

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2015



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2015



CONTENIDO*/

| | |
|---|----|
| PREFACIO | 5 |
| RESUMEN | 7 |
| DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES | 11 |
| I. ESCENARIO INTERNACIONAL | 13 |
| II. MERCADOS FINANCIEROS | 17 |
| III. ACTIVIDAD Y DEMANDA | 21 |
| IV. PRECIOS Y COSTOS | 27 |
| V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN | 31 |
| GLOSARIO Y ABREVIACIONES | 39 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 41 |
| RECUADROS | |
| Evolución del mercado laboral | 25 |
| Expectativas e inversión | 35 |

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 26 de mayo de 2015.

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 27 de mayo de 2015 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 3 de junio de 2015.

El Consejo

RESUMEN

El escenario macroeconómico muestra cambios menores respecto de lo previsto en marzo. La inflación anual descendió entre febrero y abril, pero su nivel sigue por sobre 4%. Tras la publicación del IPoM pasado, las expectativas de inflación privadas para este año subieron en línea con lo contemplado en dicho escenario base. La actividad y la demanda continúan creciendo a un ritmo moderado, con un primer trimestre que fue mejor que lo esperado, pero según los datos más recientes el resto del año será algo menos dinámico que lo estimado previamente. En lo externo, el panorama de crecimiento global tampoco mostró cambios mayores. Destacó el inicio de año más débil en EE.UU. y la consolidación de las mejores perspectivas en Europa. El dólar perdió parte de la fortaleza ganada durante los primeros meses del año, al tiempo que el mercado ha retrasado sus apuestas respecto del inicio del proceso de alza de tasas en EE.UU. No obstante ello, las tasas de largo plazo subieron en esa economía, al igual que en la mayoría de los mercados desarrollados. La mayoría de las materias primas aumentó su precio, en especial el petróleo. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%, sosteniendo el importante grado de expansividad de la política monetaria.

En los últimos meses, la inflación subyacente no ha dado sorpresas importantes y su comportamiento sigue, en gran parte, determinado por el efecto de la depreciación del peso y por la indexación usual de la economía. Con todo, la variación anual del IPC y del IPCSAE sigue por sobre 4% y, al igual que en marzo, en el escenario base de este IPoM se prevé que se ubicará en torno a esa cifra por algunos meses más. A uno y dos años plazo, las expectativas de mercado permanecen en 3% o cerca de ese valor.

En el primer trimestre, la actividad y la demanda interna tuvieron crecimientos anuales levemente superiores a los previstos en marzo. Esto se vio en el consumo privado y público, y en la inversión en construcción y obras, con el consecuente mayor crecimiento de la construcción, el comercio y algunos servicios. Sin embargo, los indicadores de marzo y abril —ventas del comercio, importaciones de bienes de consumo, expectativas de empresas y consumidores, entre otros— y el bajo dinamismo de otras partidas del gasto —como la inversión en maquinaria y equipos y el consumo de bienes durables—, sugieren que la recuperación del crecimiento en lo que resta del año será algo más lenta que lo previsto. Preocupa especialmente que las expectativas sigan en terreno claramente pesimista, situación que, de no revertirse, limitará la recuperación del crecimiento en la segunda parte del año. La evolución del crédito también da cuenta de un débil gasto privado. El incremento anual de las colocaciones de consumo y comerciales sigue acotado, pese a las bajas tasas de interés.

La creación de empleo del sector privado también ha estado acorde con el menor dinamismo de la actividad. La contratación en sectores más sensibles al ciclo, como la industria y la construcción, muestra un débil desempeño en



los últimos meses. Con todo, el mayor aumento del empleo en la agricultura y servicios, especialmente algunos ligados al sector público, ha llevado a que la ocupación total crezca en torno a 1% anual. La tasa de desempleo permanece baja, pues el menor aumento del empleo se combina con un crecimiento también menor de la fuerza de trabajo.

Los salarios nominales siguen creciendo a tasas elevadas, algo por sobre 7%. La evidencia empírica sugiere que su comportamiento refleja, en lo principal, reajustes acordes con la mayor inflación pasada, fenómeno que, si bien es menos intenso que en décadas previas, sigue siendo importante. No obstante, existen riesgos al respecto, tanto por sus efectos sobre la velocidad de convergencia de la inflación, como porque su evolución podría ser reflejo de holguras de capacidad menores que las consideradas en el escenario base.

En el escenario externo, los datos de actividad mundial han exhibido un crecimiento menor en EE.UU. y se han afianzado las perspectivas más positivas en la Eurozona. Si bien los peores datos de EE.UU. del primer trimestre se juzgan principalmente transitorios, el dólar se ha depreciado a nivel global y se ha retrasado el momento en que el mercado espera que la Reserva Federal (FED) comience a ajustar su tasa de referencia. Pese a ello, en el último mes las tasas de interés de largo plazo han aumentado de forma relevante y se ha empujado la curva de rendimiento en EE.UU. y en varias otras economías. Este fenómeno se relaciona, en parte, con el cambio en las perspectivas macroeconómicas —afianzamiento de las expectativas de crecimiento y mayor inflación—, pero también con la descompresión de los bajos premios por plazos asociada a reasignaciones de portafolio. De todos modos, las condiciones de financiamiento externo siguen siendo favorables desde una perspectiva histórica. En Chile, aunque con vaivenes, el peso se ha apreciado en términos nominales y reales. La paridad peso/dólar se ubicó en torno a \$615 al cierre de este IPoM, luego de superar los \$640 durante marzo y llegar a valores cercanos a \$600 en mayo. Al mismo tiempo, el tipo de cambio real (TCR), ha descendido desde niveles del orden de 97 en febrero a cerca de 93 en lo más reciente, cifra que está en torno a sus promedios de los últimos quince a veinte años. Las tasas de interés nominales de largo plazo han tenido movimientos menores que sus similares externos.

En las economías emergentes, el panorama de crecimiento tampoco se aprecia muy distinto del previsto hace unos meses, confirmándose el menor dinamismo de China. América Latina sigue siendo la región que muestra el deterioro más profundo y continuo, lo que se advierte con particular intensidad en Brasil. La inflación se mantiene baja en gran parte de las economías desarrolladas y emergentes, con excepción de América Latina donde persiste elevada. Además, el precio de la mayoría de las materias primas, aunque con vaivenes, se ubica por sobre los niveles registrados al cierre del IPoM de marzo. El del cobre, luego de situarse alrededor de US\$2,9 la libra por unos días, se ubicó más próximo a US\$2,8 al cierre estadístico, mientras el del petróleo WTI está cerca de US\$60 el barril. A esto se contraponen el descenso del precio de los alimentos.

Respecto de las proyecciones, en el escenario base se prevé que este año el PIB crecerá entre 2,25 y 3,25%, rango algo inferior al contemplado en el IPoM pasado. Esta proyección considera que los aluviones en la zona norte y efectos puntuales en faenas relevantes reducen el crecimiento previsto de la minería, con una incidencia en la estimación del PIB anual de una décima a la baja respecto

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

| | 2013 | 2014 | 2015 (f) |
|--|-------------------------------|---------|-----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | |
| PIB | 4,2 | 1,9 | 2,25-3,25 |
| Ingreso nacional | 3,6 | 1,9 | 3,9 |
| Demanda interna | 3,7 | -0,6 | 2,6 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 4,6 | 0,5 | 2,2 |
| Formación bruta de capital fijo | 2,1 | -6,1 | 0,7 |
| Consumo total | 5,5 | 2,5 | 2,7 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 3,4 | 0,7 | 1,3 |
| Importaciones de bienes y servicios | 1,7 | -7,0 | 1,1 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,7 | -1,2 | -0,4 |
| Ahorro Nacional Bruto (% del PIB) | 20,6 | 20,3 | 21,0 |
| Inversión Nacional Bruta (% del PIB) | 24,3 | 21,4 | 21,4 |
| FBCF (% PIB del nominal) | 23,8 | 22,0 | 21,6 |
| FBCF (% PIB del real) | 26,1 | 24,0 | 23,6 |
| | (millones de dólares) | | |
| Cuenta corriente | -10.125 | -2.995 | -1.150 |
| Balanza comercial | 1.820 | 7.767 | 7.700 |
| Exportaciones | 76.477 | 75.675 | 70.600 |
| Importaciones | -74.657 | -67.908 | -62.900 |
| Servicios | -3.402 | -3.757 | -4.250 |
| Renta | -10.730 | -8.857 | -6.200 |
| Transferencias corrientes | 2.187 | 1.851 | 1.600 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

de lo esperado en marzo. Además, como los datos parciales de los últimos meses muestran un dinamismo menor del gasto privado, se anticipa que la recuperación prevista para el segundo semestre ocurrirá a una velocidad inferior a la considerada en marzo. El *Informe de Percepciones de Negocios* de mayo confirma expectativas acotadas sobre el desempeño de los negocios y la inversión en el 2015. Se agrega que el catastro de la CBC sigue indicando una caída del monto de los proyectos para este año respecto del 2014.

En el plano externo, la proyección considera que el crecimiento de los socios comerciales se reduce una décima para el 2015 y el 2016, a 3,3 y 3,7%, respectivamente. Este ajuste responde, en buena parte, a la menor proyección para EE.UU. En la Eurozona, las perspectivas se mantienen, pues los datos del primer trimestre, con diferencias intrazona, no dieron mayores sorpresas. En China y América Latina se reduce el crecimiento, por datos efectivos del primer cuarto y por perspectivas más débiles. Para los términos de intercambio, se sigue estimando que mejorarán respecto del 2014, aunque algo menos que lo considerado entonces. En el escenario base, el precio del cobre será de US\$2,8 el 2015 y US\$2,9 el 2016, mientras el precio promedio del barril de petróleo Brent y WTI será de US\$60 el 2015 y US\$66 el 2016.

La economía chilena ha hecho un importante ajuste en los últimos trimestres, mejorando su posición externa y estableciendo las bases para una recuperación sin desequilibrios. La proyección de este IPoM considera que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante y que la política fiscal seguirá aportando al crecimiento del gasto en concordancia con la regla fiscal y con los objetivos planteados por el Gobierno. También contempla que la depreciación cambiaria acumulada desde el 2013 seguirá dando impulso a los sectores transables más sensibles al tipo de cambio. Además, que el precio de los combustibles, inferior al promedio de años previos, seguirá cooperando con reducir los costos de las empresas y mejorar los ingresos de las familias, más allá de que su efecto sea menor que el esperado hace unos meses.

En cuanto a la inflación, en el escenario base el IPC oscilará en torno a 4% anual por algunos meses más y se estabilizará en torno a 3% durante el 2016. Para el IPCSAE, se espera que durante el 2016 su variación anual se ubique cerca de 3% y fluctúe alrededor de ese valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2017.

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso acumulada en el último año será acorde con sus patrones históricos; que los salarios reales tendrán ajustes según la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Para el TCR se utiliza como supuesto metodológico que, al igual que ahora, fluctuará en la parte alta del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, se considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año.

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

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

| | Prom. 00 - 07 10 - 12 | Prom. 2014 | 2015 (f) | 2016 (f) |
|--|-------------------------------|---------------|-------------|-------------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | |
| Términos de intercambio | 8,2 | 4,2 | -1,4 | 1,3 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,6 | 4,6 | 3,4 | 3,3 |
| PIB mundial PPC (*) | 4,2 | 4,0 | 3,4 | 3,4 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 3,2 | 3,2 | 2,7 | 2,7 |
| PIB desarrolladas PPC (*) | 2,6 | 1,8 | 1,7 | 2,0 |
| PIB emergentes PPC (*) | 7,4 | 5,9 | 4,8 | 4,5 |
| Precios externos (en US\$) | 4,6 | 5,2 | -0,9 | -8,5 |
| | (niveles) | | | |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/lb) | 154 | 368 | 311 | 280 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril) | 44 | 89 | 93 | 57 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barril) | 42 | 101 | 99 | 63 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*) | 366 | 742 | 731 | 536 |
| Labor US\$ (nominal, 90 días) | 3,6 | 0,4 | 0,2 | 0,5 |

(f) Proyección.

(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN

| | 2013 | 2014 | 2015 (f) | 2016 (f) | 2017 (f) |
|--|-------------------------------|------|----------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Inflación IPC promedio | 1,8 | 4,4 | 3,9 | 3,4 | |
| Inflación IPC diciembre | 3,0 | 4,6 | 3,4 | 3,1 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*) | | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 1,2 | 3,6 | 4,1 | 3,1 | |
| Inflación IPCSAE diciembre | 2,1 | 4,3 | 3,2 | 2,9 | |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) | | | | | 2,8 |

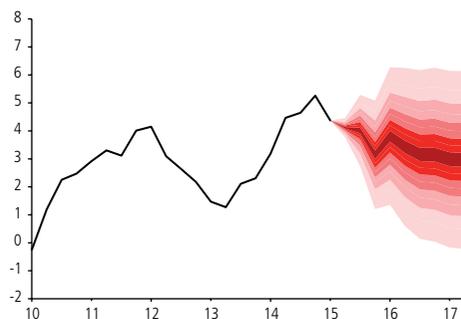
(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2017.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)**

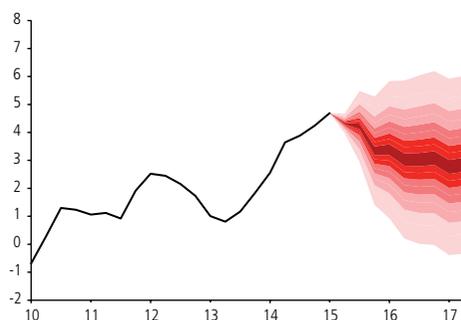
(variación anual, porcentaje)



(*) 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. Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, el escenario base considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año. Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente futura que realiza el Consejo. Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, el escenario base considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año. Fuente: Banco Central de Chile.

En lo externo, las principales fuentes de riesgo se mantienen, aunque se han moderado. Persiste la posibilidad de que eventos puntuales generen episodios de alta volatilidad en los mercados financieros mundiales, afectando el costo de financiamiento, la paridad cambiaria y el panorama de inflación de corto plazo. Por un lado, sorpresas respecto del momento o la velocidad con que la Fed aumentará su tasa de referencia pueden generar fluctuaciones en el precio de los activos. Por otro, persiste el riesgo de que una cesación de pagos en Grecia afecte los mercados financieros globales y el crecimiento de la Eurozona. Si bien estos siguen siendo riesgos relevantes, la capacidad de los grandes bancos centrales para manejar estas situaciones ha mejorado, reduciendo, en cierto grado, la intensidad del impacto negativo de estos eventos. Otra nota positiva es el crecimiento más afianzado en la Eurozona, lo que ha contribuido a configurar un panorama de actividad global más balanceado.

En las economías emergentes, el panorama sigue presentando riesgos relevantes. Si bien parece haberse reducido el riesgo de que la baja de los precios de las materias primas se prolongue, la debilidad de América Latina ha sido mayor y más persistente que la esperada. Esto, en un contexto donde en varias economías continúan los altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. Se mantiene el riesgo de un menor crecimiento de China y sus implicancias en el precio del cobre, aunque su gobierno ha mostrado su capacidad y su deseo de evitar correcciones abruptas en su economía.

En el ámbito local, la recuperación de la economía en la segunda parte del año supone una mejora relevante de los índices de confianza, lo que hasta ahora no ha ocurrido. En la medida en que esta situación se prolongue, es posible que el gasto interno y la actividad no muestren el mayor dinamismo que se espera en el escenario base. Por el contrario, un escenario donde las expectativas mejoren de forma importante permitiría una recuperación más rápida de la actividad, en particular para el 2016.

En relación con la inflación, las presiones son algo menores que las previstas en marzo, por una actividad más baja y por la apreciación del peso. No obstante, en un contexto de inflación elevada por un largo tiempo, de márgenes acotados, de salarios con alto crecimiento, de mayores precios de combustibles y de escenarios de riesgo externo que pueden provocar una depreciación significativa adicional del peso, los riesgos inflacionarios siguen siendo importantes.

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad está equilibrado.

La inflación sigue elevada, aunque ha disminuido en los últimos meses. La actividad interna repuntó en el primer trimestre, pero las perspectivas para la segunda parte del año se han moderado. Como se ha mencionado en otras ocasiones, las políticas monetaria y fiscal han cooperado para sentar las bases hacia una recuperación más consolidada. El dinamismo algo menor de la actividad y la convergencia algo más rápida de la inflación sugieren que, de darse los supuestos del escenario base, la discusión relativa al retiro gradual del impulso monetario podría retrasarse respecto de lo planteado en marzo. Con todo, cambios futuros en la TPM dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: REUNIÓN E IPOM DE MARZO

En la Reunión de marzo, la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3%. Si bien la alta inflación y los riesgos asociados condicionaban el espacio disponible para la política monetaria, la opción de subir la TPM no parecía relevante, considerando que la actividad seguía débil y los riesgos eran a la baja. Además, el mercado laboral debería debilitarse, las expectativas de inflación estaban en 3% a dos años plazo, y las sorpresas inflacionarias parecían estar en gran parte relacionadas con el ajuste cambiario necesario en este ciclo económico. La opción de un recorte adicional no solo parecía innecesaria, sino que inconveniente, por lo que la División Estudios la descartó de plano. En el mercado, la posibilidad de recortes adicionales había desaparecido. Así, el Consejo acordó mantener la TPM en 3%.

