

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2012



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2012



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	17
III. DEMANDA Y ACTIVIDAD	21
IV. PRECIOS Y COSTOS	27
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	33
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	37
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41
RECUADROS	
Comportamiento del consumo privado	25
Inflación y brechas	31

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 13 de diciembre 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 14 de diciembre de 2012 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 18 de diciembre de 2012.

El Consejo

RESUMEN

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena no ha mostrado cambios sustantivos desde el último *Informe de Política Monetaria* (IPoM). No obstante, los riesgos que subyacen a él sí han tenido algunos cambios. En Chile, la actividad, y en especial la demanda interna, han crecido por sobre lo esperado. En lo externo, se ha avanzado, pero los riesgos inherentes a la crisis en la Eurozona siguen presentes. En este contexto, la inflación total ha mostrado vaivenes relevantes en los últimos meses, por factores puntuales asociados a *shocks* de oferta. La inflación subyacente —sin alimentos y energía— ha descendido levemente y muestra una variación anual cercana a 2%. El Consejo, como ha sido la tónica este año, mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.

A noviembre, la inflación anual del IPC se ubicó en 2,1%, luego de aumentar hasta casi 3% en octubre. Las fluctuaciones de los precios de las frutas y verduras frescas han sido determinantes en ello. La inflación subyacente ha descendido levemente, a pesar del mayor dinamismo de la actividad. En su interior, persiste la diferencia entre la evolución de los precios de bienes y servicios, con estos últimos creciendo a tasas del orden de 4% anual. El crecimiento anual de los salarios nominales no muestra mayores cambios, permaneciendo entre 6 y 7%, aunque con diferencias entre sectores. El mayor crecimiento de la productividad media del trabajo ha contribuido a moderar el aumento de los costos laborales reales. Se agrega una reducción de los márgenes del comercio y una baja de los precios de los bienes importados medidos en dólares. En todo caso, el posible comportamiento procíclico de la productividad y los márgenes hace difícil dilucidar si estos cambios son de carácter transitorio o permanente, manteniendo los riesgos de mediano plazo para la inflación.

En cuanto a la actividad, en el tercer trimestre del 2012, creció a una tasa anual de 5,7%, cifra igual a la del cuarto previo, pero por sobre las expectativas. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto —disponible al cierre del IPoM anterior— anticipaba un crecimiento de 4,6% para dicho trimestre. El mayor aumento se debió a un mejor desempeño general. Con todo, la velocidad de expansión de la actividad se redujo desde 8,3 a 5,7% anualizado. En el escenario base, el Consejo proyecta que este año el PIB crecerá 5,5%.

Por el lado del gasto interno, el crecimiento del tercer trimestre —8,0% anual— superó ampliamente el del cuarto anterior, aunque abultado por ciertos factores específicos. Si bien todos los componentes del gasto tuvieron aumentos mayores, destacó el significativo incremento de la inversión en maquinaria y equipos: 19,9% anual. En ello fue determinante la internación de material de transporte, que por sí sola explicó más de la mitad del aumento. El mayor crecimiento del gasto interno amplió el saldo negativo de la cuenta corriente, que al tercer trimestre llegó a 2,9% del PIB acumulado en el último año. En el escenario base, se estima que esta cerrará el 2012 en 3,8% del PIB, superior al 3,2% previsto en septiembre.

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE**

	2011	2012 (f)	2013 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	6,0	5,5	4,25-5,25
Ingreso nacional	6,1	5,2	4,6
Demanda interna	9,4	6,6	5,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	6,8	6,0
Formación bruta de capital fijo	17,6	11,3	7,6
Consumo total	7,9	5,3	5,5
Exportaciones de bienes y servicios	4,6	2,7	3,0
Importaciones de bienes y servicios	14,4	5,5	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-3,8	-4,6
Ahorro Nacional (% PIB)	23,4	22,0	21,6
FBCF (% PIB nominal)	23,2	24,4	25,2
FBCF (% PIB real)	26,2	27,7	28,4
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-3.221	-10.000	-12.950
Balanza comercial	10.792	2.350	-1.050
Exportaciones	81.411	77.600	77.300
Importaciones	-70.619	-75.250	-78.350
Servicios	-2.417	-1.500	-1.500
Renta	-14.015	-12.750	-12.350
Transferencias corrientes	2.418	1.900	1.950

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El Consejo sigue con atención la evolución del déficit de cuenta corriente. Su nivel, persistencia, composición y financiamiento son aspectos que pueden incidir en la vulnerabilidad de la economía chilena, en particular ante la materialización de escenarios externos adversos. Con todo, el actual déficit tiene varias particularidades que mitigan los riesgos asociados. Primero, una parte significativa se explica por la mayor inversión en un conjunto de proyectos que están orientados a la producción de bienes y servicios exportables. Segundo, una parte significativa se está financiando a través de inversión extranjera directa y no vía deuda con el exterior. Por último, la evolución del crédito interno y con el exterior no da indicios de un sobreendeudamiento ni de personas ni de empresas. La evolución del consumo privado no está alejada de lo que determinan el aumento de los ingresos laborales, la baja tasa de desocupación y las condiciones financieras. Desde una perspectiva más larga, en términos nominales, la relación entre el consumo privado y el ingreso nacional disponible privado es similar a su promedio histórico.

Hacia el 2013, el Consejo estima que el crecimiento de la actividad se ubicará en un rango entre 4,25 y 5,25%. Este rango es superior al considerado en septiembre. En este escenario, la demanda interna aumentará 5,7% anual, con lo que el déficit de la cuenta corriente volverá a ampliarse, llegando a 4,6% del PIB. Detrás de esta proyección subyace que las condiciones macroeconómicas que enfrenta Chile no tendrán cambios sustantivos en lo venidero y que la economía crecerá a tasas acordes con su tendencia, la que el Consejo sigue estimando en torno a 5%.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2011	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	0,5	-5,0	-0,8	1,3
PIB socios comerciales (*)	4,2	3,3	3,5	4,0
PIB mundial PPC (*)	3,8	3,0	3,3	3,8
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,8	2,4	2,6	3,2
Precios externos (en US\$)	10,1	-0,4	0,0	0,4
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	400	361	340	350
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	95	94	90	90
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	111	112	105	100
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	803	825	741	700
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,4	0,4	0,5

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado externo, el escenario base prevé que en el 2013 y el 2014 el crecimiento mundial y de los socios comerciales de Chile promediara 3,6 y 3,8%, respectivamente, cifras similares a las del bienio 2011-2012. Como en IPoM previos, hay diferencias importantes entre el desempeño del mundo desarrollado y emergente. En la Eurozona, se consolidó el escenario de recesión, el que se estima permanecerá por algún tiempo más. Destaca la mayor debilidad de las economías del centro de la Eurozona, que se habían mantenido relativamente ajenas a la difícil situación de las periféricas. En Estados Unidos, se espera que la recuperación avance a paso lento, incorporando la expectativa de un ajuste moderado de la política fiscal. Resalta la baja de las perspectivas para Japón, tanto por su relación con la Eurozona como por algunas medidas de ajuste fiscal que están en el horizonte. En el mundo emergente, los últimos datos de China indican que la desaceleración vista en buena parte del 2012 estaría revirtiéndose. Así, para el 2013 y el 2014 se vuelven a proyectar incrementos anuales de su economía en torno a 8%. Respecto del IPoM anterior, las perspectivas de crecimiento para América Latina muestran una reducción para este y los próximos dos años. La mayoría de las economías continúan creciendo, pero algunas de ellas han mostrado señales de desaceleración.

En este escenario, los precios de las materias primas no tendrán grandes cambios respecto de lo que se proyectaba hace unos meses. En el bienio 2013-2014, el escenario base prevé precios promedio del cobre de US\$3,45 la libra y de US\$102 para el barril de petróleo Brent. Con esto, se sigue proyectando que los términos de intercambio para Chile serán elevados, aunque bajarán respecto de este año.

Los mercados financieros externos han mostrado mayor calma en los últimos meses. Sin embargo, aún resta un largo camino para lograr una solución a la crisis de la Eurozona, y el continuo deterioro de la actividad hace aun más difícil concretar las mejoras buscadas en los balances fiscales. Con todo, el compromiso de diversos organismos para resolver la situación parece estar dando frutos en la evaluación del mercado. El escenario base sigue considerando la posibilidad de nuevos episodios de tensión en los mercados externos, pero no de la magnitud de los de la última parte del 2011. Esta mayor calma también se ha reflejado en las bolsas y las paridades de monedas. En los últimos meses, el dólar estadounidense se ha depreciado levemente respecto de las principales monedas. La paridad peso/dólar, aunque con vaivenes, está en niveles algo menores a los del IPoM anterior, mientras que el tipo de cambio real (TCR) no ha mostrado mayor variación. El Consejo sigue estimando que, con el tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes, el TCR está en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

En el escenario base, la inflación anual del IPC se ubicará por debajo del rango de tolerancia en los próximos meses para luego subir y situarse cercana a 3% a fines del 2013, mismo valor en el que se ubicará en el horizonte de proyección, en esta ocasión el último trimestre del 2014. Varios factores justifican los registros anuales más bajos que se prevén en lo inmediato, entre ellos, la alta base de comparación que entregan los registros de fines del 2011 y principios del 2012. La inflación subyacente exhibirá variaciones anuales bajo 2% durante gran parte del 2013, para luego subir paulatinamente y aproximarse a 3% en el curso del 2014. 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 tendrá una trayectoria estable, como la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

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

En lo externo, el principal riesgo sigue siendo la situación de la Eurozona. Aunque se han registrado avances, los riesgos inherentes siguen presentes. Por un lado, por la dificultad en la concreción de los acuerdos. Por otro, el paso del tiempo ha seguido complicando la situación económica en los países más afectados y, además, se ha comenzado a observar un mayor deterioro en las economías del centro de Europa. Una desaceleración más marcada de Alemania o Francia podría ahondar más los problemas en la región y amplificar los canales de transmisión hacia otras economías. Tampoco pueden descartarse episodios de volatilidad en los mercados financieros más severos que los considerados en el escenario base. Se suma la discusión en Estados Unidos para evitar ajustes fiscales abruptos el 2013. La falta de acuerdos podría reducir su crecimiento de manera importante y además generar ruidos en los mercados.

INFLACIÓN

	2011	2012 (f) (2)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	3,3	3,0	2,3	3,1
Inflación IPC diciembre	4,4	1,6	2,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,3	2,2	1,7	2,7
Inflación IPCSAE diciembre	2,4	1,6	2,3	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1)				2,8

(f) Proyección.

(1) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2014.

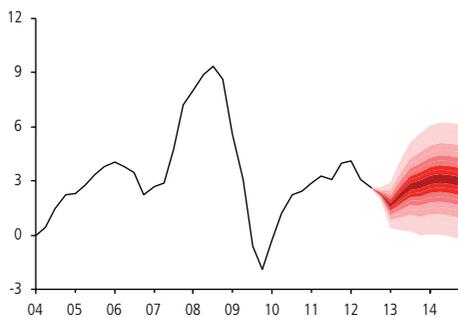
(2) Para diciembre del 2012 se considera la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE de dicho mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

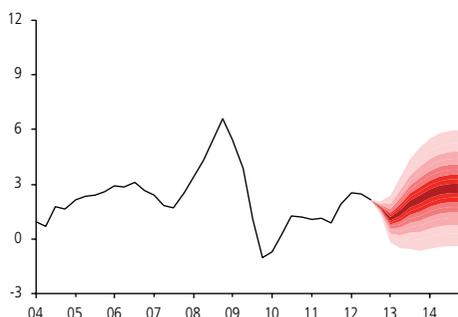


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mundo emergente, el mayor riesgo sigue siendo el ritmo que mantenga la actividad económica. Por un lado, los últimos datos indican que China habría retomado un mayor dinamismo, pero el debilitamiento de Europa y las discusiones pendientes en Estados Unidos podrían afectar a esta economía, y por su intermedio al resto del mundo emergente. Para Chile sería especialmente relevante por su incidencia en la determinación del precio del cobre. Por otro lado, la caída que se ha observado en las cifras de crecimiento del comercio mundial es una señal preocupante.

En Chile, el uso de la capacidad instalada sigue siendo intenso, y un mayor dinamismo de la demanda interna podría generar presiones inflacionarias incompatibles con la meta de inflación. Hasta ahora la mayor actividad no ha redundado en un aumento de la inflación, lo que puede explicarse por factores como el aumento de la productividad media del trabajo o una reducción de los márgenes. Sin embargo, la dificultad en determinar la permanencia o transitoriedad de estos fenómenos mantiene vigentes los riesgos de mediano plazo sobre la inflación. Se agrega la sostenida estrechez en el mercado laboral.

Un mayor dinamismo de la demanda interna podría ampliar el déficit de la cuenta corriente, aumentando la vulnerabilidad externa de la economía y enfrentándola a eventuales ajustes costosos. En el pasado, gran parte de las crisis que ha vivido el país han sido precedidas por déficits elevados y persistentes en la cuenta corriente, aumento excesivo del endeudamiento y descalces cambiarios relevantes. Sin embargo, el marco actual de política económica ha avanzado, incorporando una regla que guía la política fiscal y mitiga el impacto en el gasto público tanto de las fluctuaciones del precio del cobre respecto de su valor de largo plazo como de los efectos del ciclo económico. Además, considera una política de flotación cambiaria que hace evidente el riesgo de moneda y permite un ajuste temprano a los cambios abruptos en las condiciones externas. También contempla una adecuada regulación y supervisión financiera que cautela la incubación de riesgos excesivos. Con todo, el Consejo estima que es importante mantener un seguimiento cercano de los factores que están detrás del déficit en cuenta corriente, de modo de evitar que se incuben desequilibrios que afecten el desempeño futuro de la economía.

Como ya se ha señalado, el escenario actual plantea riesgos relevantes con respuestas de política en distinta dirección. Por un lado, aunque sus efectos para Chile han sido tenues, la situación externa es frágil y su desenlace sigue abierto. Economías relevantes presentan signos de debilidad y mantienen políticas monetarias históricamente expansivas. Chile es una economía pequeña y abierta comercial y financieramente, por lo que no será inmune a los sucesos globales. Por otro lado, la solidez de la actividad y de la demanda interna mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios de mediano plazo. La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales. 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: IPOM DE SEPTIEMBRE 2012

A septiembre, se habían profundizado las diferencias entre el desempeño de la economía global y la local. Por un lado, la situación externa seguía siendo compleja. El panorama de crecimiento era algo más débil, en lo principal por una desaceleración del mundo emergente superior a la prevista, que se observaba en Brasil, China e India. Detrás de este menor crecimiento habían 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 había llevado a una notoria reducción del crecimiento del sector manufacturero en estos países. Las economías desarrolladas continuaban mostrando un magro desempeño. En Estados Unidos, la evaluación general seguía siendo de una recuperación lenta. En la Eurozona, el PIB se había contraído en el segundo trimestre, luego de un crecimiento nulo a comienzos de año. Preocupaba la debilidad de algunos indicadores de Alemania, en particular los relativos al consumo interno, que se sumaban al débil desempeño de sus exportaciones y su sector industrial.

