no se han apreciado mayores cambios en su velocidad de expansión, la que es coherente con un ritmo de crecimiento anualizado del orden de 18%. Respecto de las tasas de interés de estos créditos, el promedio ponderado por plazos tuvo un descenso de 50 pb entre mayo y julio, ubicándose en 9,4% en este último. En todo caso, se apreciaron divergencias entre distintos plazos.

De acuerdo con la ECB, los estándares de aprobación de créditos comerciales se mantuvieron sin variación en el agregado y la demanda por financiamiento de las empresas continuó fortaleciéndose, a excepción de las constructoras, cuya demanda prácticamente no varió. Además, fuentes de información ligadas a los negocios indican que las condiciones de acceso al crédito se han mantenido sin mayores cambios en el curso del segundo trimestre y lo que va del tercero.

Respecto de otras fuentes de financiamiento, la emisión de bonos corporativos ha mostrado una relativa estabilidad en los últimos meses, destacándose algún mayor grado de emisión para fines mixtos en reemplazo de reestructuración de pasivos (gráfico II.9). Por su lado, la deuda externa bruta de sociedades no financieras presenta tasas de variación anual levemente descendentes en el último año y medio, por la evolución de los pasivos de largo plazo (gráfico II.10).

Respecto de los agregados monetarios nominales, su tasa de crecimiento anual aumentó levemente en el caso del M1 y descendió para el M2 y el M3. En particular, con información disponible a julio, el M1 tuvo una variación de 12,5% anual (12% en mayo); el M2 y el M3, de 22,5 y 19,3%, respectivamente (24,4 y 22,5% en mayo) (gráfico II.11).

III. DEMANDA Y ACTIVIDAD

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

ACTIVIDAD SECTORIAL

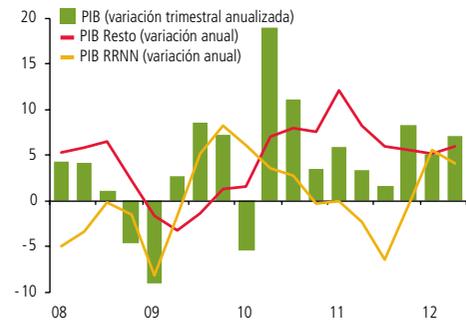
En el segundo trimestre, la actividad aceleró su ritmo de expansión respecto del trimestre previo. Medido en términos anuales, el crecimiento del PIB subió a 5,5% (5,3% en el primer cuarto) y, en términos trimestrales lo hizo a 1,7% (1,3% en el primer trimestre). El desempeño de los sectores distintos de recursos naturales y más ligados a la demanda interna, fue clave en este mayor crecimiento, en particular el de los servicios. Además, el comercio y la construcción volvieron a registrar tasas de expansión anuales por sobre 7% (gráfico y tabla III.1).

Los sectores de recursos naturales tuvieron una menor expansión anual en el segundo trimestre, la que fue determinada, en gran parte, por el desempeño de Electricidad, Gas y Agua (EGA) y, en un grado mucho menor, de la minería. En todo caso, EGA siguió con tasas de variación anual por sobre las del PIB agregado: 13,1% (23,8% en el primero). La minería mantuvo su tasa de crecimiento anual en torno a 3% en el segundo trimestre, no obstante el volumen de exportaciones mineras experimentó una menor variación anual: 0,6% (5,6% en el trimestre previo). La pesca mostró un mayor crecimiento, impulsada por los cultivos del salmón.

En el resto de los sectores, el aumento del crecimiento anual respecto del trimestre anterior estuvo directamente ligado al desempeño de la demanda interna. Esto, ya que la demanda externa tuvo una menor incidencia respecto del período previo. Por sectores, las mayores expansiones anuales se verificaron en las líneas de comercio, servicios y construcción. La producción industrial mostró un desempeño superior al previsto: 3,5% en el segundo cuarto (3,6% en el primero). En su composición, destacó el aumento de las líneas ligadas a la producción de bienes destinados a la inversión, en particular de la construcción (gráfico III.2). Además, se agregaron alzas puntuales en algunas ramas productivas, como la del tabaco y vitivinícola. Las líneas del sector ligadas a las exportaciones siguen mostrando relativa estabilidad. En términos de volumen, el crecimiento anual de las exportaciones del sector fue inferior al del trimestre previo.

De esta forma, en el primer semestre del año, la economía se expandió 5,4% anual. El crecimiento del PIB en el segundo trimestre superó lo previsto en el IPoM de junio. Considerando estos antecedentes, y que los efectos de la

GRÁFICO III.1
Crecimiento del PIB
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

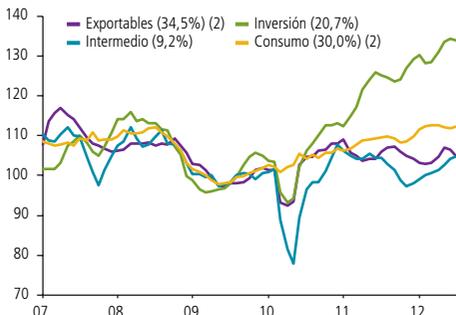
TABLA III.1
Producto interno bruto (1)
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

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

(1) Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Ramas de la producción industrial (1)
 (índice 2009=100)


(1) Series desestacionalizadas. Entre paréntesis ponderación en la canasta de la producción industrial total.

(2) Se excluye el tabaco.

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

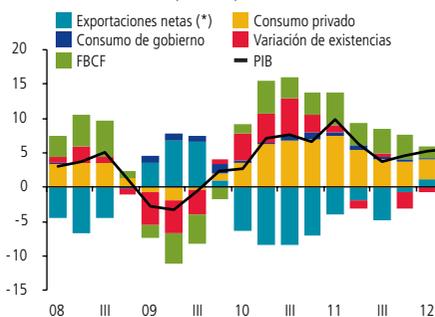
TABLA III.2
Demanda interna (*)

(variación real anual, porcentaje)

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

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

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.

situación externa en Chile han sido menores que lo previsto, el Consejo estima que el crecimiento previsto para el 2012 estará en un rango entre 4,75 y 5,25%. El crecimiento del segundo trimestre también superó las expectativas de mercado, que corrigieron al alza de la proyección para este año: 4,9% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto (4,7% en junio).

Para lo que resta del año, el Consejo estima que la actividad se expandirá a tasas anuales inferiores a las del primer semestre, con lo que el uso de la capacidad retornaría paulatinamente a niveles normales. El Consejo sigue estimando que el crecimiento de tendencia se encuentra en torno a 5%. Con todo, en lo inmediato, las tasas de variación anual de la actividad tendrá vaivenes importantes mes a mes. La baja base de comparación, debido a los paros que afectaron a la gran minería en el 2011 y el menor número de días hábiles que tendrá el tercer trimestre del 2012 influirán en estos movimientos.

DEMANDA INTERNA

La demanda interna aceleró su ritmo de expansión respecto del trimestre previo. Medido en términos anuales, su crecimiento aumentó a 7,1% (4,5% en el primer cuarto). El consumo privado y la inversión mostraron incrementos anuales también por sobre el trimestre anterior, pero fue el significativo aumento en la acumulación de existencias, lo que generó la aceleración de la demanda interna. De hecho, descontadas las existencias, el crecimiento anual del gasto interno fue menor: 5,9% anual (5,2% el trimestre anterior) (gráfico III.3 y tabla III.2).

La acumulación de existencias subió a 1,5% del PIB en el último año móvil (1,2% en el primero). En principio, se estima que este incremento es coherente con una acumulación deseada de inventarios, luego de la caída que sostuvieron a fines del 2011, la que se asocia con la incertidumbre que rodeaba los efectos de la situación externa sobre la economía nacional. Por un lado, la evaluación del nivel de inventarios industriales provista por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) muestra que la percepción de excedentes en existencias disminuyó desde comienzos de año (gráfico III.4). Por otro lado, las importaciones de bienes durables, en particular de autos, tuvieron una caída significativa en la última parte del 2011. Esta fue recuperada en gran medida en los últimos meses. Fuentes de información ligadas al negocio automotriz señalan que la caída y posterior recuperación se relaciona con un cambio en las perspectivas de venta en el país. En todo caso, hacia adelante, no se estima que la acumulación de existencias siga agregando mayor impulso a la demanda.

Por el lado del consumo privado, en el segundo trimestre su tasa de variación anual volvió a aumentar, producto del comportamiento del consumo no durable y de servicios (gráfico III.5). El consumo de bienes durables, en tanto, siguió reduciendo su tasa de variación anual, en línea con lo esperado. En julio, las importaciones de bienes de consumo mostraron una tasa de crecimiento anual menor a la que promediaron en el segundo trimestre. En tanto, para igual mes, las ventas minoristas de bienes durables que reporta el INE mostraron una tasa de expansión anual mayor a la que se registró en promedio para el segundo

cuarto. Con todo, la reciente apreciación real del peso favorece el consumo de estos bienes.

Hacia adelante, se prevé que el consumo continuará creciendo a tasas similares a las actuales. Por un lado, la situación de ingresos laborales sigue siendo favorable, pese a que el empleo y los salarios nominales aumentan a tasas menores que en trimestres previos. Además, la menor inflación de los últimos meses ha llevado a un mayor crecimiento real de estos ingresos. En el mercado laboral, de acuerdo con los datos entregados por el INE, la creación de empleo a nivel nacional ha ido retrocediendo: 1,4% anual en el trimestre móvil terminado en julio (2,7% en el trimestre móvil terminado en marzo), aunque se mantiene el dinamismo de los empleos asalariados (gráfico III.6). La tasa de desempleo, en tanto, se ha mantenido en cifras similares a las de los meses previos: 6,5% (6,6% promedio en el 2012). Los datos publicados por la Universidad de Chile para el Gran Santiago también dan cuenta de una tasa de desempleo relativamente estable: 7,1% en junio, descontada la estacionalidad (7,3% en marzo). En todo caso, fuentes de información ligadas a los negocios siguen dando cuenta de la dificultad para encontrar y retener mano de obra en algunos sectores y regiones del país. Esto es especialmente relevante en la zona norte y en las actividades ligadas a la minería, la construcción y la agricultura.

Por su parte, las condiciones financieras internas no han cambiado sustancialmente. Las tasas de interés de los créditos de consumo que se aplican en los tramos de menores montos han aumentado, pero el promedio de estas no ha tenido cambios relevantes^{1/}. Al mismo tiempo, el crecimiento anual de las colocaciones nominales de consumo ha retrocedido lentamente (gráfico II.8). La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre dio cuenta de condiciones de otorgamiento de préstamos más restrictivas. También mostró que la demanda por crédito perdió algo de fuerza. Las expectativas de los consumidores, medidas por el Índice de Percepción Económica (IPEC), muestran mejoras, en particular en lo relacionado con la compra de artículos para el hogar. Por primera vez en 16 meses, el índice agregado del IPEC se ubicó nuevamente en la zona de optimismo.

La formación bruta de capital fijo también aumentó su tasa de crecimiento anual en el segundo trimestre del año, determinada por el mejor desempeño del componente de maquinaria y equipos. El componente de construcción y otras obras registró un crecimiento anual menor que el del trimestre previo, algo por debajo del 10% que tuvo en el primer cuarto.

Para los trimestres venideros, se sigue estimando que el componente de construcción y otras obras será el más dinámico de la inversión. El incremento de las ventas de viviendas que se reportan para el Gran Santiago, muchas de ellas en verde, y la evolución de los indicadores de despacho de materiales, apoyan esta hipótesis (gráfico III.7). Lo mismo sucede con la inversión esperada en proyectos mineros y energéticos que se extraen del catastro de la Corporación de Bienes de Capital de junio. Si bien esta muestra una corrección a la baja para el 2012, se ajusta al alza la estimación de proyectos de la minería, obras públicas y energía para el bienio 2013-2014. Por el lado

^{1/} Las tasas de interés de créditos de consumo para montos entre UF 0 y 200 han aumentado en el curso del año, pero su relevancia en el total de estos créditos es baja.

GRÁFICO III.4
Situación actual de inventarios

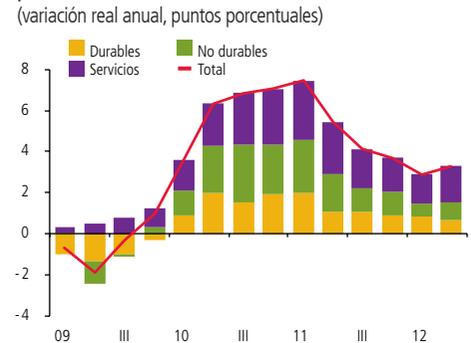


(1) IMCE: Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado.

(2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

GRÁFICO III.5
Contribución al crecimiento anual del consumo privado



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.6
Creación de empleo



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.7**Indicadores de inversión (*)**

(índice promedio enero 2007- julio 2012 = 100)



(*) Trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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

GRÁFICO III.8**Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión**

(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

de la inversión en maquinaria y equipos, las importaciones de bienes de capital de julio mostraron un incremento en sus tasas de expansión anual. El comportamiento de la inversión, al igual que el del consumo, sigue apoyado por las condiciones financieras. El crédito comercial muestra tasas de expansión anuales en aumento desde hace ya varios meses, y el promedio ponderado de las tasas de interés cobradas una relativa estabilidad.

CUENTA CORRIENTE

La cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló en el segundo trimestre un déficit de US\$2.442 millones, equivalente a 2,7% del PIB en el último año móvil (1,6% en el primero). Este déficit fue US\$2.036 millones mayor que el de igual período del 2011. La diferencia fue explicada por el saldo de la balanza comercial, que disminuyó en US\$2.656 millones en ese lapso. Esto se debió a un descenso del valor de las exportaciones (US\$1.661 millones) y un aumento de las importaciones (US\$968 millones). En el caso de las exportaciones, esta caída estuvo mayormente explicada por el menor precio del cobre, pues los volúmenes incluso aumentaron. En el caso de las importaciones, fue reflejo del crecimiento de la demanda interna.

En el escenario base de este IPoM se proyecta que el déficit de la cuenta corriente alcanzará 3,2% del PIB el 2012 y 4,4% del PIB el 2013 (gráfico III.8). La ampliación del déficit de la cuenta corriente, en un contexto de términos de intercambio favorables, responde al fuerte aumento de la inversión y a una disminución del ahorro nacional.

Por el lado de la inversión, el aumento se asocia mayormente a aquella en minería, dado los niveles previstos para el precio del cobre. La información que se desprende de distintas fuentes indica que la inversión en proyectos ligados al sector minero alcanzará niveles récord durante los próximos años.