En el IPoM de marzo, se destacó que desde fines del 2014, la inflación del IPC había persistido por sobre 4% anual y el escenario base del IPoM de marzo contemplaba además un retorno más lento al rango meta. Las expectativas de mercado también habían subido para el corto plazo, mientras a dos años plazo permanecían en 3%. La dinámica de los precios seguía explicada en gran parte por la depreciación del peso. Sumado a la indexación y un mercado laboral menos holgado, esto había llevado a un aumento de la inflación subyacente (IPCSAE) hasta ubicarla en 4,7% anual en febrero. En la actividad y el gasto las sorpresas habían sido menores, aunque el mayor gasto fiscal y de la actividad transable había contribuido a sostener su crecimiento desde fines del 2014. Los sectores más relacionados con el ciclo económico, como el comercio, la industria y la construcción habían mantenido un bajo desempeño. Si bien las expectativas de los agentes se habían recuperado, permanecían en la zona de pesimismo. Con todo, las perspectivas de crecimiento del PIB en el 2015 no tenían mayores cambios.

El entorno externo y sus riesgos seguían determinados por el inminente proceso de normalización monetaria en EE.UU. Los datos económicos coyunturales de esta economía y la comunicación de la Reserva Federal (Fed) había generado movimientos relevantes en las monedas, incluido el peso chileno. A mediados de marzo, la paridad peso/dólar se cotizó por sobre \$640, para luego alcanzar niveles más cercanos a \$620 al cierre estadístico del IPoM. En tanto, en

otras economías desarrolladas y emergentes, la política monetaria se había vuelto más expansiva. En lo grueso, se había ido cumpliendo el crecimiento previsto para los socios comerciales y la evolución de los términos de intercambio.

En este contexto, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3% y había continuado señalando que cambios futuros en ella dependerían de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

El ciclo de depreciación del peso chileno iniciado el 2013 era particular, pues había sido el más prolongado de la última década, y era uno de los principales factores que explicaban que la inflación se mantuviera por tanto tiempo por sobre 4%. Los datos indicaban que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación había estado en línea con los patrones históricos, aunque en la parte superior de las estimaciones disponibles, situación que se estimaba seguiría en el escenario base. Así, la inflación del IPC se mantendría por sobre 4% por algunos meses más, acercándose a 3% en el curso del 2016. Para el IPCSAE, se anticipaba que se ubicaría en torno a 3% en el 2016 y fluctuaría alrededor de ese valor hasta el fin del horizonte de proyección.

El Consejo mantuvo el rango de crecimiento del PIB para el 2015 (entre 2,5 y 3,5%). En el escenario base se anticipaba que su ritmo de crecimiento sería mayor hacia fines del 2015. El punto crítico seguía siendo el supuesto de una recuperación de las expectativas de agentes privados. También se preveía que la depreciación cambiaría seguiría impulsando la actividad transable y que la baja de los combustibles ayudaría a reducir los costos de las empresas y mejorar los ingresos familiares. La proyección también se basaba en la relevante expansividad de la política monetaria y el mayor gasto fiscal, especialmente en inversión.

En cuanto a los riesgos, se habían agregado algunos elementos externos. En EE.UU., el bajo nivel de sus tasas de largo plazo y el elevado valor bursátil alcanzado podría generar ajustes abruptos de portafolios. En las emergentes, los riesgos seguían relacionados con la baja de los precios de las materias primas, pero en América Latina se había agudizado el panorama, pues los altos déficits fiscales y de cuenta corriente dificultaban y encarecían los ajustes necesarios.



Se mantenía la preocupación por China, al igual que los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y parte de Europa. En contraste, una recuperación más intensa en la Eurozona podría entregar un mayor impulso al mundo y a Chile. Tampoco se podría descartar un mayor efecto del menor precio del petróleo sobre la economía global.

En el ámbito local, el principal riesgo era el panorama de inflación, por la sostenida depreciación cambiaria y su efecto acumulado en los costos. Además, los márgenes parecían más acotados por el alto crecimiento anual de los salarios nominales y el traspaso parcial de los menores precios de los combustibles. Las expectativas de los agentes privados podrían no mejorar lo suficiente para estimular un mayor gasto, especialmente de la inversión. Pero, un repunte con mayor fuerza que la prevista permitiría una recuperación más rápida de la actividad. Lo mismo, si el aumento del ingreso nacional tuviera mayores efectos en el gasto, con cuentas externas holgadas.

El Consejo estimaba que, aunque los riesgos locales se habían moderado, el balance de riesgos para la actividad seguía sesgado a la baja, mientras que para la inflación estaba equilibrado.

REUNIONES DE ABRIL Y MAYO

En abril, las noticias reafirmaban el diagnóstico del IPoM de marzo. En lo externo, la recuperación de EE.UU. parecía sólida, aunque las cifras recientes habían sido algo más débiles y el mercado había retrasado las expectativas de la primera alza de la tasa por parte de la Fed. Esto repercutió en los precios de otros activos: las paridades se habían apreciado; las bolsas habían aumentado y los premios por riesgo habían retrocedido. De todos modos, estos ajustes daban cuenta de la sensibilidad de los precios financieros a las noticias provenientes de EE.UU. y de sus riesgos asociados. En la Eurozona, se había reforzado la visión de una recuperación más consolidada. En las emergentes, resaltaban las noticias más negativas de China. El precio del cobre se había mantenido estable, pero el precio del petróleo había subido y el de algunos alimentos retrocedido.

En el plano local, la principal sorpresa era la menor inflación de marzo, relacionada con algunos alimentos y con la apreciación del peso, elementos altamente volátiles y cuyos movimientos podrían revertirse o intensificarse en los meses siguientes, al igual que los precios internacionales del petróleo. La inflación del IPCSAE, en cambio, había estado en línea con lo anticipado, ratificando el escenario base del IPoM. Las expectativas de mercado a dos años plazo seguían en 3%. Las cifras de actividad y demanda eran coherentes con una tasa de expansión algo por sobre 2% anual, aunque mixtas en cuanto a una mayor velocidad en adelante. En particular, las importaciones indicaban una mayor debilidad en la inversión. Las expectativas de las empresas habían subido y las de los hogares habían disminuido. La tasa de desempleo seguía baja, pero el empleo estaba creciendo a su menor ritmo desde el 2009.

Respecto de la política monetaria, en el IPoM se había comunicado que, de darse el escenario base, lo más probable era que a fines del 2015 o inicios del 2016 sería el momento adecuado para la discusión respecto de la normalización de la política monetaria, ya que a esas alturas habría claridad respecto de la convergencia de la inflación hacia la meta, y el crecimiento de la economía se encaminaría más claramente hacia niveles suficientes para iniciar el cierre de las brechas. Esto, en un contexto donde la política monetaria seguía y seguiría entregando un impulso relevante a la economía. Los datos habían sido coherentes con este análisis y no se requerirían cambios en la tasa en los próximos meses. De este modo, la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3% y el sesgo neutral. El Consejo decidió mantener la TPM en 3%.

En mayo, los antecedentes daban cuenta de un escenario macroeconómico interno y externo que, en líneas generales, era muy similar al previsto en el IPoM de marzo. Por ello, la opción de política monetaria preferida por la División Estudios era también coherente con dicho IPoM. No se consideró relevante expandir el impulso, pues la inflación había estado por sobre el rango de tolerancia por cerca de un año y aún se proyectaba que seguiría en torno a ese valor por algunos meses más. El nivel de expansividad de la política monetaria era alto y las condiciones para que la economía comenzara a crecer con mayor intensidad hacia fines de año seguían vigentes.

La opción de un aumento de la TPM tampoco se consideró relevante. Por un lado, si bien la inflación había sorprendido al alza al mercado en tres de los últimos cuatro meses, la dinámica de la inflación había sido coherente con las estimaciones del Banco, especialmente en lo que se refería a la inflación del IPCSAE. Por otro lado, las noticias en el margen daban cuenta de presiones inflacionarias algo menores: los datos de actividad sugerían una recuperación más lenta del dinamismo durante lo que restaba del año y la apreciación reciente del peso ayudaría a un proceso de convergencia algo más rápido que el estimado previamente. Se sumaba que, en las condiciones vigentes al momento de la Reunión, el riesgo de un desanclaje de expectativas parecía muy bajo. Por una parte, a pesar de que la inflación efectiva y esperada por el mercado para fines de año era alta, las expectativas de mediano plazo habían permanecido estables. Por otra parte, la trayectoria de TPM esperada por el mercado era, en lo esencial, muy similar a la considerada como más probable en el escenario base. Esto, en un contexto donde las expectativas de inflación y de actividad del mercado también eran similares a las del Banco. Finalmente, la opción de un alza se hacía menos relevante en un escenario donde no era descartable que el reciente aumento de tasas largas en muchas economías, y que parecía estar relacionado con una descompresión de premios por plazo, generara presiones alcistas en las tasas largas locales más allá de lo presupuestado en las estimaciones del Banco. En este contexto, el Consejo decidió mantener la TPM en 3%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

El escenario internacional no presenta mayores cambios desde la publicación del IPoM de marzo. Respecto del crecimiento de los socios comerciales, destacan el magro resultado de EE.UU. en el primer trimestre del año, la consolidación de las mejores perspectivas de la Eurozona y un continuo deterioro de la actividad en América Latina, especialmente en Brasil. Las proyecciones de crecimiento mundial se corrigen levemente a la baja, aunque se sigue anticipando que, en promedio, el crecimiento del bienio 2015-2016 será mayor que el del 2014 (gráfico I.1)

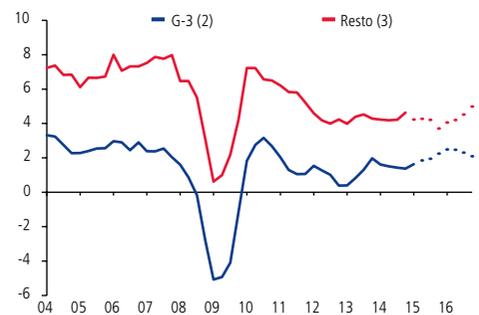
En este contexto y pese a considerarse los datos de EE.UU. como transitorios, el dólar se depreció hasta mediados de mayo a nivel mundial, y las apuestas del mercado para el inicio del alza de tasas por parte de la Reserva Federal (Fed) se retrasaron. A partir de mediados de abril, las tasas de interés de largo plazo aumentaron en varias economías desarrolladas, fenómeno que habría respondido, en parte, al afianzamiento de sus perspectivas de crecimiento y la mayor inflación esperada. Se sumó la descompresión de los bajos premios por plazos, asociada a reasignaciones de portafolios. De cualquier forma, en las últimas semanas este aumento se ha revertido parcialmente. Por lo demás, las condiciones de financiamiento para las economías emergentes siguen siendo favorables desde una perspectiva histórica. También se prevé que los términos de intercambio relevantes para Chile mejorarán levemente en el 2015 respecto del 2014. Así, el impulso externo que recibirá la economía chilena no es muy distinto del contemplado en marzo.

CRECIMIENTO MUNDIAL

En el primer cuarto del 2015, los datos de EE.UU. dieron cuenta de una caída del PIB de 0,7% trimestre a trimestre (t/t) anualizado^{1/}. Sin embargo, este resultado estaría principalmente asociado a factores transitorios, como el crudo invierno y los paros portuarios, manteniéndose la visión de una recuperación sostenida en lo que queda del año. Esto se basa en la continua recuperación del mercado laboral y expectativas de consumidores que, más allá de una caída en los últimos meses, están en niveles superiores a los de un año atrás (gráfico I.2). Con todo, el escenario base ajusta la proyección de crecimiento para EE.UU. en cinco décimas a la baja para el 2015 y en una décima para el 2016 (tabla I.1). De todos modos, no se puede obviar que indicadores coyunturales más recientes, como las ventas minoristas, resultaron más débiles que lo esperado por el mercado, lo que, unido a indicadores del sector inmobiliario con sorpresas mixtas, mantiene abierta alguna interrogante sobre la velocidad de expansión futura de la economía estadounidense.

^{1/} Información publicada con posterioridad al cierre estadístico de este IPoM. En el escenario base, las proyecciones de crecimiento para EE.UU. se realizaron considerando la primera entrega de esta información, que correspondió a un aumento de 0,2% t/t anualizado.

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



(1) Crecimiento ponderado por PPC. Los puntos corresponden a proyecciones: para los G-3 a partir del segundo trimestre del 2015, y para Resto a partir del primer trimestre.

(2) Incluye EE.UU., Japón y Eurozona que equivalen al 78% del PIB de las economías desarrolladas y al 33% del PIB mundial.

(3) Incluye al resto de economías, exceptuando las G-3.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI.

GRÁFICO I.2
EE.UU.: Mercado laboral y confianza de los consumidores
(porcentaje; índice de difusión)



(*) Conference Board. Índice 1985 = 100

Fuente: Bloomberg.



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

| | Prom. 00-07 | Prom. 10-12 | 2013 (e) | 2014 (e) | 2015 (f) | 2016 (f) |
|------------------------------|-------------|-------------|----------|----------|----------|----------|
| Mundo a PPC | 4,2 | 4,0 | 3,1 | 3,4 | 3,4 | 3,7 |
| Mundo a TC de mercado | 3,2 | 3,2 | 2,4 | 2,7 | 2,7 | 3,2 |
| Socios comerciales | 3,6 | 4,6 | 3,5 | 3,4 | 3,3 | 3,7 |
| Estados Unidos | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,4 | 2,5 | 2,9 |
| Eurozona | 2,2 | 1,0 | -0,4 | 0,9 | 1,5 | 2,0 |
| Japón | 1,7 | 2,0 | 1,5 | -0,1 | 1,0 | 1,4 |
| China | 10,5 | 9,1 | 7,7 | 7,4 | 6,9 | 6,5 |
| India | 7,1 | 7,3 | 4,7 | 7,2 | 7,5 | 7,8 |
| Resto de Asia | 5,1 | 5,3 | 3,9 | 3,9 | 4,2 | 4,5 |
| América Latina (excl. Chile) | 3,5 | 4,5 | 2,3 | 1,0 | 0,2 | 1,8 |
| Exp. de prod. básicos | 3,1 | 2,6 | 2,2 | 2,6 | 2,3 | 2,5 |

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimado.

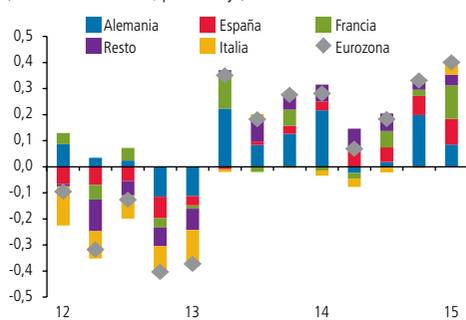
(f) Proyección.

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

En la Eurozona se ha consolidado el proceso de recuperación gradual previsto, al mismo tiempo que se han reducido las diferencias en el desempeño económico entre los países del bloque. Esto ha respondido a que en los últimos meses se han acumulado los efectos de una política monetaria más expansiva, la baja de los costos energéticos y el efecto de la depreciación del euro. De hecho, en el primer cuarto del 2015 la región creció 1,6% t/t anualizado, destacando el mejor desempeño de Italia y Francia, y la continua recuperación de España, que compensaron el menor crecimiento de Alemania (gráfico I.3). Indicadores de actividad más coyunturales, como la producción industrial, las ventas minoristas y las exportaciones son positivas en el agregado, y las expectativas de los gerentes de compras siguen favorables.

En el Reino Unido, el PIB del primer cuarto del año se expandió 1,2% t/t anualizado, bajo lo registrado el trimestre previo, debido a un menor crecimiento de manufactura y servicios financieros y de negocios, junto con una baja en minería y construcción. Japón, en contraste, sorprendió positivamente al mercado en igual período, a lo que habría contribuido el aumento de inventarios y un consumo privado más dinámico. Con todo, la proyección de crecimiento anual para las economías desarrolladas el 2015 pasa desde 2,2% en marzo a 2,0% en este IPoM, principalmente por la menor expansión prevista para EE.UU. Como además el panorama de inflación se ha mantenido contenido en estas economías, en general no se realizaron ajustes a la política monetaria y, si algo, en algunas se postergaron las expectativas de normalización de sus tasas de instancia. Australia fue la excepción, bajando su tasa de referencia en 25 puntos base.

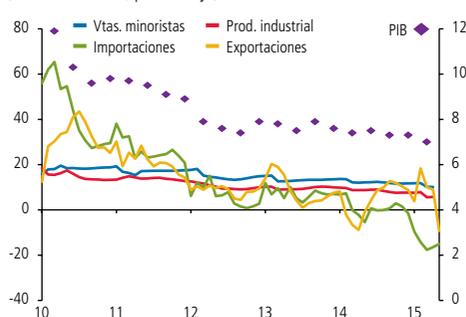
GRÁFICO I.3
Eurozona: Crecimiento del PIB y contribuciones
(variación trimestral, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

En las economías emergentes, el crecimiento continúa desacelerándose. En China, el PIB creció 7% anual en el primer trimestre del 2015 (7,3% en el último del 2014). El ajuste del mercado inmobiliario ha desacelerado la inversión en construcción y actividades relacionadas, y la inversión en manufactura también bajó. Indicadores más coyunturales siguen dando cuenta de una actividad más moderada hacia adelante. Así, las ventas minoristas, la producción industrial y el sector externo continúan disminuyendo sus tasas de expansión (gráfico I.4). Dada la ralentización de la actividad y una inflación que se mantiene por debajo de 1,5% anual desde fines del 2014, las autoridades volvieron a incrementar el estímulo económico y no se descarta que se agreguen nuevos estímulos fiscales y/o monetarios. En el escenario base se considera un crecimiento de 6,9 y 6,5% el 2015 y 2016, respectivamente.