En los mercados financieros externos se había producido cierta calma, gracias, entre otras causas, a que los anuncios del BCE habían sido bien recibidos por los inversionistas, observándose un mejoramiento generalizado de las condiciones financieras en la Eurozona y el resto del mundo. Cabía esperar que estas medidas entregaran un respiro para avanzar en las reformas estructurales que se requerían para una mayor estabilidad fiscal y financiera de la Eurozona. Sin dejar de reconocer el avance, su materialización presentaba grandes dificultades políticas, por lo que los riesgos de la Eurozona seguían vigentes y no se podía descartar que las tensiones financieras volvieran a recrudecer. Se agregaba la decisión de la Reserva Federal de ampliar su programa de compra de activos y extender el período en que mantendría su tasa de interés en niveles mínimos.

El impulso externo para la economía chilena sería algo menor que el proyectado. Ello, por las revisiones a la baja del crecimiento de los socios comerciales. Por otro lado, los términos de intercambio serían menos favorables que lo previsto. El precio del petróleo y de sus derivados sería superior al considerado en junio, por los problemas de oferta y los crecientes riesgos geopolíticos en el Medio Oriente. Se agregaba, 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, en tanto, no tenía cambios respecto de junio.

En Chile, 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 habían sido tenues. Con ello, se había seguido intensificando el uso de la capacidad instalada. A pesar de lo anterior, la inflación total había sido menor que la esperada y se ubicaba en la parte baja del rango de tolerancia, lo mismo que las medidas subyacentes. Dentro de la inflación subyacente destacaba, sin embargo, la diferencia entre el comportamiento de la inflación de bienes y la de servicios. Esta última se había mantenido en torno a 5% anual, dando cuenta de la vigencia de los riesgos de mediano plazo para la inflación. Pese a que el crecimiento anual del empleo y de los salarios nominales había descendido, el mercado laboral continuaba estrecho. La paridad peso/dólar se había apreciado 5,3% en comparación con junio. Se estimaba que el tipo de cambio real (TCR) estaba en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

El balance de riesgos, tanto para la actividad y como para la inflación estaba equilibrado. La situación de la Eurozona era compleja. La concreción de los anuncios no era fácil y el paso del tiempo conllevaba mayores problemas para las economías de la periferia, por lo que no se podía descartar una agudización severa de la crisis financiera en la Eurozona. Se sumaba la discusión en Estados Unidos para evitar que se desencadenaran ajustes fiscales el 2013. En el mundo emergente, el mayor riesgo era la profundización de las señales de desaceleración económica. Especial preocupación concitaba el desempeño de China, ya que de entrar en una desaceleración mayor, afectaría con mayor intensidad a economías exportadoras de materias primas.

Los riesgos inflacionarios de mediano plazo seguían vigentes. El alza de los precios externos de los combustibles y de algunos alimentos podía traspasarse rápidamente a la inflación, sobre todo con lo ajustado que estaban las holguras de capacidad y del mercado laboral. Además, si se mantenía o aumentaba el dinamismo de la actividad y la demanda interna, podía seguir intensificándose el uso de la capacidad y provocar presiones inflacionarias incompatibles con la meta. Al mismo tiempo, podía aumentar el déficit en cuenta corriente, el cual generaría factores de vulnerabilidad para la economía en un escenario global complejo.

REUNIONES DE SEPTIEMBRE, OCTUBRE Y NOVIEMBRE

Para la reunión de septiembre, los antecedentes recopilados llevaban a la Gerencia de División Estudios proponer como opción relevante mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%. La alternativa de aumentarla se descartaba tomando en cuenta la evolución esperada del escenario externo y su eventual impacto



sobre la economía chilena y la inflación. La alternativa de reducir la TPM se desechaba, considerando que la situación de brechas de capacidad y del mercado laboral era estrecha, 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 su efecto hasta el momento había sido tenue. Con respecto a la opción de mantener la tasa, se justificaba en que en ese momento la TPM estaba dentro de un rango de valores neutrales, lo que daba tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa y su impacto en la economía chilena. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5% anual.

En octubre, las noticias del ámbito externo e interno no configuraban un cambio relevante del escenario respecto de lo revisado en la última RPM y las proyecciones del IPoM de septiembre. En el ámbito externo, sin dejar de reconocer los avances en la Eurozona, los arreglos políticos e institucionales para lograr una solución sostenible de los problemas de deuda soberana aún requerían un largo proceso de negociación e implementación. En Estados Unidos, se observaba cierta mejora en las cifras económicas, pero seguía latente el riesgo de un ajuste fiscal severo a comienzos del 2013. La desaceleración del crecimiento de la economía china mostraba señales de atenuación en el margen y sus efectos sobre los mercados de materias primas habían sido acotados.

En Chile, las perspectivas seguían contemplando una desaceleración de la actividad y la demanda interna, por los efectos rezagados de la mayor incertidumbre externa y el menor crecimiento de los socios comerciales. No obstante, algunos antecedentes sugerían que la demanda final podría ser algo más dinámica, por el empuje tanto de las compras de bienes durables como de la inversión en maquinaria y equipos. Este patrón tendría como consecuencia una ampliación del déficit en cuenta corriente. Por otra parte, se esperaba que la inflación se ubicara en la parte baja del rango de tolerancia debido a los ajustes de algunos precios puntuales, al impacto de la apreciación cambiaria y a una menor incidencia de los combustibles.

Lo anterior llevó nuevamente a la Gerencia de División de Estudios a presentar como opción relevante mantener la TPM en 5,0%. La opción de aumentarla se descartaba porque los antecedentes sugerían que se había producido cierta desaceleración de la actividad, tanto por la débil demanda externa como por una acumulación de inventarios más atenuada, y que su crecimiento, así como el del empleo, se habían alineado con tasas de tendencia. Asimismo, los indicadores de inflación y sus expectativas privadas se mantenían en valores coherentes con el cumplimiento de la meta. La opción de recortar la TPM se descartaba, pues la probabilidad de materializarse algunos de los escenarios de riesgo externo contemplados en el IPoM de septiembre no había aumentado. Además, los antecedentes mostraban que la demanda interna e indicadores relacionados se mantenían dinámicos, mientras las condiciones financieras locales continuaban benignas. Mantener la TPM

en su nivel actual era plenamente coherente con el estímulo monetario necesario para lograr una evolución de la actividad alineada con su potencial, tal como se señaló en el último IPoM. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5% anual.

En noviembre, las noticias del último mes no modificaban en forma importante el escenario externo delineado en el IPoM de septiembre. Las perspectivas para el crecimiento mundial eran similares, aunque las diferencias de desempeño entre la Eurozona y el resto de las regiones se habían exacerbado. La situación de la Eurozona se mantenía frágil, persistía el riesgo de un ajuste fiscal severo en EE.UU. y solo en el caso de China se observaban algunas señales más positivas, no obstante que esto contrastaba con la disminución de los precios de las materias primas en las últimas semanas.

En el plano local, los antecedentes mostraban una aceleración del dinamismo de la demanda interna, por un mayor empuje del consumo privado y también de la inversión en maquinaria y equipos. Esto también se había expresado en un mayor crecimiento de la actividad, aunque a ello igualmente habían contribuido los sectores vinculados a recursos naturales. Este patrón de crecimiento implicaría una ampliación del déficit de cuenta corriente. Sin embargo, llamaba la atención el menor crecimiento de las colocaciones bancarias durante los últimos dos meses.

Las sorpresas en la inflación total de los últimos dos meses reflejaban una mayor contribución de alimentos, pero principalmente perecibles. De hecho, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, se ubicaba en 1,9% anual a octubre. Estas sorpresas al alza de precios específicos no habían afectado las expectativas inflacionarias de mediano plazo.

Lo anterior llevó a la Gerencia de División de Estudios a presentar nuevamente como opción relevante mantener la TPM en 5,0%. La opción de aumentarla se descartaba porque los antecedentes sugerían que la aceleración del crecimiento de la actividad, en aquellos sectores más ligados a la dinámica de precios había sido algo más moderada, en contraste con el gasto interno. Además, los indicadores de inflación y sus expectativas se mantenían en valores coherentes con la meta. La opción de recortar la TPM se podría justificar como una medida preventiva ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento económico y la inflación. Este podría haber sido en caso de materializarse los escenarios de riesgo externo contemplados en el último IPoM. Sin embargo, las probabilidades de estos escenarios no habían aumentado e incluso podría argumentarse que los riesgos referentes a una desaceleración brusca de la economía china se habían atenuado. Asimismo, los antecedentes mostraban que la demanda interna e indicadores relacionados se mantenían dinámicos, y que las condiciones financieras locales continuaban siendo favorables, todo lo cual tampoco anticipaba una desaceleración inminente de la demanda interna en lo venidero. La opción de mantener la TPM en su nivel actual, dentro de valores neutrales, permitía esperar y acumular mayor información sobre la evolución 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

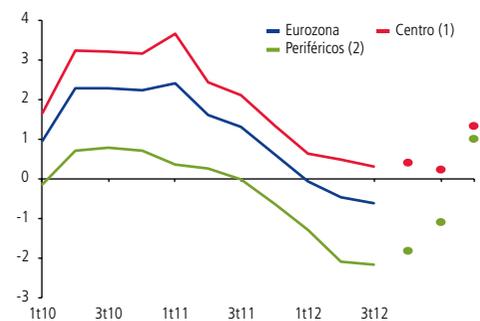
En los últimos meses las noticias en materia de crecimiento mundial han sido dispares. En las emergentes, las señales de desaceleración observadas en algunas de las economías grandes, como China, se han ido diluyendo. Por otro lado, las noticias desde el mundo desarrollado son menos favorables y se prevé que el crecimiento en estas economías seguirá débil por un tiempo más prolongado que lo estimado con anterioridad.

En Estados Unidos las cifras de actividad dan cuenta de que la recuperación prosigue, pero con un ritmo lento. La tasa de desempleo ha seguido reduciéndose, pero aún no se recuperan todos los empleos perdidos después de la crisis del 2008, lo que limita el crecimiento del consumo privado. En todo caso, la confianza de consumidores ha continuado mejorando. Las encuestas de los sectores manufacturero y de servicios son coherentes con la continuación de su expansión y las cifras más recientes para el mercado inmobiliario dan cuenta de ventas crecientes y una recuperación de los precios, lo que se condice también con las elevadas tasas de variación de la inversión residencial en el tercer trimestre. De todas formas, las perspectivas para esta economía estarán sujetas al acuerdo que finalmente se logre en materia fiscal.

En la Eurozona la contracción del PIB en el tercer trimestre, de 0,2% trimestral anualizado (-0,6% anual), consolidó el escenario de recesión previsto en la región. A la ya sabida caída de la actividad en las economías periféricas se suma un debilitamiento superior al anticipado en las más fuertes como Alemania y Francia. En las periféricas, las condiciones económicas siguen deteriorándose con tasas de desempleo superiores a 20% en algunos casos y contracciones de la actividad por varios trimestres. En las economías del centro de la Eurozona, preocupa la evolución de algunos indicadores más recientes como los de expectativas, exportaciones y de producción industrial. Hacia adelante, el escenario base de este IPoM prevé que la región seguirá afectada por los acontecimientos fiscales y financieros y demorará aún más tiempo en recuperarse. Ello, pues las tensiones en los mercados no ayudan al desenvolvimiento del crédito, ni tampoco la dificultad de fondeo que tienen los bancos. Se suma que el necesario ajuste fiscal profundiza la debilidad de la actividad y deteriora los activos de la banca. Finalmente, la complejidad del panorama mantiene frenadas las decisiones de inversión y contratación (gráfico I.1).

GRÁFICO I.1

Crecimiento del PIB en la Eurozona (3)
(variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde a Alemania, Austria, Finlandia, Francia, Holanda y Luxemburgo.

(2) Corresponde a Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Malta y Portugal.

(3) Los puntos corresponden a la proyección para el 2012, 2013 y 2014.

Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO I.2

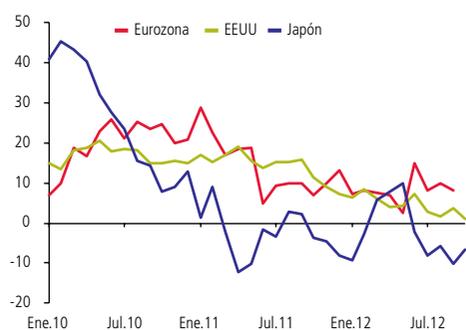
China: Indicadores de actividad
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.3****Exportaciones**

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

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	3,1	4,2	3,8	3,0	3,3	3,8
Mundial a TC de mercado	2,7	3,2	2,8	2,4	2,6	3,2
Socios comerciales	3,1	3,6	4,2	3,3	3,5	4,0
Estados Unidos	3,2	2,6	1,8	2,3	1,9	2,3
Eurozona	1,6	2,2	1,4	-0,5	-0,3	1,2
Japón	1,5	1,7	-0,6	1,9	0,5	0,9
China	10,0	10,5	9,3	7,7	8,0	8,2
India	5,6	7,1	6,5	5,6	6,6	6,4
Resto de Asia	5,6	5,1	4,2	3,5	4,3	4,7
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	4,4	2,8	3,3	3,7
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	2,3	2,5	2,3	2,7

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

GRÁFICO I.4**Indicadores bursátiles**

(índice 02/01/2011=100)



Fuente: Bloomberg.

El escenario base de este IPoM ajusta las proyecciones de crecimiento de Japón a la baja de manera importante. Ello da cuenta de la contracción de 3,5% trimestral anualizado de la economía en el tercer trimestre y además de la corrección a las cifras históricas de PIB que hizo este país. Las perspectivas para la economía nipona también son débiles, toda vez que a la baja en los envíos de exportación al mercado europeo —algo más de 10% del destino de sus exportaciones— se suman menos exportaciones a China —cerca de 20% del total de exportaciones— ante los conflictos territoriales que enfrentan ambos países. De ello da cuenta el deterioro de la actividad y las perspectivas para su sector manufacturero. Hacia adelante se agrega el efecto sobre crecimiento que podrían tener las medidas fiscales previstas.