En el caso del ahorro, responde tanto a un menor ahorro público como privado. Respecto del ahorro público, la política fiscal contracíclica aplicada el 2009 lo redujo de manera importante^{2/}. En los últimos dos años, se observó una recuperación, pero este aún está por debajo de los niveles previos a la recesión internacional. En cuanto al ahorro privado, su descenso es el reflejo del dinamismo que ha sostenido el consumo.

La cuenta corriente a precios de tendencia, que ajusta por elementos volátiles de los términos de intercambio (Recuadro V.2), presentaría para el 2012 un déficit de 4,6% del PIB, que aumentaría hasta 5,2% del PIB en el 2013.

^{2/} Ver Recuadro III.2 en el IPoM junio 2012.

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 RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses, la inflación anual del IPC ha seguido con una trayectoria descendente y se ubica en la parte baja del rango de tolerancia. A su vez, la medida subyacente que excluye los alimentos y la energía (IPCSAE)^{1/} ha estabilizado su crecimiento en valores cercanos a 2,5% anual. La inflación acumulada en los últimos dos meses ha sido menor que lo previsto en el IPoM de junio. Sin embargo, los riesgos de mediano plazo para la inflación siguen presentes, especialmente porque se ha seguido intensificando el uso de la capacidad instalada. Ello se refleja en que, descontados los alimentos y la energía, la inflación de servicios, más ligada al estado de las holguras, permanece en torno a 5,0% anual, sin mayores diferencias respecto de junio (gráfico IV.1 y tabla IV.1).

TABLA IV.1

Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

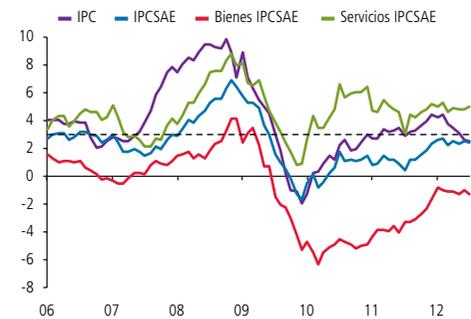
	IPC	IPCX	IPCX1	IPCSAE	IPC transables	IPC no transables	IPC bienes	IPC servicios
2011 Ene.	2,7	2,0	0,5	0,8	1,2	4,8	1,0	4,8
Feb.	2,7	2,1	0,4	0,9	1,2	4,7	0,9	4,8
Mar.	3,4	2,4	0,7	1,4	1,8	5,5	1,6	5,6
Abr.	3,2	2,4	0,7	1,2	1,7	5,2	1,4	5,4
May.	3,3	2,5	1,1	1,2	1,8	5,2	1,7	5,2
Jun.	3,4	2,4	0,9	0,9	2,3	4,9	1,9	5,4
Jul.	2,9	1,9	1,4	0,4	2,5	3,4	2,0	4,0
Ago.	3,2	2,3	1,5	1,2	2,0	4,7	2,0	4,6
Sep.	3,3	2,1	1,5	1,2	2,5	4,3	2,4	4,3
Oct.	3,7	2,5	1,9	1,5	2,9	4,7	3,1	4,4
Nov.	3,9	2,8	2,0	1,9	3,2	4,8	3,4	4,5
Dic.	4,4	3,3	2,5	2,4	3,8	5,2	3,9	5,1
2012 Ene.	4,2	3,2	2,7	2,6	3,6	5,1	4,0	4,6
Feb.	4,4	3,5	2,8	2,7	3,6	5,4	4,0	4,9
Mar.	3,8	3,1	2,6	2,3	3,0	4,7	3,7	3,9
Abr.	3,5	2,6	2,7	2,5	2,4	5,0	3,5	3,5
May.	3,1	2,7	2,3	2,4	1,9	4,7	2,4	4,0
Jun.	2,7	2,5	2,3	2,5	1,0	4,8	1,8	3,6
Jul.	2,5	2,4	2,3	2,5	0,6	4,9	1,6	3,6

(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

^{1/} El IPCSAE corresponde al índice de precios de la canasta de consumo que excluye los precios de alimentos y energía. En la mayoría de los países miembros de la OCDE, este índice se utiliza como medida de inflación subyacente.

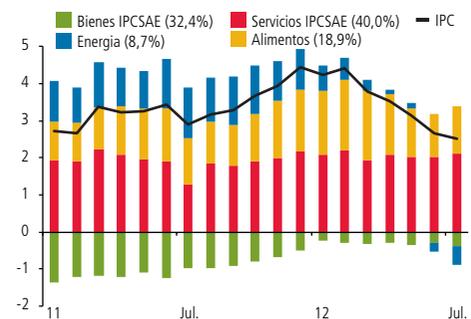
GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

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

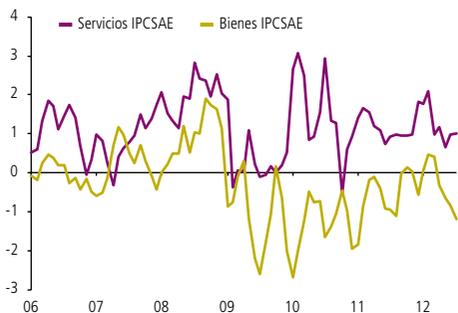


(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

**GRÁFICO IV.3****Inflación subyacente**

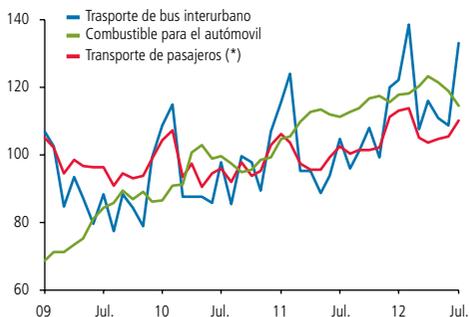
(acumulada en tres meses, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.4**Precio del transporte**

(índice 2009-2012=100)

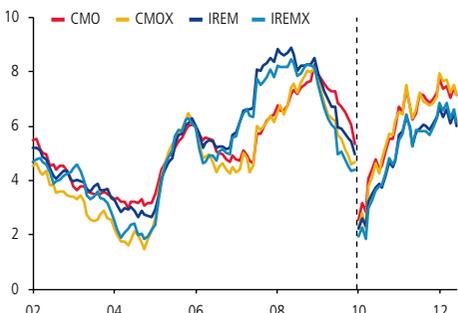


(*) Corresponde a un promedio de los precios entre el servicio de transporte por vía férrea, urbana, carretera y aérea.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.5**Salarios nominales (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



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

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

Los menores registros efectivos del IPC se explican principalmente por una caída mayor que la prevista del precio de los combustibles —como respuesta a la disminución que tuvieron sus precios a nivel internacional hasta mediados de julio— y del precio de los bienes. En lo más reciente, la apreciación del tipo de cambio también ha contribuido a este resultado.

Así, en los últimos tres meses el IPC sumó -0,3% (0,2% en los tres meses previos al cierre estadístico del IPoM de junio). Este resultado se explica principalmente por el comportamiento del componente de bienes en el IPCSAE y del precio de los combustibles, cuyos descensos no alcanzaron a ser compensados por las alzas de los alimentos, en particular de las frutas y verduras frescas, y de los servicios. Estas diferencias en la inflación mensual también se dan en términos anuales. Así, en junio y julio la energía tuvo una incidencia negativa en la inflación anual, a diferencia de lo ocurrido hasta mayo. Los alimentos y servicios siguieron explicando la inflación anual positiva (gráfico IV.2).

El IPC sin alimentos y energía acumuló un incremento en los últimos tres meses de 0,1% (0,1% en el IPoM de junio). Su determinante siguió siendo la inflación de servicios, que entre mayo y julio tuvo un aumento de 1%, mayor que el del cierre del IPoM anterior (0,7%). La inflación de bienes ha seguido ocurriendo negativamente en el IPCSAE, acumulando un descenso de 1,2%, superior a lo que sumó en el IPoM de junio (gráfico IV.3).

En el caso de los servicios, la mayor incidencia corresponde al transporte, en particular al de pasajeros en bus interurbano (0,15 puntos porcentuales (pp) entre mayo y julio) (gráfico IV.4). La salud, el arriendo y la educación y recreación también siguieron contribuyendo al incremento de la inflación de servicios.

Las presiones para la inflación de servicios, provenientes del costo de la mano de obra, no son muy distintas a las del IPoM anterior. El crecimiento de los salarios nominales, aunque se mantiene alto, se ha estabilizado entre 6 y 7% anual, disminuyendo su velocidad de expansión comparado con abril (gráfico IV.5). El crecimiento anual de los costos laborales unitarios nominales, ajustados por productividad, descendió desde el IPoM pasado. Así, a junio su variación anual se ubica entre 0,5 y 1,5%, dependiendo de la medida (gráfico IV.6). Respecto del mercado laboral, aunque este se mantiene estrecho, el crecimiento nominal anual de la masa salarial ha disminuido en comparación con meses anteriores. Esto, debido a la menor creación de empleo respecto de trimestres previos y a la mencionada estabilización del crecimiento de los salarios nominales. Con todo, según fuentes de información ligadas a los negocios, la dificultad para encontrar mano de obra se ha mantenido o incluso intensificado en ciertas regiones del país y sectores, como la minería, la construcción y la agricultura.

La inflación de bienes en el IPCSAE, como se indicó, siguió mostrando tasas mensuales negativas, aunque mayores que las registradas entre marzo y mayo de este año. Su evolución estuvo principalmente determinada por los movimientos del precio del vestuario, que tuvo una importante caída en julio, debido a liquidaciones asociadas a la finalización de la temporada otoño-invierno. Los precios del equipamiento para la vivienda también bajaron en los últimos meses, pero en lo que va del año muestran una estabilización en

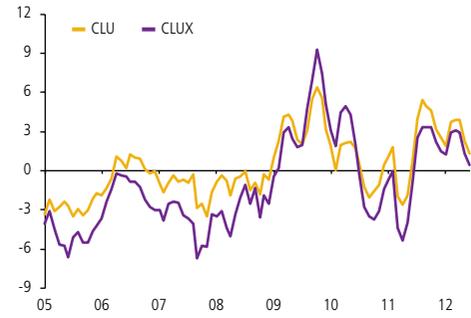
comparación con la marcada tendencia a la baja que venían mostrando hace algunos años (gráfico IV.7). Entre junio y julio, los precios de estos bienes tuvieron variaciones mensuales negativas menores que las registradas hasta el IPoM anterior. Ello es coherente con el hecho de que los precios en pesos de los bienes de consumo importados en el segundo trimestre revirtieron parte de la caída observada en el primer cuarto del año.

Los datos conocidos desde el IPoM anterior indican que el precio de los alimentos tuvo una incidencia positiva en la inflación mensual, especialmente en julio. Ello, principalmente por un incremento del componente de frutas y verduras frescas ante la estacionalidad habitual de algunos productos, como las verduras, y problemas de oferta transitorios en otros, como las papas y las paltas. En lo inmediato, se espera que estos precios se estabilicen o descendan a medida que los factores de oferta se normalicen. Con todo, la sequía que afecta a algunas regiones del país podría tener efectos sobre los precios de las hortalizas en los meses venideros, en especial hacia fines de este año y comienzos del próximo.

En junio y julio, nuevos meses de información desde el IPoM anterior, los precios de los alimentos no perecibles también han incidido positivamente en la inflación total, especialmente en julio. Los precios internacionales de los productos agrícolas aumentaron. En particular, el precio de los granos, medidos por el índice de *Goldman Sachs*, subió en torno a 40% desde el IPoM de junio. Las expectativas de mercado, reflejadas en la trayectoria descendente para los futuros de estos precios, indican que el aumento reciente se debe a problemas de oferta, como sequía en el hemisferio norte, cuyos efectos se revertirían en algún grado en los próximos meses. De acuerdo con fuentes de información ligadas al sector, los incrementos recientes de los precios internacionales de productos como el trigo se han reflejado solo parcialmente en los precios del mercado interno. Ello puede estar relacionado con la apreciación del peso y con que los márgenes de los alimentos, aunque han descendido en lo más reciente, se mantienen altos. Así, la relación entre los precios de alimentos que se obtienen del IPC y sus precios internacionales se ha reducido. Con todo, esto sugiere que la capacidad para amortiguar incrementos de costos ha disminuido en este sector.

Como ya se mencionó, el precio de la energía tuvo incidencias mensuales y anuales negativas en los últimos meses. Ello se debió principalmente a la caída que se observó hasta julio del precio internacional de referencia del petróleo y sus derivados. Sin embargo, a partir de mediados de julio del precio internacional del petróleo ha aumentado, principalmente por las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y también por algunos problemas de oferta. En particular, el precio del petróleo *Brent* y de la gasolina en el Golfo de México subieron entre 15 y 20%, respectivamente, desde el cierre estadístico del IPoM anterior. Estos incrementos han comenzado a reflejarse en el mercado interno (gráfico IV.8). Las perspectivas de estos precios también se han ajustado al alza, aunque a dos años plazo llegan a niveles similares a los proyectados en el IPoM anterior.

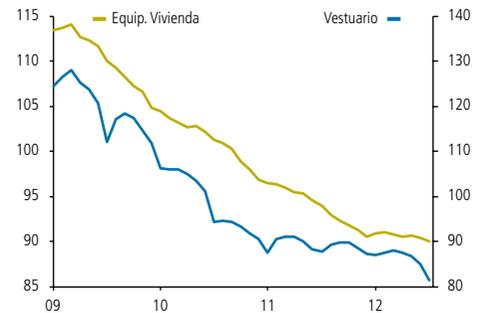
GRÁFICO IV.6
Costos laborales ajustados por productividad (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.7
Precio de bienes
(índice 2009-2012=100)



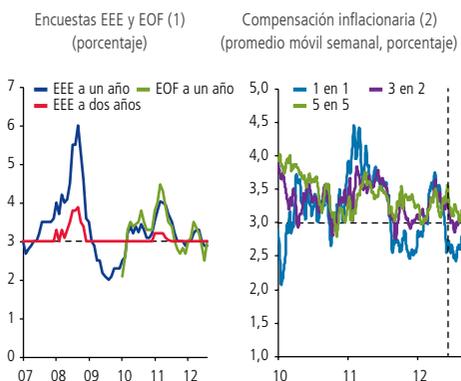
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.8
Precio semanal de la gasolina
(índice 2007-2012=100)



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

GRÁFICO IV.9
Expectativas de inflación



(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, excepto para el dato de agosto que se considera la de la segunda quincena.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Es importante señalar que las alzas de los precios de algunos alimentos y del petróleo en los mercados internacionales descritas anteriormente hacen prever registros de la inflación mensual superiores en los próximos meses. Además, imponen un riesgo en la coyuntura actual, en que se ha seguido intensificando el uso de la capacidad instalada.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Respecto de junio, las perspectivas de inflación de corto plazo son menores. En esto ha incidido, principalmente, la menor inflación efectiva de los últimos meses. En particular, para diciembre de este año, las expectativas privadas anticipan que el IPC se ubicará por debajo de 3%, lo mismo que el escenario base de este IPoM. Hacia fines del horizonte de proyección, las expectativas se han mantenido en torno a la meta de inflación.