GRÁFICO I.4
Indicadores de actividad de China
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.

Dentro del mundo emergente, América Latina sigue siendo la región que muestra el mayor y más continuo deterioro. Sus proyecciones de crecimiento se han ajustado a la baja de manera importante durante los últimos trimestres (gráfico I.5). Así, mientras en el IPoM de junio del 2014 se esperaba que la región creciera 3% el 2015, en este IPoM la proyección se reduce a 0,2%. Si bien la corrección de proyecciones es generalizada entre países, destaca lo que ha ocurrido en Brasil, donde las expectativas apuntan a que este año la economía tendrá su peor recesión desde 1990. Ello, de la mano de ajustes fiscales y monetarios tendientes a hacer frente a la delicada situación de las cuentas fiscales y la creciente inflación. A ello se suman los efectos de los escándalos de corrupción y de la severa sequía que enfrenta.

En otras economías de la región, las cuentas fiscales siguen siendo un foco de preocupación, especialmente en casos donde, a la vez, se mantienen elevados

déficits de cuenta corriente. Considerando además que el nivel de la inflación en la región es mayor que en otras zonas, el margen de maniobra de las autoridades para el uso de políticas contracíclicas es limitado. En México, el bajo precio del petróleo continúa afectando sus cuentas fiscales, pero el mejor desempeño de EE.UU. en adelante se refleja en el mayor crecimiento previsto para el 2016. Colombia también se ha visto afectada por el menor precio del crudo, con un deterioro en sus términos de intercambio y cuentas públicas, y un aumento del déficit de cuenta corriente. Adicionalmente, recortes del gasto público para contener la inflación implicaron una menor inversión en construcción. En Perú, la maduración del ciclo minero ha desacelerado su actividad, a lo que se añaden problemas políticos y factores climáticos. Con todo, hacia el 2016 y 2017, proyectos mineros en marcha de gran tamaño le permitirían crecer algo más que sus pares de la región. En el caso de Chile, el marco de política fiscal ha sido un ancla relevante de las cuentas públicas y, después de un importante ajuste, las cuentas externas se encuentran en equilibrio^{2/}.

MERCADOS FINANCIEROS

La menor fortaleza de las cifras de actividad de EE.UU. y expectativas de inflación por debajo de 2% anual, llevaron a que el mercado postergara sus perspectivas para el inicio del proceso de alzas de la tasa de instancia por parte de la Fed. Ello ha sido refrendado por la propia comunicación de la autoridad. Así, tanto las expectativas de la Fed como las del mercado apuntan a que la primera alza se daría a fines de año, o incluso a comienzos del próximo (gráfico I.6). No obstante la convergencia de expectativas del mercado con las de las autoridades de la Fed, todavía persisten diferencias importantes respecto de la velocidad de salida esperada.

Comparando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, el nivel de las tasas de interés de largo plazo de los bonos de gobierno aumentó en varias economías desarrolladas. Ello, unido a movimientos más acotados de las tasas de corto plazo, ha empujado las curvas de rendimiento. En principio, es posible atribuir este fenómeno tanto al afianzamiento de las perspectivas de crecimiento en estas economías como a la mayor inflación esperada. Se añade la descompresión de los premios por plazo —que se encontraban muy bajos en el último tiempo—, asociada a reasignaciones de portafolios de inversionistas (gráfico I.7). Considerando la reversión parcial que tuvieron en las últimas semanas, al cierre de este IPoM en Alemania y EE.UU. las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo se ubican algo más de 30 y 20pb por sobre su nivel del cierre del de marzo, respectivamente (gráfico I.8).

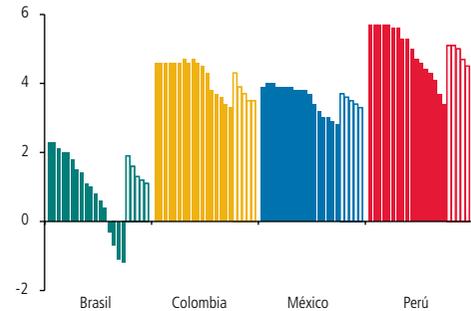
Entre mediados de marzo y mediados de mayo, el dólar se depreció a nivel global, hasta cerca de 4,5% en su punto máximo. A partir de ahí, ha recuperado valor y el nivel de su tipo de cambio multilateral al cierre de este IPoM es similar al vigente al cierre anterior.

El reacomodo de portafolios, junto con la baja volatilidad y acotada aversión al riesgo, ha implicado, en lo grueso, una entrada de capitales hacia economías emergentes, destacando el aumento de flujos de renta fija hacia América Latina y de renta variable hacia Asia (gráfico I.9). En este contexto, Chile colocó deuda soberana por cerca de 1.400 millones de euros. Esto también ha coincido

^{2/} Recuadro I.1, IPoM marzo 2015.

GRÁFICO I.5

Proyecciones de crecimiento 2015 y 2016 (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2015 desde enero del 2014 a la fecha. Las barras no sólidas corresponden a proyecciones para el 2016 desde enero 2015 a la fecha.

Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.6

Primera alza esperada de las tasas de interés *Fed funds* (*)
(mes de primera alza)

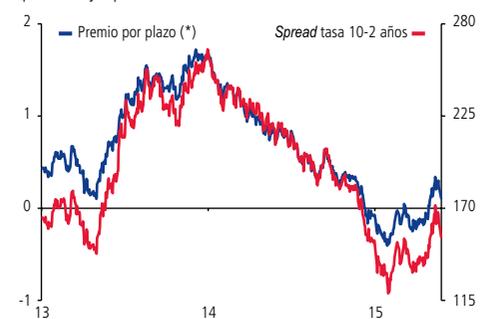


(*) El eje vertical muestra el mes en que se espera ocurra la primera alza de la tasa *Fed funds*.

Fuente: Morgan Stanley.

GRÁFICO I.7

Premios por plazo y *spread* de las tasas de interés nominales en Estados Unidos
(porcentaje; puntos base)



(*) Descomposición basada en Adrian *et al.* (2013)

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Nueva York.



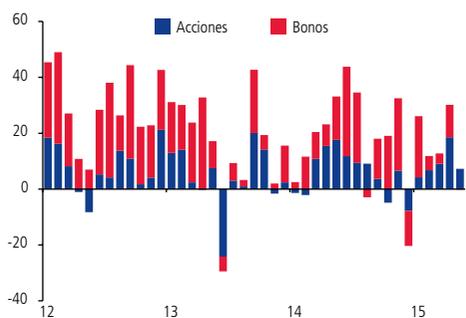
GRÁFICO I.8
Tasas de interés bonos de gobierno a 10 años (*)
(porcentaje)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2015.

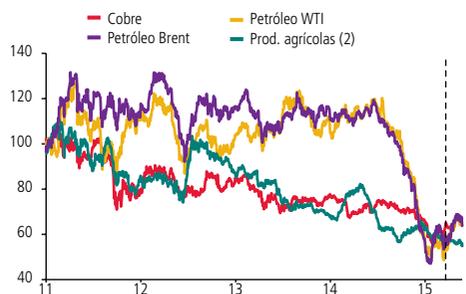
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.9
Flujos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares)



Fuente: Institute of International Finance.

GRÁFICO I.10
Precios de materias primas (1)
(índice enero 2011=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2015.

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

con un aumento generalizado de las bolsas emergentes. En las economías desarrolladas no se observaron mayores cambios (gráfico II.7).

MATERIAS PRIMAS

Respecto de marzo, la mayoría de las materias primas aumentó su precio, especialmente el petróleo, revirtiendo en parte la caída que mostraban desde mediados del 2014 (gráfico I.10). Su alza se relaciona con factores de oferta que coincidieron con la depreciación del dólar y cambios de portafolio de inversionistas hacia activos más líquidos, entre ellos, materias primas.

Considerando el valor de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, el precio del petróleo WTI y Brent aumentó en torno a 30 y 20%, respectivamente, con una reversión parcial en lo último. La baja en la producción de crudo y sorpresas negativas en los inventarios en EE.UU., así como una mayor demanda mundial proyectada por algunos organismos internacionales, habrían incidido en esta trayectoria. Hacia el cierre estadístico de este IPoM, el precio del barril de petróleo estaba en US\$63 y US\$58, el Brent y el WTI, respectivamente. Con todo, el precio del crudo aún se mantiene bajo desde una perspectiva de largo plazo. En el escenario base, el precio promedio proyectado es de US\$60 para el 2015 y de US\$66 para el 2016.

Por su parte, al cierre de este IPoM, el precio del cobre se ubicó en valores similares a los del cierre del IPoM previo, algo por debajo de US\$2,8 la libra. No obstante, durante la primera mitad de mayo estuvo en torno a US\$2,9. Los mayores niveles del último tiempo hacen revisar al alza la proyección de precio del metal para el 2015. Para el 2016, su aumento se basa en la estrechez del mercado. Así, en el escenario base se proyectan precios de US\$2,8 y 2,9 la libra para el 2015 y 2016, respectivamente.

A su vez, los precios de los alimentos han bajado en los últimos meses. Ello se debe, en parte, a un exceso de oferta en los mercados de cereales y lácteos.

RIESGOS DEL ESCENARIO BASE

Uno de los riesgos del escenario base de este IPoM es Grecia, por las implicancias que un desenlace brusco de su situación podría tener en los mercados financieros internacionales. En todo caso, se estima que serían de una duración relativamente corta, y sus efectos en el crecimiento mundial más bien acotados. No obstante, es innegable que la posición de Grecia se ha tornado más compleja y que, más allá de que los mercados financieros estarían preparados para dicho evento, las consecuencias de una cesación de pagos, con una posible salida de Grecia de la Eurozona, son difíciles de precisar. Además, persiste el riesgo asociado a las sorpresas respecto del momento o la velocidad con que la Fed aumentará su tasa de referencia y las fluctuaciones que ello puede generar en los mercados financieros internacionales. Otros riesgos externos provienen de la prolongación de los bajos precios de las materias primas que, aunque atenuada en lo más reciente, complicaría el crecimiento de América Latina. También persiste el riesgo de un menor crecimiento de China y sus implicancias en el precio del cobre, asociado principalmente a la evolución de su sistema financiero y sector inmobiliario.

II. MERCADOS FINANCIEROS

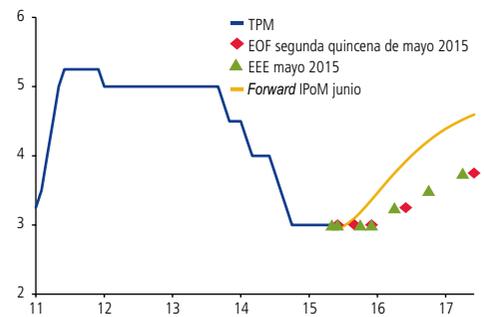
Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

El escenario macroeconómico muestra cambios menores respecto de lo previsto en marzo. La inflación anual descendió entre febrero y abril, pero su nivel continúa por sobre 4%. Tras la publicación del IPoM de marzo, las expectativas de inflación privadas para este año subieron en línea con lo contemplado en dicho escenario base. La actividad y la demanda siguen creciendo a un ritmo moderado, con un primer trimestre que fue mejor que lo previsto, pero según los datos más recientes, el resto del año sería algo menos dinámico que lo estimado en marzo. En lo externo, el panorama de crecimiento global tampoco mostró cambios mayores. Destacó el inicio de año más débil en EE.UU. y la consolidación de las mejores perspectivas en Europa. El dólar perdió parte de la fortaleza ganada durante los primeros meses del 2015, al tiempo que el mercado ha retrasado sus apuestas respecto del inicio del proceso de alza de tasas en EE.UU. No obstante ello, las tasas de largo plazo subieron en esa economía, al igual que en la mayoría de los mercados desarrollados. El cobre y el petróleo aumentaron su precio, en línea con los movimientos de la mayoría de las materias primas. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%, sosteniendo el importante grado de expansividad de la política monetaria y ha señalado que ajustes futuros en la TPM dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

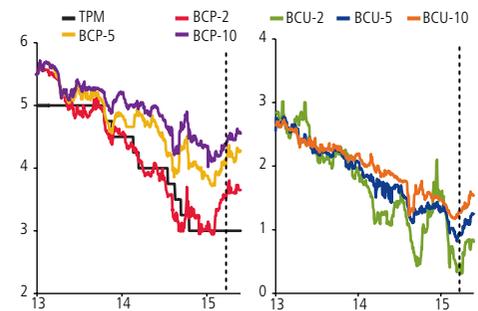
Las encuestas de expectativas de mercado (Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y Encuesta de Operadores Financieros (EOF)) señalan que la TPM iniciaría un proceso de normalización hacia comienzos del próximo. Así, las distintas medidas de expectativas indican que, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,25 y 3,9% (entre 3,0 y 3,6% en el IPoM de marzo) y que, a dos años plazo, lo haría entre 3,75 y 4,6% (entre 3,5 y 4,3% en marzo) (gráfico II.1 y tabla II.1). Respecto de la TPM, el escenario base de este IPoM contempla como supuesto de trabajo, que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año.

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 (*)
(porcentaje)

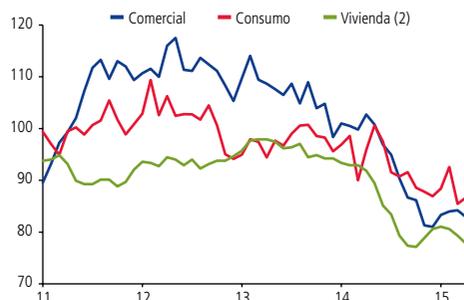


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

Tasa de interés de las colocaciones (1)
(índice 2002-2015=100)



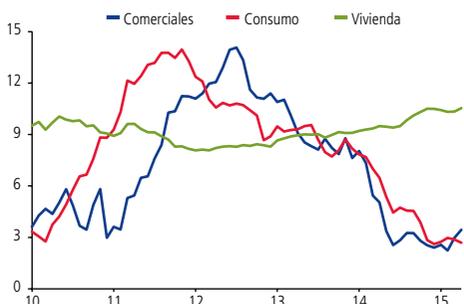
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.

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

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

GRÁFICO II.4

Crecimiento real anual de las colocaciones (*)
(porcentaje)

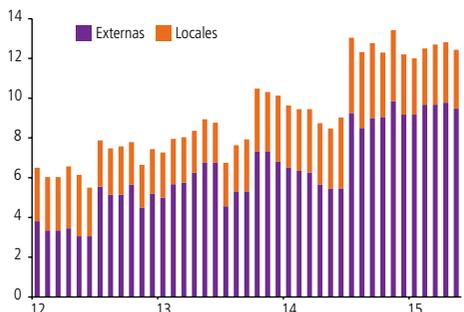


(*) Las cifras de abril del 2015 son provisorias.

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

GRÁFICO II.5

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



(*) Incluye empresas estatales.

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

TABLA II.1

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

| | A diciembre 2015 | | A un año | | A dos años | |
|---------------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | IPoM marzo | IPoM junio | IPoM marzo | IPoM junio | IPoM marzo | IPoM junio |
| EEE (1) | 3,00 | 3,00 | 3,00 | 3,25 | 3,50 | 3,75 |
| EOF (2) | - | 3,00 | 3,13 | 3,25 | 3,50 | 3,75 |
| Curva forward (3) | 3,34 | 3,37 | 3,62 | 3,92 | 4,28 | 4,60 |
| Contratos swaps (4) | 3,21 | 3,22 | 3,39 | 3,52 | 3,94 | 4,01 |

(1) Corresponde a la encuesta de marzo 2015 y mayo 2015.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de marzo y mayo 2015.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés reajustables de los documentos del Banco Central y de la Tesorería, en todos sus plazos, han tenido aumentos del orden de 40 puntos base (pb) en promedio, comparando los diez últimos días hábiles al cierre estadístico de este IPoM y el anterior. Las mayores fluctuaciones se observaron en las tasas de los bonos en UF a dos años plazo (gráfico II.2). Las tasas de interés nominales, en cambio, tuvieron movimientos menores: del orden de 20pb en promedio, en sus distintos plazos. El aumento de las tasas nominales en Chile es menor que lo observado en otras economías. Este comportamiento podría estar relacionado con una mayor demanda por instrumentos de renta fija por parte de los inversionistas institucionales y su elevada participación en ese mercado, como se menciona en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del primer semestre del 2015. Con todo, persiste el riesgo de alzas rápidas de las tasas de interés internas asociadas a eventos de volatilidad financiera internacional o a una mayor descompresión de los premios por plazo. Por lo pronto, la divergencia entre lo que decida la Reserva Federal y lo que espera el mercado respecto del momento o la velocidad con que aumentará su tasa de referencia sigue siendo un importante factor de riesgo, aunque se ha moderado en lo más reciente.

CONDICIONES FINANCIERAS

El costo del crédito sigue en niveles bajos, en parte, como consecuencia de una política monetaria claramente expansiva. Así, este se localiza cerca o en los mínimos de los últimos 10 años. La mayor novedad se anota en las tasas de interés para los créditos de consumo, que bajaron 160pb entre el IPoM previo y este, más que revertiendo el aumento que tuvieron a principios de año (gráfico II.3).