Las economías emergentes han tenido una evolución dispar. Varias de ellas siguen con un proceso de desaceleración de la actividad, pero la debilidad que estaban mostrando algunas de las grandes economías emergentes hace unos meses ha dado señales de reversión. En China, el PIB del tercer trimestre del año redujo su tasa de crecimiento anual a 7,4%, desde 7,6 y 8,1% los trimestres inmediatamente anteriores y 9,3% el 2011. Sin embargo, los indicadores coyunturales más recientes apuntan a que las medidas de estímulo adoptadas por las autoridades han surtido efecto y han llevado a mejores cifras de producción industrial y ventas minoristas (gráfico I.2). En Corea, si bien la actividad manufacturera ha repuntado en lo más reciente, la apreciación cambiaria ha disminuido las expectativas empresariales y el sector externo ha dado muestras de debilidad. En Brasil, el PIB del tercer trimestre sorprendió con un magro 0,9% anual (2,4% trimestral anualizado), donde resaltó la contracción de la formación bruta de capital fijo, que contrasta con la mantención de un consumo privado dinámico. Hacia adelante se anticipa una recuperación lenta. En Colombia, los indicadores coyunturales de actividad señalan una desaceleración en lo más reciente. En Perú, el crecimiento del tercer trimestre alcanzó 6,5% anual, aunque destaca la debilidad del sector externo. Argentina también ha visto una importante desaceleración de su actividad, además su moneda se ha depreciado cerca de 13% en lo que va del año.

En los últimos trimestres, el crecimiento mundial ha sido sostenido por un mayor dinamismo de las economías emergentes. Sin embargo, este escenario tiene grados importantes de riesgo, toda vez que a la profundización del débil desempeño económico en el mundo desarrollado se han ido sumando cifras de comercio mundial cuya tasa de expansión va en descenso (gráfico I.3). Ello pone una nota de cautela sobre la sostenibilidad del crecimiento de las economías emergentes. Con todo, el escenario base considera que en el horizonte de proyección los socios comerciales de Chile crecerán algo por debajo de lo previsto en el IPoM pasado (tabla I.1).

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

El IPoM de septiembre advertía la existencia de una serie de eventos que, de tomar una dirección distinta de lo deseado por los agentes económicos, podían originar nuevos episodios de tensión importantes. Varios de estos eventos tuvieron una evolución positiva, a lo que se sumó el anuncio por parte del Banco Central Europeo (BCE) de iniciar un programa de compra de bonos soberanos,

conocido como OMT, y el acuerdo para un supervisor bancario único en la región. No obstante, la situación de la Eurozona sigue muy compleja y su solución requerirá continuar con negociaciones políticas e institucionales difíciles, con conflictos y fricciones, más aún considerando las crecientes tensiones sociales que provoca el debilitado panorama de crecimiento y empleo. Además, varias economías de la periferia mantienen exigentes calendarios de vencimiento, lo que deja abierta la puerta a que soliciten ayuda a la comunidad financiera internacional. Así, no puede descartarse la ocurrencia de nuevos episodios de tensión. Con todo, el anuncio del BCE, el avance en la supervisión bancaria y el acuerdo para liberar recursos a Grecia es una señal de que existe voluntad de las autoridades para buscar soluciones.

Por otro lado, la discusión fiscal que está siguiendo Estados Unidos también mantiene abierto un posible foco de tensión en los mercados. Si no se logra un acuerdo en la materia, el término abrupto de subsidios y rebajas tributarias en esta economía a principios del 2013 podría tener efectos muy significativos sobre el crecimiento de este país. Al cierre de este informe, la discusión seguía abierta. De hecho, en lo más reciente los mercados han ido reaccionando a las noticias sobre qué tan cerca o lejos se está de lograr un acuerdo. Adicionalmente, sus autoridades deben discutir el límite de la deuda que volverá a alcanzarse también a principios del próximo año.

Así, los indicadores financieros han seguido dando cuenta de lo complejo de la situación y, aunque con algunos vaivenes, las bolsas de las economías desarrolladas, la volatilidad de los mercados y las primas por riesgo se encuentran en niveles similares a los del cierre del IPOM de septiembre (gráficos I.4 y I.5). En tanto, el dólar estadounidense se ha depreciado levemente respecto de las principales monedas.

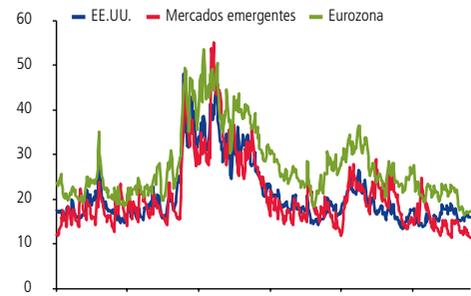
Concordante con el debilitado panorama de crecimiento de las economías desarrolladas, las tasas de interés de sus bonos de gobierno permanecen en niveles muy cercanos a sus mínimos históricos, algo que se prevé no tendrá grandes modificaciones en el mediano plazo (gráfico I.6). Este contexto fomenta la entrada de capitales a las economías emergentes —con mejores perspectivas de crecimiento económico y tasas de interés más elevadas que el mundo desarrollado—, algo que se ha estado observando en los últimos meses. Las entradas de capitales se han dirigido tanto a la inversión en acciones como en bonos y mayoritariamente direccionado a Asia emergente (gráfico I.7). Este fenómeno vuelve a levantar las dificultades para acomodar tales flujos en estas economías.

MATERIAS PRIMAS

En los últimos meses, las materias primas han tenido comportamientos dispares. Algunos precios han bajado respondiendo, en parte, a la solución de problemas de oferta que los habían afectado con anterioridad. En otros casos, la percepción de menor demanda de las economías desarrolladas ha estado tras las reducciones de precios (gráfico I.8).

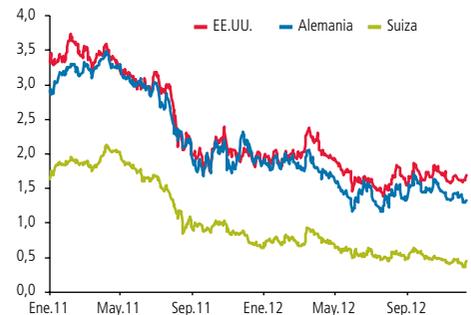
El precio del cobre tuvo importantes vaivenes desde el cierre del IPOM pasado. Luego de haberse mantenido relativamente estable en torno a US\$3,4 la libra

GRÁFICO I.5
Volatilidad de mercados bursátiles (*)
(porcentaje)



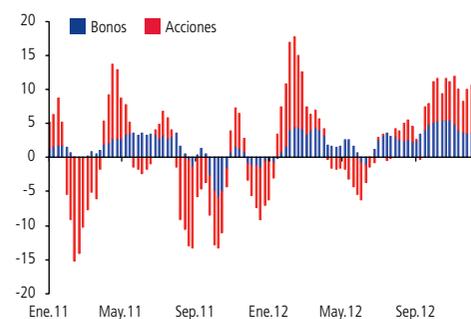
(*) Para EE.UU., corresponde al VIX. Para la Eurozona al Vstox. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares. Para su definición ver Glosario.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6
Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años
plazo
(porcentaje)

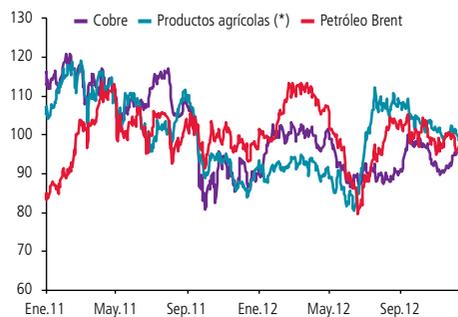


Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7
Flujos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)

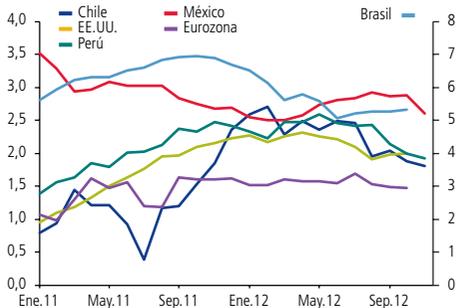


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO 1.8**Precios de materias primas**
(índice, promedio del período=100)

(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 1.9**Inflación subyacente**
(variación anual, porcentaje)

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

por varios meses, a mediados de septiembre se elevó hasta valores cercanos a US\$3,8, para posteriormente retroceder a los niveles previos y retomar una trayectoria alcista hacia el cierre de este IPoM. Con todo, hacia adelante se prevé que se reducirá la estrechez del mercado ante la entrada en producción de nuevos yacimientos y la ampliación de otros. Así, el precio promedio proyectado para el 2013 no cambia respecto de septiembre y es menor al promedio del 2012.

Los combustibles han registrado bajas en comparación con los precios vigentes al cierre del IPoM pasado. Estos movimientos responden en gran medida a la solución de problemas de oferta en algunas refinerías. Así, desde septiembre, el precio del petróleo WTI bajó cerca de 10%, mientras la gasolina lo hizo más de 20%. En el petróleo Brent, la reducción del precio es menos marcada (5%) para el mismo período, lo que se relaciona con las recientes tensiones en el Medio Oriente. Pese a la baja del precio en los últimos meses, los contratos futuros de los últimos diez días hábiles al cierre de este IPoM, apuntan a una trayectoria para el precio del petróleo que no es muy distinta de lo proyectado en septiembre.

Hacia el cierre del último IPoM, el foco en los precios de los alimentos estaba en la fuerte alza que habían tenido, en particular, algunos granos. Sin embargo, desde entonces han registrado bajas, considerando que las expectativas para las cosechas que vienen son más auspiciosas. De todas formas, las reducciones recientes no alcanzan aún a compensar las subidas previas: el precio del trigo se elevó más de 40% entre el cierre del IPoM de junio y el de septiembre de este año, mientras que desde septiembre el precio ha retrocedido cerca de 10%.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

En materia de inflación, las cifras efectivas han mostrado alguna tendencia al alza en varias economías. Sin embargo, ello responde a algún traspaso de los incrementos de los precios de los alimentos en los meses previos en las economías emergentes. En las economías desarrolladas han incidido los precios de la energía. De este modo, los registros subyacentes no presentan mayores cambios (gráfico 1.9). En línea con este panorama, para este año y el próximo, las proyecciones de inflación del consenso del mercado no registran modificaciones significativas en comparación con lo previsto hace unos meses.

Los bancos centrales de las economías emergentes y algunas desarrolladas han continuado gradualmente con procesos de reducciones de sus tasas de política monetaria. En cambio, en las economías desarrolladas más grandes se ha intensificado el uso de medidas de política monetaria no convencionales para impulsar el crecimiento. En Estados Unidos, la Reserva Federal anunció la compra de bonos del Tesoro de largo plazo y su intención de mantener la tasa de interés en su nivel actual mientras la tasa de desempleo supere 6,5% y se cumplan algunas condiciones para la inflación esperada. En Japón la autoridad monetaria incrementó la compra de activos y el Banco Central Europeo anunció la implementación de un programa de compra de bonos soberanos.

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

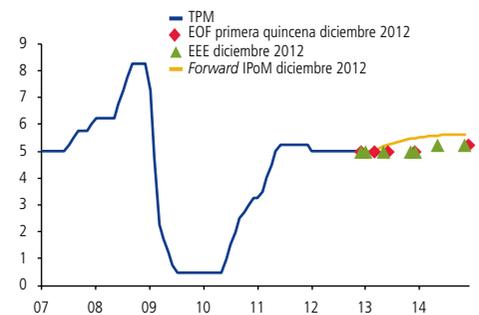
POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses, el escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena no ha mostrado cambios relevantes. La situación externa sigue siendo compleja. Las economías desarrolladas continúan mostrando un crecimiento débil. El panorama de crecimiento del mundo emergente, si bien muestra signos de recuperación, aún sigue con incertidumbre. Los riesgos de la Eurozona están vigentes y no se puede descartar que las tensiones financieras vuelvan a recrudecer en los próximos meses. El escenario local ha mostrado un mayor crecimiento de la actividad y de la demanda interna. La inflación, total y subyacente, continúa contenida. El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5% desde la Reunión de Política Monetaria (RPM) de enero, señalando que cambios futuros dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Al cierre estadístico de este IPoM, las distintas encuestas de mercado respecto de la evolución de la TPM apuntan a que esta se mantendrá por un tiempo prolongado. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre al igual que la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena del mismo mes, anticipan que la TPM será 25 puntos base (pb) más alta en un plazo de dos años, luego de mantenerse en su nivel actual hasta diciembre del 2013. Por su lado, las expectativas que se derivan de los precios financieros sugieren un aumento algo mayor de la TPM, que se daría en un plazo más corto (gráfico II.1). Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 5,0 y 5,5% (4,7 y 5,2% en el IPoM de septiembre) y a dos años plazo en 5,3 y 5,6% (5,0 y 5,4% en el IPoM de septiembre) (tabla II.1). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la la TPM tendrá una trayectoria estable, como la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

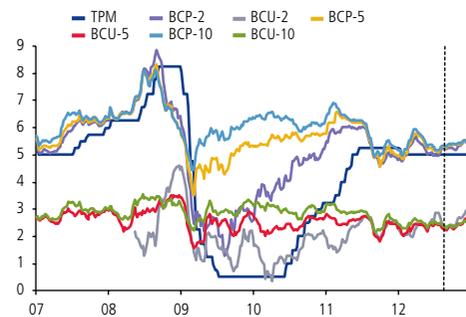
Las tasas de los documentos del Banco Central y la Tesorería se ubican en niveles superiores a los del IPoM anterior, lo que ha coincidido con las mayores cifras de actividad conocidas en el último tiempo. El aumento ha sido algo más pronunciado en las tasas reajustables que en las nominales, dada la menor inflación. Al cierre

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)



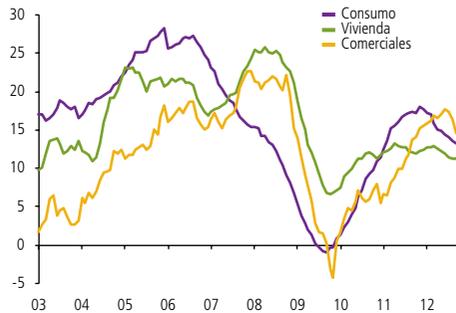
(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.3

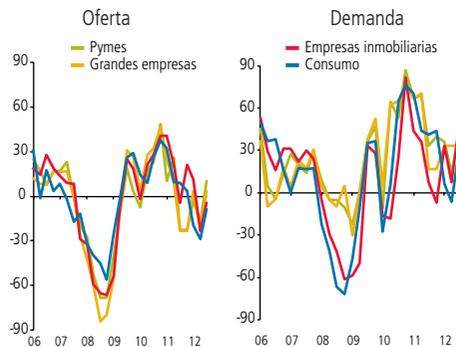
Colocaciones nominales por tipo de crédito (variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO II.4

Encuesta de crédito bancario (*) (balance de respuestas, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5

Deuda externa bruta sociedades no financieras (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

estadístico de este IPoM, estas últimas se ubican en cifras en torno a 5,5% para los plazos entre dos y diez años. Por su lado, las tasas de los BCU se sitúan en valores entre 2,6 y 2,9% a dos, cinco y diez años plazo (gráfico II.2).

