

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2015



**INFORME  
DE POLÍTICA MONETARIA  
Diciembre 2015**





# CONTENIDO\*/

---

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	27
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	31
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	37
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	39
RECUADROS	
Política monetaria en EE.UU. y tasas de interés de largo plazo	17
Evolución del precio del cobre	35

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 15 de diciembre 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, la actividad y la demanda agregada, 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 presenten 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 18 de diciembre de 2015 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 21 de diciembre de 2015.

## **El Consejo**



# RESUMEN

---

La inflación anual del IPC ha evolucionado según lo previsto en septiembre, aunque su componente subyacente —IPCSAE— muestra un incremento algo superior, en línea con la mayor depreciación del peso, con holguras de capacidad que siguen acotadas y con los patrones históricos de indexación. El crecimiento de la actividad ha ido según lo previsto, mientras que el de la demanda interna fue algo mayor. El escenario externo se ha deteriorado, por la caída de los términos de intercambio, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables. En este contexto, en el escenario base se reducen las perspectivas de crecimiento para el 2016 y se retrasa en algo la convergencia de la inflación a la meta. Con esto, se ha intensificado el escenario planteado previamente, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo que ceden en el mediano plazo. El Consejo estima que para asegurar la convergencia de la inflación a la meta es necesario retirar parte del estímulo monetario y ha llevado la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 3,5%. El escenario base contempla ajustes pausados, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación. La política monetaria seguirá siendo expansiva durante todo el horizonte de proyección, en línea con una actividad que crece por debajo de su potencial y una inflación que converge a 3%.

En noviembre, la alta base de comparación llevó a la inflación anual del IPC a 3,9%, descendiendo respecto de unos meses atrás. No obstante, se espera que vuelva a aumentar por sobre 4%. El IPCSAE se ha mantenido algo por debajo de 5% anual los últimos seis meses. La relevancia de la depreciación del peso en el alza de la inflación se refleja, especialmente, en el alto nivel de la inflación IPCSAE de bienes, que tras promediar -1,9% en el 2013, ha estado algo por debajo de 5% desde julio de este año. Se suma el efecto indirecto sobre otros precios, por ejemplo, a través de la indexación a la inflación pasada.

Más allá de la sostenida depreciación del peso, la permanencia de la inflación en niveles elevados también se relaciona, como se destacó en septiembre, con que las holguras de capacidad, si bien se han ampliado, muestran una magnitud menor a la de otros ciclos de bajo crecimiento. Ello es particularmente evidente en el mercado laboral, donde la tasa de desempleo continúa baja y el crecimiento anual de la ocupación total oscila en torno a 2%, con un empleo asalariado que aumenta a tasas superiores en el margen. Aunque los salarios nominales han tenido una disminución gradual desde fines del 2014, se expanden cerca de 6% anual. Todo esto ha contribuido a que la inflación anual del IPCSAE de servicios, más relacionada con el componente de no transables, permanezca alta. Por su parte, los precios de los combustibles han bajado, al tiempo que la inflación anual de los alimentos ha disminuido. A su vez, el reajuste del sector público debería contribuir a una contención de las presiones salariales.



**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE**

	2014	2015 (f)	2016 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	1,9	2,1	2,0-3,0
Ingreso nacional	1,9	1,7	1,5
Demanda interna	-0,6	2,3	2,6
Demanda interna (sin variación de existencias)	0,5	2,0	2,5
Formación bruta de capital fijo	-6,1	0,7	1,7
Consumo total	2,5	2,4	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,0
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-1,4	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-1,7	-2,6
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,3	20,0	19,1
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	21,4	21,7	21,7
FBCF (% del PIB Nominal)	22,0	22,0	21,9
FBCF (% del PIB Real)	24,0	23,7	23,5
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-2.995	-4.100	-6.000
Balanza comercial	7.767	4.350	700
Exportaciones	75.675	63.500	58.750
Importaciones	-67.908	-59.150	-58.050
Servicios	-3.757	-4.300	-4.150
Renta	-8.857	-6.050	-3.950
Transferencias corrientes	1.851	1.900	1.400

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario base, se estima que el PIB crecerá 2,1% el 2015, dentro del rango proyectado en septiembre. El desempeño de la actividad en el tercer trimestre fue similar al de cuartos previos, con lo que la economía siguió creciendo entre 2 y 2,5% anual. Se aprecia un deterioro mayor al anticipado de los sectores de recursos naturales, en particular de la minería, por recortes de producción ante la baja del precio del cobre. El desempeño del resto de los sectores es algo más favorable, aunque crecen a tasas reducidas.