Pese al bajo costo del crédito, el crecimiento real de las colocaciones comerciales y de consumo sigue en niveles reducidos, del orden de 3% anual en abril. Para la vivienda, los préstamos hipotecarios se mantuvieron con alto crecimiento año a año (10,5% en abril) (gráfico II.4). Todo ello es coherente con el panorama económico del gasto interno y el mercado inmobiliario habitacional.

En cuanto a las condiciones de oferta y demanda, según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre del 2015, la demanda por crédito se debilitó y la oferta, si bien en una fracción menor de los bancos, volvió a restringirse. Por el lado de la demanda, aunque con matices, la ECB da cuenta de un debilitamiento tanto de personas como de empresas. La excepción son las solicitudes de las empresas inmobiliarias, que se mostraron más fuertes. En la misma línea, la evaluación general de los consultados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de mayo, considera que el costo del crédito está en niveles bastante bajos. No obstante, varias empresas entrevistadas indicaron que no recurren al endeudamiento pues no tienen proyectos de inversión para ejecutar, situación que es corroborada por los bancos. Estos últimos también mencionaron la dificultad para colocar créditos de consumo, debido a que las personas no desean adquirir más deudas y una buena parte de los créditos cursados siguen siendo para la compra de cartera de clientes que desean reducir su carga financiera.

No obstante, como se señala en el IEF, el endeudamiento total del sector corporativo ha seguido aumentando. En efecto, las colocaciones de bonos en el mercado local y externo se mantuvieron altas en los últimos meses. En todo caso, las empresas declaran como principal propósito de la emisión la reestructuración de pasivos, siendo este el motivo señalado en casi el 75% de los casos en lo que va del 2015, el porcentaje más alto de la última década (gráfico II.5 y capítulo II IEF).

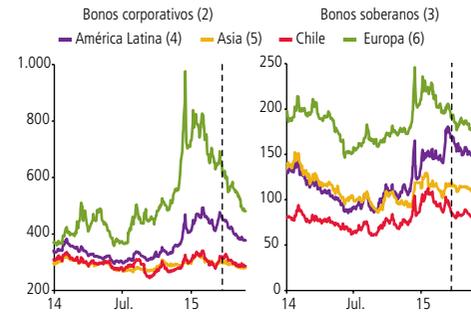
Las condiciones financieras externas se mantienen favorables desde una perspectiva histórica, aunque desde el IPoM previo las tasas de interés de largo plazo de los bonos de gobierno aumentaron, principalmente en las economías desarrolladas. Por otro lado, en las economías emergentes, incluido Chile, se observó una caída generalizada de los premios por riesgo soberano y corporativo (gráfico II.6). Las colocaciones de bonos privados en el exterior por parte de las empresas chilenas también se mantienen dinámicas, en línea con los menores costos del financiamiento externo. En este contexto, se agrega la emisión de deuda soberana de Chile por cerca de 1.400 millones de euros.

En cuanto a los mercados bursátiles, los emergentes han tenido un desempeño favorable en los últimos meses, en línea con la entrada de capitales hacia estas regiones. En este cuadro, el IPSA, medido en moneda local, subió 5% respecto del IPoM previo (gráfico II.7).

En relación con los agregados monetarios, según información disponible a abril, el M1, aunque con vaivenes, redujo su tasa de crecimiento anual nominal a cerca de 13% desde febrero. El M2 aumentó su tasa de variación anual a 8,8% en igual lapso. Mientras, el M3 tuvo una expansión año a año de 9,7% (10,3% en febrero).

GRÁFICO II.6

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

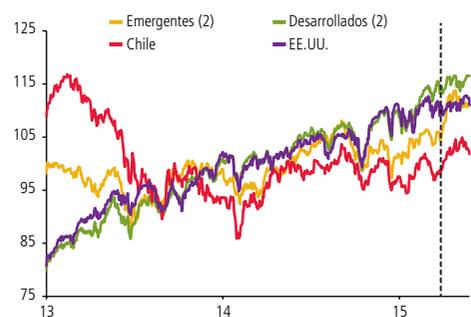


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2015. (2) Medidos por el índice CEMBI. (3) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (4) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. (6) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.7

Mercados bursátiles (1) (índice 2013-2015=100)



(1) Los datos están medidos en moneda local. Para Chile considera el IPSA y para EE.UU. el DJIA. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2015.

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

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.8**

Tipo de cambio nominal (1)
(variación acumulada, porcentaje)

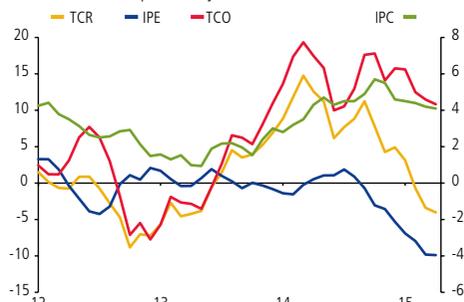


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. Economías emergentes y monedas con tipo de cambio flotante según "Statistical Handbook", Moody's mayo 2012. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.9

TCR y sus determinantes (*)
(variación anual, porcentaje)

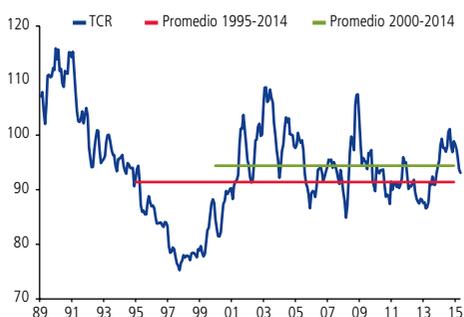


(*) Considera información hasta abril del 2015.

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

GRÁFICO II.10

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



(*) Cífra de mayo del 2015 incluye información hasta el día 26.

Fuente: Banco Central de Chile.

TIPO DE CAMBIO

El peso chileno, aunque con vaivenes, se apreció. Luego de alcanzar niveles por sobre \$640 por dólar durante marzo y llegar a valores en torno a \$600 en mayo, se ubicó cerca de \$615 al cierre de este IPoM. En esta evolución incidieron, principalmente, los movimientos del dólar estadounidense y el aumento del precio del cobre. La apreciación del peso chileno fue mayor que la de sus pares. Así, desde el IPoM anterior, el peso se apreció algo por sobre 5% respecto del dólar, en tanto la medida multilateral, descontado el dólar (TCM-X) lo hizo en 3,3% (gráfico II.8 y tabla II.2).

TABLA II.2

Paridades respecto del dólar estadounidense (1) (2)
(porcentaje)

| País | Variación TCN | |
|---------------|-------------------------|-----------------------|
| | IPoM Jun.15/IPoM Mar.15 | Spot/ mínimo del 2013 |
| Brasil | -5,1 | 62,2 |
| Turquía | 0,4 | 51,0 |
| Colombia | -5,6 | 44,7 |
| Sudáfrica | -2,2 | 42,9 |
| Indonesia | 0,2 | 37,5 |
| Australia | -2,4 | 37,0 |
| Rep. Checa | -3,6 | 35,5 |
| Suecia | -3,2 | 34,8 |
| Hungría | -2,4 | 34,4 |
| Chile | -5,1 | 30,7 |
| México | 0,0 | 27,7 |
| Polonia | -4,7 | 27,0 |
| Eurozona | -3,8 | 26,9 |
| Canadá | -3,7 | 26,5 |
| Perú | 1,9 | 24,2 |
| Malasia | -2,7 | 22,5 |
| Nueva Zelanda | 1,5 | 19,4 |
| Tailandia | 2,4 | 17,7 |
| Israel | -3,4 | 11,8 |
| Suiza | -5,3 | 7,7 |
| Reino Unido | -4,7 | 7,6 |
| Rep. Corea | -2,5 | 4,9 |

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.
(2) Calculado a partir del promedio de los últimos diez días al cierre estadístico de cada fecha indicada.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En este escenario, el tipo de cambio real (TCR) cayó en torno a 3% desde el cierre estadístico del IPoM anterior. En ello se ha conjugado, además de la apreciación multilateral, un descenso más marcado del Índice de Precios Externos (IPE) medido en dólares, en razón de la caída anual del precio del petróleo en los mercados internacionales, y el moderado retroceso de la inflación anual interna, que todavía se encuentra en niveles elevados (gráfico II.9). Así, con el nivel del tipo de cambio nominal, las paridades y precios correspondientes, se estima que el TCR de mayo se ubicaría en torno a 93 en su medida 1986=100, nivel que se localiza en medio de los valores que ha registrado en promedio en los últimos 15 a 20 años (gráfico II.10). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR, al igual que ahora, fluctuará en la parte alta del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

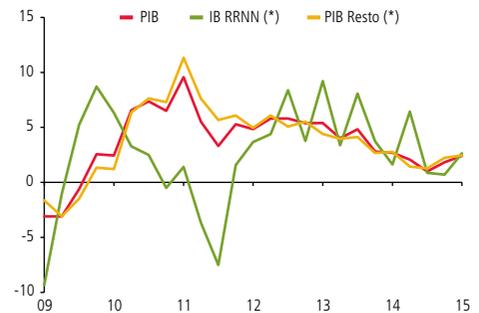
Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la demanda y la actividad, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

En el primer trimestre del 2015, la actividad tuvo un crecimiento anual de 2,4%, cifra superior a la del segundo semestre del 2014 y también algo por encima de lo previsto en el escenario base del IPoM de marzo (gráfico III.1). Por sectores, se observaron diferencias relevantes. Los aluviones en el norte y tareas de mantenimiento en importantes faenas provocaron un crecimiento de la actividad minera inferior al esperado. Por su lado, el sector de servicios siguió siendo el de mejor desempeño. La construcción y el comercio, en concordancia con un gasto privado que se aprecia poco dinámico, mostraron tasas de crecimiento anuales reducidas, aunque el gasto del primer trimestre, levemente mayor a lo esperado, le dio algo más de impulso a estos sectores (tabla III.1). Datos de fines del primer trimestre y principios del segundo siguen exhibiendo debilidad, y su recuperación se prevé será algo más lenta que lo contemplado en marzo. En contraste, el gasto público ha proveído un impulso relevante a la actividad. En el escenario base de este IPoM se estima que el PIB del 2015 crecerá entre 2,25 y 3,25% anual (2,5-3,5% en marzo).

Descontadas las existencias, la demanda interna aumentó 1,3% anual en el primer trimestre, tasa algo menor que la del cuarto anterior, pero ligeramente por sobre lo esperado. Con todo, el crecimiento del gasto sigue reflejando un dinamismo acotado, especialmente si se le compara con las tasas de expansión registradas hasta el primer semestre del 2013. El consumo de gobierno siguió entregando un importante impulso al gasto interno en el primer trimestre, con una tasa de expansión que fue similar a la de fines de año (tabla III.2).

El consumo privado sigue mostrando tasas de crecimiento anual acotadas, por debajo del crecimiento agregado de la economía: 1,6% en el primer cuarto. En este resultado incidió un consumo de bienes no durables algo más elevado. El desempeño del resto de los componentes del consumo privado siguió siendo débil, especialmente los bienes durables (gráfico III.2). En el primer trimestre del año, este último volvió a reducir su expansión anual: -5,1%. Por el lado de la actividad, coherentemente con el panorama del consumo privado, se aprecia una mayor fragilidad en el sector comercio. Este moderó su crecimiento, reduciendo su tasa de variación anual a 0,1% en el primer trimestre del 2015. En particular, las ventas minoristas de bienes durables (IVCM) registraron una caída superior a la del trimestre previo (-5,1% anual versus -4% el anterior). Cifras más coyunturales dan cuenta de que la debilidad del consumo ha proseguido en lo más reciente. En abril, las ventas de automóviles nuevos se

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



(*) 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. 2014 | 2014 | | | | 2015 |
|--------------------------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | I | II | III | IV | I |
| Agropecuaria-Silvícola | 2,7 | 2,9 | -5,6 | -3,4 | 4,9 | 8,5 |
| Pesca | 0,3 | 21,8 | 34,0 | 10,7 | 3,4 | -13,5 |
| Minería | 11,2 | 1,2 | 4,8 | -0,0 | -0,4 | 3,3 |
| Industria | 11,3 | 0,2 | -0,7 | -0,7 | -0,1 | -0,6 |
| EGA | 2,3 | 1,3 | 9,4 | 3,4 | 5,7 | 1,5 |
| Construcción | 7,3 | 3,1 | 1,1 | -1,4 | 3,2 | 2,0 |
| Comercio | 8,0 | 2,2 | -0,4 | -0,2 | 0,7 | 0,1 |
| Restaurantes y hoteles | 1,8 | 1,0 | 0,3 | 0,9 | 0,9 | 2,1 |
| Transportes | 4,2 | 3,4 | 1,5 | 1,3 | 3,1 | 1,3 |
| Comunicaciones | 1,8 | 7,6 | 7,5 | 5,7 | 5,8 | 9,4 |
| Servicios Financieros | 5,1 | 3,9 | 2,2 | 2,2 | 3,6 | 3,1 |
| Servicios Empresariales | 13,9 | 3,4 | 2,1 | 1,2 | 0,9 | 1,6 |
| Propiedad de Vivienda | 5,2 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Servicios Personales (2) | 11,7 | 3,4 | 3,7 | 4,6 | 3,9 | 3,8 |
| Administración Pública | 4,6 | 3,3 | 3,0 | 2,7 | 5,4 | 3,7 |
| PIB Total | 100,0 | 2,7 | 2,1 | 1,0 | 1,8 | 2,4 |
| PIB Resto (3) | 77,5 | 2,8 | 1,4 | 1,3 | 2,2 | 2,4 |
| PIB RRNN (3) | 13,9 | 1,6 | 6,4 | 0,9 | 0,7 | 2,6 |

(1) Cifras preliminares.

(2) Incluye educación, salud y otros servicios.

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2
Demanda interna (1)

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

| | Pond. | 2014 | | | | 2015 |
|------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | 2014 | I | II | III | IV |
| Demanda Interna | 98,5 | -0,1 | -0,9 | -1,5 | 0,0 | 1,3 |
| Demanda interna (s/ve Existencias) | 99,1 | 2,1 | -0,2 | -1,4 | 1,5 | 1,3 |
| Formación Bruta Capital Fijo | 22,0 | -4,9 | -7,8 | -12,1 | 0,5 | -1,7 |
| Construcción y otras obras | 14,9 | 3,0 | 0,1 | -1,6 | 2,2 | 1,1 |
| Maquinaria y Equipo | 7,2 | -19,3 | -21,4 | -29,6 | -3,1 | -7,4 |
| Consumo Total | 77,1 | 4,4 | 2,3 | 2,0 | 1,8 | 2,2 |
| Consumo Privado | 64,2 | 3,9 | 2,2 | 1,9 | 1,0 | 1,6 |
| Bienes Durables | 6,2 | 3,6 | -1,5 | -3,9 | -4,6 | -5,1 |
| Bienes No Durables | 26,4 | 4,1 | 1,2 | 1,6 | 0,6 | 2,1 |
| Servicios | 31,6 | 3,7 | 3,6 | 3,3 | 2,7 | 2,5 |
| Consumo Gobierno | 12,9 | 8,2 | 2,6 | 2,3 | 5,5 | 5,6 |
| Variación de existencias (2) | -0,6 | 0,0 | -0,2 | -0,3 | -0,6 | -0,6 |
| Exportación Bienes y Servicios | 33,8 | 4,1 | -0,4 | -2,6 | 1,7 | 1,4 |
| Importación Bienes y Servicios | 32,3 | -4,7 | -9,4 | -9,8 | -3,9 | -2,0 |
| PIB Total | 100,0 | 2,7 | 2,1 | 1,0 | 1,8 | 2,4 |

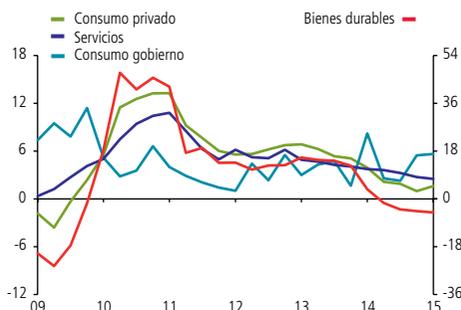
(1) Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Consumo

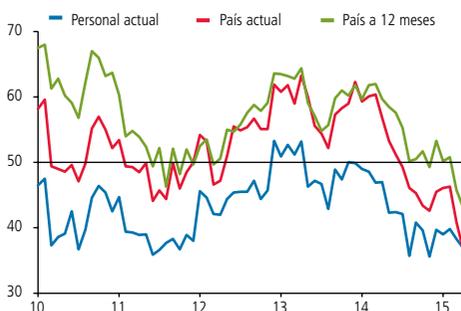
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
IPEC: Expectativas de los consumidores sobre la situación económica (*)

(serie original)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.

mantuvieron bajas. Además, las importaciones de bienes de consumo de marzo y abril se sostuvieron en niveles reducidos en términos desestacionalizados y continúan mostrando una variación anual negativa, similar al del primer trimestre^{1/}.

Los fundamentos del consumo, en general, muestran debilidad. Por un lado, las expectativas de los consumidores (IPEC) no solo no han mejorado como se esperaba, sino que se han deteriorado en los últimos meses, ubicándose en lo más reciente bajo 40. La caída se relaciona principalmente con la peor evaluación de la situación país, toda vez que la evaluación de la situación personal tuvo un descenso menos acentuado (gráfico III.3). Todo ello se condice con la información recopilada en el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de mayo, donde las empresas señalan una mayor cautela por parte de los consumidores al momento de realizar compras o endeudarse. De hecho, las colocaciones de consumo mantienen un dinamismo reducido, pese a que las tasas de interés son bajas. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre del 2015 da cuenta de que la demanda por financiamiento se debilitó, mientras que la oferta volvió a restringirse aunque en una fracción menor de los bancos.