Las expectativas privadas para la inflación que se derivan de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto retrocedió a 2,0% para diciembre de este año (3,0% en junio). A un año plazo se ubican en 2,9% (3,0% en junio). Para igual plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de agosto se encuentra en 3,0% (2,9% para la encuesta de la primera quincena de junio). Las expectativas que se deducen de las encuestas a consumidores y empresas también muestran disminuciones. Las perspectivas de inflación a un año plazo del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) bajaron a 3,2% en julio (3,7% en mayo). El porcentaje de personas que creen que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC), fue 56% en julio (57% en mayo). Las expectativas de inflación que se extraen de las compensaciones inflacionarias, a distintos plazos, también mostraron una tendencia a la baja desde el IPoM anterior. En todo caso, en las compensaciones inflacionarias de 1 en 1 y de 3 en 2 que se derivan de los contratos *swap* promedio cámara, esta tendencia comenzó a revertirse a fines de julio. Así, al cierre estadístico de este IPoM se encuentran en niveles similares a los de junio, en torno a 3,0% (gráfico IV.9).

En el escenario base, el Consejo anticipa que la variación anual del IPC a fines de este año será menor que la proyectada en junio, llegando a 2,5%. Luego, retornará gradualmente hasta 3%, valor que alcanzará en la segunda mitad del 2013 y en torno al cual oscilará hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2014.

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 impulso externo para la economía chilena en los próximos dos años será algo menor al considerado en el IPoM previo (tabla V.1). El crecimiento mundial previsto no es muy distinto al de junio: la proyección de crecimiento de los socios comerciales para el 2012 es de 3,5%. El principal factor de la corrección es el desempeño de las economías emergentes, afectadas por una debilitada demanda externa. Indicadores parciales del tercer trimestre, como las exportaciones, la producción industrial y las expectativas apuntan a que esta debilidad ha continuado. Hacia el 2013, en la medida que las políticas de estímulo aplicadas en los últimos meses comiencen a tener efectos, el mundo emergente tendrá una tasa de crecimiento superior, lo que redundará en un crecimiento de los socios comerciales de 3,8%.

Las proyecciones de crecimiento de las economías desarrolladas no tienen mayores cambios con respecto a junio. Los ajustes en Estados Unidos y la Eurozona responden a datos efectivos del primer semestre algo superiores a los proyectados, no a una mejor evaluación de su desempeño futuro. Ambas economías continúan afectadas por un proceso de despalancamiento de hogares, empresas y gobiernos. Además, el debilitado desempeño del mercado laboral dificulta una recuperación importante del consumo privado y la incertidumbre reinante, especialmente en la Eurozona, restringe los planes de inversión. Así, se prevé que estas economías tendrán tasas de expansión muy por debajo de su promedio de los últimos 15 a 20 años.

En el escenario base, los precios de las materias primas disminuirán respecto de sus niveles actuales. En lo principal, porque sus aumentos recientes responden a consideraciones de oferta: climáticas en el caso de algunos granos y de riesgos geopolíticos primordialmente en el petróleo y sus derivados. Para el petróleo Brent, se prevén precios de US\$113 y 109 el barril en el 2012 y 2013, respectivamente. Con leves fluctuaciones, el cobre se ha mantenido en valores cercanos a los US\$3,4 la libra desde el cierre del IPoM de junio, por lo que las proyecciones para su precio no cambian. En el horizonte de proyección los términos de intercambio tendrán niveles menores a los previstos en junio (gráfico V.1).

TABLA V.1
Supuestos del escenario base internacional

	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	0,5	-7,4	-2,6	1,3
PIB socios comerciales (*)	4,1	3,5	3,8	4,3
PIB mundial PPC (*)	3,8	3,1	3,6	4,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,8	2,5	2,8	3,4
Precios externos (en US\$)	10,1	-0,9	1,3	2,8
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	400	355	340	350
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	95	97	97	93
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	111	113	109	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	803	843	796	753
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,4	0,4	0,6

(*) Para su definición, ver Glosario.

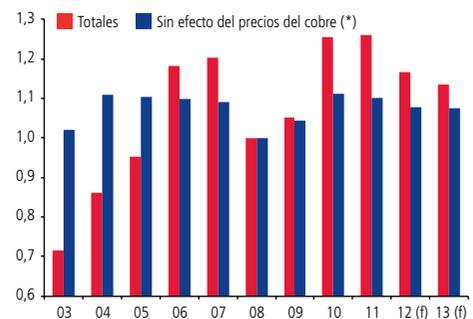
(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.1
Términos de intercambio

(índice, 2008=1)



(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.



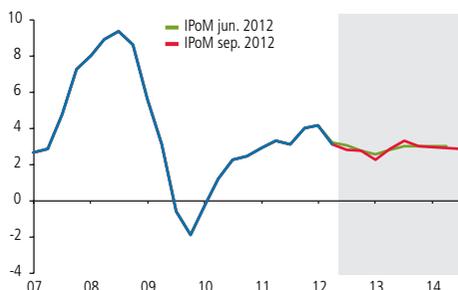
TABLA V.2
Crecimiento económico y cuenta corriente

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	6,1	6,0	4,75-5,25	4,0-5,0
Ingreso nacional	13,1	6,1	3,8	3,8
Demanda interna	14,8	9,4	5,6	5,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	10,2	5,5	5,8
Formación bruta de capital fijo	14,3	17,6	7,0	7,1
Consumo total	9,0	7,9	5,1	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	1,4	4,6	3,5	3,6
Importaciones de bienes y servicios	27,4	14,4	4,0	5,8
Cuenta corriente (% del PIB)	1,5	-1,3	-3,2	-4,4
Ahorro Nacional (% PIB)	25,1	23,4	22,0	21,2
FBCF (% PIB nominal)	21,5	23,2	23,6	24,4
FBCF (% PIB real)	23,6	26,2	26,7	27,3
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	3.269	-3.221	-8.500	-12.200
Balanza comercial	15.324	10.792	4.200	100
Exportaciones	70.897	81.411	77.800	78.800
Importaciones	-55.572	-70.619	-73.600	-78.700
Servicios	-1.806	-2.417	-2.100	-2.100
Renta	-14.765	-14.015	-12.600	-12.300
Transferencias corrientes	4.515	2.418	2.000	2.100

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

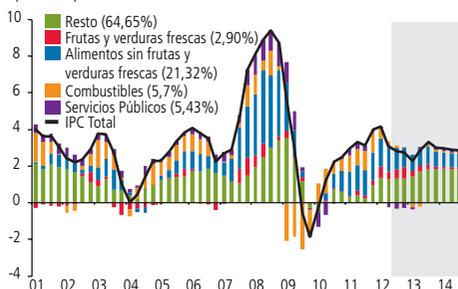
GRÁFICO V.2
Proyección de inflación IPC(*)
(variación anual, porcentaje)



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

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

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



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

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

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

Las proyecciones de inflación internacional se ajustan a la baja respecto de junio. Ello, porque, en general, los registros de inflación se han ido reduciendo, en respuesta al menor dinamismo de la actividad.

En el escenario base seguirán repitiéndose episodios de tensión en los mercados financieros internacionales, principalmente por las dificultades para resolver los problemas fundamentales en la Eurozona. Esto hará que, en promedio, distintas medidas de premio por riesgo se mantengan por sobre valores históricos.

En Chile, el escenario base corrige al alza el rango de crecimiento proyectado para el 2012, ubicándolo entre 4,75 y 5,25% (tabla V.2). En lo principal, porque en el segundo trimestre la actividad creció por sobre lo proyectado en junio, pues los efectos del escenario externo han sido menores que lo previsto. En adelante, estos efectos serán menores y más retrasados que lo estimado antes, haciéndose visibles con mayor claridad hacia fines del segundo semestre. Esto, junto con la evolución de datos efectivos, subyace a la corrección a la baja de la proyección de las exportaciones de bienes y servicios. En la segunda parte del 2012, el PIB crecerá a tasas menores que en el primer semestre, con lo que la intensidad de uso de la capacidad retornará paulatinamente a niveles normales. En lo inmediato, las tasas de crecimiento anual de la actividad mostrarán una volatilidad superior a la habitual. En agosto, la actividad minera estará influida por la baja base de comparación que dejaron las huelgas y los problemas climáticos en importantes yacimientos el 2011. En septiembre, incidirán los cuatro días hábiles menos que tendrá el mes respecto del año pasado.

Para el 2013, el crecimiento de la economía será más bajo que en el 2012. En el escenario base, se ubicará entre 4 y 5% anual, respondiendo a un menor crecimiento del PIB de recursos naturales y resto. Esto último, mayormente por la necesaria convergencia hacia tasas de expansión que descompriman el uso de la capacidad instalada.

En el 2012 y 2013, la demanda interna crecerá a tasa anuales por sobre las del PIB, dando cuenta de la fortaleza que ha sostenido el gasto. Esto se sustenta en el incremento de los ingresos de las familias derivadas del dinamismo del mercado laboral, en condiciones financieras que seguirán favorables y el impulso que seguirá dando a la economía, en especial a la inversión, el desarrollo de diversos proyectos mineros. No se repetirá la fuerte acumulación de existencias observada en el segundo trimestre de este año. En el 2013, el consumo y la formación bruta de capital fijo tendrán tasas de expansión similares a las previstas para el 2012. En esta última, el aplazamiento de proyectos desde el 2012 al 2013 y 2014 que evidenció el catastro de la CBC se refleja en el mayor aumento del componente de construcción y obras. Maquinaria y equipos también tendrá un aumento mayor el 2013, considerando el efecto de la apreciación cambiaria sobre la importación de estos bienes. Con ello, medida en términos reales, en el 2012 la formación bruta de capital fijo alcanzará a 26,7% del PIB y a 27,3% en el 2013.

El déficit de cuenta corriente estimado para el 2012 es de 3,2% del PIB y de 4,4% el 2013. El próximo año, el saldo de la balanza comercial será cercano a cero, explicado, en lo principal, por mayores importaciones que en el 2012 —reflejo de la evolución prevista del consumo y la inversión—. En menor medida, responderá al efecto en el valor del las exportaciones de un precio del cobre más

bajo. La cuenta corriente medida a precios de tendencia también tendrá un déficit superior el 2013 en comparación con el 2012, al pasar de 4,6 a 5,2% del PIB^{1/2} (Recuadro V.2). Esto, reflejo de que la ampliación del déficit en cuenta corriente responde principalmente al mayor dinamismo previsto para el gasto interno.

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

En cuanto a la inflación, en el escenario base la variación anual del IPC a fines de año será menor que la proyectada en junio, llegando a 2,5%. Luego, retornará gradualmente hasta 3%, valor que alcanzará en la segunda mitad del 2013 y en torno al cual oscilará hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2014. El IPCSAE convergerá a 3%, más lento que lo previsto en junio. Considerando los mayores precios internacionales de granos y combustibles, los precios locales de los alimentos y la energía se corrigen al alza respecto de junio (gráficos V.2 y V.3) (tabla V.3).

Como supuestos de trabajo, la trayectoria para la inflación supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También se utilizan como supuestos de trabajo que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes. Además, se supone que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo (gráfico V.4).

ESCENARIOS DE RIESGO

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

En lo externo, los riesgos descritos en los últimos trimestres no han variado mayormente. La situación de la Eurozona es compleja. La concreción de los anuncios no será fácil y el paso del tiempo conlleva mayores problemas para las economías de la periferia, por lo que no se puede descartar una agudización severa de la crisis financiera en la Eurozona o incluso escenarios más extremos con implicancias sistémicas. Se suma la discusión en Estados Unidos para moderar los ajustes fiscales programados para el 2013. De frustrarse los intentos por llegar a un acuerdo en esta materia, el crecimiento de esta economía caería de manera importante y además generaría tensiones en los mercados financieros.

^{1/} Este cálculo considera correcciones en precios y no en volúmenes. Se asume un precio del cobre de largo plazo de US\$2,8 la libra, y del petróleo de US\$80 el barril.
^{2/} Estos niveles son menores a los reportados previamente por ajustes en la metodología de cálculo.

TABLA V.3
Inflación

	2010	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,4	3,3	3,2	2,9	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,4	2,5	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)					2,9
Inflación IPCSAE promedio (2)	0,5	1,3	2,5	2,6	
Inflación IPCSAE diciembre (2)	1,5	2,4	2,3	2,8	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1),(2)					2,8

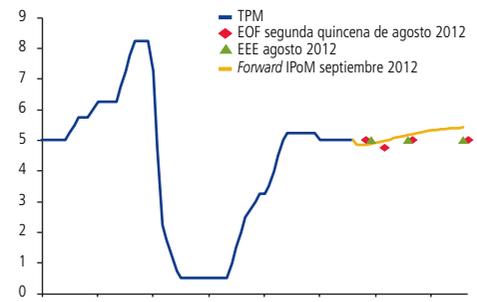
(f) Proyección.