TABLA II.1

Expectativas para la TPM (porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre
EEE (1)	5,00	5,00	5,00	5,25
EOF (2)	5,00	5,00	5,00	5,25
Curva forward (3)	5,18	5,50	5,42	5,64
Contratos swaps (4)	4,73	5,12	5,01	5,26

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

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de agosto y primera quincena de diciembre 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 dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones crediticias de la banca local han tenido algunos cambios respecto de la primera parte del año. El crecimiento anual de las colocaciones mantuvo su descenso en los últimos meses (gráfico II.3). Por el lado del crédito a personas, a noviembre, este se redujo a 12,2% (13,7% en agosto). Las tasas de interés de estas colocaciones, en sus tramos más relevantes —entre 181 días y un año y a más de tres años— disminuyeron entre 120 y 230pb desde agosto. 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. De acuerdo con la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre del 2012, los bancos percibieron un fortalecimiento de la demanda por créditos tanto de consumo como de vivienda. Sin embargo, del lado de la oferta se reportó una mayor restricción en las condiciones de acceso al crédito de consumo.

Respecto del crédito a empresas, el crecimiento anual de las colocaciones comerciales mostró una disminución importante, pasando de 16,4% en agosto a 13,9% en noviembre. Su velocidad de expansión mes a mes también ha descendido. Las tasas de interés de estos créditos, en sus plazos más significativos, también retrocedieron: entre 60 y 70pb entre agosto y noviembre.

Junto con el menor crecimiento de las colocaciones comerciales, la ECB del tercer trimestre de este año mostró condiciones más restrictivas en la aprobación de créditos para algunos sectores, en particular constructoras e inmobiliarias, debido a la mayor percepción del riesgo de crédito de clientes inmobiliarios (gráfico II.4). Como se menciona en el último IEF ^{1/}, los riesgos en este sector se vinculan a los rezagos que median entre el inicio de la construcción y su venta final lo cual, frente a un shock de demanda, podría conducir a desbalances

^{1/} Informe de Estabilidad Financiera, segundo semestre del 2012.

entre oferta y demanda. Además, información de contactos de negocios indica que las empresas perciben que las condiciones de acceso al crédito han sido algo más restrictivas en el curso del tercer trimestre y lo que va del cuarto. Ello, debido a que la revisión de antecedentes para el otorgamiento de crédito por la banca se ha hecho más rigurosa en algunas regiones e instituciones. Por otro lado, la demanda se fortaleció para todo tipo de créditos.

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 de reestructuración de pasivos. Por otro lado, la deuda externa bruta de sociedades no financieras da cuenta de un mayor financiamiento a largo plazo (gráfico II.5). El financiamiento a través de *leasing* aumentó 11% anual a septiembre de este año. En cuanto al financiamiento externo, la deuda creció vía bonos. Su crecimiento anual mostró una acentuación importante, pasando de 19,0% el segundo trimestre a 24,2% el tercer cuarto de este año.

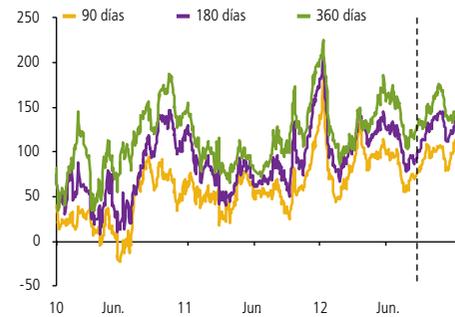
En relación con los indicadores de no pago de deuda, tal como se menciona en el IEF, el índice de cartera vencida (ICV) se mantiene en niveles estables y coherentes con el aumento del ingreso de los hogares, mientras que el ICV de vivienda muestra una reducción durante los últimos meses, sosteniéndose en niveles inferiores a su promedio histórico. Los indicadores de no pago de la deuda de consumo bancaria y los vinculados a otros oferentes de crédito de consumo (casas comerciales y cooperativas) han permanecido estables durante los últimos meses; no obstante, estos últimos están en niveles deteriorados.

En cuanto a las tasas en el mercado monetario en pesos, desde el cierre del IPoM anterior, los *spreads prime swap* a diversos plazos han mostrado fluctuaciones, destacando un aumento entre septiembre y octubre. El Consejo anunció el 8 de noviembre de este año un programa transitorio destinado a facilitar la gestión de liquidez en pesos del sistema financiero, con el propósito de mitigar eventuales tensiones que puedan producirse hacia fin de año. En este programa, el BCCCh ofreció un *repo* a tasa flotante —TPM más 25pb— a 60 y 90 días plazo. Estas operaciones fueron ofrecidas hasta el 18 de diciembre del presente año. Tras el anuncio del citado programa de inyección de liquidez, los *spread prime-swap* disminuyeron. Luego, la reducción de las tasas de interés se revirtió ubicándose al cierre estadístico de este IPoM en niveles entre 18 y 35pb superiores a la del cierre del IPoM previo (gráfico II.6). Las tasas de interés de los depósitos en pesos y transados en bolsa y las de las colocaciones en dólares a 90 y 180 días, aunque con vaivenes, se encuentran en niveles algo superiores que en el IPoM de septiembre.

Más allá de la volatilidad diaria habitual, las plazas bursátiles mundiales han aumentado desde septiembre (gráfico II.7). Las bolsas de las economías desarrolladas lo hicieron levemente y, medidas por los índices MSCI, aumentaron 2,2% en moneda local (2,8% en dólares) considerando los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior. El mercado accionario local, afectado por factores idiosincráticos, ha presentado un desempeño menos favorable: -0,8% medido en pesos (0,1% en dólares). En lo que va del año, este indicador ha aumentado 11,3% en dólares (1,8% en moneda local). Comparadas con el cierre del IPoM anterior,

GRÁFICO II.6

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



- (1) Medidas por el *spread prime-swap* promedio cámara. Para su definición, ver glosario.
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

Mercados bursátiles (1)
(índice 01/01/2011-13/12/2012=100)

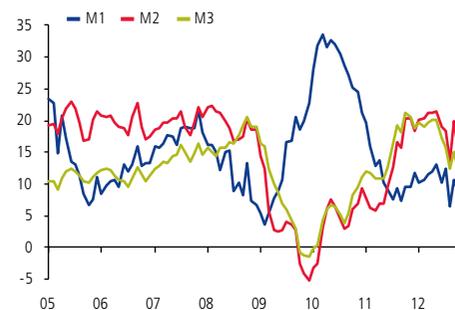


- (1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2012.
(2) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.8

Agregados monetarios
(variación anual, porcentaje)

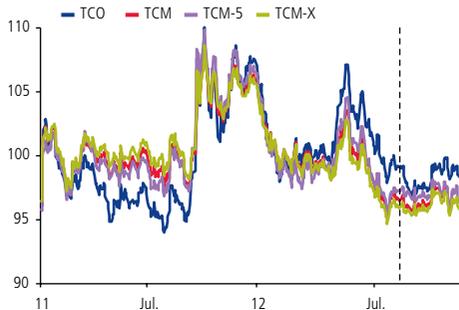


Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.9

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 03/01/2011-13/12/2012=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2012.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10

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



(*) Cifra de diciembre incluye información hasta el 13 de diciembre de 2012.
Fuente: Banco Central de Chile.

medidas en su respectiva moneda local, las bolsas de América Latina crecieron 2,2% en promedio (1,1% en dólares). Las plazas bursátiles de Asia emergente aumentaron 6,4% en moneda local (8,8% en dólares).

La tasa de crecimiento anual de los agregados monetarios nominales disminuyó en los últimos meses (gráfico II.8). Según información disponible a noviembre, el M1 aumentó 9,0% anual (12,5% en julio); el M2 y el M3, 13,8 y 11,0%, respectivamente (22,5 y 19,3% en julio).

TIPO DE CAMBIO

En los últimos meses, el dólar estadounidense se depreció levemente a nivel global. Comparando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, en términos multilaterales, el dólar aumentó 2%. El peso mostró vaivenes, aunque considerando el cierre de este IPoM y el del anterior, la paridad peso/dólar está en niveles algo menores a los del cierre del IPoM anterior. En ese lapso, el peso se apreció 0,8% respecto del dólar y 0,2% respecto de una canasta de monedas (TCM). Al cierre estadístico de este IPoM, la moneda se cotizaba en torno a \$475 por dólar. El comportamiento del peso ha sido similar a lo observado en otras economías exportadoras de productos básicos y de América Latina (gráfico II.9).

El tipo de cambio real (TCR) no ha mostrado mayor variación en los últimos meses. A noviembre, su valor fue de 88,5 (88,4 en agosto). Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubica en torno a 88 (gráfico II.10). Esta cifra está en la parte baja del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes.

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.

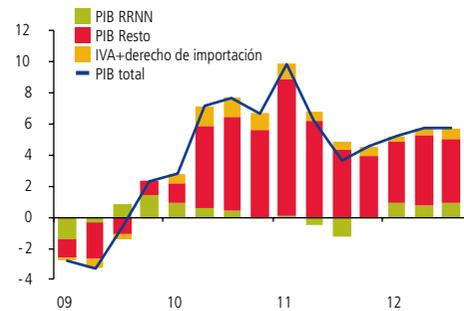
ACTIVIDAD SECTORIAL

En el tercer trimestre del 2012, la actividad creció 5,7% anual, tasa igual a la del cuarto previo, pero por sobre las expectativas. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto —disponible al cierre del IPoM anterior— anticipaba una expansión de 4,6% anual para dicho trimestre. El mayor crecimiento se debió a un mejor desempeño general. Medido a costos de factores, el crecimiento anual de la actividad fue menor que el del cuarto previo: 5,5% (5,8% en el segundo). Respecto del trimestre anterior, la actividad creció 5,7% anualizado (8,3% en el segundo), tasa similar a la del primer cuarto del 2012 (gráfico III.1).

Por sectores, los recursos naturales tuvieron un crecimiento anual superior al del trimestre precedente. El mayor desempeño estuvo estrechamente ligado a la minería: 5,7% anual (2,7% en el segundo). En parte, esto se debió a la baja base de comparación con igual período del 2011, pero también fue resultado de la mayor producción de cobre durante los últimos meses, ante el acceso a vetas de mineral de mayor ley, el mejoramiento de las condiciones de explotación y la entrada en operación de nuevas instalaciones productivas. El volumen de las exportaciones mineras, a diferencia del segundo trimestre, tuvo una caída en términos anuales: -2,4% (+0,1% en el cuarto anterior). Esta diferencia entre producción y exportación redundó en un aumento de los inventarios que afectó la demanda interna, lo que se ha ido revirtiendo con la recuperación de los envíos de cobre en los meses posteriores. El sector de Electricidad, gas y agua (EGA) continuó reduciendo su tasa de expansión: 6,4% anual (13,1% en el segundo). Ello obedeció principalmente al menor valor agregado en la generación eléctrica, por la sustitución de recursos hídricos por carbón y gas. La pesca volvió a registrar una tasa de variación anual negativa, principalmente por la menor producción de cultivos del salmón respecto del año anterior (tabla III.1).

En el tercer trimestre, el agregado del resto de los sectores disminuyó su tasa de expansión anual respecto del segundo. Con todo, el crecimiento de este grupo siguió mayormente determinado por el desempeño de las ramas ligadas a la demanda interna y, en menor medida, del sector externo. Los servicios financieros, la construcción y el comercio continuaron liderando la expansión,

GRÁFICO III.1
Contribución al crecimiento anual del PIB (*)
(variación real anual, puntos porcentuales)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

	Pond. 2011	2010	2011	2012		
				I	II	III
Agropecuario-Silvícola	2,8	2,3	11,2	-6,5	3,9	6,9
Pesca	0,4	2,2	17,1	-12,1	-2,1	-5,8
Minería	15,2	1,1	-4,8	3,0	2,7	5,7
Industria	10,9	3,4	6,6	3,6	3,5	-0,3
EGA	2,4	10,7	12,5	24,1	13,1	6,4
Construcción	7,4	1,7	11,1	9,2	8,2	7,9
Comercio	7,9	17,5	12,1	7,0	7,2	8,6
Restaurantes y hoteles	1,6	8,9	9,7	4,1	4,4	2,2
Transportes	4,1	8,5	8,4	5,9	7,7	6,0
Comunicaciones	1,9	9,2	6,9	6,9	6,5	5,7
Servicios Financieros	4,2	6,1	9,3	8,0	9,1	9,5
Servicios Empresariales	13,0	7,4	8,2	8,2	6,8	5,5
Servicios Personales (2)	10,6	5,3	7,0	6,3	6,9	6,7
PIB Total	100,0	6,1	6,0	5,2	5,7	5,7
PIB a costos de factores (3)	91,7	5,5	5,8	5,3	5,8	5,5
PIB Resto	73,8	6,0	7,9	5,3	6,2	5,6
PIB RRNN	17,9	2,9	-2,3	5,4	4,0	5,5

(1) Cifras preliminares.