En lo grueso, la evolución del mercado laboral ha sido coherente con el ciclo de actividad. El crecimiento del empleo sigue por debajo de los valores de fines del 2014, ubicándose en torno a 1% anual. De hecho, en febrero alcanzó la menor tasa de crecimiento anual desde la crisis global del 2009 (0,6%) (gráfico III.4). Por componentes, destaca la caída del empleo por cuenta propia, mientras que el crecimiento anual del empleo asalariado, típicamente de mejor calidad, supera lo registrado desde principios del 2014. El crecimiento de este tipo de empleo sigue determinado, en parte importante, por el incremento de la ocupación en los rubros agrícola y servicios, especialmente algunos ligados al sector público. En efecto, descontados estos sectores, el empleo asalariado se observa débil, en rubros más ligados al estado del ciclo económico, como la construcción y la industria (gráfico III.5).

El menor crecimiento del empleo ha ido acompañado de una menor expansión de la fuerza de trabajo, con lo que la tasa de desempleo se ha mantenido en cifras similares a las de meses previos: 6,1%. Otras fuentes, como los datos publicados por la Universidad de Chile para el Gran Santiago, dan cuenta de una tasa de desempleo en aumento. En la medición de marzo, el desempleo fue de 6,8% (6,1% en el medición del INE para la Región Metropolitana), valor por sobre lo registrado, tanto a fines del 2014 (6,5%) como en marzo del año pasado (6,3%).

Por su parte, el crecimiento anual de los salarios nominales, según sus distintas medidas, se mantuvo por sobre 7% en los últimos meses, mientras que los reales aumentaron a valores cercanos a 3%, estos últimos impulsados por la gradual reducción de la inflación observada desde diciembre. La evolución de los salarios ha sido, sin duda, un elemento de preocupación en los últimos meses. La evidencia empírica sugiere que su elevada tasa de crecimiento anual

^{1/} Posterior al cierre estadístico de este IPoM, el INE publicó nuevas cifras sectoriales y del mercado laboral. Estas no alteran el análisis considerado en el capítulo.

se explica principalmente por el efecto de la inflación pasada vía indexación, la cual si bien hoy es menor que en décadas pasadas, sigue siendo relevante (Recuadro III.1). Explicaciones alternativas, por ejemplo basadas en menores holguras en el mercado del trabajo, parecen menos coherentes con el estado cíclico de la economía, sin embargo no pueden ser descartadas de plano, por lo que su seguimiento en los próximos meses será importante para establecer potenciales riesgos para la evolución de la inflación.

Con todo, desde principios de año, la tasa de variación anual de la masa salarial real no ha variado mayormente. Eso sí, el aporte del crecimiento de los salarios reales ha aumentado, en desmedro del de la creación de empleo (gráfico III.6).

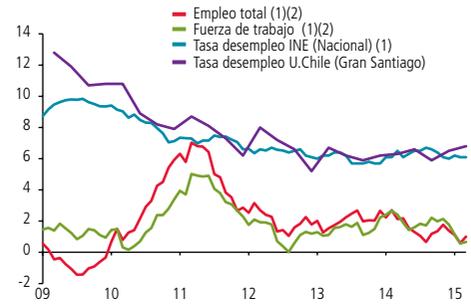
En el primer trimestre, la inversión total mostró una tasa de expansión anual negativa (gráfico III.7). Dentro de esta, el componente de construcción y obras sigue siendo el que entrega mayor soporte. De hecho, y pese a que su tasa de variación anual en el primer trimestre fue menor a la del cuarto previo (1,1 vs 2,2%), su crecimiento resultó algo mayor que lo anticipado en el IPoM anterior. El buen comportamiento de construcción y obras estaría ligado, en parte, a la elevada inversión pública, que, de acuerdo con la información de la Dirección de Presupuestos, creció en torno a 14,2% real anual en el primer trimestre (7,4% en el 2014). Para los trimestres venideros, se sigue estimando que la inversión pública será el principal empuje de este componente de la inversión. Por su parte, el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de marzo continuó indicando una caída del monto de los proyectos privados para este año en relación con el 2014. No obstante, se revisó al alza la inversión prevista para el período 2016-2018.

Coherente con la evolución de esta parte de la inversión, la actividad de la construcción también disminuyó su expansión anual en el primer cuarto, pero tuvo un crecimiento algo por sobre lo previsto en marzo dado el mejor desempeño del sector de vivienda residencial. En cuanto a las viviendas nuevas, como se señala en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del primer semestre, la actividad del sector inmobiliario se mantuvo dinámica con precios que continúan creciendo. Además, los despachos de materiales y de cemento (CChC) en niveles muestran cierto repunte en los últimos meses. Con todo, en términos de variación anual continúan débiles, al igual que la creación de empleo del sector construcción.

De este modo, la caída anual de la inversión total en el primer trimestre se originó por el resultado negativo del componente de maquinaria y equipos, cuya variación anual se ubicó en -7,4% (-3,1% el cuarto trimestre del 2014). Los datos más coyunturales continúan mostrando debilidad en este componente. Las importaciones de bienes de capital de marzo y abril se mantuvieron en niveles bajos, y en términos anuales mostraron tasas de crecimiento negativas.

Otro factor que explica el bajo dinamismo de la inversión privada es el hecho que las expectativas de las empresas siguen siendo pesimistas. La confianza empresarial, medida por el IMCE sin minería, detuvo la recuperación que mostró a comienzos de año, con lo que sigue ubicándose por debajo del valor neutral, y de su promedio histórico en todos los sectores (gráfico III.8). En los rubros del comercio y la industria, este indicador cae por el debilitamiento

GRÁFICO III.4
Mercado laboral
(porcentaje)

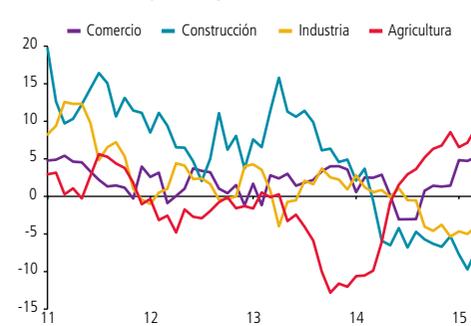


(1) Series empalmadas por el Banco Central con la variación mensual en marzo del 2010.

(2) Variación anual.

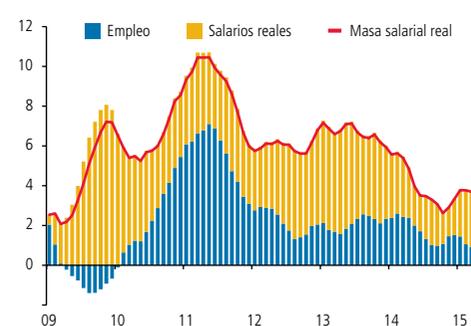
Fuentes: Universidad de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

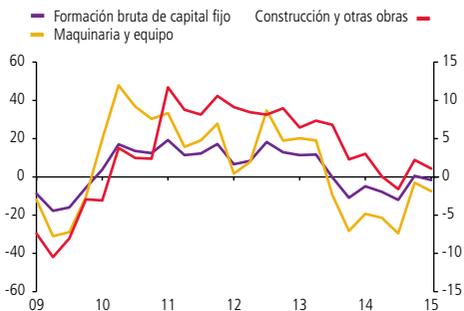
GRÁFICO III.6
Masa salarial real (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

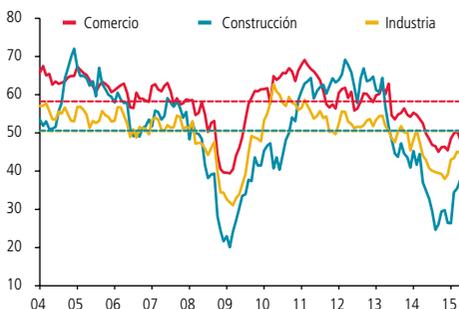
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.7
Formación bruta de capital fijo
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

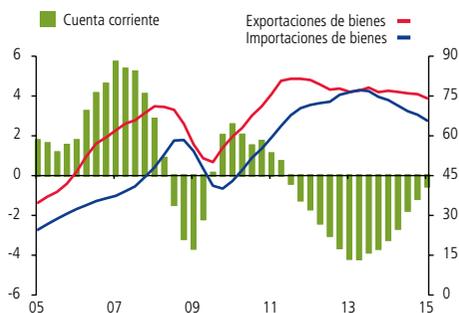
GRÁFICO III.8
IMCE (1)(2)
(índice)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
(2) Líneas punteadas corresponden al promedio para el período 2004-2015 de cada sector.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

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



(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

de las perspectivas actuales y futuras. En la construcción, en tanto, el menor pesimismo se asocia al mejor panorama de las inmobiliarias. Por su parte, la gran mayoría de los entrevistados en el marco del IPN de mayo señalaron que sus planes de inversión para el año se concentrarán solo en la reposición habitual del capital, igual que en el 2014. Asimismo, llama la atención que, si bien una buena parte de los consultados reportó que en el primer trimestre los resultados de sus empresas fueron mejores que en el 2014 y también que lo esperado, ello no ha elevado sus expectativas para lo que resta del 2015. El comportamiento de la inversión, al igual que el del consumo, sigue apoyado por condiciones financieras que son muy favorables desde un punto de vista histórico y que no son muy distintas a las que prevalecían en el IPoM anterior. De hecho, el costo del crédito sigue en niveles bajos, en parte, como consecuencia de una política monetaria claramente expansiva.

En cuanto a la demanda externa, el volumen de las exportaciones de bienes registró un crecimiento algo menor en el primer trimestre del año (3,3% anual vs 3,6% el previo). Ello, debido principalmente a una contracción de los envíos mineros, pero también por un menor crecimiento anual de las exportaciones industriales, en tanto las agrícolas aumentaron respecto de trimestres previos. Datos disponibles a abril muestran que los envíos, en términos de valor, presentan una tasa de crecimiento anual negativa para los sectores industrial, agropecuario y minero. El menor volumen de las exportaciones mineras registradas en lo que va del año se debe a tareas de mantenimiento en importantes faenas y al temporal ocurrido en el norte a fines de marzo de este año. Las importaciones siguieron mostrando una trayectoria decreciente, acordes con las tendencias que ya se han descrito para el consumo y la inversión.

El menor gasto interno repercutió en una reducción del déficit de la cuenta corriente. Así, luego de haber registrado déficits cercanos a 4% del PIB hace dos años, en el primer trimestre del 2015 el saldo acumulado de la cuenta corriente disminuyó a -0,5% del PIB en el último año móvil (-1,2% en el cuarto anterior) (gráfico III.9). El escenario base considera un saldo de la cuenta corriente para el 2015 levemente deficitario. Medido a precios de tendencia^{2/}, la cuenta corriente tendrá un déficit algo superior al del 2014 (cercano a 2%), pero bastante por debajo de sus registros de años previos.

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

RECUADRO III.1

EVOLUCION DEL MERCADO LABORAL

La actividad y la demanda interna han mostrado una desaceleración importante durante el último tiempo, con tasas de expansión anual menores que en años previos. Pese a ello, la tasa de desempleo se ha mantenido en niveles bajos y el crecimiento anual de los salarios se ha acelerado, alcanzado niveles altos, que, además, se han sostenido en el tiempo. Esta aparente contradicción entre las cifras del mercado laboral y la dinámica del producto ha generado cierta preocupación, toda vez que podría ser reflejo de holguras en la economía menores a las estimadas en el escenario base y, por tanto, tener un efecto negativo en la trayectoria de convergencia de la inflación. En este Recuadro se revisan antecedentes que permiten entender de mejor manera la evolución de algunas variables del mercado del trabajo y que sustentan la visión del escenario base descrito en este IPoM. En lo grueso, este considera que la evolución del mercado laboral es coherente con el ciclo de actividad.

Tasa de desempleo

Un primer elemento a considerar en el análisis de la tasa de desempleo es que los cambios demográficos ocurridos en las últimas décadas han alterado la tasa de desempleo de largo plazo. Como muestran Albagli y Barrero (2015), la composición etárea de la fuerza de trabajo ha cambiado considerablemente. En particular, la importancia relativa de los trabajadores entre 15 y 24 años ha caído desde casi 20% a principios de los noventa a 12% en el 2014, mientras que la importancia de los mayores de 50 años ha aumentado desde 20,3% a 34,3% en el mismo lapso. Dado que usualmente la tasa de desempleo de los más jóvenes es más alta que la de los mayores, este cambio de composición podría explicar una disminución de la tasa de desempleo de largo plazo; cambio que los autores estiman podría ser de hasta 1,4 puntos porcentuales^{1/}.

A lo anterior se añade que, en lo más reciente, el crecimiento de la fuerza de trabajo ha sido bajo. Este comportamiento

está asociado en parte importante a un aumento significativo de los retiros por jubilación, que, como es de esperar, están concentrados en la población de más edad. El resto de los grupos etárea ha mantenido un comportamiento normal, aunque con algunos cambios llamativos en su composición. En particular, dentro del grupo de menores de 25 años se observa un importante aumento de las personas que no estudian ni tienen deseos de trabajar, en desmedro de los que no participan en el mercado laboral por estar estudiando.

Crecimiento del empleo

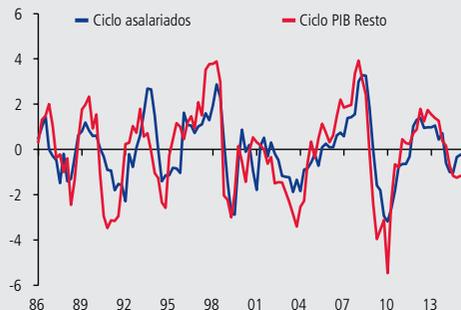
Respecto del empleo, como lo destaca Barrero *et al* (2015), existe una fuerte correlación entre el empleo asalariado total y la evolución del PIB resto (gráfico III.10). Sin embargo, en lo más reciente se observa que el menor crecimiento de la actividad resto ha estado acompañado de un crecimiento mayor a lo esperado del empleo asalariado. Estas divergencias, si bien no son la tónica, se han observado varias veces en el pasado. En el caso más reciente, responde, en buena parte, al disímil incremento que ha tenido el empleo asalariado privado y público, con este último aumentando a tasas mayores en los últimos trimestres^{2/} (gráfico III.11). Se agrega a lo anterior que el empleo asalariado privado se ha visto afectado positivamente por la baja base de comparación del empleo agrícola, que tuvo un pobre desempeño en la temporada 2013/14, asociado a las heladas que afectaron la actividad. De hecho, el crecimiento del empleo asalariado privado no agrícola ha sido casi nulo en los últimos trimestres (gráfico III.11). Más aún, cuando se analizan otros sectores incluidos en el empleo asalariado privado cuya evolución está más ligada al estado del ciclo económico —por ejemplo, la construcción y la industria— se observa una pérdida de puestos de trabajo en el último año.

^{1/} Más detalles en Recuadro III.1, IPoM marzo 2015.

^{2/} La calificación de empleado público es autoreportada por quienes contestan la Nueva Encuesta Nacional de Empleo del INE y corresponde mayormente a ocupados en la administración pública y servicios de salud y enseñanza. Fuentes alternativas de información, como la Encuesta de Empleo de la Universidad de Chile, la Asociación Chilena de Seguridad y los datos de la Dirección de Presupuestos confirman un aumento del empleo en el sector público.

GRÁFICO III.10

Ciclo empleo asalariado y actividad resto (*)
(desviación respecto de la tendencia; puntos porcentuales)

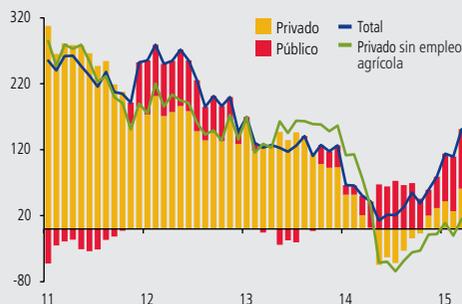


(*) El cálculo de la tendencia se realiza a través del un filtro Hodrick-Prescott.

Fuente: Barrero *et al* (2015).

GRÁFICO III.11

Empleo asalariado privado y público
(diferencia anual, miles de personas)



Fuente: Barrero *et al* (2015).

Más formalmente, Barrero *et al* (2015) estiman una demanda por trabajo y evalúan los residuos de la ecuación, concluyendo que los cambios de corto plazo en el empleo asalariado total —considerando el empleo agrícola y algunas categorías de empleo público— son coherentes con la evolución de la actividad.

Crecimiento de los salarios

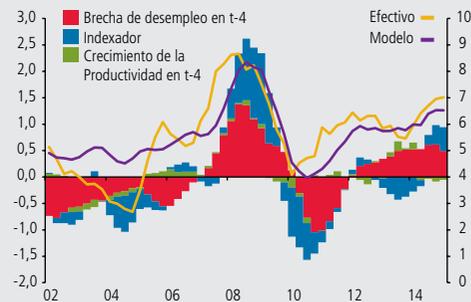
Respecto de la evolución de los salarios, Barrero *et al* (2015) analizan los determinantes detrás de su evolución estimando diferentes curvas de Phillips para los salarios. De ellas se obtienen dos conclusiones. Primero, el aumento de la tasa de crecimiento anual de los salarios en el último año —desde 6,0 a 7,1% el IREM entre el primer trimestre del 2014 y el mismo período del 2015— es explicado en su gran mayoría por la indexación a la inflación pasada. Segundo, si se comparan los niveles de crecimiento de los salarios

con su comportamiento promedio de la última década y media, se encuentra que el mayor crecimiento observado en los últimos meses es explicado en partes iguales por el nivel del desempleo y la indexación (gráfico III.12). Esto, cuando se corrige por los cambios estructurales en la tasa de desempleo natural en línea con el trabajo de Albagli y Barrero (2015) antes comentado.