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

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

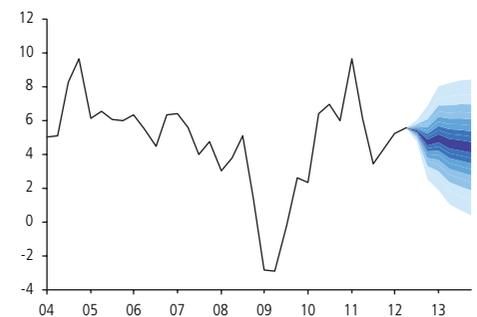
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4
TPM y expectativas
(porcentaje)



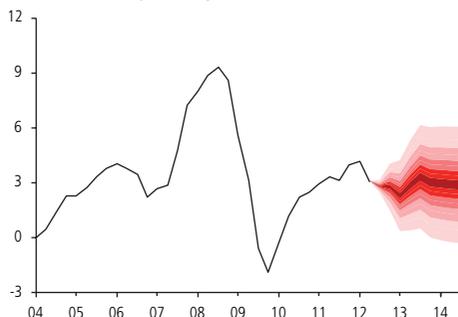
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.5
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



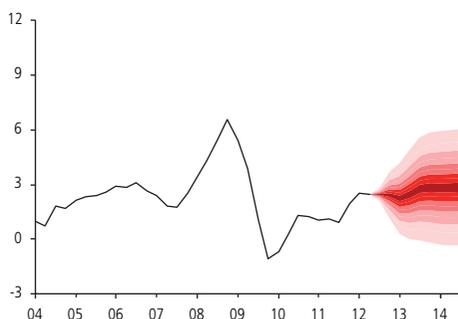
(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo.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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mundo emergente, el mayor riesgo es la profundización de las recientes señales de desaceleración económica. En el agregado, el crecimiento mundial previsto no se aleja de su promedio de los últimos 15 a 20 años, pero esto se ha sostenido por el desempeño de las principales economías emergentes. Especial preocupación concita China, por su peso en la economía mundial y relevancia en la evolución del precio del cobre y otras materias primas. De entrar en una desaceleración mayor, se acentuaría la debilidad del crecimiento global y afectaría con mayor intensidad a economías exportadoras de materias primas, como la chilena, que aún mantienen tasas de crecimiento altas. También es posible que, por factores de oferta, se intensifiquen las alzas recientes de los precios de algunas materias primas, en especial combustibles y granos.

En lo interno, los riesgos inflacionarios de mediano plazo siguen vigentes. El alza reciente de los precios externos de los combustibles y de algunos alimentos podría traspasarse rápidamente a inflación, sobre todo en el actual estado de las holguras de capacidad y del mercado laboral. La mantención o el incremento del dinamismo de la actividad y la demanda interna puede seguir intensificando el uso de la capacidad y provocar presiones inflacionarias incoherentes con la meta. Además, podría resultar en una ampliación del déficit en cuenta corriente que genere factores de vulnerabilidad para la economía en un escenario global complejo. Esta variable es relevante en la evolución de las condiciones de acceso al financiamiento externo. Los cambios bruscos en las fuentes de financiamiento y/o en los términos de intercambio, por ejemplo por una caída significativa del precio del cobre, podrían precipitar ajustes difíciles en la economía interna, con efectos en la demanda, el empleo, el crédito y el tipo de cambio real. En el pasado, gran parte de las crisis que ha enfrentado el país han sido precedidas por déficits elevados y persistentes en la cuenta corriente. Sin embargo, el marco actual de política económica ha avanzado, incorporando una regla que guía la política fiscal y aísla el gasto público de aumentos del precio del cobre por sobre su valor de largo plazo. Asimismo, considera una política de flotación cambiaria que permite un ajuste temprano a los cambios abruptos en las condiciones externas. Con todo, el Consejo estima que es de importancia mantener un seguimiento cercano de los factores detrás del déficit actual, para evitar que se incuben desequilibrios que afecten el desempeño futuro de la economía.

El escenario macroeconómico actual plantea riesgos relevantes con respuestas de política en distintas direcciones. Por un lado, aunque por el momento sus efectos han sido tenues, la situación externa es grave. Chile es una economía pequeña y abierta comercial y financieramente, por lo que no será inmune a los sucesos globales. La probabilidad de eventos extremos no se ha reducido y su materialización podría tener consecuencias muy significativas en la actividad mundial, incluido Chile. Por otro lado, la solidez de la actividad y la demanda interna, junto con las recientes alzas de los precios de algunas materias primas, mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios de mediano plazo. La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales, lo que entrega flexibilidad para esperar que los efectos de estos escenarios sobre la economía chilena se hagan visibles con claridad. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

RECUADRO V.1

CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena se ha movido entre dos fuerzas opuestas durante el último año. Por un lado, un escenario externo que se ha deteriorado paulatinamente. Por otro, una actividad y demanda interna que han crecido por sobre lo previsto, y en las que los efectos del complejo escenario externo han sido menores que lo esperado. La inflación ha tenido vaivenes importantes. A fines del 2011 y comienzos del 2012 aumentó a cifras por sobre 4% anual, producto del incremento de los precios de los combustibles en los mercados externos y *shocks* de oferta que afectaron el precio de algunos productos perecibles. Luego, en el curso del 2012, la inflación ha descendido hasta valores por debajo de 3% anual, por la reversión en el incremento del valor de los combustibles y, principalmente, por una inflación subyacente (IPCSAE) de bienes que se ha mantenido baja. La apreciación del tipo de cambio desde fines del 2011 contribuyó a este resultado. De todos modos, los riesgos de mediano plazo para la inflación se han mantenido vigentes a lo largo de todo el año, en la medida que el mayor crecimiento ha intensificado el uso de los recursos productivos. Este recuadro revisa los principales cambios que se han generado en el escenario base desde septiembre del 2011.

El panorama de actividad mundial se ha deteriorado a lo largo del último año. El escenario de crecimiento en el mundo desarrollado ha sufrido el mayor cambio, pasando de perspectivas de un débil crecimiento a una recesión en varias economías europeas. Las tensiones financieras han profundizado las restricciones crediticias, al mismo tiempo que los importantes ajustes fiscales que deben realizar en particular los países de la periferia en la zona, han puesto una traba al crecimiento. En otras economías desarrolladas se ha validado el escenario de un bajo crecimiento y una lenta recuperación. En el mundo emergente, se han comenzado a evidenciar los impactos de la situación global, con una desaceleración de su crecimiento que se ha hecho más marcada en los últimos meses. Destaca lo acontecido en países de gran tamaño, como China, Brasil e India. Así, en el último año, el panorama de crecimiento mundial y de los socios comerciales de Chile se han ajustado a la baja en torno a un punto porcentual para el 2012 y para el 2013 (tabla V.4).

Las tensiones en los mercados financieros mundiales tuvieron momentos álgidos en el último trimestre del 2011 y a mediados del 2012. Sin embargo, los anuncios y las medidas que tomaron las autoridades europeas contribuyeron a generar una mayor calma en los mercados financieros internacionales, pero los riesgos siguen

siendo elevados. Entre las medidas tomadas por las autoridades en la Eurozona destacó la provisión de préstamos a tres años por el Banco Central Europeo (BCE), la entrega del segundo paquete de rescate para Grecia, el canje de su deuda con el sector privado y el anuncio de la capitalización de la banca española. Además, están los anuncios para avanzar hacia una unión bancaria y las declaraciones del presidente del BCE respecto de la posibilidad de implementar en el corto plazo un programa de compra de bonos soberanos, previo acuerdo político respecto de un programa de ajuste fiscal. Estas medidas han permitido una mejora en las condiciones financieras globales y, en particular de la Eurozona. Del mismo modo, se han reducido los premios soberanos, las bolsas han recuperado parte de su valor luego de las fuertes caídas de la segunda mitad del 2011 y la volatilidad, medida mediante el VIX, ha retrocedido.

Para las emergentes, el mayor impacto de las tensiones externas se ha reflejado en el desempeño de sus mercados de renta fija, bursátil y cambiario. En Chile, se observaron algunas fricciones temporales a fines del 2011 en el mercado monetario. Desde entonces, el mercado local ha funcionado con normalidad. Con todo, el escenario base sigue considerando que los mercados financieros internacionales continuarán con vaivenes, no descartándose tensiones mayores.

TABLA V.4
Principales supuestos del escenario internacional

	Sep. 11	Dic.11	Mar.12	Jun.12	Sep.12
PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje)					
2012	4,0	3,5	3,3	3,2	3,1
2013	4,5	4,1	3,9	3,6	3,6
PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje)					
2012	4,3	3,8	3,8	3,6	3,5
2013	4,6	4,2	4,2	3,9	3,8
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)					
2012	108	107	121	107	113
2013	106	102	115	97	109
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)					
2012	89	100	107	92	97
2013	91	96	106	87	97
Precio del cobre BML (US\$/cent/libra)					
2012	370	350	370	355	355
2013	350	340	360	340	340
Términos de intercambio (v. anual, porcentaje)					
2012	-5,3	-6,7	-5,3	-6,9	-7,4
2013	-2,6	-3,5	-0,1	-1,5	-2,6
Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje)					
2012	2,9	1,3	1,9	0,6	-0,9
2013	2,1	2,1	3,3	2,4	1,3

Fuente: Banco Central de Chile.



Más allá de la mayor debilidad del escenario económico global, el precio de algunas materias primas se ha visto afectado por problemas de oferta. En los alimentos, relacionados con la sequía en varios de sus principales países productores. En el crudo, por la agudización de los conflictos en Medio Oriente, lo que ha hecho que el valor del petróleo *Brent* oscilara entre US\$89 y US\$126 el barril en el último año. El precio del cobre mostró una mayor estabilidad que el resto de las materias primas, fluctuando en torno a US\$3,5 la libra durante el 2012. Las perspectivas para el precio del crudo *Brent* el 2013 son algo mayores respecto de septiembre del 2011. Así, el nivel de los términos de intercambio para este año y el próximo son menores que lo previsto hace un año, aunque sigue alto desde una perspectiva histórica.

En el mundo, los registros de inflación y las expectativas de corto plazo mostraron alzas en el primer trimestre, principalmente por el mayor precio del crudo. Sin embargo, la evolución posterior del precio del petróleo y, especialmente, la debilidad del escenario económico global redujo las preocupaciones. De hecho, las autoridades monetarias han mantenido o aumentado el estímulo monetario en el último año.

TABLA V.5
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2012

	Sep. 11	Dic.11	Mar.12	Jun.12	Sep.12
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,25-5,25	3,75-4,75	4,0-5,0	4,0-5,0	4,75-5,25
Balance de riesgos actividad	sesgado a la baja	sesgado a la baja	equilibrado	sesgado a la baja	equilibrado
Demanda interna	4,5	3,7	5,3	5,2	5,6
Consumo total	4,9	4,5	4,8	4,8	5,1
Formación bruta de capital fijo	7,1	5,8	8,9	7,4	7,0
	(porcentaje del PIB)				
Cuenta corriente	-2,1	-3,3	-3,4	-3,1	-3,2

Fuente: Banco Central de Chile.

Internamente, el rango de crecimiento previsto para el 2012 se fue corrigiendo de acuerdo con la evolución del escenario externo y sus consecuencias en Chile. En diciembre del 2011, el rango de crecimiento se ajustó a la baja, por el deterioro en el escenario externo y sus posibles consecuencias sobre la demanda interna. Sin embargo, a lo largo del 2012 dicha corrección se revirtió en la medida que la demanda interna mostró una fortaleza más allá de lo previsto. La proyección del gasto interno pasó de 4,5 a 5,6% anual en el último año (tabla V.5).

El déficit en la cuenta corriente previsto para el año también ha aumentado, respondiendo en lo principal al mencionado mayor dinamismo de la demanda interna, pero también al menor precio del cobre proyectado para el 2012. Con ello, el déficit en cuenta corriente proyectado para el año sube en algo más de un punto porcentual respecto de septiembre del 2011.

Las proyecciones de inflación mostraron vaivenes durante el último año, con un aumento a fines del 2011 y comienzos del 2012 y un descenso en los meses posteriores. Ello ha respondido a la evolución del valor del petróleo y las menores cifras efectivas de inflación (tabla V.6).

TABLA V.6
Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2012

	Dic. 11	May.11	Jun.12	Sep.12
Proyección inicial (1)	2,8	3,2	4,0	3,3
Combustibles	0,37	-0,13	-0,07	-0,09
Alimentos sin frutas y verduras frescas	-0,50	0,36	-0,08	-0,06
Frutas y verduras frescas	0,01	0,41	-0,04	0,04
Servicios públicos	0,00	-0,37	-0,05	-0,05
Resto de productos	0,56	0,47	-0,42	0,07
Proyección final (2)	3,2	4,0	3,3	3,2

(1) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM anterior.

(2) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM correspondiente.

Fuente: Banco Central de Chile.

Entre septiembre y diciembre del 2011, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,25%. Además, en las dos últimas reuniones del 2011 agregó un sesgo expansivo, señalando que el debilitamiento más allá de lo previsto en el escenario externo probablemente tendría consecuencias para el crecimiento y la inflación interna, así como para la orientación de la política monetaria. En la reunión de enero del 2012, el Consejo redujo la TPM en 25 puntos base. Desde entonces, esta se ha mantenido en 5% anual. Las perspectivas de mercado sobre la trayectoria de la TPM han sido bastante volátiles. Mientras que a fines del 2011 anticipaban mayores recortes, en marzo del 2012 cambiaron las perspectivas hacia aumentos. Luego viró hacia nuevos descensos en la tasa de instancia, los que en los últimos meses se han ido ajustando hacia una mantención prolongada de la TPM. En el escenario base, se utiliza como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo.

RECUADRO V.2

CUENTA CORRIENTE A PRECIOS DE TENDENCIA

La cuenta corriente de un país mide la diferencia entre el ahorro y la inversión interna. Por lo tanto, es un indicador de cuánto está aportando el país para financiar inversión en el extranjero, en caso que la cuenta corriente sea superavitaria, o cuánto ahorro externo se requiere para financiar la inversión interna. En este último caso, el saldo de la cuenta corriente puede constituir un indicador de vulnerabilidad externa del país, toda vez que la materialización de parte de la inversión descansa en la disponibilidad de recursos financieros externos.

En economías exportadoras de materias primas, la posición superavitaria o deficitaria de la cuenta corriente está muy influida por las fluctuaciones en los términos de intercambio (TDI). Por ejemplo, en Chile, el nivel del precio de cobre tiene un alto efecto en el saldo de la cuenta corriente. La volatilidad que presenta este precio hace que la cuenta corriente efectiva no necesariamente sea un buen indicador para evaluar su situación subyacente.

Por ejemplo, la cuenta corriente puede ser superavitaria en un momento en que el precio del cobre es particularmente elevado, y está por sobre sus valores de largo plazo. Sin embargo, una corrección de ese precio puede llevarla rápidamente a una posición deficitaria. Del mismo modo, fluctuaciones en el precio del petróleo —una de las importaciones más relevantes del país— pueden dar pie a una evaluación errónea de la posición externa de la economía.

Por ello, una medida de la cuenta corriente que corrija por movimientos transitorios de los principales precios de las materias primas que afectan las cuentas externas, puede complementar la evaluación que se hace respecto de potenciales vulnerabilidades externas de la economía, junto con otros indicadores como el nivel de reservas internacionales, el tamaño de la deuda externa y la composición del financiamiento externo. Esta medida es lo que se denomina *la cuenta corriente a precios de tendencia*.

Este recuadro muestra la metodología que utiliza el Banco Central para el cálculo de la cuenta corriente a precios de tendencia que se presenta en el Informe de Política Monetaria. En lo esencial, esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles tomando en cuenta las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo hace con las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Esta medida no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el petróleo^{1/}.