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

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2
Demanda interna (*)

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

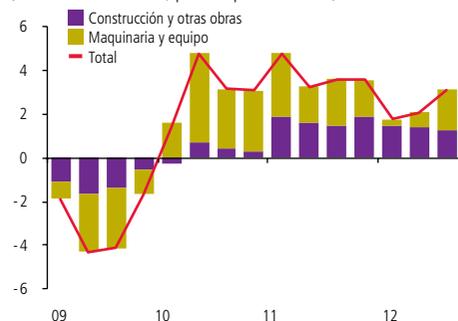
	Pond. 2011	2010		2011			2012		
		I	II	III	I	II	III		
Demanda Interna	96,7	14,8	9,4	4,6	6,8	8,0			
Demanda interna (s/var.existencias)	95,2	10,3	10,2	5,2	6,1	7,6			
Formación Bruta Capital Fijo	23,2	14,3	17,6	8,0	9,0	13,3			
Construcción y otras obras	13,9	1,9	12,7	10,9	10,0	8,8			
Maquinaria y Equipo	9,3	40,3	25,8	3,4	7,5	19,9			
Consumo Total	72,0	9,0	7,9	4,4	5,1	5,9			
Consumo Privado	60,2	10,0	8,8	4,9	5,4	6,4			
Bienes Durables	5,8	35,4	23,6	14,2	11,5	12,8			
Bienes No Durables	25,1	8,7	6,9	2,2	3,6	6,1			
Servicios	29,3	7,4	7,7	5,4	5,8	5,5			
Consumo Gobierno	11,8	3,9	3,9	1,1	3,6	2,9			
Variación de existencias (acum. anual)	1,5	2,0	1,3	1,2	1,3	1,5			
Exportación Bienes y Servicios	38,1	1,4	4,6	5,7	0,9	-3,4			
Importación Bienes y Servicios	34,7	27,4	14,4	4,1	3,2	2,5			
PIB Total	100	6,1	6,0	5,2	5,7	5,7			

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Contribución al crecimiento anual de la inversión

(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Sector inmobiliario (*)

(índice promedio 2007- 2012 = 100)



(*) Trimestre móvil. Series desestacionalizadas. Cifras a septiembre en el gráfico a la izquierda y a octubre en el gráfico a la derecha.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

mostrando estos últimos dos un dinamismo algo mayor que el trimestre previo. La construcción mantuvo su ritmo de expansión anual en torno al 8%, mientras el comercio subió a 8,6% (7,2% en el segundo). El mayor crecimiento del comercio se vio en particular en las ventas minoristas ligadas a los bienes de consumo y en las ventas mayoristas principalmente relacionados con la inversión. Otros sectores ligados a la demanda interna, como los servicios empresariales, el transporte, las comunicaciones, y restaurantes y hoteles tuvieron tasas de variación anuales menores a las del segundo trimestre. La producción industrial registró una variación anual negativa: -0,3% (+3,5% en el segundo), influida por la fuerte caída puntual que se registró en la refinación de petróleo diesel. Otras ramas ligadas a la producción industrial no mostraron un comportamiento muy distinto al del segundo cuarto. En tanto, las exportaciones industriales registraron caídas en los volúmenes en comparación con igual trimestre del 2011, principalmente las del sector forestal, la celulosa y la harina de pescado. Esto fue en parte compensado por el aumento de los envíos vitivinícolas y de salmones.

Con esto, la actividad total acumuló un crecimiento de 5,6% en los primeros tres trimestres del año. En el escenario base, el Consejo estima que la economía crecerá 5,5% en el 2012, mayor a lo previsto en septiembre. Las expectativas de mercado también dan cuenta de un crecimiento similar para el año, que también se fueron ajustando al alza en los últimos meses. En particular, la EEE pasó de 4,9% en agosto a 5,5% en diciembre. Para el 2013, el Consejo estima que el crecimiento de la actividad se ubicará en un rango entre 4,25 y 5,25%. Este rango es superior al considerado en septiembre. La EEE de diciembre anticipa un crecimiento del PIB de 4,8% (4,7% en agosto).

DEMANDA INTERNA

En el tercer trimestre, la demanda interna aceleró su ritmo de expansión con respecto al trimestre previo. En este resultado influyó, principalmente, un aumento de la inversión en maquinaria y equipos, a lo que se sumó algo más de impulso del consumo privado y una mayor acumulación de existencias mineras. Así, medida en términos anuales, la demanda interna creció 8,0% (6,8% en el segundo cuarto). Descontadas las existencias, el aumento fue de 7,6% (6,1% en el trimestre previo) (tabla III.2 y gráfico III. 2).

En la inversión, el componente de maquinaria y equipos se expandió 19,9% anual durante el tercer trimestre (7,5% en el segundo). Este mayor crecimiento se explicó en gran parte por la internación de compras de material de transporte, factor que se prolongó hacia octubre y noviembre, última información disponible de comercio exterior. El resto de las importaciones de bienes de capital no mostraron un cambio en su comportamiento. La inversión relacionada con la construcción y obras mantuvo un alto dinamismo. En términos anuales, su ritmo de expansión fue menor que el del segundo trimestre. El escenario para la inversión privada se ha mantenido sin cambios sustanciales. Las perspectivas son que esta se mantendrá con un desempeño importante durante los siguientes trimestres, en particular aquella ligada a la minería y la construcción. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de septiembre revisó al alza la inversión prevista en construcción e ingeniería para

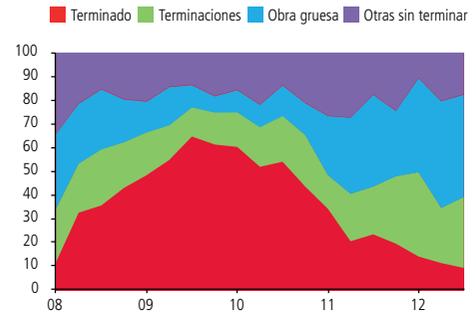
el período 2013-2015, principalmente por ajustes en los proyectos mineros e inmobiliarios. Sin embargo, este mismo catastro revisa a la baja la inversión en proyectos energéticos, lo que pone una nota de cautela, en particular sobre las implicancias que puede tener para la realización de proyectos mineros. En la construcción, los despachos de materiales han retomado fuerza en octubre, apoyados por la sólida demanda en el mercado inmobiliario: las ventas de viviendas nuevas para el Gran Santiago en el tercer trimestre, en sus distintas mediciones (Collect y Cámara Chilena de la Construcción), se han mantenido en niveles altos. Información de contactos de negocios indica un dinamismo importante en las ventas de la vivienda en etapa de construcción. Además, como da cuenta el IEF del segundo semestre del 2012, en el sector residencial, las promesas de compra de casas y departamentos han aumentado por sobre las ventas efectivas. Esto ha estado acompañado por precios de viviendas que han mantenido un sostenido crecimiento. Con todo, el costo y la disponibilidad de la mano de obra en algunas regiones del país, como se recoge de los contactos de negocios, se han vuelto un factor de preocupación y en algunos casos está afectando la realización de los proyectos. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre mostró condiciones algo más restrictivas en la aprobación de créditos, en particular a constructoras e inmobiliarias, las que se relacionan con una mayor percepción del riesgo de crédito de los clientes. Sin embargo, no se observan cambios mayores en las tasas de interés asociadas. Con todo, la ECB también da cuenta de un fortalecimiento de la demanda por crédito hipotecario, al igual que para el resto de los sectores (gráfico III.3) (gráfico III.4).

El consumo privado mostró un desempeño algo mayor al del trimestre previo. Con todo, su comportamiento ha sido coherente con la evolución de sus determinantes (Recuadro III.1). En términos nominales, en el año móvil terminado en el tercer trimestre, el consumo privado equivale a 61% del PIB y 64% del ingreso nacional bruto disponible privado, los que los sitúan en sus promedios históricos. Además, los determinantes del consumo privado siguen siendo favorables y no han mostrado cambios sustanciales. La tasa de desempleo, medida por el INE y la Universidad de Chile, se ha sostenido en niveles bajos, en torno a 6,5%. La masa salarial ha continuado dinámica, aunque con un cambio en la composición: los salarios nominales han mantenido su tasa de expansión anual, mientras que la creación de empleos en los últimos meses fue mayor tanto para el trabajo asalariado como por cuenta propia. La confianza de los consumidores (IPEC) se ha mantenido en la zona de expansión. En cuanto a las condiciones financieras, las tasas de interés de los créditos de consumo, en los tramos más relevantes, están en niveles más bajos que en septiembre, mientras que las condiciones de préstamos señaladas en la ECB del tercer trimestre son algo más restrictivas. Sin embargo, esta misma encuesta da cuenta de una creciente demanda por crédito (gráfico III.5) (gráfico III.6).

El mayor crecimiento del consumo privado en el trimestre fue especialmente visible en el consumo de bienes no durables. En términos anuales, este subió a 6,1% en el tercer trimestre (3,6% en el segundo). El consumo de bienes durables, en tanto, creció 12,8% anual (11,5% en el segundo trimestre) (gráfico III.7).

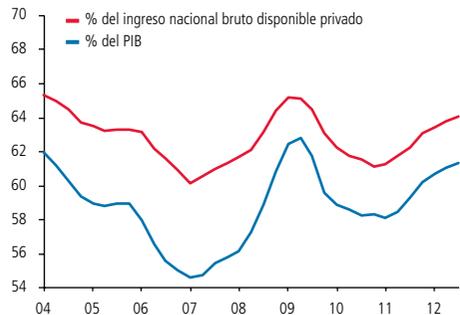
En cuanto a las existencias, en el tercer trimestre acumularon un valor equivalente a 1,5% del PIB en el último año móvil. Este nivel no fue muy distinto

GRÁFICO III.4
Ventas de casas según estado de obra
(porcentaje del total)



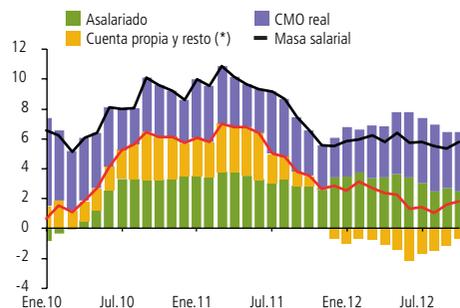
Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

GRÁFICO III.5
Consumo privado nominal
(acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.6
Masa salarial
(variación anual, porcentaje)

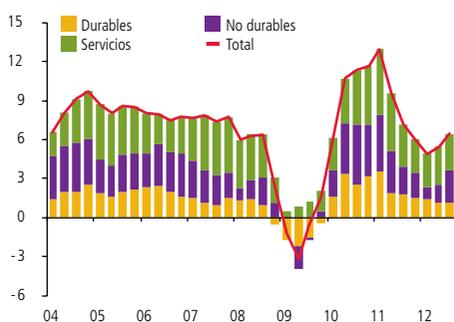


(*) Incluye empleadores, personal de servicio y familiar no remunerado del hogar y representan aproximadamente 10% del empleo total.

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

GRÁFICO III.7

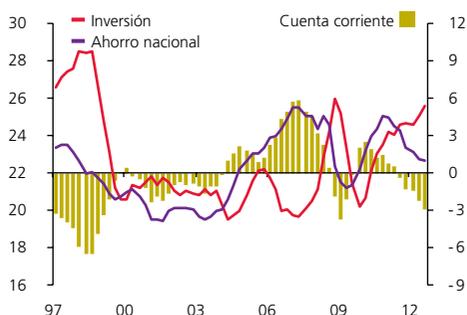
Contribución al crecimiento anual del consumo privado
(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8

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



Fuente: Banco Central de Chile.

al del segundo trimestre (1,3% del PIB). Como ya se mencionó, gran parte de la mayor acumulación se debió a un acopio más intenso de inventarios de cobre, que se generó por la diferencia entre la producción y las exportaciones del mineral. En menor medida se sumó una acumulación de existencias en el sector industrial. Con todo, el incremento de los inventarios en este trimestre fue sustancialmente menor que el observado el trimestre previo.

CUENTA CORRIENTE

La cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló en el tercer trimestre un déficit de US\$4.783 millones, equivalente a 2,9% del PIB en el último año móvil (2,3% en el segundo trimestre). Este déficit fue US\$1.784 millones mayor que el de igual período del 2011. La diferencia fue explicada por la balanza comercial, que disminuyó en US\$2.089 millones en ese lapso. Esto se debió a un descenso del valor de las exportaciones (US\$ 1.849 millones) y un aumento de las importaciones (US\$ 240 millones). En el caso de las exportaciones, esta caída estuvo mayormente asociada a un menor precio del cobre, a lo que se sumó una caída en el volumen exportado del mineral. En el caso de las importaciones, el aumento estuvo explicado en gran medida por el volumen de las internaciones de bienes de capital (23,8% anual) (gráfico III.8). En el escenario base de este IPoM se proyecta que el déficit de la cuenta corriente alcanzará 3,8% del PIB el 2012 y 4,6% del PIB el 2013.

El Consejo sigue con atención la evolución del déficit de cuenta corriente. Su nivel, persistencia, composición y financiamiento son aspectos que pueden incidir en la vulnerabilidad de la economía chilena, en particular ante la materialización de escenarios externos adversos. Con todo, el actual déficit tiene varias particularidades que mitigan los riesgos asociados. Primero, una parte significativa se explica por la mayor inversión en un conjunto de proyectos que están orientados a la producción de bienes y servicios exportables. Segundo, una parte significativa se está financiando a través de inversión extranjera directa y no vía deuda con el exterior. Por último, la evolución del crédito interno y con el exterior no da indicios de un sobreendeudamiento ni de personas ni de empresas. Además, como ya se señaló anteriormente, el comportamiento del consumo privado ha sido coherente con la evolución de sus determinantes.

RECUADRO III.1 COMPORTAMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO

Un aspecto de la coyuntura económica que ha resaltado en los últimos trimestres es el comportamiento del consumo privado. La desaceleración de este agregado no se ha dado con la intensidad que se proyectaba en los IPoM previos. Esto lleva a preguntarse por qué se ha producido este mayor dinamismo. Este recuadro revisa algunos antecedentes para responder esta pregunta.

En primer lugar, es importante establecer que a lo largo del 2012 el consumo privado ha aumentado su tasa de crecimiento anual cuando es medido en términos reales, en precios del año base encadenado. No sucede lo mismo cuando se mide en precios del año corriente, es decir nominales. De hecho, en esta última medición, el crecimiento del consumo privado ha seguido con la trayectoria descendente que muestra desde el 2011 (gráfico III.9).

GRÁFICO III.9
Consumo privado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En segundo lugar, medido respecto de la evolución del ingreso nacional disponible privado o el PIB nominal, el nivel del consumo privado ha aumentado en lo más reciente, pero se encuentra en torno a sus promedios históricos. En términos

reales, la relación entre el consumo privado y el PIB sí muestra un incremento sostenido en los últimos años (gráfico III.10). De hecho, en los últimos diez años, el consumo privado medido en términos reales ha tenido tasas de crecimiento anuales por sobre las del PIB durante la mayor parte del tiempo (gráfico III.11).