Es importante notar, como se ha señalado con anterioridad, que hoy la indexación salarial sigue siendo relevante, aunque es claramente menor que en la década de los noventa, principalmente después de la instauración del esquema de metas de inflación a comienzos de los dos mil^{3/}. En el escenario base de este IPoM se proyecta que el crecimiento anual de los salarios disminuirá en lo venidero, en concordancia con la trayectoria de la inflación.

GRÁFICO III.12

Crecimiento anual del IREM y desvíos respecto del promedio 2001-2014
(puntos porcentuales; variación anual)



Fuente: Barrero *et al* (2015).

Comentarios finales

De este modo, aunque la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos desde una perspectiva histórica y la tasa de crecimiento de los salarios nominales es alta, el escenario base considera que, en lo esencial, el mercado laboral ha tenido un comportamiento acorde a sus fundamentales. No obstante, escenarios de riesgo donde la evolución del mercado laboral sea reflejo de holguras de capacidad menores que las consideradas en el escenario base no son del todo descartables.

^{3/} Más detalles en Recuadro IV.1, IPoM septiembre 2013.

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

El panorama de inflación no ha tenido mayores cambios en los últimos meses. La variación anual del IPC y del IPCSAE continúa elevada y se sigue previendo que oscilará en torno a 4% por algunos meses más. Con todo, ha disminuido respecto de fines del 2014 e inicios del 2015, alcanzando en abril valores de 4,1 y 4,3% el IPC y el IPCSAE, respectivamente (4,4 y 4,7% en febrero). Relativo a lo previsto en el escenario base de marzo, las sorpresas fueron de menor magnitud y se concentraron en algunos alimentos. La inflación subyacente — IPCSAE — estuvo en línea con lo anticipado en marzo, y continúa mayormente determinada por los efectos de la depreciación del peso, así como por la indexación habitual por inflación pasada a la que está sujeto este componente. En este contexto, y en línea con las proyecciones publicadas en el IPoM de marzo, las expectativas privadas de inflación para plazos más inmediatos subieron respecto del cierre del IPoM pasado. Al mismo tiempo, las expectativas de mediano plazo —dos años— persisten en 3% (gráfico y tabla IV.1).

TABLA IV.1

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

| | IPC | Alimentos | Energía | IPCSAE | IPCSAE Bienes | IPCSAE Servicios |
|---------------|-----|-----------|---------|--------|---------------|------------------|
| 2012 Promedio | 3,0 | 7,7 | -0,4 | 2,2 | -1,1 | 4,6 |
| 2013 Ene. | 1,6 | 5,3 | -2,7 | 1,1 | -2,3 | 3,5 |
| Feb. | 1,3 | 3,7 | 0,1 | 0,8 | -2,5 | 3,1 |
| Mar. | 1,5 | 3,1 | 1,2 | 1,1 | -2,3 | 3,5 |
| Abr. | 1,0 | 3,8 | -3,5 | 0,8 | -2,4 | 2,9 |
| May. | 0,9 | 4,9 | -6,5 | 0,9 | -2,4 | 3,1 |
| Jun. | 1,9 | 6,3 | 0,7 | 0,8 | -2,4 | 2,9 |
| Jul. | 2,2 | 5,7 | 4,1 | 0,9 | -2,2 | 2,9 |
| Ago. | 2,2 | 5,1 | 3,3 | 1,2 | -2,0 | 3,3 |
| Sep. | 2,0 | 3,2 | 3,0 | 1,4 | -1,6 | 3,4 |
| Oct. | 1,5 | 2,8 | -1,6 | 1,6 | -1,2 | 3,4 |
| Nov. | 2,4 | 4,5 | 1,5 | 1,8 | -0,9 | 3,7 |
| Dic. | 3,0 | 4,9 | 5,5 | 2,1 | -0,5 | 3,8 |
| 2014 Ene. | 2,8 | 4,4 | 3,2 | 2,4 | -0,2 | 4,1 |
| Feb. | 3,2 | 5,6 | 3,8 | 2,5 | 0,0 | 4,3 |
| Mar. | 3,5 | 5,7 | 5,1 | 2,7 | 0,4 | 4,3 |
| Abr. | 4,3 | 6,4 | 6,6 | 3,5 | 1,2 | 5,1 |
| May. | 4,7 | 6,6 | 8,8 | 3,8 | 1,8 | 5,1 |
| Jun. | 4,3 | 5,7 | 7,1 | 3,6 | 1,7 | 4,9 |
| Jul. | 4,5 | 6,2 | 7,4 | 3,7 | 1,8 | 4,9 |
| Ago. | 4,5 | 6,7 | 4,1 | 4,0 | 2,3 | 5,2 |
| Sep. | 4,9 | 8,3 | 5,3 | 3,9 | 2,3 | 5,0 |
| Oct. | 5,7 | 10,2 | 8,8 | 4,1 | 2,7 | 5,0 |
| Nov. | 5,5 | 8,7 | 7,7 | 4,3 | 2,7 | 5,3 |
| Dic. | 4,6 | 8,9 | -2,0 | 4,3 | 2,7 | 5,3 |
| 2015 Ene. | 4,5 | 9,5 | -8,1 | 4,8 | 3,8 | 5,4 |
| Feb. | 4,4 | 8,8 | -7,3 | 4,7 | 4,0 | 5,1 |
| Mar. | 4,2 | 8,0 | -7,6 | 4,6 | 3,9 | 5,1 |
| Abr. | 4,1 | 8,0 | -5,5 | 4,3 | 3,6 | 4,7 |

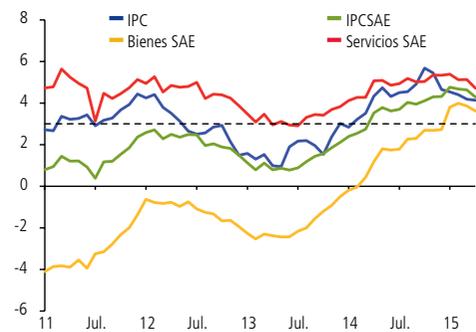
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

GRÁFICO IV.1

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



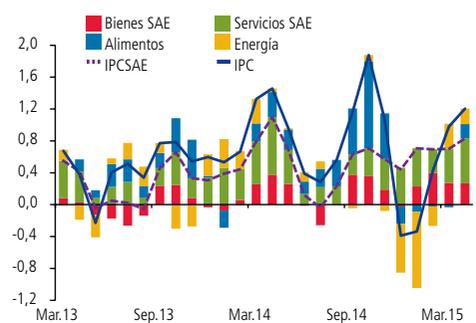
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

GRÁFICO IV.2

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

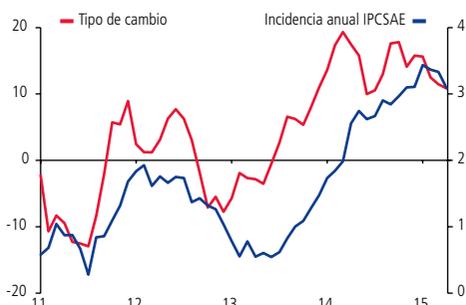


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.3**Tipo de cambio nominal e incidencia del IPCSAE en la inflación anual (*)**

(variación anual, porcentaje; puntos porcentuales)



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

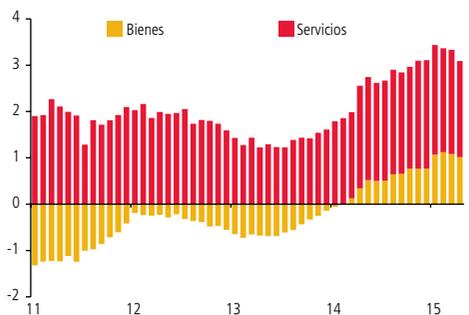
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Entre marzo y abril, el IPC acumuló 1,2 puntos porcentuales (pp) de incremento (0,4pp entre enero y febrero). A diferencia de lo observado en el IPoM previo, todos sus componentes incidieron positivamente en ese período, determinado en algunos casos por un aumento estacional de precios —en particular de elementos de las categorías servicios SAE y alimentos—. En detalle, la incidencia del IPCSAE fue de algo más de 0,8pp, cifra en la que el aporte de los servicios sigue prevaleciendo. El alza acumulada de este subgrupo pasó de 0,3 a 0,6pp de contribución al IPC entre los bimestres finalizados en febrero y abril. La incidencia de los bienes del IPCSAE en la inflación disminuyó levemente en ese lapso, alcanzando 0,3pp en el bimestre marzo-abril. Por su parte, los alimentos y la energía revirtieron el retroceso acumulado en el IPoM previo, con especial notoriedad en el caso de este último (gráfico IV.2).

La depreciación que el peso ha acumulado a partir de mayo del 2013 continúa siendo el principal elemento detrás del aumento que ha tenido la inflación, en buena parte por su influencia en la medida subyacente (gráfico IV.3). Desde junio de ese año a la fecha, la contribución del IPCSAE al IPC anual subió de 0,5pp a algo más de 3pp. De todas formas, son los servicios del IPCSAE los de mayor incidencia en el IPC, dada su importancia en la canasta y su inflación habitualmente más alta (gráfico IV.4). Dentro de este subgrupo, el aporte de aquellos ítems cuyos precios son indexados por la inflación pasada explica poco menos de la mitad de su incidencia en el IPC anual (gráfico IV.5). Desde el cierre estadístico de marzo, destacó la contribución del arriendo y de los diversos servicios de educación y salud, que a abril en conjunto agregaron cerca de 0,9pp a la inflación anual.

GRÁFICO IV.4**Incidencia de los bienes y servicios del IPCSAE en la inflación anual (*)**

(puntos porcentuales)



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

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

El subconjunto de servicios SAE cuyos valores dependen directamente de los movimientos cambiarios han disminuido su contribución a la inflación desde el IPoM de marzo. Con todo, más allá del impacto de la reciente apreciación del peso, existen otros determinantes importantes de estos precios. En el transporte aéreo, la caída de las tarifas en los últimos meses —que cuenta entre las bajas más significativas de este subgrupo desde el cierre estadístico anterior— se explica en buena parte por una menor demanda estacional. Adicionalmente, algunos factores han tenido efectos contrarios a los del descenso del tipo de cambio, como el aumento del precio internacional del petróleo y variables idiosincrásicas. Por ejemplo, en abril hubo alzas importantes en el transporte interurbano, debido a la presencia de dos fines de semana largos en el mes.

El aporte de los bienes del IPCSAE al IPC anual, que desde mediados del 2013 había mostrado un alza sostenida, bajó levemente luego del cierre estadístico de marzo. Esta cifra aún refleja el impacto de la depreciación del peso sobre el costo de los productos importados. Asimismo, da cuenta de los ajustes derivados de la Reforma Tributaria.

En cuanto a los componentes más volátiles de la inflación, a diferencia de lo presentado en IPoM previos, en los dos últimos meses la variación de los precios de los alimentos ha estado más ligada a aquellos distintos de frutas y verduras frescas. En particular, las carnes, los lácteos y el pan mostraron variaciones inesperadas, y en su mayoría de signo contrario entre marzo y abril. Aunque no hay claridad total al respecto, los efectos de la sequía en la zona centro-sur del país podrían tener alguna relación con la evolución de estos

precios —dada sus implicancias para la oferta inmediata de leche y carne—, así como el comportamiento de sus símiles externos. Al respecto, los precios de los alimentos en el mercado internacional han tenido una caída importante en los últimos trimestres y su nivel actual es cerca de 20% inferior al de marzo del 2014 (Índice FAO). Su traspaso a los precios internos está determinado por varios elementos, entre otros la depreciación del peso y las condiciones de oferta en el mercado nacional. En la medida en que estos precios internacionales continúen bajos o profundicen su descenso, no se puede descartar un mayor efecto en la inflación local. Por su lado, las frutas y verduras frescas deshicieron su aporte negativo, principalmente de la mano de factores estacionales, sin dar cuenta de movimientos inusuales (gráfico IV.6).

Los precios de la energía tuvieron un marcado aumento en marzo y abril, período en el cual este componente acumuló 0,19pp de contribución en el IPC (-0,24pp en el bimestre terminado en febrero). Este aporte provino casi en su totalidad del subgrupo de combustibles, de la mano del alza internacional del precio del petróleo. Desde mediados de marzo, el Brent ha aumentado cerca de 20%. En línea, y dada su alta ponderación en la canasta, la gasolina fue el producto que más incidió (0,18pp) (gráfico IV.7). Los precios de los contratos futuros proyectan un nivel más alto para el petróleo que el considerado en el IPoM de marzo. Aun así, el escenario base no modifica mayormente las perspectivas para la inflación de los combustibles, toda vez que la reciente apreciación del peso y el ajuste de los parámetros del mecanismo de estabilización del precio de los combustibles (MEPCO) efectuado en abril han compensado, en parte, ese incremento^{1/}. Las tarifas eléctricas, en tanto, tuvieron una contribución prácticamente nula desde el IPC de marzo.

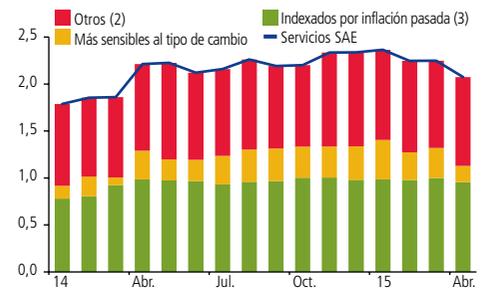
La evolución de las remuneraciones también es un factor a considerar a la hora de evaluar el panorama de inflación en lo venidero. Esta ha sido, sin dudas, un elemento de preocupación en los últimos meses. Según sus distintas medidas, la expansión anual de los salarios nominales se mantuvo por sobre 7% desde el IPoM anterior, mientras los reales aumentaron a valores cercanos a 3% anual en línea con la baja gradual que viene mostrando la inflación desde diciembre (gráfico IV.8). La evidencia empírica sugiere que el incremento de estas tasas de crecimiento anual se explica principalmente por el impacto de la inflación pasada vía indexación, la que si bien hoy es menor que en décadas pasadas continúa siendo significativa (Recuadro III.1)^{2/}. No obstante su evolución parece coherente con el estado de la economía, existen riesgos al respecto, tanto por sus efectos sobre la velocidad de convergencia de la inflación, como porque su evolución podría ser reflejo de holguras de capacidad menores que las consideradas en el escenario base.

Otro factor de riesgo presente en el escenario de inflación es la evolución de los márgenes. Según la información refrendada por muchas de las empresas entrevistadas en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de mayo, estos permanecen estrechos, en parte por el incompleto traspaso de

^{1/} El número de semanas retroactivas en el cálculo del componente histórico del petróleo Brent pasó de 8 a 26. Así, la referencia intermedia consideró precios más bajos para el crudo. Para mayor detalle, ver informe semanal del MEPCO del 2 de abril del 2015, Comisión Nacional de Energía.

^{2/} Véase Recuadro IV.1, "Salarios e Indexación", IPoM septiembre 2013.

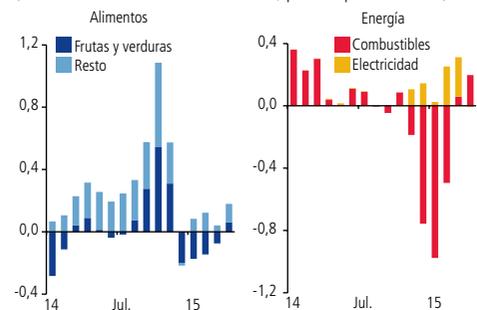
GRÁFICO IV.5
Incidencia de los servicios SAE en la inflación anual por componentes (1)
(puntos porcentuales)



- (1) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.
(2) Corresponde a servicios de alimentación, cuidado personal, financieros, recreación, vestuario, vivienda y otros.
(3) Corresponde a servicios de arriendo, educación, salud, seguro y revisión técnica del automóvil, y tarifas reguladas.

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

GRÁFICO IV.6
Incidencias en la inflación mensual de alimentos y energía (*)
(acumulada en dos meses móviles, puntos porcentuales)



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

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

GRÁFICO IV.7
Precio semanal de la gasolina (*)
(índice 2013-2015=100)

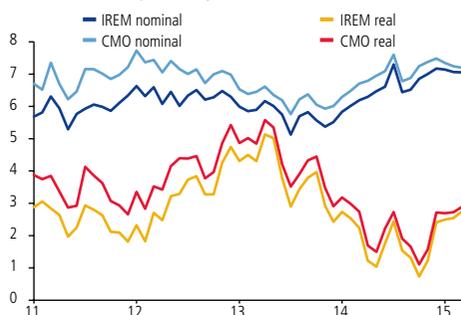


- (*) A partir de agosto del 2014, la CNE publica el precio de paridad en pesos, por lo que desde entonces se pasa a dólares utilizando el promedio del TCO de las últimas dos semanas previas al dato.