El primer ajuste realizado es a la balanza comercial. Para las exportaciones mineras (XCu) y las importaciones de combustibles ($MCom$), los valores ajustados o de tendencia se calculan de la siguiente manera:

$$\overline{XCu} = XCu \frac{\overline{PCu}}{PCu}, \quad \overline{MCom} = MCom \frac{\overline{PCom}}{PCom}$$

donde XCu son las exportaciones mineras, $MCom$ las importaciones de combustibles. PCu y \overline{PCu} son los precios efectivo y de largo plazo del cobre, respectivamente; y $PCom$ y \overline{PCom} son los precios efectivo y de largo plazo de los combustibles, respectivamente.

El segundo ajuste se hace sobre el componente de rentas. Esto, porque una fracción importante de la producción y exportación de cobre es efectuada por empresas extranjeras, cuyas utilidades forman parte de las rentas pagadas al extranjero. De este modo, las rentas ajustadas o de tendencia están dadas por:

$$\overline{R} = R + \overline{R^{cu}} - R^{cu}$$

^{1/} Es importante destacar que la cuenta corriente a precios de tendencia no es la cuenta corriente a la cual la economía convergerá en tendencia si es que los precios del cobre y el petróleo vuelven a valores de largo plazo.



donde R son las rentas totales, R^{cu} son las rentas asociadas a las empresas extranjeras productoras de cobre y \bar{R}^{cu} son las rentas de las empresas extranjeras medidas a precios de tendencia. Para estas últimas, se consideran solo desviaciones del precio del cobre respecto de su valor de largo plazo y no se efectúan ajustes en los costos de producción. Dado lo anterior, si QCu son las exportaciones de cobre totales, α es la participación de las mineras extranjeras en la producción/exportaciones total y τ_R es el impuesto a la renta más el *royalty* a la minería, entonces el ajuste a las rentas efectivas para obtener una medición de tendencia es:

$$\bar{R}^{cu} - R^{cu} = R^{cu} - \alpha QCu (\bar{PCu} - PCu)(1 - \tau_R)$$

Con esto, las rentas de tendencia están dadas por:

$$\bar{R} = R + \alpha QCu (\bar{PCu} - PCu)(1 - \tau_R)$$

Un tercer ajuste corresponde al que se efectúa a las transferencias. Esto, porque en Chile gran parte de las transferencias que ingresan al país corresponden al remanente de impuestos sobre utilidades remesadas al exterior que pagan las empresas de inversión directa, en particular, las mineras. Este ajuste es similar al de las rentas, con lo cual las transferencias de tendencia, \bar{TR} , son:

$$\bar{TR} = TR + \alpha QCu (\bar{PCu} - PCu) \tau_R$$

donde TR son las transferencias efectivas y donde τ_R corresponde a la tasa adicional, neta del impuesto a la renta, que pagan las empresas extranjeras por utilidades remesadas.

Para los precios de largo plazo, como supuesto de trabajo metodológico, se suponen valores de US\$2,80 la libra de cobre y US\$80 el barril de petróleo. Estos son los precios, en moneda actual, a los que se asume convergerán el cobre y el petróleo en el largo plazo, y están determinados por sus costos marginales de largo plazo.

También, se supone que la participación de las empresas extranjeras en la producción total de cobre es de 67%, que la tasa impositiva promedio del impuesto de primera categoría más el *royalty* es de 24%, y que la tasa adicional, neta del impuesto de primera categoría, es de 15%.

Para el cálculo del saldo de la cuenta corriente como porcentaje del PIB nominal, este último también se corrige, ajustando su deflactor con el precio del cobre de largo plazo.

Con esta metodología y supuestos, en el 2011, la cuenta corriente medida a precios de tendencia habría tenido un déficit de 4,4% del PIB, que aumentaría a 4,6% en el 2012. Para el 2013, el déficit a precios de tendencia sería de 5,2% del PIB.

La cuenta corriente a precios de tendencia reportada en IPoM anteriores arrojaba déficits algo mayores. Los cambios responden exclusivamente a una modificación en la metodología de cálculo respecto de la utilizada previamente. Antes, se efectuaban ajustes en los precios de otros productos exportados e importados respecto de sus valores de tendencia. Estos ajustes se eliminaron, tanto para simplificar la metodología como por la dificultad de estimar valores de tendencia para esos precios.

ANEXO A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile. Primero, se revisa brevemente la evolución del balance en el primer semestre del 2012, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2012 y del 2013.

Los movimientos de cualquier cuenta del balance se pueden explicar por: a) flujos, relacionados con la extinción de ciertos derechos u obligaciones o nuevas transacciones, b) rentabilidad, que corresponde a los intereses ganados y c) reajustes, utilidades o pérdidas asociadas a cuentas indexadas al tipo de cambio o a la inflación. Debido a que alrededor del 91% de los activos corresponden a reservas internacionales, y 66% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el BCCh es deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera. Así, la rentabilidad del balance está determinada por la evolución del diferencial entre la tasa de interés internacional (rentabilidad de las reservas) y la tasa de interés interna o costo de la deuda. A su vez, como las reservas se conforman principalmente de dólares y euros (48% dólar y 22% euro en el comparador), las utilidades/pérdidas dependen principalmente de la variación del peso frente a estas monedas.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2012

En la primera mitad del 2012, la evolución del balance estuvo marcada por la disminución del tamaño de los activos y pasivos. Se agregó un deterioro del patrimonio, principalmente por pérdidas de cambio derivadas de la apreciación del peso —0,6% del PIB— y el diferencial de tasas de interés e inflación —0,2% del PIB—.

Entre el 31 de diciembre de 2011 y el 30 de junio de 2012, el tamaño del balance disminuyó en \$2.318 miles de millones, pasando de 20,7 a 18,3% del PIB entre ambas fechas. Parte de este cambio fue determinado por partidas inusualmente altas al cierre del 2011.

En los activos, al 30 de junio las reservas internacionales disminuyeron en \$1.326 mil millones, por los menores depósitos en dólares de bancos comerciales y del Fisco, y por la apreciación del peso respecto de las divisas que componen las reservas. Además, el uso de operaciones Repos bajó en \$952 mil millones.

En los pasivos, disminuyó el uso de operaciones de Depósitos de Liquidez (DL) y de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) en \$1.771 mil millones. A su vez, los depósitos de bancos nacionales y del Fisco cayeron en \$698 mil millones.

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explican una disminución de la base monetaria de \$455 mil millones (tabla A.1).

La situación patrimonial del Banco se deterioró respecto del cierre del año anterior. De acuerdo con la contabilidad, el patrimonio pasó de -\$2.354 mil millones el 31 de diciembre de 2011 (-2,0% del PIB) a -\$3.374 mil millones el 30 de junio de 2012 (-2,7% del PIB). Esto se debió principalmente a pérdidas provenientes de las reservas internacionales, asociadas con la apreciación del peso respecto de las divisas que las componen por \$711 mil millones, y por el diferencial entre las tasas de interés e inflación pagadas por la deuda y las recibidas por las inversiones internacionales, equivalentes a \$283 mil millones.

PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2012 Y 2013

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) la Facilidad Permanente de Depósitos permanecerá en niveles equivalentes al promedio del primer semestre del 2012; (iii) el saldo de los instrumentos de política monetaria, principalmente repos y línea de liquidez, se mantendrá sin uso; (iv) los depósitos del Fisco seguirán en los niveles vigentes al 30 de junio de 2012; (v) la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; y (vi) para el 2012, las operaciones de deuda de largo plazo (BCU, BCP) se proyectan de acuerdo con el plan de deuda anunciado en diciembre del 2011. Para el 2013, se supone la renovación de los vencimientos y cupones pagados en el período. Las operaciones con PDDB se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

En el escenario base, en lo que resta del 2012 y durante el 2013 la brecha entre las tasas de interés local y externa se mantendrá en su nivel al cierre del primer semestre. Además, para el 2012 y 2013 se supone que las reservas internacionales tendrán una rentabilidad en sus divisas inferior a la obtenida por ganancias de capital asociadas a caída de tasas en el 2011. Con estos supuestos, por concepto de intereses netos, se proyectan pérdidas patrimoniales de 0,4% del PIB tanto en el 2012 como en el 2013 (tabla A.2).



Por el lado de la inflación, el escenario base de este IPoM considera que esta se ubicará por debajo de 3% hacia fines de este año. Para el 2013, oscilará en torno a 3%. Por este concepto, la deuda indexada —principalmente los bonos— originará pérdidas en el ejercicio, equivalentes a 0,1% del PIB en el 2012 y 0,2% en el 2013.

Para la proyección del Balance del Banco, se utiliza una trayectoria del tipo de cambio nominal que, considerando la evolución proyectada de la inflación local y externa, es coherente con un tipo de cambio real que, en el horizonte de proyección, se mantendrá en torno a los valores recientes. Para el resto de las monedas, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican las encuestas de mercado. Con estos supuestos, para el 2012 se proyectan pérdidas asociadas a cambios de valoración por 1,2% del PIB. Para el 2013, se proyectan ganancias por variación cambiaria equivalentes a 0,1% del PIB.

Con todos los supuestos descritos, para el 2012 se prevé una reducción del tamaño del balance de 3,7% del PIB. Para el 2013, la disminución será de 1,0% del PIB. A su vez, el patrimonio disminuirá en 1,7% del PIB el 2012 y en 0,5% del PIB el 2013.

TABLA A.1
Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

	2008	2009	2010	2011	Jun.12	2012 (f)	2013 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	2.691	701	1.306	6.771	-671	-671	0
2. Instrumentos de política en moneda nacional (MN)	-2.223	354	1.030	-4.363	-345	-275	1.201
2a de lo cual: indexado al tipo de cambio	196	3	0	0	0	0	0
3. Pagarés del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-90	-18	-98	-105	-111	-111	-136
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	180	-684	-1.295	-977	672	672	0
Base Monetaria (Variación = 1+2+3+4+5)	558	352	943	1.326	-455	-386	1.065
Memorándum							
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5)	2.871	16	11	5.794	1	1	0
Posición valorada en ME (= 1+2a+3+5)	3.067	19	11	5.794	1	1	0

(1) Corresponden a flujos de intercambio. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambios de precio.

(2) Servicio de pagarés fiscales en UF, servicio de deuda subordinada y otras operaciones en moneda nacional.

(3) Depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA A.2
Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados
(porcentaje del PIB)

	2008	2009	2010	2011	Jun.12	2012 (f)	2013 (f)
ACTIVOS	19,4	19,2	13,7	20,7	18,3	17,0	16,0
Reservas internacionales	15,5	13,3	11,8	18,2	16,6	15,5	14,7
Pagarés fiscales y otros créditos. a gobierno	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Instrumentos de política monetaria	1,7	3,9	0,1	0,8	0,1	0,1	0,1
Otros Activos	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,5
PASIVOS	18,8	21,3	16,8	22,7	21,0	20,6	19,8
Pagarés con mercado secundario	11,3	12,0	8,1	11,0	12,0	12,4	11,3
Instrumento de política con bancos	2,3	3,2	2,4	4,0	2,0	1,1	1,1
Otros pasivos con bancos	0,3	0,3	0,4	0,7	0,8	1,0	1,0
Otros pasivos excepto base monetaria	0,4	1,1	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0
Base monetaria	4,5	4,7	5,0	5,7	5,2	5,1	5,5
PATRIMONIO (A+B+C)	0,7	-2,0	-3,1	-2,0	-2,7	-3,6	-3,8
A. Patrimonio inicial	-2,5	0,8	-1,8	-2,9	-1,9	-1,8	-3,3
B. Resultado Neto	2,7	-2,9	-1,3	0,9	-0,8	-1,7	-0,5
No financieros	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4
Variación UF	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Variación tipo de cambio	0,0	-2,8	-1,1	1,4	-0,6	-1,2	0,1
Revalorización capital	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C. Aporte de capital	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (1)	15,4	12,6	10,1	15,7	14,8	14,4	13,7
Posición valorada en moneda extranjera (2)	15,4	12,6	10,1	15,7	14,8	14,4	13,7

(1) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(2) Posición en moneda extranjera menos pasivos en moneda nacional indexados al tipo de cambio.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

ANEXO B:

Administración de las Reservas Internacionales

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile para apoyar su política monetaria y cambiaria. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional, cautelando el patrimonio financiero del Banco, y conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

Para la administración de las reservas internacionales, el Banco cuenta con una separación de responsabilidades a distintos niveles jerárquicos, que van en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia y que han sido evaluadas por el FMI. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos a la administración de las reservas internacionales, donde se revisan los distintos procesos de inversión. De esta manera, se garantiza que los procesos de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del Banco estén bien definidos y con riesgos acotados.

En la administración de las reservas internacionales se aplican principios de segregación de funciones. La Gerencia de Mercados Internacionales participa en la definición de la Política de Inversión que aprueba el Consejo, y es responsable de su implementación en cuanto a la definición de estrategias de inversión, ejecución y seguimiento. La Gerencia de Servicios Financieros es, a su vez, responsable del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiendo por esto su registro, contabilización y generación de todas las instrucciones de pago y/o movimiento de fondos que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que se contraen.

Para el monitoreo diario del cumplimiento de las pautas y parámetros de inversión definidos por el Consejo, el Banco cuenta con la Gerencia de Gestión y Evaluación de Riesgos Financieros, cuya dependencia jerárquica, a diferencia de los niveles anteriores, es la Gerencia General del Banco.

Para la administración del riesgo de crédito asociado a la inversión de las reservas internacionales, esto es, definición de elegibilidad y máxima exposición permitida a países, entidades supranacionales, bancos comerciales y Agencias se utilizan variables tales como la clasificación de riesgo, el patrimonio de las instituciones, su tamaño de mercado, las razones de deuda, las garantías explícitas y otros.

Además, el área de mercados internacionales ha desarrollado indicadores que permiten realizar un mayor seguimiento de las distintas posiciones administradas, a través de informes diarios de posicionamiento, clasificaciones de riesgo implícitas, modelos de alertas tempranas, y seguimiento de costos de cobertura frente a eventos de quiebra (CDS), entre otros.

Respecto de los sistemas de información, el Banco ha continuado mejorando sus plataformas tecnológicas, robusteciendo la continuidad operacional de los procesos e implementando mecanismos de alta disponibilidad.