La diferencia en el comportamiento de las relaciones nominales y reales del consumo privado con el PIB obedecen a la evolución de sus respectivos deflatores. Comparados con los deflatores del PIB, que incluyen el impacto de los precios de exportación, los precios relativos de los bienes de consumo privado han tenido un sucesivo descenso desde el 2003 (gráfico III.12). En los bienes durables, esta diferencia ha sido incluso más marcada. En particular, destaca la caída de los precios de equipos electrónicos en los últimos años, pero también del vestuario. Factores como la apreciación del peso, la rápida obsolescencia tecnológica y la creciente presencia de productos importados a bajo costo han ayudado en esta trayectoria de los precios de los bienes durables.

GRÁFICO III.10
Consumo privado
(acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

Por último, el comportamiento del consumo privado ha sido acorde con la evolución de los ingresos laborales, la baja tasa de desocupación y las condiciones financieras. Por un lado, en el mercado laboral, desde fines del 2011, la tasa de desempleo ha fluctuado en sus niveles mínimos de los últimos quince años y la masa salarial se ha sostenido con un crecimiento anual cercano a 6%. Por otro, las condiciones financieras han continuado favorables. En los tramos más relevantes —de 181 días a un año, y a más de tres años— las tasas de interés de las colocaciones de consumo se han mantenido en niveles similares por bastante tiempo. Ello, en un contexto en que la demanda, recogida por la Encuesta de Crédito Bancario (ECB), se ha expandido en el último año, y los requisitos para los créditos de consumo recién se han vuelto algo más restrictivos en el último trimestre. Se suma que la confianza de los consumidores, medida por el índice de percepción económica (IPEC), volvió a ubicarse en la zona de expansión a mediados del 2012, luego de haber permanecido por un año y medio por debajo de estos niveles, en terreno de pesimismo. En particular, destaca la mejor evaluación de los encuestados respecto de las condiciones para la compra de artículos para el hogar. En efecto, en noviembre, el 51% de los encuestados opinaba que era un buen momento para su adquisición, frente a 40% a mediados de año.

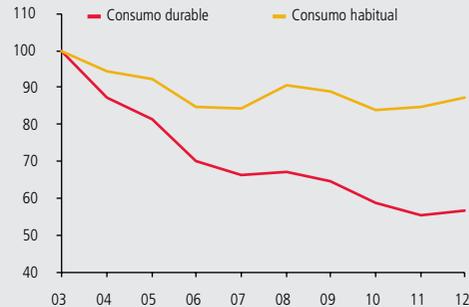
Si bien el comportamiento del consumo privado ha sido coherente con la evolución de sus determinantes, es importante tener en cuenta que una intensificación de su dinamismo puede generar riesgos indeseados, ya sea por su efecto sobre la inflación y la cuenta corriente o por la posible incubación de desequilibrios financieros. Cambios repentinos en las condiciones macroeconómicas podrían precipitar ajustes difíciles en la economía nacional.

GRÁFICO III.11
Consumo privado y actividad
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.12
Deflatores del consumo privado relativos a los del PIB
(índice 2003=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

La inflación anual del IPC está en niveles inferiores a los vigentes al cierre estadístico del IPoM anterior, aunque tuvo vaivenes importantes en el período. Luego de ubicarse en 2,5% en julio, aumentó hasta 2,9% en octubre y descendió a 2,1% en noviembre (gráfico IV.1 y tabla IV.1). El comportamiento de los alimentos percibibles —frutas y verduras frescas— fue determinante en esta trayectoria oscilante. De hecho, entre agosto y noviembre se acumuló una inflación de 1,1 puntos porcentuales (pp), con tasas de inflación mensuales que oscilaron entre 0,8% (septiembre) y -0,5% (noviembre). En cambio, el crecimiento anual de la medida subyacente que excluye los alimentos y energía (IPCSAE) ha sido bastante menos volátil, descendiendo desde 2,5 a 1,8% entre julio y noviembre, a pesar del mayor dinamismo de la actividad. La preponderancia de los factores de oferta en el comportamiento de la inflación mes a mes se ha reflejado en la estabilidad de las expectativas de inflación. Tanto a un año plazo como hacia fines del horizonte de proyección dichas expectativas se han mantenido en torno a 3,0%. Con todo, los riesgos de mediano plazo para la inflación siguen presentes, debido a la estrechez que mantienen los mercados internos.

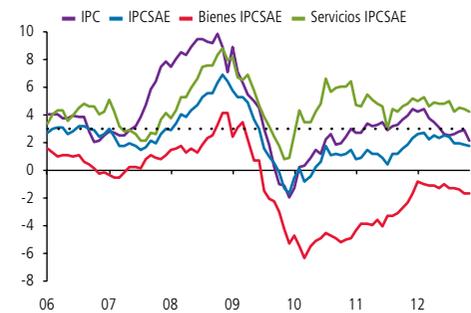
TABLA IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

	IPC	IPCX	IPCX1	IPC sin alimentos y energía	IPC 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
Ago.	2,6	2,0	1,9	2,0	1,3	4,2	2,2	3,0
Sep.	2,8	2,2	2,1	2,0	1,6	4,5	3,0	2,7
Oct.	2,9	2,1	2,0	1,9	1,8	4,4	2,9	3,0
Nov.	2,1	1,7	2,1	1,8	0,4	4,3	1,6	2,7

(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

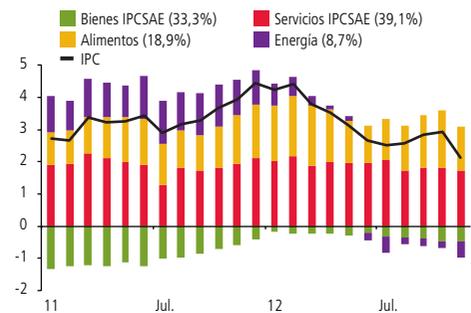
GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

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

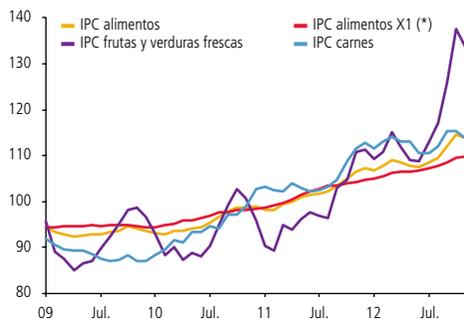


(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

GRÁFICO IV.3**Precios de alimentos**

(índice promedio ene.2009-nov.2012)

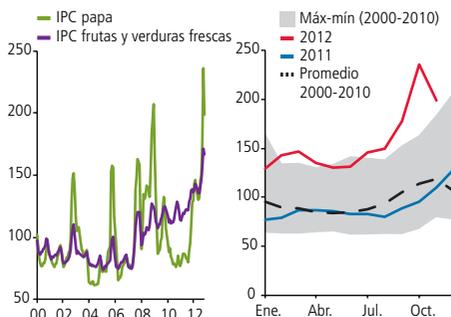


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.4**Precio de la papa**

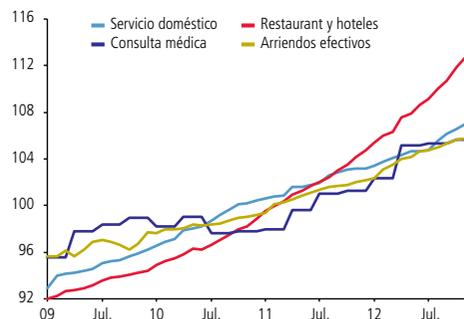
(índice promedio ene. 2000-nov.2012=100)



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

GRÁFICO IV.5**Precios de servicios**

(índice 2009-2012=100)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas.

Entre agosto y noviembre, como se indicó, el IPC acumuló un aumento de 1,1pp. Este incremento contrasta con la caída de -0,2pp que acumuló entre abril y julio. Ello se explica principalmente por los alimentos, que sumaron una incidencia de 1,0pp en los últimos meses. La energía aportó 0,05pp a la inflación acumulada. Por componente, los combustibles tuvieron una incidencia de 0,26pp y la electricidad, de -0,21pp. La inflación subyacente prácticamente no tuvo incidencia (0,05pp) en el agregado, pero siguió observándose la divergencia entre el comportamiento de la inflación de bienes y de servicios. La primera de ellas aportó -0,11pp de inflación en el período, mientras la segunda aportó 0,16pp. En términos anuales, los alimentos y los servicios siguieron explicando la inflación anual positiva. La energía y el componente de bienes del IPCSAE continuaron teniendo una incidencia negativa en la inflación anual (gráfico IV.2).

Como se mencionó, en los últimos meses el mayor aporte a la inflación provino de los alimentos. Por componente, destacó el incremento del precio de las frutas y verduras frescas, con una incidencia acumulada de 0,6pp entre agosto y noviembre (gráfico IV.3). Dentro de estas, resaltó el incremento del precio de la papa, que alcanzó un nivel histórico en octubre, con una contribución a la inflación mensual de 0,21pp entre agosto y noviembre (gráfico IV.4). Pese al descenso que mostró en este último mes, el precio de este producto sigue alto y se mantiene, al igual que todo este año, por sobre su promedio del período 2000-2010 y los valores registrados en el 2011. De acuerdo con reportes de la Oficina de Estudios y Políticas Agrarias (ODEPA), el mayor precio de la papa se debe a una menor oferta. Durante los últimos meses, los problemas de oferta también tuvieron efectos en los precios de otros productos como los tomates y zapallos, que tuvieron una incidencia positiva importante, más allá de su estacionalidad habitual.

Los precios de los alimentos no perecibles no han mostrado un cambio en su trayectoria y han seguido incidiendo positivamente en la inflación mensual. Así, entre agosto y noviembre contribuyeron 0,4pp a la inflación. El incremento de los precios de los alimentos a nivel internacional, que era un factor de preocupación importante hace unos meses, ha tendido a aliviarse levemente en lo más reciente. Por ejemplo, los precios de los granos, como el trigo y el maíz, se encuentran en niveles algo menores que en el IPoM anterior. En particular, el índice de granos de *Goldman Sachs* disminuyó alrededor de 9% desde septiembre. Sin embargo, todavía se encuentra por sobre los valores registrados hasta la primera mitad del año (+30% desde junio, mes en que comenzaron a aumentar). De todos modos, las perspectivas para estos precios se han ajustado a la baja en el corto plazo, debido a mejores expectativas de cosecha. A dos años plazo, no obstante, llegan a niveles similares a los previstos por los futuros de mercado en septiembre.

En cuanto a los precios de la energía —combustibles y electricidad— su aporte a la inflación acumulada entre agosto y noviembre fue mayor comparado con lo que había sumado entre abril y julio. Su evolución estuvo determinada, principalmente, por los precios de los combustibles, que tuvieron una incidencia de 0,26pp en el mismo período, la que se concentró mayormente en agosto. Esto, ante el aumento del precio internacional del petróleo y sus derivados que se verificó en esa época, debido especialmente a factores de oferta. Sin embargo, a mediados de septiembre el precio internacional de estos productos disminuyó. Así, la gasolina del Golfo de México se ubica más de 20% por

debajo de los niveles registrados al cierre estadístico del IPoM pasado. Estos descensos se reflejaron en el mercado interno principalmente desde octubre. El tipo de cambio no tuvo mayores efectos en estos precios, ya que el peso presentó una leve apreciación desde el IPoM pasado. Con todo, en el horizonte de proyección, las perspectivas del precio del petróleo no tienen mayores cambios. A corto plazo se ajustaron a la baja, pero a dos años plazo llegan a niveles similares a los proyectados en el IPoM de septiembre. Los menores precios en el corto plazo se deben a una mayor oferta y una demanda más débil que lo considerado anteriormente. El precio de la gasolina se ajusta a la baja en todo el horizonte de proyección, dado que se suma la perspectiva de una mayor refinación. En cambio, el precio del gas licuado ha seguido una trayectoria ascendente desde agosto. De acuerdo con el INE, el alza, en particular en noviembre, obedece a variaciones que presentaron los marcadores internacionales de referencia para los precios nacionales. Por su parte, el precio de la electricidad siguió contribuyendo negativamente, acumulando una incidencia de -0,21pp en los últimos meses. En términos anuales, la energía continuó aportando negativamente a la inflación.

El IPC sin alimentos y energía (IPCSAE) acumuló un incremento de 0,1pp en los últimos cuatro meses, menos que lo acumulado entre abril y julio, pese al mayor dinamismo de la economía. Por componente, la inflación de servicios tuvo un aumento de algo más de 0,4pp en el mismo lapso, menos de lo que sumó entre abril y julio (1,5pp). La inflación de bienes descendió algo menos de 0,4pp (-1,5pp entre abril y julio).

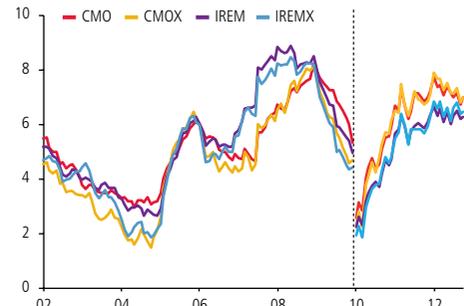
Los precios de los bienes del IPCSAE se encuentran en niveles algo por debajo de los de julio y mostraron una trayectoria a la baja menos marcada que en el primer semestre del año. Sus movimientos estuvieron determinados por los precios de los autos usados, artículos tecnológicos (computadores y celulares), vestuario y artículos para el hogar. Los precios de los bienes de consumo importados, tanto en pesos como en dólares, descendieron en el tercer trimestre.

Los precios de los servicios del IPCSAE han continuado mostrando una trayectoria ascendente. Desde agosto a la fecha, la mayor incidencia positiva en la inflación del IPCSAE de servicios correspondió al servicio de almuerzo consumido fuera del hogar (0,1pp). El servicio de transporte de pasajeros en bus interurbano, a diferencia de lo ocurrido hasta el IPoM de septiembre, tuvo la principal incidencia negativa entre agosto y noviembre (-0,18pp). En términos anuales, la inflación de servicios del IPCSAE disminuyó su crecimiento desde cerca de 5,0% a algo sobre 4,0% entre agosto y noviembre. Con todo, los precios de la mayoría de los servicios, como salud, arriendo, educación, restaurantes y hoteles, siguieron contribuyendo positivamente en la inflación anual de servicios, y no se aprecia un cambio en la tendencia que venían trayendo (gráfico IV.5).