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

**GRÁFICO IV.8****Salarios (*)**

(variación anual, porcentaje)

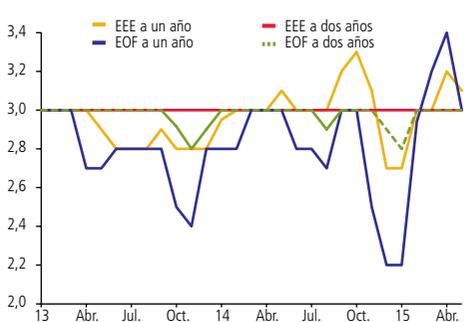


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.9**Expectativas de inflación (*)**

(variación anual, porcentaje)



(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, excepto para mayo 2015, donde se considera la encuesta de la segunda quincena.

Fuente: Banco Central de Chile.

la depreciación del peso y por condiciones de mercado que no permiten su ampliación. En lo principal, los encuestados aducen la alta competencia o la debilidad de la demanda como un impedimento para la transmisión íntegra del alza de los costos al precio final. Al respecto, la apreciación del peso, más allá del efecto inmediato en algunos precios, también reduce las presiones sobre los márgenes y mitiga algo de los riesgos para la inflación. De todas maneras, el escenario es incierto en este sentido y los riesgos siguen siendo elevados, tomando en cuenta los altos niveles de volatilidad cambiaria de los últimos meses.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En los últimos meses, la inflación ha evolucionado prácticamente en línea con lo considerado en el IPoM previo. Las expectativas privadas, en tanto, aumentaron para los plazos más cercanos, coherentemente con un ajuste hacia el escenario de inflación publicado en marzo. Así, para diciembre de este año, la inflación esperada en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasó de 3,2% en marzo a 3,5% en mayo.

Para plazos más extensos, uno y dos años, las expectativas de inflación se han mantenido en torno a 3%. A un año plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y la EEE siguieron una trayectoria similar. Estas subieron luego del IPoM anterior —en línea con las mayores proyecciones de inflación contenidas en ese escenario base— y se devolvieron a medida que el peso se apreció. Con ello, la EOF de la segunda quincena de mayo cerró en 3% y la EEE de ese mes en 3,1%. Para igual plazo, los seguros de inflación también se sitúan cerca de 3% al cierre estadístico actual. A dos años plazo, las expectativas contenidas en ambas encuestas permanecen en 3% (gráfico IV.9).

En el escenario base, el Consejo estima que la variación anual del IPC oscilará en torno a 4% por algunos meses más. En el curso del cuarto trimestre, su variación anual tendrá fluctuaciones significativas, dadas las altas y disímiles bases de comparación del período de octubre a diciembre del 2014. Así, es posible que temporalmente la inflación se ubique bajo 3% anual y luego suba por sobre ese valor. En el escenario base cerrará el 2015 en 3,4% anual. La inflación subyacente no se verá afectada por estos vaivenes, y se espera que finalice el año en 3,2% anual.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

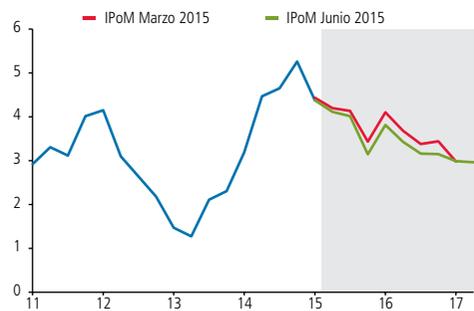
ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

El escenario macroeconómico ha evolucionado de acuerdo con lo previsto en marzo, por lo que no hay grandes cambios en las proyecciones contenidas en este IPoM. Con todo, se prevé que la inflación tendrá una convergencia algo más rápida al 3%, considerando la apreciación del peso y una actividad algo menos dinámica en lo que queda del año. En términos del crecimiento del PIB proyectado para el 2015, el rango se ajusta levemente tomando en cuenta los efectos de los aluviones en el norte, factores puntuales en la minería y antecedentes que señalan un dinamismo algo menor en lo más reciente. El escenario base de este IPoM también contempla un impulso externo muy similar al de marzo, con algunos ajustes en el crecimiento de los socios comerciales, reflejo principalmente de las cifras efectivas del primer trimestre, y tasas externas más altas en los mercados financieros internacionales.

El escenario base contempla que la inflación tendrá una trayectoria algo por debajo de lo considerado en marzo. Como se ha mencionado en otras ocasiones, el principal factor explicativo para el aumento de la inflación subyacente en los últimos trimestres ha sido la depreciación del peso, fenómeno que se ha revertido parcialmente. Considerando el rezago con el que el tipo de cambio afecta a la inflación local, los efectos de esta apreciación se reflejarán con más fuerza en las cifras del IPCSAE de la segunda parte del año. En el caso del IPC, la mencionada apreciación cambiaría compensa parcialmente el aumento de los precios internacionales de los combustibles. De este modo, el IPC oscilará en torno a 4% anual por algunos meses. En el curso del cuarto trimestre, su variación anual tendrá fluctuaciones significativas, dadas las altas y disímiles bases de comparación del período de octubre a diciembre del 2014. Así, es posible que temporalmente la inflación se ubique bajo 3% anual y luego suba por sobre ese valor. En diciembre del 2015 se ubicará en 3,4%, dos décimas menos que lo proyectado en marzo. Posteriormente, se estabilizará cerca de 3% durante el 2016. Para el IPCSAE, se espera que durante el 2016 su variación anual se ubique en torno a 3% y fluctúe alrededor de ese valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2017 (gráficos V.1 y V.2 y tabla V.1).

GRÁFICO V.1

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

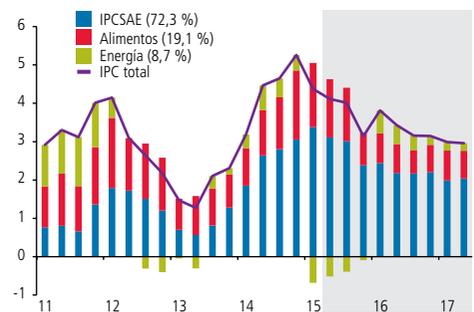


(*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.2

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



(1) El área gris, a contar del segundo trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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

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



TABLA V.1

Inflación

| | 2013 | 2014 | 2015 (f) | 2016 (f) | 2017 (f) |
|--|-------------------------------|------|----------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Inflación IPC promedio | 1,8 | 4,4 | 3,9 | 3,4 | |
| Inflación IPC diciembre | 3,0 | 4,6 | 3,4 | 3,1 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*) | | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 1,2 | 3,6 | 4,1 | 3,1 | |
| Inflación IPCSAE diciembre | 2,1 | 4,3 | 3,2 | 2,9 | |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) | | | | | 2,8 |

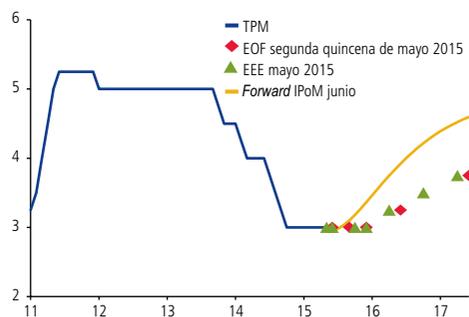
(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2017.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3

TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2

Supuestos del escenario base internacional

| | Prom. 00-07 | Prom. 10-12 | 2014 | 2015 (f) | 2016 (f) |
|---|-------------------------------|-------------|------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Términos de intercambio | 8,2 | 4,2 | -1,4 | 1,3 | -0,2 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,6 | 4,6 | 3,4 | 3,3 | 3,7 |
| PIB mundial PPC (*) | 4,2 | 4,0 | 3,4 | 3,4 | 3,7 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 3,2 | 3,2 | 2,7 | 2,7 | 3,2 |
| PIB desarrolladas PPC (*) | 2,6 | 1,8 | 1,7 | 2,0 | 2,4 |
| PIB emergentes PPC (*) | 7,4 | 5,9 | 4,8 | 4,5 | 4,9 |
| Precios externos (en US\$) | 4,6 | 5,2 | -0,9 | -8,5 | 1,0 |
| | (niveles) | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/lb) | 154 | 368 | 311 | 280 | 290 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril) | 44 | 89 | 93 | 57 | 63 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barril) | 42 | 101 | 99 | 63 | 70 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 366 | 742 | 731 | 536 | 552 |
| Libor US\$ (nominal, 90 días) | 3,6 | 0,4 | 0,2 | 0,5 | 1,3 |

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso acumulada en el último año será acorde con sus patrones históricos; que los salarios reales tendrán ajustes según la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Para el TCR, se utiliza como supuesto metodológico que, al igual que ahora, fluctuará en la parte alta del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, se considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año (gráfico V.3).

El impulso externo que recibirá la economía chilena es muy similar al de marzo. Los socios comerciales seguirán proveyendo un impulso creciente en el 2015 y 2016, aunque su tasa de crecimiento es una décima menor a lo proyectado en el IPOM previo. Los principales ajustes a la baja se deben a cifras efectivas del primer trimestre más débiles en EE.UU. y América Latina. Los términos de intercambio también serán similares a lo considerado en marzo, lo que, en todo caso, ello implica una mejora respecto del 2014 (tabla V.2).

En el escenario base se prevé que este año el PIB crecerá entre 2,25 y 3,25%, rango algo inferior al estimado en el IPOM pasado (tabla V.3). Esta proyección considera que los aluviones en la zona norte y efectos puntuales en faenas relevantes reducen el crecimiento estimado de la minería, con una incidencia en la estimación del PIB anual de una décima a la baja respecto de lo esperado en marzo. Además, como los datos parciales de los últimos meses muestran un dinamismo menor, se anticipa que la recuperación prevista para el segundo semestre ocurrirá a una velocidad inferior a la considerada en marzo. El *Informe de Percepciones de Negocios* de mayo confirmó expectativas acotadas respecto del desempeño de los negocios y la inversión en el 2015. Se agrega que el catastro de la CBC siguió indicando una caída del monto de los proyectos para este año respecto del 2014. Además, las expectativas de consumidores y empresas siguen en terreno pesimista.

Esta proyección considera que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante y que la política fiscal seguirá aportando al crecimiento del gasto en concordancia con la regla fiscal y con los objetivos planteados por el Gobierno. También contempla que la depreciación cambiaría acumulada desde el 2013 seguirá dando impulso a los sectores transables más sensibles a esta variable. Además, que el precio de los combustibles, inferior al promedio de años anteriores, continuará cooperando a reducir los costos de las empresas y mejorar los ingresos de las familias, más allá de que su efecto sea menor que el esperado hace unos meses.

Por el lado del gasto, aunque respecto de lo proyectado en marzo no hay mayores cambios a nivel agregado, sí los hay en términos de sus componentes. Se prevé que el consumo total será algo más dinámico, en particular el público. Ello, en consideración de las cifras del primer trimestre y del incremento de la ejecución presupuestaria. En el consumo privado se contraponen un dinamismo algo mayor del consumo habitual con un durable que ahora se proyecta tendrá una contracción. Esto último debido a la falta de repunte de las importaciones de este tipo de bienes y de las expectativas.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) comenzará a revertir la contracción que tuvo el 2014, aunque respecto de marzo, se ajusta a la baja. Esto último, especialmente porque ahora se prevé una caída de su componente de maquinaria y equipos, mientras que la construcción se ajusta levemente al alza. El cambio en la proyección del primero se condice con la debilidad de las importaciones de bienes de capital y con la sorpresa negativa que significó la información del primer trimestre, mientras que la mejor cifra para la construcción es coherente con datos coyunturales de construcción habitacional más dinámicos. Con todo, los antecedentes apuntan a que la inversión pública crece a tasas elevadas (en torno a 14,2% real anual en el primer trimestre, de acuerdo con la Dipres). De este modo, considerando los ajustes del crecimiento de la FBCF y del crecimiento del PIB, la relación entre ambos será de 23,6 y 21,6% en términos reales y nominales, respectivamente, muy similar a lo previsto en marzo.

En cuanto al sector externo, el escenario base considera que en el 2015 las exportaciones tendrán una expansión superior a la del 2014, considerando el impulso que provee la depreciación cambiaria de los últimos años a los sectores transables. Sin embargo, respecto de marzo hay un importante ajuste a la baja de las exportaciones de bienes y servicios. Este se condice con un dinamismo algo menor que el anticipado en los sectores de recursos naturales, especialmente minería. A ello se suma el efecto contable en el registro de las exportaciones derivado de cambios de propiedad de empresas de transporte. Las importaciones, luego de haberse contraído 7% el 2014, tendrán una expansión de 1,1% este año, como reflejo del mayor crecimiento de la demanda interna.

El escenario base considera que el ahorro nacional bruto pasará de 20,3% del PIB en el 2014 a 21,0% en el 2015, principalmente por un mayor ahorro privado. El incremento del ahorro también se refleja en que el déficit de cuenta corriente seguirá reduciéndose este año. Así, se prevé que, después de haber registrado déficits cercanos a 4% del PIB hace dos años, el 2015 la cuenta corriente será levemente deficitaria. Medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit será algo superior al del 2014 (cercano a 2%), pero bastante por debajo de sus registros de años previos.

ESCENARIOS DE RIESGO

El escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria (gráficos V.4, V.5 y V.6).

En lo externo, las principales fuentes de riesgo se mantienen, aunque se han moderado. Persiste la posibilidad de que eventos puntuales generen episodios de alta volatilidad en los mercados financieros mundiales, afectando el costo de financiamiento, la paridad cambiaria y el panorama de inflación de corto plazo. Por un lado, sorpresas respecto del momento o la velocidad con que la

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

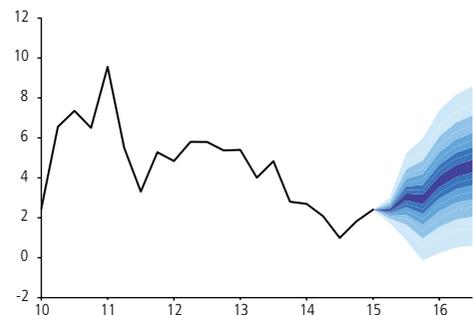
TABLA V.3
Crecimiento económico y cuenta corriente

| | 2013 | 2014 | 2015 (f) |
|--|-------------------------------|---------|-----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | |
| PIB | 4,2 | 1,9 | 2,25-3,25 |
| Ingreso nacional | 3,6 | 1,9 | 3,9 |
| Demanda interna | 3,7 | -0,6 | 2,6 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 4,6 | 0,5 | 2,2 |
| Formación bruta de capital fijo | 2,1 | -6,1 | 0,7 |
| Consumo total | 5,5 | 2,5 | 2,7 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 3,4 | 0,7 | 1,3 |
| Importaciones de bienes y servicios | 1,7 | -7,0 | 1,1 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,7 | -1,2 | -0,4 |
| Ahorro Nacional Bruto (% del PIB) | 20,6 | 20,3 | 21,0 |
| Inversión Nacional Bruta (% del PIB) | 24,3 | 21,4 | 21,4 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 23,8 | 22,0 | 21,6 |
| FBCF (% del PIB real) | 26,1 | 24,0 | 23,6 |
| | (millones de dólares) | | |
| Cuenta corriente | -10.125 | -2.995 | -1.150 |
| Balanza comercial | 1.820 | 7.767 | 7.700 |
| Exportaciones | 76.477 | 75.675 | 70.600 |
| Importaciones | -74.657 | -67.908 | -62.900 |
| Servicios | -3.402 | -3.757 | -4.250 |
| Renta | -10.730 | -8.857 | -6.200 |
| Transferencias corrientes | 2.187 | 1.851 | 1.600 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4
Escenarios de crecimiento del PIB (*)
(variación anual, porcentaje)

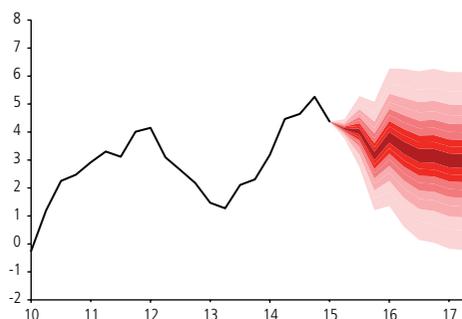


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, el escenario base considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año.

Fuente: Banco Central de Chile.



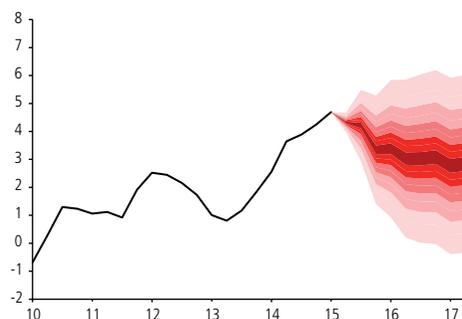
GRÁFICO V.5
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, el escenario base considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente futura que realiza el Consejo. Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, el escenario base considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año.

Fuente: Banco Central de Chile.

Fed aumentará su tasa de referencia pueden generar fluctuaciones en el precio de los activos. Por otro, persiste el riesgo de que una cesación de pagos en Grecia afecte los mercados financieros globales y el crecimiento de la Eurozona. Si bien estos siguen siendo riesgos relevantes, la capacidad de los grandes bancos centrales para manejar estas situaciones ha mejorado, reduciendo, en cierto grado, la intensidad del impacto negativo de estos eventos. Otra nota positiva es el crecimiento más afianzado en la Eurozona, lo que ha contribuido a configurar un panorama de actividad global más balanceado.