Asimismo, durante el primer semestre de 2012 la política de inversión se sometió a un ejercicio de revisión originado en el aumento en el nivel de reservas producto del programa de compra de divisas llevado a cabo el 2011, los cambios observados en el entorno macroeconómico y financiero de los mercados internacionales, y la adecuación de las políticas del banco a las mejores prácticas internacionales^{1/}. A partir de esta revisión, se generó una nueva política de inversión para la gestión de las reservas, que fue aprobada por el Consejo en febrero de este año.

En la nueva política, los objetivos de gestión no difieren de los establecidos en la política anterior: (i) mantener las reservas internacionales en instrumentos de alta liquidez, esto es, que puedan hacerse efectivos en el más breve plazo posible, sin incurrir en costos de transacción significativos. Este objetivo de liquidez se asocia a la cobertura de la deuda externa residual de corto plazo; (ii) que dichos instrumentos presenten riesgos financieros acotados de modo de que se limite el riesgo de generar pérdidas de capital y (iii) que la composición de activos permita minimizar la volatilidad que se produce en el valor del patrimonio del Banco producto de los cambios en las paridades de las distintas monedas en que se invierte respecto del peso. Este objetivo se asocia al principio de cobertura de balance del Banco.

Sin perjuicio de lo anterior, la nueva política de inversión incorporó explícitamente el objetivo de reducir, en el margen, el costo de mantener las reservas. Este objetivo se materializa a través de la

^{1/} Estas mejores prácticas se definieron a partir de las conclusiones del Workshop "Objetivos de Política en la Administración de Reservas", efectuado el 2010. A este asistieron distintas contrapartes internacionales tanto del ámbito público (bancos centrales y entidades supranacionales) como privado (administradores externos y bancos de inversión).



incorporación de un portafolio orientado a la obtención, en el largo plazo, de mayores retornos absolutos. La introducción de este nuevo objetivo responde al mayor nivel de reservas disponibles.

En la nueva estructura referencial se definen tres portafolios de inversión: (a) Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (24%); (b) Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (61%) y; (c) Portafolio de Diversificación (15%). Estos portafolios constituyen el Portafolio de Inversiones de las Reservas Internacionales (tabla B.1). Dicho portafolio, sumado al Portafolio de Caja (saldo mantenidos en cuenta corriente por el Fisco, empresas públicas y empresas bancarias) y al Portafolio de Otros Activos (Derechos Especiales de Giro del FMI, oro certificado y otros), conforman el Portafolio de Reservas Internacionales.

La nueva estructura referencial del Portafolio de Inversiones contempla una menor participación en dólares de Estados Unidos y euros y una mayor en otras monedas, quedando definida de la siguiente manera: dólar de Estados Unidos (39,90%), euro (31,95%)^{2/}, dólar de Canadá (9,15%), dólar de Australia (6,10%), yen (2,55%), franco de Suiza (2,10%), libra esterlina (1,95%), won de Corea del Sur (1,95%), dólar de Nueva Zelanda (1,50%), dólar de Singapur (0,90%) y Renminbí de China (1,95%) (tabla B.2).

Sobre el riesgo de crédito, el nuevo comparador referencial contempla 98,05% en riesgo soberano y 1,95% en riesgo bancario, siendo este último únicamente depósitos denominados en Renminbí chinos. El riesgo de tasa de interés global del Portafolio de Inversiones, medido por duración modificada, es de aproximadamente 23 meses.

TABLA B.1

Estructura referencial del portafolio de inversiones de las reservas internacionales según tipo de riesgo y comparadores

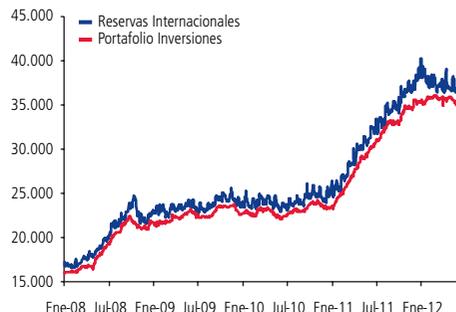
Estructura	Riesgo de crédito	Participación actual	Comparador referencial
Portafolio de liquidez de corto plazo	Soberano, Agencia y Supranacional	24%	Indice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge) Tramo de duración 0 - 1 año (USD, EUR)
Portafolio de liquidez de mediano plazo	Soberano	61%	Indice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge) Tramo de duración 1 - 3 años (90%) Tramo de duración 3 - 5 años (10%) (USD, EUR, CAD, AUD)
Portafolio de diversificación	Soberano, Agencia, Supranacional y Bancario	15%	Indice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge) Tramo de duración 5 - 7 años (75%) Tramo de duración 7 - 10 años (10%) (JPY, KRW, SGD, CHF, NZD, GBP, EUR) Indice Bloomberg DPZ 3M CNH (15%)
Cartera total		100%	

Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/}El 5 de julio, con la aprobación del Consejo, esta proporción bajó a 21,96%, aumentando la del dólar de Estados Unidos a casi 50%. Ello modificó la estructura benchmark de monedas a contar de esa fecha.

GRÁFICO B.1

Reservas internacionales (*)
(millones de dólares EE.UU.)



(*) Excluye otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como complemento a la administración interna, desde 1995 el Banco mantiene programas de administración externa para una fracción de las reservas. Esto ha tenido como propósito disponer de un comparador activo para evaluar la gestión interna, agregar valor económico y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología.

Al cierre del primer semestre del 2012, una porción del portafolio de inversiones (2,86%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente (PIMCO y *Goldman Sachs Asset Management*). Como parte del ejercicio regular de rotación, *Goldman Sachs* se incorporó como administrador externo en diciembre del 2011, en reemplazo de *Wellington Management Co.*

En el primer semestre del 2012, el retorno anualizado por la gestión de las reservas internacionales fue -0,35%, medido en dólares. El retorno diferencial de la gestión fue de -28 puntos base^{3/}(tabla B.3).

Al 30 de junio de 2012, las reservas internacionales totalizaron US\$40.344,3 millones, US\$1.635 millones menos que al cierre del 2011. Del total de las reservas, US\$34.967 correspondían al portafolio de inversiones y US\$3.467,5 al portafolio de caja (gráfico B.1). Del total de reservas, 46,8% estaban invertidas en dólares de Estados Unidos; 25,5% en euros y 27,7% en otras divisas (tabla B.4).

^{3/} Debido a que el cambio de la estructura de inversiones se efectuó durante el curso del segundo trimestre, para efectos del retorno diferencial se utilizó un *composite* de dos comparadores referenciales.

TABLA B.2
Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna

		Dólar EE.UU.		Euros		Dólar Australia		Dólar Canadá		Franco Suiza		Libra Reino Unido	
		Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo	Soberano, Agencia y Supranacional												
	0-1 años	22,2%	2,9	2,5%	4,5								
	Subtotal LCP	22,2%	2,9	2,5%	4,5								
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo	Bonos nominales												
	Tramos de madurez												
	1-3 años	16,9%	22,3	25,4%	21,1	5,7%	24,6	8,5%	19,9				
	3-5 años	1,9%	47,1	2,8%	44,1	0,6%	44,4	0,9%	42,0				
	Subtotal LMP	18,8%	24,8	28,2%	23,4	6,3%	26,6	9,4%	22,1				
Portafolio de Diversificación	Bonos nominales												
	Tramos de madurez												
	5-7 años			1,6%	62,9					1,6%	64,1	1,5%	63,3
	7-10 años			0,2%	90,1					0,2%	97,2	0,2%	87,9
	Bancario												
	0-1 años												
	Sub Diversificación			1,8%	66,0					1,8%	67,9	1,6%	66,2
Cartera total		41,0%	12,9	32,5%	24,3	6,3%	26,6	9,4%	22,1	1,8%	67,9	1,6%	66,2
		Yen Japón		Won R. Corea		Dólar N. Zelanda		Renminbi China		Dólar Singapur		Total	
		Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo	Soberano, Agencia y Supranacional												
	0-1 años												
	Subtotal LCP											24,7%	3,1
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo	Bonos nominales												
	Tramos de madurez												
	1-3 años												
	3-5 años												
	Subtotal LMP											62,7%	23,9
Portafolio de Diversificación	Bonos nominales												
	Tramos de madurez												
	5-7 años	1,9%	67,5	1,5%	59,6	1,1%	62,2			0,7%	66,0		
	7-10 años	0,3%	96,5	0,2%	84,2	0,1%	85,5			0,1%	85,1		
	Bancario												
	0-1 años							1,6%	1,5				
	Sub. Diversificación	2,1%	70,9	1,6%	62,5	1,3%	64,8	1,6%	1,5	0,8%	68,3	12,6%	58,3
Cartera total		2,1%	70,9	1,6%	62,5	1,3%	64,8	1,6%	1,5	0,8%	68,3	100,0%	23,1

Fuente: Banco Central de Chile

**TABLA B.3**

Retornos absolutos reservas internacionales, benchmark y retorno diferencial
(porcentaje)

Periodo	En divisas		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2012 (1)	0,25	0,54	-0,35	-0,07	-0,28
2011	2,43	2,41	1,22	1,20	0,02
2010 (2)	2,09	2,19	-0,15	-0,06	-0,09
2009	2,15	1,65	3,34	2,84	0,50
2008	5,70	5,37	4,14	3,81	0,33
2007	4,81	4,78	8,86	8,83	0,03
2006	2,45	2,39	6,84	6,78	0,06
2005	2,90	2,85	-1,72	-1,77	0,05
2004	1,84	1,95	4,08	4,20	-0,11
2003	2,31	1,78	6,64	6,12	0,53
2002	5,25	4,69	9,34	8,78	0,57
2001	5,57	5,27	3,90	3,60	0,30
2000	6,88	6,65	4,84	4,61	0,22

(1) Retornos anualizados del primer semestre.

(2) Valores en divisas corregidos respecto de la publicación anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.4

Composición de las reservas internacionales (*)
(millones de dólares)

Portafolio	Monedas	2011		2012	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de Inversiones		35.329,0	84,2%	34.967,0	86,7%
Monedas y Depósitos	Dólar	807,0	1,9%	640,3	1,6%
	Euro	1.027,0	2,4%	6,6	0,0%
	Otras Divisas	1.888,2	4,5%	977,4	2,4%
Valores	Dólar	16.457,2	39,2%	14.718,9	36,5%
	Euro	11.628,6	27,7%	10.278,5	25,5%
	Otras Divisas	3.521,1	8,4%	8.345,3	20,7%
Totales	Dólar	17.264,1	41,1%	15.359,3	38,1%
	Euro	12.655,6	30,1%	10.285,0	25,5%
	Otras Divisas	5.409,2	12,9%	9.322,7	23,1%
Portafolio de Caja		4.786,6	11,4%	3.467,5	8,6%
Monedas y Depósitos	Dólar	4.786,6	11,4%	3.467,5	8,6%
	Euro	0,0	0,0%	0,0	0,0%
	Otras Divisas	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Valores	Dólar				
Totales	Dólar	4.786,6	11,4%	3.467,5	8,6%
	Euro	0,0	0,0%	0,0	0,0%
	Otras Divisas	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Otros Activos		1.863,7	4,4%	1.909,8	4,7%
Oro Monetario	Otras Divisas	12,2	0,0%	12,4	0,0%
DEG FMI	Otras Divisas	1.214,4	2,9%	1.192,7	3,0%
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	601,3	1,4%	663,0	1,6%
Acuerdos de Crédito Recíprocos	Dólar	35,9	0,1%	41,7	0,1%
TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES		41.979,3	100,0%	40.344,3	100,0%
Totales	Dólar	22.086,6	52,6%	18.868,5	46,8%
	Euro	12.655,6	30,1%	10.285,0	25,5%
	Otras Divisas	7.237,1	17,2%	11.190,8	27,7%

(*) La información para el 2012 se presenta solo para fines comparativos. La estructura del portafolio de las reservas internacionales cambió durante el 2012

Fuente: Banco Central de Chile

A junio del 2012, las inversiones en depósitos bancarios del portafolio de inversiones sumaron US\$1.624,3 millones, US\$2.097,9 millones menos que al cierre del 2011. La disminución del riesgo bancario respondió a la implementación de la nueva política de inversión, que contempla una menor exposición a dicho riesgo.

Las inversiones en valores del portafolio de inversiones aumentaron en US\$1.735,8 millones respecto del cierre del 2011, terminando el primer semestre del año en US\$33.342,7 millones. El portafolio de caja finalizó el período en US\$3.467,5 millones, disminuyendo su saldo en US\$1.319,1 millones respecto del cierre del 2011. Dicha reducción refleja movimientos asociados a depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco.

En cuanto a la exposición del portafolio de inversiones de administración interna por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invertían las reservas internacionales. Las inversiones en riesgo soberano se encontraban mayoritariamente en Estados Unidos y Alemania, representando 73,91% del total. Al cierre de junio, las inversiones en riesgo bancario se encontraban principalmente en bancos del Reino Unido, Holanda, Australia y Suecia (tabla B.5).

TABLA B.5

Portafolio de administración interna. Inversiones por país y tipo de riesgo
(millones de dólares)

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales	Total
Estados Unidos	14.194		620		14.814
Alemania	10.064				10.064
Canadá	3.257				3.257
Australia	2.045	132			2.176
Japón	1.332	20			1.352
Reino Unido	444	366			811
Suiza	601	42			642
Nueva Zelanda	453				453
Singapur	260	32			291
Holanda	14	260			274
Austria	156				156
Suecia		110			110
Finlandia		7			7
Total	32.819	969	620	0	34.408

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: KfW (Alemania, USD 31 millones), Oesterreichische Kontrollbank (Austria, US\$156 millones). La exposición soberana en Estados Unidos incluye un depósito overnight en la Reserva Federal por US\$630 millones.

(2) De la exposición en Agencias de Estados Unidos, US\$358 millones corresponden a inversiones en Freddie Mac y US\$262 millones en Fannie Mae.

Fuente: Banco Central

En la composición de monedas del portafolio de inversiones de administración interna, al 30 de junio de 2012, 43,67% se encontraba en dólares de Estados Unidos, 29,16% en euros, 9,53% en dólares de Canadá y 6,63% en dólares de Australia. El restante 11,02% estaba invertido en libras esterlinas, francos de Suiza, dólares de Singapur, dólares de Nueva Zelanda, Renminbi y yen (tabla B.6).

TABLA B.6
Portafolio de administración interna: inversiones por moneda.

Moneda	Participación
Dólar de Estados Unidos	43,67%
Euro	29,16%
Dólar de Canadá	9,53%
Dólar de Australia	6,63%
Yen japonés	3,94%
Franco de Suiza	1,75%
Renminbi chino	1,64%
Libra esterlina	1,62%
Dólar de Nueva Zelanda	1,32%
Dólar de Singapur	0,76%
Total	100%

Fuente: Banco Central de Chile.