El crecimiento de los salarios nominales se ha mantenido entre 6 y 7% anual en los últimos meses (gráfico IV.6). Por sectores productivos, los salarios de la minería y construcción siguen creciendo a tasas elevadas: entre 9 y 10% anual. La industria y el comercio presentan variaciones anuales entre 6 y 7%. Cabe señalar que el mayor crecimiento observado en la productividad media del trabajo ha contribuido a moderar el crecimiento anual de los costos laborales reales (Recuadro IV.1). Las tasas de crecimiento de las medidas de salarios

GRÁFICO IV.6

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



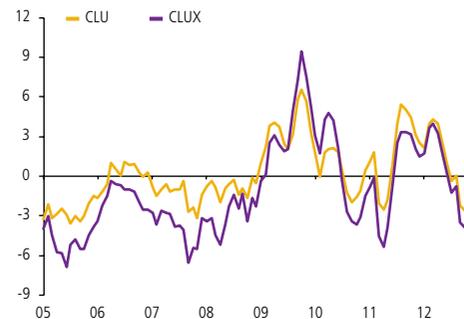
(1) A partir de enero del 2010 se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.7

Costos laborales ajustados por productividad (*)
(variación anual, porcentaje)

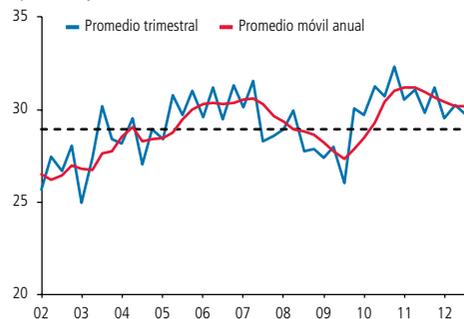


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.8

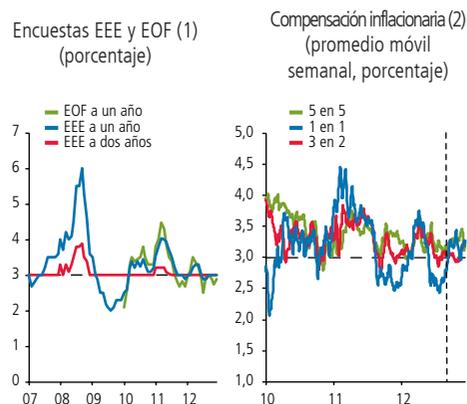
Margen de explotación del comercio (*)
(porcentaje)



(*) Razón entre utilidad bruta e ingresos por ventas. Promedio de las cuatro empresas con mayor participación en el comercio, ponderado por los ingresos por venta. Línea punteada corresponde al promedio 2001-2012.

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

GRÁFICO IV.9
Expectativas de inflación



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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

reales ajustados por la evolución de la productividad laboral media cayeron a partir del segundo trimestre. Así, a octubre su variación anual se ubicó entre -2,5 y -4%, dependiendo de la medida utilizada (gráfico IV.7). Sin embargo, es importante señalar que las mediciones de productividad laboral media pueden ser muy procíclicas, aun cuando su evolución de tendencia pueda ser más suave. En todo caso, el mercado laboral sigue estrecho y el crecimiento anual de la masa salarial se ha mantenido dinámico. De acuerdo con información proveniente de los contactos de negocios, la dificultad para encontrar mano de obra se ha seguido intensificando en ciertos sectores y regiones del país, como la minería, la construcción y la agricultura. Las perspectivas que se obtienen del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) también dan cuenta de la estrechez del mercado laboral. Así, las expectativas para los salarios subieron desde el IPoM de septiembre, especialmente en la construcción y la industria.

Los márgenes de explotación, específicamente del sector comercio, se han comprimido durante el año y se ubican cerca del promedio del período 2001-2012 (gráfico IV.8). La reducción de los márgenes podría ser el resultado de cambios más permanentes, pero también responder a cambios transitorios asociados al ciclo que pueden revertirse en lo venidero.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Pese a los vaivenes de la inflación efectiva en estos últimos meses, las expectativas inflacionarias hacia fines del horizonte de proyección no tuvieron cambios, manteniéndose en 3,0%. Ello reflejó que las sorpresas se deben a factores de oferta puntuales, mientras el mayor dinamismo de la economía no se ha expresado en un repunte de las medidas de inflación subyacente. A un año plazo, aunque con movimientos disímiles, las expectativas también se ubican en torno a 3,0%.

Las expectativas privadas para la inflación que se derivan de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se han mantenido en 3,0% a uno y dos años. Las expectativas a un año plazo que se derivan de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se redujeron, aunque con vaivenes, y se ubican en 2,9% en la EOF de la primera quincena de diciembre (3,0% para la encuesta de la segunda quincena de agosto). A dos años plazo se han mantenido en 3,0%. Las perspectivas de inflación a un año plazo del IMCE se siguen ubicando en torno a 3,2%. El porcentaje de personas que creen que la inflación subirá "mucho" en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC), osciló entre 51 y 58% desde agosto; en particular, en noviembre registró 54% (56% en el IPoM de septiembre). Las expectativas de inflación que se extraen de las compensaciones inflacionarias a distintos plazos, mostraron vaivenes y se encuentran en niveles algo superiores a las del IPoM anterior. Con todo, se mantienen en torno a 3,0% (gráfico IV.9).

En el escenario base, la inflación anual del IPC se ubicará por debajo del rango de tolerancia en los próximos meses para luego subir y situarse cercana a 3% a fines del 2013, mismo valor en el que se ubicará en el horizonte de proyección, en esta ocasión el último trimestre del 2014.

RECUADRO IV.1 INFLACIÓN Y BRECHAS

A lo largo del 2012, tanto las proyecciones contenidas en el IPoM como las expectativas privadas han corregido a la baja las perspectivas de inflación y al alza las de crecimiento del PIB (gráfico IV.10). En marzo del 2012, el IPoM preveía que la inflación promediaría 4,0% en el año, cifra que en este IPoM disminuye a 3,0%. Para la actividad, en marzo se proyectaba un crecimiento en un rango de 4 a 5%, que en este IPoM aumenta a una cifra puntual de 5,5%. Ello también ha coincidido con un incremento en la proyección de crecimiento anual de la demanda interna.

GRÁFICO IV.10

Proyecciones en la Encuesta de Expectativas Económicas (variación anual proyectada en el mes respectivo, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Estos cambios en las proyecciones han sorprendido, toda vez que la mayor actividad probablemente ha implicado un uso más intensivo de la capacidad instalada sin que ello se haya reflejado en una evolución más acelerada de la inflación. De hecho, la inflación subyacente se ubica hoy en niveles por debajo de 2% y su proyección para el 2013 también es menor que la considerada hace unos meses. Persiste, sin embargo, la diferencia en el comportamiento de la inflación subyacente de bienes y servicios: mientras la primera sigue creciendo a tasas anuales negativas, la segunda lo hace en valores del orden de 4% (gráfico IV.1).

Este recuadro examina algunas de las hipótesis que podrían explicar este patrón de mayor crecimiento económico y menor inflación subyacente.

Una primera hipótesis se relaciona con posibles ganancias de productividad que podrían compatibilizar un mayor crecimiento de la actividad sin mayores presiones de precios. Los datos

recientes muestran que el crecimiento anual de la productividad media del trabajo ha aumentado en los últimos trimestres, luego de la baja que tuvo en el 2011. Ello ha permitido que se ubique en niveles por encima del promedio 2004-2011 (gráfico IV.11). Más llamativo es lo que sucede en el sector comercio, donde el aumento de la productividad fue significativo en el 2010 y hoy está creciendo por sobre el agregado de la economía.

GRÁFICO IV.11

Productividad media del trabajo

(promedio móvil semestral de la variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El aumento de la productividad, pese al sostenido crecimiento de los salarios, permite un comportamiento más moderado de los costos laborales unitarios, ajustados por horas trabajadas (gráfico IV.12). Este último factor, es un elemento que puede explicar las bajas presiones inflacionarias vistas hasta ahora.

GRÁFICO IV.12

Costos laborales unitarios

(índice, promedio enero 2004-septiembre 2012=100)



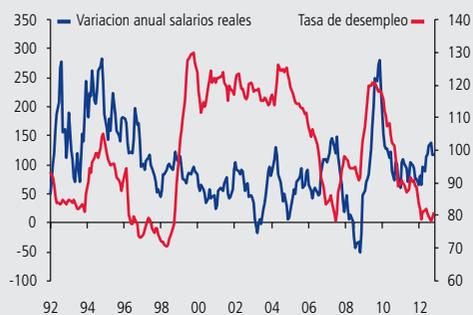
Fuente: Banco Central de Chile.

Junto con lo anterior, es importante destacar que pese al incremento en el empleo, y el consecuente descenso en el desempleo, el crecimiento de los salarios a nivel agregado se ha mantenido relativamente acotado (gráfico IV.13). El crecimiento del empleo ha estado acompañado de un aumento en la fuerza laboral, en particular la femenina, cuya participación es mayor en sectores como el comercio, donde los salarios tienen alta incidencia en los costos. Esto, junto con las ganancias de productividad mencionadas, podría haber permitido a este sector satisfacer una creciente demanda sin un aumento sustancial en sus costos. Coherente con lo anterior, la información que se recoge de los contactos de negocios también apunta a que las mayores presiones salariales y de escasez de mano de obra se registran en sectores como la agricultura, la minería y la construcción, pero no en el comercio. De hecho, los salarios nominales de la construcción y la minería muestran aumentos anuales por sobre los del promedio del resto de los sectores.

GRÁFICO IV.13

Desempleo y salarios

(índice, promedio enero 1992-septiembre 2012=100)



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

Una segunda hipótesis dice relación con el valor de las importaciones de los bienes incluidos en la canasta de consumo. En parte explicado por el ciclo mundial, pero también por la evolución de los costos en los países productores, los precios de los bienes importados han exhibido caídas sistemáticas. En lo más reciente, se agrega la evolución del tipo de cambio, que también ha ayudado a contener las presiones de costos importados (gráfico IV.14).

Finalmente, una tercera hipótesis apunta a una reducción de los márgenes que ha mantenido contenida la inflación. Más allá de la antes mencionada favorable evolución de los costos laborales e importados, se ha observado una cierta compresión en los márgenes. El nivel actual de estos, aunque estable en los últimos trimestres, es ciertamente menor que lo observado hace algunos años (gráfico IV.15).

GRÁFICO IV.14

Precio de las importaciones de bienes de consumo (IVUM)
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.15

Márgenes de explotación

(series desestacionalizadas, porcentaje)



(1) Cencosud, Falabella, Ripley y Walmart.

(2) Andina, CCU, Concha y Toro, Embonor, Iansa y San Pedro.

Fuente: Banco Central de Chile en base a FECU.

Con todo, es posible que las distintas hipótesis que aquí se han planteado respondan a movimientos transitorios y no permanentes. Por ejemplo, la productividad regularmente tiene un comportamiento procíclico importante, aunque su tendencia tenga una evolución mucho más suave. En el caso de los menores márgenes, esto podría ser resultado de cambios estructurales en la economía, asociados a una mayor competencia entre firmas o estrategias comerciales que apunten a ganar mercado. Sin embargo, tampoco puede descartarse que obedezcan a movimientos cíclicos que pudiesen revertirse en el futuro. Por lo mismo, el Consejo estima que los riesgos de mediano plazo para la inflación, derivados del intenso uso de la capacidad instalada, siguen presentes y son relevantes.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis realizado hasta la Reunión de Política Monetaria del 13 de diciembre de 2012. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

En el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor al considerado en el IPoM previo (tabla V.1). Un crecimiento de los socios comerciales más bajo que el proyectado en septiembre explica este ajuste, toda vez que se prevén condiciones de financiamiento externas similares y términos de intercambio, que aunque menores que los actuales, serán levemente mejores que los considerados en ese entonces.

Para el 2013 y el 2014, el crecimiento de los socios comerciales se ajusta a la baja en 3 décimas cada año, a 3,5 y 4,0%, respectivamente, en lo principal por el peor desempeño que se prevé tendrán la Eurozona y Japón. Se proyecta que la Eurozona demorará más en salir de la recesión por la que atraviesa y su recuperación posterior también será más lenta. El cambio de la proyección considera las señales de debilidad que han mostrado algunas de las economías del centro de esta región, que se suman a las prolongadas contracciones que vienen mostrando las de la periferia. Se agrega la persistencia de condiciones financieras ajustadas ante la complejidad de la situación en la región. Además, está en línea con las correcciones que recientemente han efectuado algunas instituciones internacionales a las previsiones de crecimiento para la zona. La corrección del crecimiento de Japón toma en consideración el importante ajuste a la baja de las cifras históricas de PIB efectuado recientemente por esa economía, lo que explica buena parte del cambio en la proyección para el 2012 y que se traspasa hacia el 2013. También considera el efecto de la reducción de las exportaciones a dos de sus principales socios comerciales —Eurozona y China— sobre la actividad y, en particular, sobre su sector manufacturero. Hacia el 2014, se suman las consecuencias que tendrán sobre el crecimiento las medidas previstas tendientes a la consolidación fiscal. Los ajustes mencionados se reflejarán en un desempeño también algo más bajo del resto del mundo, aunque las correcciones son de una magnitud menor.

TABLA V.1
Supuestos del escenario base internacional

	2011 (e)	2012 (f)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	0,5	-5,0	-0,8	1,3
PIB socios comerciales (*)	4,2	3,3	3,5	4,0
PIB mundial PPC (*)	3,8	3,0	3,3	3,8
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,8	2,4	2,6	3,2
Precios externos (en US\$)	10,1	-0,4	0,0	0,4
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	400	361	340	350
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	95	94	90	90
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	111	112	105	100
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	803	825	741	700
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,4	0,4	0,5

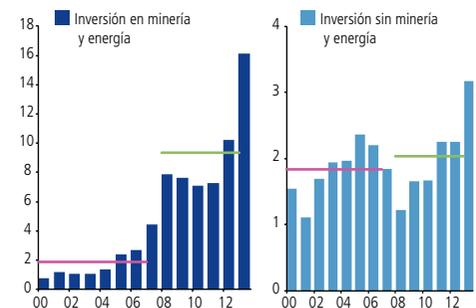
(*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.1
Inversión por sectores (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Las líneas rosadas corresponden al promedio 2000-2007 y las líneas verdes al promedio 2008-2013.