En las economías emergentes, el panorama sigue presentando riesgos relevantes. Si bien parece haberse reducido el riesgo de que la baja de los precios de las materias primas se prolongue, la debilidad de América Latina ha sido mayor y más persistente que la esperada. Esto, en un contexto donde en varias economías continúan los altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. Se mantiene el riesgo de un menor crecimiento de China y sus implicancias en el precio del cobre, aunque su gobierno ha mostrado su capacidad y su deseo de evitar correcciones abruptas en su economía.

En el ámbito local, la recuperación de la economía en la segunda parte del año supone una mejora relevante de los índices de confianza, lo que hasta ahora no ha ocurrido. En la medida en que esta situación se prolongue, es posible que el gasto interno y la actividad no muestren el mayor dinamismo que se espera en el escenario base. Por el contrario, un escenario donde las expectativas mejoren de forma importante permitiría una recuperación más rápida de la actividad, en particular para el 2016 (Recuadro V.1).

En relación con la inflación, las presiones son algo menores que las previstas en marzo, por una actividad más baja y por la apreciación del peso. No obstante, en un contexto de inflación elevada por un largo tiempo, de márgenes acotados, de salarios con alto crecimiento, de mayores precios de combustibles y de escenarios de riesgo externo que pueden provocar una depreciación significativa adicional del peso, los riesgos inflacionarios siguen siendo importantes.

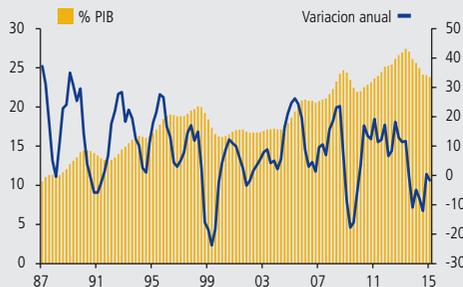
Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

La inflación sigue elevada, aunque ha disminuido en los últimos meses. La actividad interna repuntó en el primer trimestre, pero las perspectivas para la segunda parte del año se han moderado. Como se ha mencionado en otras ocasiones, las políticas monetaria y fiscal han cooperado para sentar las bases hacia una recuperación más consolidada. El dinamismo algo menor de la actividad y la convergencia algo más rápida de la inflación sugieren que, de darse los supuestos del escenario base, la discusión relativa al retiro gradual del impulso monetario podría retrasarse respecto de lo planteado en marzo. Con todo, cambios futuros en la TPM dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

RECUADRO V.1 EXPECTATIVAS E INVERSIÓN

La prolongada debilidad de la inversión ha sido uno de los elementos más llamativos del último ciclo. Luego de crecer a tasas récord y llegar a 26,6% del PIB en el 2012, su variación anual ha sido negativa por más de seis trimestres, uno de los peores registros de las últimas tres décadas (gráfico V.7).

GRÁFICO V.7
Inversión en capital fijo
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La caída de la inversión ha coincidido con un deterioro significativo de los indicadores de confianza empresarial. Salvo por los meses cercanos a la crisis del 2009, estos han fluctuado en torno a los niveles más bajos de los últimos 10 años (gráfico III.8). La alta correlación entre estas dos variables ha dado sustento a la idea de que, de no mediar una mejora relevante de la confianza, será difícil sostener una recuperación de la inversión en lo que resta del año.

Este Recuadro analiza la relación entre la confianza y la inversión a través de dos metodologías basadas en el trabajo de Albagli y Luttini (2015). Primero, usando los microdatos de la encuesta IMCE e información de los balances de empresas, se estudia el impacto de cambios en el nivel de confianza sobre las decisiones de inversión a nivel individual. Segundo, usando vectores autoregresivos (VAR) y datos macroeconómicos agregados, se identifican los principales determinantes de los cambios en la confianza empresarial y su impacto en la inversión.

En base a esta evidencia, se concluye que:

- Existe un efecto negativo y económicamente importante de caídas del indicador de confianza sobre las decisiones de inversión a nivel de empresas individuales.
- El aumento de la incertidumbre, entendido como un incremento del tamaño del error que las firmas cometen al proyectar su producción, también tiene un efecto negativo a nivel de firmas, aunque algo menos fuerte que el del indicador de confianza.
- Respecto de la evidencia con datos agregados, en general, los cambios en la confianza se gatillan tanto por variaciones en el entorno macro —externo o interno— como por alteraciones autónomas de la confianza, entendidas como movimientos cuyo origen no se puede relacionar con cambios en las condiciones macro. A diferencia de otros episodios, en la segunda mitad del 2014 sería un *shock* autónomo lo que explicaría los bajos registros de este indicador.
- Sobre la dinámica de la inversión agregada, los resultados sugieren que entre el 2011 y principios del 2014 factores ligados al ciclo de la inversión minera fueron preponderantes para explicar la formación bruta de capital fijo, mientras que el *shock* autónomo de confianza tuvo un rol marginal. Sin embargo, a partir del segundo semestre del 2014, el componente autónomo de la confianza adquiere mayor relevancia, explicando una parte relevante de la dinámica de la inversión.

Inversión y confianza empresarial

La relación entre la confianza empresarial y la inversión, si bien intuitiva, es difícil de identificar en los datos. De partida, la confianza no solo es difícil de definir, sino también de medir. En términos gruesos, se dice que la confianza empresarial es alta cuando se tiene la firme esperanza de que el ambiente para realizar negocios e inversiones será el adecuado. Respecto de su medición, típicamente se usan índices que sintetizan un conjunto de respuestas a preguntas que buscan medir el clima de negocios, como es el caso del IMCE.



La relación entre la confianza y la inversión es, además, difícil de desentrañar, pues existe un alto nivel de endogeneidad entre ambas. ¿Es la baja de la inversión y el crecimiento lo que disminuye la confianza? o ¿es la menor confianza la que detiene la inversión y el crecimiento? El desafío es usar los datos para identificar qué está detrás de ese cambio en los indicadores de confianza, verificar si hay un componente autónomo en dicho movimiento, y cuantificar sus efectos en la inversión.

Evidencia micro

Albagli y Luttini (2015) explotan los microdatos de la encuesta IMCE. En ella, las empresas responden cómo ven las perspectivas futuras, además de su visión de las condiciones económicas actuales relevantes para su actividad. Para medir el impacto en las decisiones efectivas de inversión, se realiza un cruce entre las empresas que responden el IMCE y que entregan sus balances a la SVS. Dicho cruce entrega un total de 51 firmas con historia suficiente para ser incluidas en el panel^{1/}.

La variable cuyo comportamiento se quiere explicar es la inversión efectiva, y las variables explicativas son el indicador de confianza individual y una medida de incertidumbre basada en el error de proyección de producción en cada empresa^{2/}. La tabla V.4 muestra los resultados de la regresión principal:

$$\text{Inversión}_{it,t+3} = \beta_0 \text{Cond actual}_{it} + \beta_1 \text{Conf}_{it,t+3} + \beta_2 \text{Incert}_{it} + \alpha_i + \mu_t + \varepsilon_{it}$$

Donde, Cond. actual se refiere a la percepción sobre las condiciones actuales de la empresa; Conf es el indicador de confianza; e Incert es el indicador de incertidumbre. Los resultados indican que un empeoramiento del indicador de confianza tiene un efecto negativo, que es estadística y económicamente significativo. En particular, cuando el nivel de confianza de una firma pasa de bueno a malo, su inversión durante los próximos tres meses es 8% menor respecto de la inversión trimestral promedio. El resultado es robusto a controlar, entre otras cosas, por la percepción de las condiciones económicas actuales, además de la inclusión de efectos fijos de empresas individuales y temporales. Asimismo, un aumento de la incertidumbre reduce la inversión del próximo trimestre en 6,5% respecto de su nivel promedio.

^{1/} Las 51 firmas representan el 34% del total de empresas que reportaron sus balances a la SVS en el período 2004-2014. Todas pertenecen al sector manufacturero.

^{2/} El indicador de confianza toma el valor 1 si la empresa espera que la producción aumente o sea constante, y 0 si espera que disminuya. La incertidumbre está construida con la suma de los errores cometidos por cada empresa en la proyección de cambios en la producción en los tres meses previos.

TABLA V.4

Efectos del indicador de confianza e incertidumbre en la inversión (1)

| | Variable dependiente | |
|-------------------------|------------------------|------------------------|
| | Inversión efectiva | Inversión efectiva |
| Condiciones de la firma | 0 (0,002) | -0,0018 (0,0018) |
| Confianza | 0,002 (2) (0,0012) | 0,0019 (2) (0,001) |
| Incertidumbre | -0,0086 (4) (0,003) | -0,005 (3) (0,0024) |
| Efectos fijos | Firma | Firma y Temporal |
| N | 540 | 540 |
| R2 | 0,34 | 0,45 |

(1) Test t entre paréntesis.

(2) Significativo al 10%.

(3) Significativo al 5%.

(4) Significativo al 1%.

Fuente: Albagli y Luttini (2015).

Evidencia macro

El enfoque macro en Albagli y Luttini (2015) se basa en la estimación de VARs. La modelación considera, además de la inversión, el ciclo económico externo, el ciclo interno, el indicador de confianza empresarial y un indicador de incertidumbre. El indicador de confianza se define como la diferencia entre el porcentaje de respuestas optimistas y pesimistas sobre la evolución futura de algún aspecto relevante para la firma. La medida de incertidumbre es la dispersión en la respuesta de confianza entre las distintas empresas encuestadas en cada período^{3/}.

Antes de analizar los resultados es relevante plantear algunas limitaciones. Primero, esta evidencia se basa en supuestos identificatorios que en ningún caso son únicos, limitación muy común del enfoque VAR. Segundo, un factor importante en la evolución de la inversión chilena ha sido la inversión minera. Idealmente, el ejercicio debería considerarla por separado, para aislar los efectos del boom de inversión minera. Lamentablemente la serie no existe con frecuencia trimestral.

^{3/} La muestra es trimestral y abarca el período 2004-2014 (desde que se construye el IMCE). La especificación base utiliza un rezago. Los resultados son robustos a estimaciones con más rezagos, distintos ordenamientos y definición de variables externas alternativas.

Por estas razones, se presentan dos versiones del ejercicio. La primera, utiliza distintas variables externas para capturar el ciclo mundial^{4/}. En las variables internas se elige un ordenamiento donde las variables de actividad son más exógenas que las de confianza. Dicho ordenamiento es el más conservador, pues entrega en general un rol más acotado para la confianza como determinante de la actividad.

Aunque la primera especificación controla por la evolución del ciclo externo, su capacidad para capturar los rezagos relevantes de los proyectos mineros es acotada. Por ello, es posible que parte del impacto que se atribuye a la evolución del ciclo económico interno y a *shocks* autónomos de la inversión, sean en realidad reflejo del ciclo global de inversión minera^{5/}. Por esto, la segunda especificación incluye como variable externa adicional la inversión minera en Australia, manteniendo el resto del VAR. Esta variable tiene la ventaja de mostrar una alta correlación con la inversión minera en Chile, y, a la vez, es claramente independiente de lo que ocurre en el país^{6/}.

En la primera especificación, la descomposición histórica del IMCE muestra que poco más de la mitad de la varianza de su desviación cíclica se explica por variables externas, cerca de 40% por *shocks* autónomos de la confianza y el resto por *shocks* autónomos de la actividad interna. Destaca la mayor relevancia del *shock* autónomo de la confianza en el episodio del 2014, patrón que es robusto a distintas especificaciones. Esto contrasta con la crisis *subprime*, cuando los cambios de la confianza fueron explicados casi en su totalidad por factores externos (tabla V.5).

Por su parte, la descomposición de la inversión muestra que, históricamente, las variables externas explican parte importante de sus desviaciones cíclicas, en particular durante la crisis *subprime* (tabla V.5). La contribución de la actividad interna también explica parte no despreciable de la inversión, aunque su importancia cuantitativa depende de la especificación utilizada.

Respecto del rol del IMCE en la inversión, su contribución crece sistemáticamente hacia el último episodio (el segundo semestre

del 2014), mientras que es bastante más baja tanto durante la crisis *subprime* como durante el *boom* minero del 2011-13 (tabla V.5). El aporte de la medida de incertidumbre es muy cercano a cero para todas las especificaciones (no tabulada).

TABLA V.5
Resultados del ejercicio macro (1)

| | Variables externas | Inversión minera Australia | Actividad interna | IMCE (<i>shock</i> autónomo) |
|--|--------------------|----------------------------|-------------------|-------------------------------|
| a) Descomposición histórica del IMCE (porcentaje) | | | | |
| Especificación 1 | | | | |
| 2009-10 (2) | 75,4 | -- | -1,4 | 11,5 |
| 2011-13 (3) | 22,0 | -- | 46,2 | 10,7 |
| 2014 (4) | 1,5 | -- | 14,6 | 83,3 |
| Especificación 2 | | | | |
| 2009-10 (2) | 81,9 | -3,6 | -7,7 | -6,1 |
| 2011-13 (3) | 1,8 | 55,9 | 7,4 | -2,6 |
| 2014 (4) | 1,6 | 25,5 | 9,0 | 63,7 |
| b) Descomposición histórica de la inversión (porcentaje) | | | | |
| Especificación 1 | | | | |
| 2009-10 (2) | 82,7 | -- | 9,1 | -16,1 |
| 2011-13 (3) | 20,5 | -- | 41,9 | 32,0 |
| 2014 (4) | 2,7 | -- | 43,1 | 53,8 |
| Especificación 2 | | | | |
| 2009-10 (2) | 63,6 | 21,9 | 9,5 | -6,8 |
| 2011-13 (3) | -4,2 | 66,7 | 8,5 | 7,4 |
| 2014 (4) | 4,1 | 46,5 | 24,1 | 22,8 |

(1) Los valores corresponden a la contribución del *shock* autónomo de cada variable al desvío del IMCE (panel a), o de la inversión (panel b). Dichas contribuciones se calculan para cada trimestre, y se promedian para cada episodio considerado.

(2) Entre el primer trimestre del 2009 y el primer trimestre del 2010.

(3) Entre el tercer trimestre del 2011 y el tercer trimestre del 2013.

(4) Entre el tercer y el cuarto trimestre del 2014.

Fuente: Albagli y Luttini (2015).

Comentarios finales

De este análisis se concluye que los indicadores de confianza empresarial son un determinante importante de la inversión, y que en los últimos trimestres su deterioro tiene un importante componente autónomo, el que además explica una parte relevante del bajo dinamismo de la inversión.

^{4/} Se incluyen los primeros dos componentes principales de las siguientes variables: precio del cobre, S&P500, VIX, PIB mundial y la tasa *Fed Funds*.

^{5/} Las conclusiones principales no cambian cuando se usa una *proxy* de la inversión minera trimestral. Esta se construye usando los balances de las empresas mineras, de modo de separar la inversión de estos dos tipos de firmas.

^{6/} García y Olea (2015) muestran que el ciclo minero en Chile y Australia siguieron dinámicas muy parecidas en la última década.

GLOSARIO

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

Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI): Indicador de riesgo corporativo, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por bancos y empresas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de EE.UU. que se consideran libres de riesgo.

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2015). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2015-2016 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,5% para el período 2015-2016.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2015). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2015-2016.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2014.

Credit Default Swap (CDS): Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (CDS *spread*) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

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

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

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

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

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



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

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

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

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

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 2015: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, Suiza y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

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

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adrian T, Richard K. Crump y E. Moench. 2013. "Pricing the term structure with linear regressions". Staff Report Nr. 340. Reserva Federal de New York. Abril.
- Albagli E y A. Barrero. 2015. Tasa de Desempleo y Cambios Demográficos en Chile. Mimeo Banco Central de Chile. Marzo.
- Albagli E y E. Luttini. 2015. Expectativas, Incertidumbre, e Inversión en Chile: Evidencia Macro y Micro de la Encuesta IMCE. Mimeo Banco Central de Chile. Junio.
- Banco Central de Chile. 2015. Informe de Estabilidad Financiera. Primer Semestre.
- Banco Central de Chile. 2015. Informe de Percepciones de Negocios. Mayo.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2015. Global Economics Weekly. Varios números.
- Barrero A., L. Bertinatto, S. Carrasco, M. Fuentes y A. Sansone. 2015. Evolución del Mercado Laboral en el Ciclo Reciente. Mimeo Banco Central de Chile. Junio.
- Comisión Nacional de Energía (CNE). 2015. Informe MEPCO. Abril.
- Consensus Forecasts. 2015. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2015. Copper Quarterly Industry and Market Outlook. Abril.
- Deutsche Bank. 2015. Macro Forecast. Varios números.
- Fondo Monetario Internacional. 2015. World Economic Outlook. Abril.
- Food and Agriculture Organization. 2015. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- García P y S. Olea. 2015. Inversión Minera y Ajuste Macroeconómico en Australia y Chile. Documentos de Política Económica N°56. Banco Central de Chile. Mayo.
- International Energy Agency. 2015. Oil Market Report. Varios números.
- Institute of International Finance. 2015. EM Portfolio Flows Tracker. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2015. Global Data Watch. Varios números.
- U.S. Energy Information Administration. 2015a. Annual Energy Outlook. Abril.
- U.S. Energy Information Administration. 2015b. Short Term Energy Outlook. Varios números.
- U.S. Energy Information Administration. 2015c. International Energy Statistics. <http://www.eia.gov>.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

JUNIO 2015

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2015