Finalmente, en el caso de la administración externa, la exposición mayoritaria corresponde a riesgo soberano. Estados Unidos y Alemania destacaron con las participaciones más relevantes. El riesgo bancario fue marginal, mientras que el riesgo de Agencias provenía principalmente de MBS (tabla B.7).

TABLA B.7
Portafolio de administración externa. Inversiones por país y tipo de riesgo
(Millones de US\$)

País	Soberano (1)	Bancario (2)	Agencias (3)	Supranacionales (4)	Total
Estados Unidos	352	-17	87		421
Alemania	265	20	5		290
Canadá	16	5			21
Reino Unido	12	6			18
Italia	9				9
Australia		8			8
Japón	9				9
Austria	36				36
Francia	63				63
Nueva Zelanda	10	-9			1
Bélgica	14				14
Finlandia	8				8
Holanda	34				34
Dinamarca	10				10
Eslovenia	6				6
Supranacional				58	58
Total	843	14	91	58	1.007

(1) La exposición soberana incluye las instituciones que cuentan con garantía explícita soberana.

(2) Incluye Forwards, Cash y Bonos Jumbo Pfandbriefes (Alemania).

(3) La exposición a Agencias en Estados Unidos corresponde a inversiones en MBS y TBA. En Alemania, corresponde a la agencia Rentenbank.

(4) La exposición en Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: African Development Bank, World Bank (International Bank for Reconstruction and Development: IBRD), Eurofima, Council of Europe Development Bank, Inter-American Development Bank, European Investment Bank.

Fuentes: Banco Central de Chile y reportes de administradores externos.



ANEXO C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2012

ENERO

2 El Banco Central de Chile (BCCh) informó que el Consejo aprobó por Acuerdo N° 1651-07 del 29 de diciembre de 2011 el programa anual de licitaciones contemplado para el 2012. Este programa consideró la renovación habitual de deuda con vencimiento durante el presente año, por un monto de US\$ 3.000 millones, a los que se suman US\$ 1.000 millones de vencimientos de PDBC que serán traspasados gradualmente a deuda de largo plazo durante el año.

El detalle de los montos de bonos a emitir desde enero a diciembre es el siguiente:

- a) Bono en pesos a 2 años plazo (BCP-2): 250 mil millones de pesos.
- b) Bono en pesos a 5 años plazo (BCP-5): 350 mil millones de pesos.
- c) Bono en pesos a 10 años plazo (BCP-10): 350 mil millones de pesos.
- d) Bono en UF a 5 años plazo (BCU-5): 25 millones de UF.
- f) Bono en UF a 10 años plazo (BCU-10): 23 millones de UF.

Además, se dejó constancia en dicha oportunidad que estos bonos serán emitidos acogiéndose a lo dispuesto en el artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta.

Del mismo modo, se explicitó que este programa de licitaciones podría estar sujeto a modificaciones en caso de que hubiere cambios significativos en las condiciones de mercado.

5 Por Acuerdo N° 1652-01-120105, publicado en el Diario Oficial del 7 de enero de 2012, el Consejo del BCCh determinó aceptar la retribución a la que tendrá derecho el Instituto Emisor en el desempeño de la Agencia Fiscal, relacionada con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social para el período comprendido entre marzo del 2012 y febrero del 2013, de conformidad con el Oficio N° 1.880, del Ministerio de Hacienda, del 27 de diciembre de 2011.

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,0% anual.

19 Por Acuerdo N° 1654-02-120119, publicado en el Diario Oficial del 28 de enero de 2012, el Consejo del BCCh, en uso de la facultad que le concede el artículo 6° de la Ley sobre Defensa de la Libre Competencia, acordó convocar a Concurso Público de antecedentes para designar un Ministro Titular abogado y un Ministro Titular economista del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, con motivo de la renovación parcial de sus miembros, atendido el término del período legal por el cual fueron designados, respectivamente, los señores Javier Vellozo Alcaide y Julio Peña Torres, y que concluye el 12 de mayo de 2012.

FEBRERO

2 Por Acuerdo N° 1656-01-120202, publicado en el Diario Oficial del 17 de febrero de 2012, el Instituto Emisor aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante el Decreto Supremo N° 1839 de 28 de diciembre de 2011, del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial del 27 de enero de 2012, para representar y actuar en nombre y por cuenta en la colocación y administración de los bonos a que se refiere dicho acto administrativo, conforme a los términos y condiciones establecidos en el mismo.

9 Por Acuerdo N° 1657-05-120209, el Consejo del BCCh determinó aceptar las modificaciones comunicadas por el señor Ministro de Hacienda, mediante Oficio N° 248, del 7 de febrero de 2012, respecto de las Directrices de Custodia y otras materias relacionadas con la gestión del Fondo de Estabilización Económica y Social y el Fondo de Reserva de Pensiones administrados por el Agente Fiscal, contenidas en el Oficio N° 133 del Ministerio de Hacienda, del 08 de febrero de 2007.

En virtud del mismo acuerdo se dejó constancia que las modificaciones a las Directrices de Custodia no requieren modificar la retribución acordada, respecto de la administración del Fondo de Estabilización Económica y Social y el Fondo de Reserva de Pensiones para el período comprendido entre marzo del 2012 y febrero del 2013.

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5 % anual.

14 Por Acuerdo N° 1658E-01-120214 publicado en el Diario Oficial del 17 de febrero de 2012, el Consejo del BCCh acordó en forma unánime reelegir al Consejero Sr. José Manuel Marfán Lewis como Vicepresidente del Consejo y del BCCh, cargo que ocupa desde el 7 enero de 2010.

21 Por Acuerdo N° 1687-04 adoptado del 21 de junio de 2012, el Consejo en conformidad con lo establecido en la letra c) del artículo 10 de la Ley N° 18.634, estableció la tasa de interés que devengarán las cuotas de pago diferido de derechos de aduana durante el semestre que concluye el 31 de diciembre de 2012, será de 6% anual, en dólares de los Estados Unidos.

21 Por Acuerdo N° 1687-03-120621, el Consejo, en conformidad con lo establecido en el inciso final del artículo 83 de la Ley General de Bancos, y teniendo presente lo manifestado por la Superintendencia Bancos e Instituciones Financieras mediante su Oficio Ord. No2.200, del 20 de junio de 2012, acordó otorgar su informe previo favorable a las modificaciones propuestas por la Superintendencia en dicha comunicación, a su norma de carácter general contenida en el Capítulo 12-15 de la Recopilación Actualizada de Normas de esa Superintendencia. Dichas modificaciones tienen por finalidad incorporar los depósitos a la vista para el cálculo de los límites individuales establecidos en la citada regulación en lo concerniente a los depósitos en el exterior que pueden mantener las empresas bancarias, así como en lo relativo al establecimiento de un límite global aplicable a la suma de todos los depósitos, sean a la vista o a plazo, que dichas empresas pueden mantener con instituciones financieras relacionadas en el exterior.

El referido Acuerdo fue comunicado al señor Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras con el objeto que la Superintendencia difundiera la propuesta normativa antedicha para su consulta pública a través de su sitio Web institucional.

23 Por Acuerdo N° 1660-02-120223, publicado en el Diario Oficial del 27 de febrero de 2012, el Consejo del BCCh determinó aceptar las modificaciones comunicadas por el señor Ministro de Hacienda, mediante Oficio N° 192, del 31 de enero de 2012, respecto de las Directrices de Ejecución del Fondo de Reserva de Pensiones administrados por el Agente Fiscal, contenida en el Oficio N° 1637 del Ministerio de Hacienda, del 18 de noviembre de 2011.

23 Por Acuerdo N° 1660-03-120223, el Consejo del BCCh aprobó una nueva Política de Inversión aplicable a la administración de las

Reservas Internacionales, manteniendo los objetivos de liquidez, de preservación de capital, de cobertura del balance del banco y, en el margen, de rentabilidad. Entre los elementos más significativos de la nueva Política, se destaca la creación de tres sub-portafolios, a los que se asocia la consecución de los objetivos antes definidos: i) Portafolio de Liquidez de Corto Plazo; ii) Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo y; iii) Portafolio de Diversificación. A diferencia de la anterior Política de Inversión, se incluyó un mayor número de monedas en el comparador referencial, se incrementó la exposición al riesgo soberano en desmedro de riesgo bancario y se aumentó el requisito de *rating* crediticio para la elegibilidad de riesgos soberanos. Adicionalmente, se incrementó la duración global del portafolio de reservas desde 17 a 25 meses, con el objetivo de ofrecer una adecuada cobertura de balance. La composición global de monedas quedó definida como: 39,90% en dólares de los Estados Unidos, 31,95% en euros, 9,15% en dólares de Canadá, 6,10% en dólares de Australia, 2,55% en yenes, 2,10% en francos de Suiza, 1,95% en libras esterlinas, 1,95% en won de Corea, 1,95% en Renminbí de China, 1,50% en dólares de Nueva Zelanda y 0,90% en dólares de Singapur.

MARZO

12 El BCCh y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras sometieron a consulta pública nueva regulación sobre bonos hipotecarios. Así, se incorporaron las modificaciones de MKIII a la LGB relativas a bonos hipotecarios. Estos bonos podrán ser emitidos por las entidades bancarias con el fin de utilizar los recursos obtenidos para financiar créditos hipotecarios para la vivienda. Este nuevo instrumento cuenta con un tratamiento especial en caso de insolvencia o liquidación forzosa del banco emisor, puesto que en tal caso la cartera de créditos asociados al bono hipotecario puede ser licitada en conjunto con los pasivos correspondientes, lo que implica un menor riesgo para los inversionistas. La normativa del BCCh se refiere específicamente a aspectos relacionados con los créditos hipotecarios, la inversión en instrumentos de renta fija en el lapso entre la emisión del bono, el otorgamiento de los créditos y requisitos de información al mercado. Esta medida fue aprobada en sesión de Consejo N° 1663-05 del 8 de marzo de 2012.

12 Por Acuerdo N° 1663-03-120308, publicado en el Diario Oficial del 13 de marzo de 2012, el Consejo resolvió dejar expresa constancia de la adopción, para el solo efecto del cumplimiento de la función estadística del BCCh, de la definición de Inversión Extranjera Directa que se sugiere adoptar en las recomendaciones técnicas contenidas en el "Sexto Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional" y en la "Cuarta Definición Marco de Inversión Extranjera Directa" de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).



15 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

27 Por Acuerdo N° 1666E-01-120327 y en relación a la decisión de capitalizar mediante la emisión de acciones liberadas de pago el 30% de las utilidades del ejercicio obtenidas por el Banco de Chile durante el 2011 adoptada por las Juntas de Accionistas del Banco de Chile, efectuadas el 22 de marzo de 2012, el Consejo del BCCh resolvió optar porque el total de las utilidades o excedentes que le corresponden, en su carácter de acreedor de la obligación subordinada, le sean pagados en dinero efectivo. Esta decisión fue adoptada en conformidad con lo dispuesto en la letra b) del artículo 31 de la ley N° 19.396, sobre obligación subordinada.

ABRIL

2 Por Acuerdo de Consejo N° 1667-02 del 29 de marzo de 2012, el BCCh dispuso la publicación del borrador de la Primera Parte del nuevo Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF), con el objeto de recoger comentarios de partes interesadas y del público en general, durante el mes de abril.

Se dejó constancia que esta iniciativa de reordenamiento y sistematización no modifica las políticas ya adoptadas por el Instituto Emisor a objeto de regular la cantidad de dinero en circulación y de crédito, aunque se derogan determinadas disposiciones y Capítulos del Compendio de Normas Financieras (CNF) referidas a materias que se encuentran obsoletas o que han quedado sin aplicación.

17 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

19 Por Acuerdo de Consejo N° 1672-01-120419, se autorizó a Cruz del Sur Corredora de Bolsa S.A. para operar en el Mercado Cambiario Formal, en carácter de Entidad no bancaria integrante del referido mercado regulado para efectos cambiarios, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 41 de la Ley Orgánica Constitucional del BCCh; y el Capítulo III del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

26 Por Acuerdo N° 1673-01-120426, el Consejo del BCCh determinó aceptar la retribución a la que tendrá derecho el BCCh en el desempeño de la Agencia Fiscal, relacionada con la administración de los recursos del Fondo de Contingencia Estratégica para el período comprendido entre mayo del 2012 y abril del 2013, en conformidad con el Oficio N° 859, del 24 de abril de 2012, del Ministerio de Hacienda.

MAYO

3 Por Acuerdo N° 1677E-01-02-120503 el Consejo del BCCh acordó designar en carácter de integrantes del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) a doña María de la Luz Domper Rodríguez en el cargo de Ministro Titular Economista y a don Enrique Vergara Vial en el cargo de Ministro Titular Abogado.

Las respectivas designaciones se efectuaron por el período de seis años contado, con motivo del término del período legal del señor Julio Peña Torres como Ministro Titular Economista y del señor Javier Vellozo Alcaide, como Ministro Titular Abogado y conforme a lo dispuesto en los artículos 6°, 7° y 12° del D.L. 211, de 1973, que establece la normativa destinada a promover y defender la libre competencia en los mercados.

9 El BCCh y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras publicaron para consulta pública propuesta de normativa que modifica regulación sobre Cámara de Compensación de Cheques y otros Documentos en Moneda Nacional en el país. Esta medida fue aprobada en sesión de Consejo N° 1676 del 3 de mayo de 2012.

14 Por Acuerdo N° 1679E-01-120514, el Consejo del BCCh, en uso de las facultades que le concede el artículo 168 del Título XVI del D.L. 3.500, de 1980 sobre reforma previsional del sistema de pensiones, designó a un miembro titular y otro suplente del Consejo Técnico de Inversiones.

Como miembro titular se designó al señor Luis Felipe Céspedes Cifuentes, por el período de cuatro años, a efectos de reemplazar en el cargo al señor Guillermo Le Fort Varela, una vez que concluya su período de designación. Asimismo, se designó como miembro suplente al señor Luis Antonio Ahumada Contreras, por igual período, dejándose constancia que este nombramiento corresponde a su renovación por un nuevo período, conforme establece el artículo 168 citado.