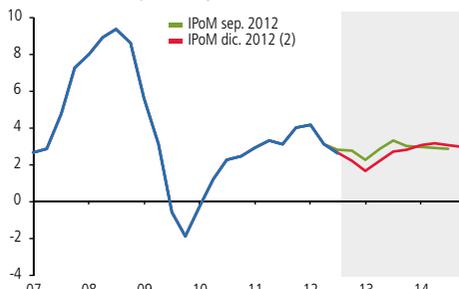
Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

TABLA V.2
Crecimiento económico y cuenta corriente

	2011	2012 (f)	2013 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	6,0	5,5	4,25-5,25
Ingreso nacional	6,1	5,2	4,6
Demanda interna	9,4	6,6	5,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	6,8	6,0
Formación bruta de capital fijo	17,6	11,3	7,6
Consumo total	7,9	5,3	5,5
Exportaciones de bienes y servicios	4,6	2,7	3,0
Importaciones de bienes y servicios	14,4	5,5	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-3,8	-4,6
Ahorro Nacional (% PIB)	23,4	22,0	21,6
FBCF (% PIB nominal)	23,2	24,4	25,2
FBCF (% PIB real)	26,2	27,7	28,4
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-3.221	-10.000	-12.950
Balanza comercial	10.792	2.350	-1.050
Exportaciones	81.411	77.600	77.300
Importaciones	-70.619	-75.250	-78.350
Servicios	-2.417	-1.500	-1.500
Renta	-14.015	-12.750	-12.350
Transferencias corrientes	2.418	1.900	1.950

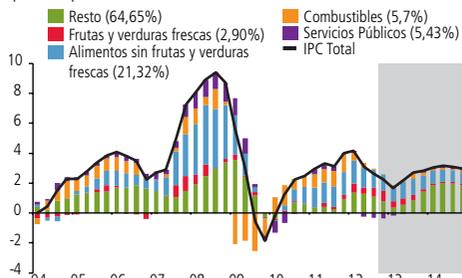
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.2
Proyección de inflación IPC (1)
 (variación anual, porcentaje)


(1) El área gris, a partir de 2012.Q4, corresponde a la proyección.
 (2) Para diciembre del 2012 se considera la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE de dicho mes.

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

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


(1) El área gris, a partir de 2012.Q4, corresponde a la proyección.
 (2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.
 (3) Para diciembre del 2012 se considera la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE de dicho mes.

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

Los precios del cobre y petróleo previstos en el escenario base para el 2013 y 2014 no tienen grandes cambios respecto de lo considerado en septiembre. Ello, pese a que en los últimos meses los precios de los combustibles han bajado ante la solución de algunos problemas de oferta y la menor demanda del mundo desarrollado que se prevé. Asimismo, en los últimos meses el cobre se transó en valores por sobre lo previsto en el IPoM previo, lo que lleva a una corrección al alza del valor proyectado para este año. Así, considerando los precios de los contratos futuros en los últimos diez días hábiles al cierre de este IPoM, se prevén promedios de US\$105 y 100 para el precio del petróleo Brent en el 2013 y el 2014, respectivamente. Para el cobre, se mantiene un precio promedio de US\$3,45 en el bienio 2013-2014. Los términos de intercambio serán algo mejores a lo contemplado en septiembre. No obstante, su nivel proyectado seguirá siendo inferior al del 2012.

En Chile, el crecimiento de la actividad y la demanda interna ha sido superior a lo proyectado en septiembre. El escenario base prevé que en el 2012 el PIB crecerá 5,5%. Para el 2013, el escenario base contempla que el crecimiento del PIB será menor al de este año, ubicándose en un rango entre 4,25 y 5,25%. Incidirá el efecto que el menor impulso externo tendrá sobre las exportaciones, lo que se verá compensado principalmente por una inversión que se prevé más alta para el período. Esta proyección supone que las condiciones macroeconómicas para Chile no tendrán cambios sustantivos en lo venidero y que la economía crecerá a tasas acordes con su tendencia, la que el Consejo estima en torno a 5%.

En los últimos trimestres, el dinamismo de la demanda interna ha sido sostenido principalmente por la fortaleza de la formación bruta de capital fijo (FBCF). En el tercer trimestre, parte relevante de su dinamismo se explicó por el significativo incremento de su componente de maquinaria y equipos, y en especial por la internación de material de transporte. A ello se suma que la inversión en edificación y obras también ha aportado un impulso relevante, fenómeno que seguirá afectando al gasto en parte importante del 2013. Ello, por una parte, por el empuje que se prevé seguirá proveyendo la inversión minera (gráfico V.1). Por otra parte, por el comportamiento del sector inmobiliario. En la actualidad, las ventas de viviendas en etapa de construcción han alcanzado niveles elevados: 80% de las ventas totales en el tercer trimestre, que se compara con cerca de 50% que representaban en promedio el 2011. Ello, hace prever que la actividad de esta parte de la inversión y de la actividad en construcción tendrán un dinamismo significativo en el 2013. Esta suma de factores hará que en el 2013 la FBCF como porcentaje del PIB suba a valores históricamente altos: 28,4 y 25,2% en términos reales y nominales, respectivamente. En el escenario base, el consumo privado seguirá creciendo acorde con la evolución de sus fundamentales, por lo que continuará dinámico en el horizonte de proyección (Recuadro III.1). Todo ello redundará en que la tasa de ahorro nacional se reducirá hasta 21,6% del PIB el 2013. Por último, en el escenario base, el déficit fiscal estructural se mantendrá en 1% del PIB, acorde con lo anunciado por la autoridad.

La expansión del gasto interno por sobre lo previsto en septiembre, sumado a la mayor debilidad del mundo y su efecto en las exportaciones —mayormente visible en el 2013—, se reflejará en un déficit de la cuenta corriente superior

a lo contemplado en esa ocasión: 3,8 y 4,6% del PIB en el 2012 y 2013, respectivamente. Considerando que el mayor déficit en cuenta corriente refleja en lo principal un cambio en cantidades, medido a precios de tendencia se aproximará a 6% del PIB el 2013^{1/}. El Consejo sigue con atención la evolución del déficit de cuenta corriente. Su nivel, persistencia, composición y financiamiento son aspectos que pueden incidir en la vulnerabilidad de la economía chilena, en particular ante la materialización de escenarios externos adversos (tabla V.2).

En el escenario base, la inflación anual del IPC se ubicará por debajo del rango de tolerancia en los próximos meses para luego subir y situarse cercana a 3% a fines del 2013, mismo valor en que se ubicará en el horizonte de proyección, en esta ocasión el último trimestre del 2014. Varios factores justifican los registros más bajos que se prevén en lo inmediato, entre ellos, la alta base de comparación que entregan los registros de fines del 2011 y principios del 2012. La inflación subyacente exhibirá variaciones anuales bajo 2% gran parte del 2013, para luego subir paulatinamente y aproximarse a 3% en el curso del 2014 (gráficos V.2 y V.3) (tabla V.3).

Esta trayectoria supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Asimismo, como supuesto metodológico, se considera que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes. Ello da cuenta de que el Consejo sigue estimando que, con el tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes, el TCR está en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria estable, como la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.4).

ESCENARIOS DE RIESGOS

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

En lo externo, el principal riesgo sigue siendo la situación de la Eurozona. Aunque se han registrado avances, los riesgos inherentes siguen presentes. Por un lado, por la dificultad en la concreción de los acuerdos. Por otro, el paso del tiempo ha seguido complicando la situación económica en los países más afectados y, además, se ha comenzado a observar un mayor deterioro en las economías del centro de Europa. Una desaceleración más marcada de Alemania o Francia podría ahondar más los problemas en la región y amplificar los canales de transmisión hacia otras economías. Tampoco pueden descartarse episodios de volatilidad en

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

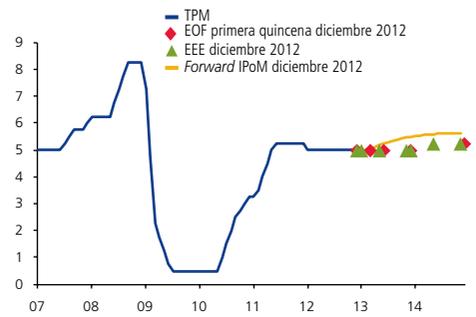
TABLA V.3
Inflación

	2011	2012 (f) (2)	2013 (f)	2014 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	3,3	3,0	2,3	3,1
Inflación IPC diciembre	4,4	1,6	2,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (1)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,3	2,2	1,7	2,7
Inflación IPCSAE diciembre	2,4	1,6	2,3	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (1)				2,8

(f) Proyección.
(1) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2014.
(2) Para diciembre del 2012 se considera la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE de dicho mes.

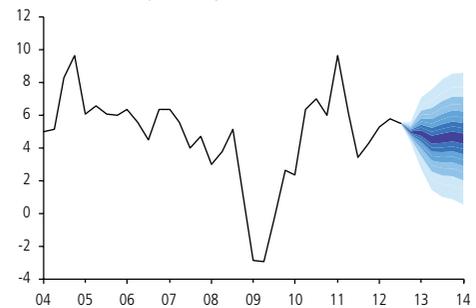
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

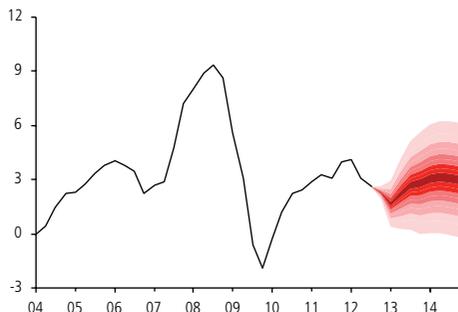
GRÁFICO V.5
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

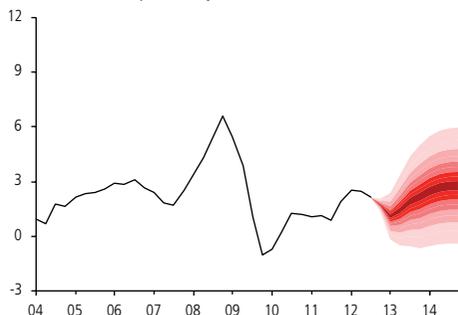
GRÁFICO V.6
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

los mercados financieros más severos que los considerados en el escenario base. Se suma la discusión en Estados Unidos para evitar ajustes fiscales abruptos el 2013. La falta de acuerdos podría reducir su crecimiento de manera importante y además generar ruidos en los mercados.

En el mundo emergente, el mayor riesgo sigue siendo el ritmo que mantenga la actividad económica. Por un lado, los últimos datos indican que China habría retomado un mayor dinamismo, pero el debilitamiento de Europa y las discusiones pendientes en Estados Unidos podrían afectar a esta economía, y por su intermedio al resto del mundo emergente. Para Chile sería especialmente relevante por su incidencia en la determinación del precio del cobre. Por otro lado, la caída que se ha observado en las cifras de crecimiento del comercio mundial es una señal preocupante.

En Chile, el uso de la capacidad instalada sigue siendo intenso, y un mayor dinamismo de la demanda interna podría generar presiones inflacionarias incompatibles con la meta de inflación. Hasta ahora la mayor actividad no ha redundado en un aumento de la inflación, lo que puede explicarse por factores como el aumento de la productividad media del trabajo o una reducción de los márgenes. Sin embargo, la dificultad en determinar la permanencia o transitoriedad de estos fenómenos mantiene vigentes los riesgos de mediano plazo sobre la inflación. Se agrega la sostenida estrechez en el mercado laboral.

Un mayor dinamismo de la demanda interna podría ampliar el déficit de la cuenta corriente, aumentando la vulnerabilidad externa de la economía y enfrentándola a eventuales ajustes costosos. En el pasado, gran parte de las crisis que ha vivido el país han sido precedidas por déficits elevados y persistentes en la cuenta corriente, aumento excesivo del endeudamiento y descalces cambiarios relevantes. Sin embargo, el marco actual de política económica ha avanzado, incorporando una regla que guía la política fiscal y mitiga el impacto en el gasto público tanto de las fluctuaciones del precio del cobre respecto de su valor de largo plazo como de los efectos del ciclo económico. Además, considera una política de flotación cambiaria que hace evidente el riesgo de moneda y permite un ajuste temprano a los cambios abruptos en las condiciones externas. También contempla una adecuada regulación y supervisión financiera que cautela la incubación de riesgos excesivos. Con todo, el Consejo estima que es importante mantener un seguimiento cercano de los factores que están detrás del déficit en cuenta corriente, de modo de evitar que se incuben desequilibrios que afecten el desempeño futuro de la economía.

Como ya se ha señalado, el escenario actual plantea riesgos relevantes con respuestas de política en distinta dirección. Por un lado, aunque sus efectos para Chile han sido tenues, la situación externa es frágil y su desenlace sigue abierto. Economías relevantes presentan signos de debilidad y mantienen políticas monetarias históricamente expansivas. Chile es una economía pequeña y abierta comercial y financieramente, por lo que no será inmune a los sucesos globales. Por otro lado, la solidez de la actividad de la demanda interna mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios de mediano plazo. La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales. 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.

GLOSARIO

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2012). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2012-2014 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente 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: Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2012). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente 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.

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

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

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

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

M2: Considera M1 más depósitos a plazo, depósitos de ahorro a plazo, cuotas

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2012). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2012-2014 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente 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: Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2012). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente 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.

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

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

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

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

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

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

Outright Monetary Transactions (OMT): Programa del Banco Central

Europeo que consiste en la compra ilimitada de bonos soberanos.

PIB a costo de factores: Corresponde al PIB total menos IVA neto recaudado y derechos de importación.

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

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

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

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

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

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

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

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2011: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. 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.

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCB: Índice de precios al consumidor de bienes

IPCNT: Índice de precios al consumidor de no transables

IPCS: Índice de precios al consumidor de servicios

IPCT: Índice de precios al consumidor de transables

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía

IPEC: Índice de percepción económica

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. 2012. *Informe de Estabilidad Financiera*. Segundo semestre.
- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2012. *Global Economics Weekly*. Diciembre.
- 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*. Octubre.
- Deutsche Bank. 2012a. *Asia Economics Monthly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2012b. *Dollar Bloc Weekly*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2012c. *Emerging Markets Monthly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2012d. *Focus Europe*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2012e. *Global Economic Perspectives*. Noviembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2012a. *World Economic Outlook*. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2012b. *Fiscal Monitor*. Abril.
- JP Morgan Chase. 2012. *Global Data Watch*. Noviembre.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
DICIEMBRE 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 Diciembre 2012