17 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

17 Por Acuerdo 1680-03-120517, publicado en el Diario Oficial del 19 de mayo de 2012, el Consejo del BCCh emitió informe previo favorable a la propuesta de la Superintendencia de Pensiones referida al concepto de cobertura cambiaria y de los límites máximos de inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria de los Fondos de Pensiones y Fondos de Cesantía, contenido en los respectivos regímenes de inversión que deben ser aprobados por la citada Superintendencia. La nueva normativa distingue rangos de cobertura en moneda extranjera

para instrumentos de deuda con grado de inversión, instrumentos de deuda bajo grado de inversión y activos de renta variable. Para los primeros, se estableció un rango de cobertura entre 50% y 100% de la inversión en esos instrumentos, para los segundos se estableció un rango entre 0% y 70% y, finalmente, para la renta variable se fijó un rango de 0% a 50%. El referido informe previo favorable, fue modificado y complementado por Acuerdo de Consejo N° 1687-02-120621, publicado en el Diario Oficial del 26 de junio de 2012, atendiendo a las modificaciones informadas por la Superintendencia de Pensiones respecto de la propuesta normativa referida, luego de someter la misma al proceso de consulta pública.

Por el mismo Acuerdo N° 1680-03 citado, el BCCh modificó los Capítulos III.F.4 sobre inversiones de los fondos de pensiones y III.F.7 que contiene la reglamentación financiera aplicable a la sociedad administradora de fondos de cesantía, ambos del Compendio de Normas Financieras.

Al respecto, se modificaron los límites para inversiones en moneda extranjera sin cobertura cambiaria que pueden mantener las AFPs y la Administradora de Fondos de Cesantía. Asimismo, se ajustó la definición de cobertura cambiaria que rige. Además, se modificaron los límites de inversión en los instrumentos señalados en los números 1, 2, 3, 4, 5, 6, y 7 del inciso vigésimo primero del artículo 45 del D.L. N° 3.500, de 1980, en el caso de los Fondos de Pensiones; y los límites de inversión en los instrumentos señalados en los números 1, 2, 3, 4, 5, 6, y 7 del inciso segundo del artículo 58C de la Ley N° 19.728 tratándose del Fondo de Cesantía y Fondo de Cesantía Solidario

Lo anterior, tuvo lugar con motivo de las modificaciones incorporadas por la Ley N° 20.552 respecto del D.L. 3.500 de 1980, y la Ley 19.728; y la propuesta normativa presentada por la Superintendencia respecto de los nuevos límites de inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria y el concepto de cobertura cambiaria aplicable, así como los informes emitidos con motivo de las modificaciones efectuadas al Compendio de Normas Financieras.

24 Por Acuerdo de Consejo N° 1681-01-120524, publicado en el Diario Oficial del 28 de mayo de 2012, se aprobó la Primera Parte del CNMF, referida a las Normas sobre Operaciones Monetarias comprendidas en esa época en el CNF, determinándose su entrada en vigencia a contar del lunes 27 de agosto de 2012.

A contar de la fecha de entrada en vigencia antes señalada, se acordó derogar los siguientes capítulos del CNF:

Primera Parte, sobre Sistemas de Financiamiento, Letra B, respecto de los Capítulos:

- a) II.B.1 sobre Facilidad de Liquidez y Línea de Crédito de Liquidez a empresas bancarias;
- b) II.B.1.1 sobre Facilidad Permanente de Liquidez y Líneas de Crédito de Liquidez, en moneda nacional, a empresas bancarias;
- c) II.B.1.2 sobre Línea de Crédito de Liquidez en Dólares de los Estados Unidos de América, a empresas bancarias;
- d) II.B.2.2 sobre Créditos de Corto Plazo a Bancos;
- e) II.B.2.3 sobre Reglamento de la Línea de Crédito de Corto Plazo a Bancos;
- f) II.B.4 sobre Línea de Crédito de Mediano Plazo;
- g) II.B.4.1 sobre Reglamento de la Línea de Crédito de Mediano Plazo;
- h) II.B.5 sobre Facilidad de Liquidez Intradía del BCCh a participantes del Sistema LBTR.

Se dejó constancia que el Capítulo II.B.3 de la referida Letra B, se mantiene inalterado.

Segunda Parte, sobre Normas de Operación, Intermediación y Control del Sistema Financiero y Mercado de Capitales, respecto de los Capítulos de su Letra A, sobre Encaje:

- a) III.A.1 sobre Normas de encaje para las empresas bancarias y cooperativas de ahorro y crédito;
- b) III.A.2 sobre Pago de interés por el encaje de los depósitos en moneda nacional; y
- c) III.A.4 sobre Normas de Reserva Técnica.

Tercera Parte, sobre Operaciones del BCCh con Instrumentos Financieros, respecto de todos los Capítulos de sus Letras:

- a) sobre Operaciones con Instrumentos Financieros pagaderos en moneda nacional;
- b) sobre Operaciones del BCCh con Instrumentos Financieros pagaderos en moneda extranjera;
- c) sobre Licitación de Compra de Pagarés del BCCh;
- d) sobre Swaps; y
- e) sobre Bonos.



Se dejó constancia que el mismo Acuerdo actualiza la referencia que hace el CNF sobre el Decreto Supremo N° 1.220 del Ministerio de Hacienda, de 2009, que estableció la nómina de instrumentos de deuda que podrán acogerse a lo dispuesto en el artículo 104 de la Ley sobre Impuesto a la Renta, y que fue modificado por el Decreto Supremo N° 414 del Ministerio de Hacienda, de 2012.

24 Por Acuerdo N° 1681-02-120524, el Consejo otorgó a Corpbanca, la autorización previa a que se refiere el artículo 76 de la Ley General de Bancos, en relación con la adquisición de acciones de una empresa bancaria y otras empresas filiales constituidas en el extranjero, cuyos giros se comprenden entre los permitidos en los artículos 70 y siguientes de esa legislación.

JUNIO

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

18 El Consejo del BCCh, en uso de la facultad que le conceden los artículos 6° y 12 de la Ley sobre Defensa de la Libre Competencia, acordó convocar a Concurso Público de Antecedentes con el objeto de conformar una nómina de tres postulantes que se presentará a S.E. el Presidente de la República para que designe Ministro Suplente Economista del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, en reemplazo de doña María de la Luz Domper Rodríguez, con motivo de su renuncia voluntaria presentada a dicho cargo, por el tiempo que resta para completar el período por el cual fue designada, esto es, hasta el 12 de mayo de 2014. El Acuerdo N° 1686E-01-120618, adoptado por el Consejo del Instituto Emisor fue publicado en el Diario Oficial del 22 de junio de 2012.

21 El BCCh adoptó un Acuerdo Previo Favorable para permitir publicar para consulta del público, nueva regulación emitida por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras sobre límites a exposiciones bancarias con entidades financieras en el exterior. Los perfeccionamientos se focalizan en robustecer los límites vigentes a los depósitos de bancos establecidos en Chile en entidades en el exterior, incorporando depósitos a la vista en el límite individual de depósitos a plazo y estableciendo un nuevo límite global para depósitos a la vista y a plazo. Con estas modificaciones, la normativa doméstica converge hacia los mejores estándares bancarios internacionales.

JULIO

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

13 Mediante Carta Circular de fecha 13 de julio de 2012 del Gerente de Mercados Nacionales del BCCh, se dio a conocer a los Bancos, Administradoras de Fondos de Pensiones, Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantía, Compañías de Seguros, Administradoras de Fondos Mutuos, Corredores de Bolsa y Agentes de Valores, el Manual de Normas y Procedimientos Operativos de la Primera Parte del CNMF, aprobado por el referido Gerente de conformidad con el Acuerdo N° 1681-01-120524, La entrada en vigencia de tales normas, se fijó a contar del 27 de agosto de 2012.

26 Por Acuerdo de Consejo N° 1695-01-120726, publicado en el Diario Oficial del 31 de julio de 2012, el BCCh modificó el Capítulo III.H.1 de su CNF sobre "Cámara de Compensación de Cheques y Otros Documentos en Moneda Nacional en el País" de manera de permitir materializar la iniciativa de "Liberación Temprana de Fondos" planteada al Banco por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G. Esta iniciativa tiene por objetivo permitir a los clientes cuentacorrentistas de los bancos disponer de aquellos fondos retenidos por depósito de cheques y otros documentos valorados en moneda nacional, a partir de las 9:00 horas del día hábil siguiente a su depósito en cuenta corriente, en lugar de las 13:30 horas como ocurría actualmente.

Al respecto, cabe tener presente que conforme a la propuesta planteada por la referida asociación gremial dice relación con el establecimiento de un procedimiento de aceptación de los cheques y demás documentos presentados a cobro a través de la Cámara y que permitirá, en relación con la correspondiente normativa que sea dictada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para tales efectos, reducir el período actual de liberación de los respectivos fondos a los clientes. El proceso de aceptación de estos documentos operará en forma diferida, conforme a la propuesta de ajuste presentada sobre la materia por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras, teniendo presente que dicha modalidad tendrá aplicación hasta diciembre de 2013, fecha en la cual la normativa dictada por el Banco será objeto de revisión con el objeto de contar con una sola etapa de liberación de fondos.

La citada modificación contó con el informe previo de la referida Superintendencia y fue objeto de consulta pública durante el mes de mayo, conforme se estableció previamente.

ÍNDICE

TABLAS

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	13
I.2: Crecimiento del PIB en Europa	14
I.3: Inflación mundial	16
II.1: Expectativas para la TPM	20
III.1: Producto interno bruto	23
III.2: Demanda interna	24
IV.1: Indicadores de inflación	27
V.1: Supuestos del escenario base internacional	31
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	32
V.3: Inflación	33
V.4: Principales supuestos del escenario internacional	35
V.5: Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2012	36
V.6: Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2012	36
A.1: Flujos del balance del Banco Central de Chile	40
A.2: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados	40
B.1: Estructura referencial del portafolio de inversiones de las reservas internacionales según tipo de riesgo y comparadores	42
B.2: Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna	43
B.3: Retornos absolutos reservas internacionales, benchmark y retorno diferencial	44
B.4: Composición de las reservas internacionales	44
B.5: Portafolio de administración interna. Inversiones por país y tipo de riesgo	44
B.6: Portafolio de administración interna: inversiones por moneda	45
B.7: Portafolio de administración externa. Inversiones por país y tipo de riesgo	45

GRÁFICOS

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCSAE	10
I.1: China: Indicadores de actividad	13
I.2: Expectativas para el sector manufacturero: PMI	14
I.3: Volatilidad de mercados bursátiles	14
I.4: Vencimientos de deuda soberana	15
I.5: Precios de materias primas	15
I.6: Inflación del IPC	16
I.7: Participación de China en el PIB mundial.	17

I.8:	Impacto de una caída de un punto porcentual en la inversión china sobre el crecimiento de sus principales socios comerciales	18
II.1:	TPM y expectativas	19
II.2:	TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	19
II.3:	Mercados bursátiles	20
II.4:	Tipo de cambio nominal en el mundo	20
II.5:	Tipo de cambio nominal	20
II.6:	Tipo de cambio real	21
II.7:	Tasas de interés de colocación	21
II.8:	Colocaciones nominales por tipo de crédito	21
II.9:	Emisión de bonos corporativos según objetivo	22
II.10:	Deuda externa bruta sociedades no financieras	22
II.11:	Agregados monetarios	22
III.1:	Crecimiento del PIB	23
III.2:	Ramas de la producción industrial	24
III.3:	Contribución al crecimiento anual del PIB	24
III.4:	Situación actual de inventarios	25
III.5:	Contribución al crecimiento anual del consumo privado	25
III.6:	Creación de empleo	25
III.7:	Indicadores de inversión	26
III.8:	Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión	26
IV.1:	Indicadores de inflación	27
IV.2:	Incidencias de la inflación anual del IPC	27
IV.3:	Inflación subyacente	28
IV.4:	Precio del transporte	28
IV.5:	Salarios nominales	28
IV.6:	Costos laborales ajustados por productividad	29
IV.7:	Precio de bienes	29
IV.8:	Precio semanal de la gasolina	29
IV.9:	Expectativas de inflación	30
V.1:	Términos de intercambio	31
V.2:	Proyección de inflación IPC	32
V.3:	Incidencias en la inflación anual del IPC	32
V.4:	TPM y expectativas	33
V.5:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	33
V.6:	Proyección de inflación IPC	34
V.7:	Proyección de inflación IPCSAE	34
B.1:	Reservas internacionales	42

GLOSARIO

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

CLU: Considera CMO total nominal, horas de trabajo asalariadas efectivas, empleo asalariado y PIB total.

CLUX: CLU considerando solo empleo asalariado y salarios y producto excluidos sectores asociados a recursos naturales.

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2012). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2012-2014 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 3,2% para el período 2012-2014.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2012). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 1,6% para el período 2012-2014.

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

PIB 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.

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 2011: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, Suiza y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IPCB: Índice de precios al consumidor de bienes

IPCNT: Índice de precios al consumidor de no transables

IPCS: Índice de precios al consumidor de servicios

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía

IPCT: Índice de precios al consumidor de transables

IVUM: Índice de valor unitario de importaciones

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. Primer Semestre 2012
- Barclays Capital. 2012. *Global Economics Weekly*. Agosto.
- Carabenciov, I., C. Freedman, R. García-Saltos, D. Laxton, O. Kamenik y P. Manchev. 2012. *GPM6 – The global projection model with 6 regions*, Documento de Trabajo FMI, por publicarse.
- Congressional Budget Office. 2012. *Economic effects of reducing the fiscal restraint that is scheduled to occur in 2013*. Mayo.
- Consensus Forecasts. 2012. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- CRU. 2012. *Copper Quarterly Industry and Market Outlook*. Julio.
- Deutsche Bank. 2012a. *Asia Economics Monthly*. Julio.
- Deutsche Bank. 2012b. *Dollar Bloc Weekly*. Julio.
- Deutsche Bank. 2012c. *Emerging Markets Monthly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2012d. *Focus Europe*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2012e. *Global Economic Perspectives*. Agosto.
- Fondo Monetario Internacional. 2012a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2012b. *China: 2012 Article IV Consultation*, Julio.
- Food and Agriculture Organization. 2012. FAOSTAT, sitio web <http://faostat.fao.org/>
- García, P. y J. Medina, 2009. *A simple global perspective in the US slowdown, boom-bust cycles and the rise of protectionism* Documento de Trabajo N° 529, Banco Central de Chile. Octubre.
- JP Morgan Chase. 2012. *Global Data Watch*. Agosto.
- Organización Mundial de Comercio. 2011. *Trade Profiles 2011: Trade Statistics of WTO Members*, Ginebra, Suiza. Noviembre.
- U.S. Energy Information Administration. 2012. *International Energy Statistics*, sitio web <http://www.eia.gov>

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
SEPTIEMBRE 2012

ISSN: 0716-2219
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Septiembre 2012