Si bien algo mayor que lo previsto en septiembre, el crecimiento de la demanda interna sigue débil. Destaca el aumento de la formación bruta de capital fijo, donde se conjugan factores puntuales —como la elevada internación de equipos de transporte— y un mayor dinamismo en la edificación habitacional. El consumo privado mantuvo un crecimiento en torno a 2% anual.

El desempeño de la demanda interna se ha dado en un contexto en que la confianza de consumidores y empresas persiste en niveles pesimistas, pese a la mencionada resiliencia del mercado del trabajo y a que el crecimiento de la actividad, aunque bajo, se ha estabilizado. El costo de financiamiento interno sigue reducido en términos históricos, reflejando, en parte, la expansividad de la política monetaria. Pese a ello, con la excepción de los créditos hipotecarios, el crecimiento real anual de las colocaciones continúa bajo.

En el escenario base, el crecimiento del PIB en el 2016 se sitúa entre 2 y 3%, rango inferior al previsto en septiembre. En esta proyección la política monetaria seguirá siendo expansiva. La política fiscal continuará aportando al crecimiento del gasto, aunque con una intensidad menor que en el 2015. El gasto fiscal evolucionará en concordancia con la regla fiscal y con los objetivos de consolidación planteados por el Gobierno, que ha comprometido una reducción del déficit estructural cercana a un cuarto de punto del PIB por año. Con todo, la revisión del crecimiento se explica principalmente por el deterioro del escenario externo relevante para Chile. Este fenómeno es común a las economías emergentes y exportadoras de materias primas, principalmente por la importante caída de los términos de intercambio y condiciones financieras externas menos favorables.

El precio de las materias primas volvió a bajar en los últimos meses, con lo que tanto el cobre como el petróleo acumulan descensos en torno a 30% en el año. Ello, influido por la sostenida apreciación del dólar y por un menor crecimiento global. En el cobre se suma que la recomposición sectorial de la economía china continuará mermando la demanda del metal. Al cierre estadístico de este IPoM, el cobre se transaba algo por debajo de US\$2,1 la libra. Las proyecciones para el 2016 y 2017 se han reducido de manera importante, promediando US\$2,25 (casi US\$2,5 en septiembre). El precio del petróleo se situó por debajo de US\$40 el barril al cierre de este IPoM. Esto reduce de forma importante sus perspectivas para los próximos dos años, a US\$46 promedio el barril WTI y a US\$48 el Brent (US\$53 y 58 en septiembre, respectivamente).

Las condiciones financieras externas relevantes para Chile se han vuelto menos favorables. La antesala del ajuste en la tasa de política monetaria de EE.UU. provocó una volatilidad importante en los mercados financieros. No obstante, el

aumento concretado fue recibido con tranquilidad por los mercados. En América Latina la mezcla de peores perspectivas económicas y factores idiosincráticos ha intensificado el aumento de los premios, pero en Chile su magnitud ha sido más acotada.

Se suma que el crecimiento de los socios comerciales en el 2016-2017 bajó marginalmente respecto de septiembre. El mundo desarrollado, en particular EE.UU., muestra una recuperación sostenida, distinto de lo que ocurre en el emergente. En China, los temores de una desaceleración mayor y las turbulencias en sus mercados financieros han amainado, pero su crecimiento ha disminuido, con una marcada debilidad del sector industrial. América Latina enfrenta una situación compleja, en particular Brasil que atraviesa por su mayor recesión en décadas. Se agrega que, a diferencia del resto del mundo, en América Latina la inflación ha aumentado, limitando el espacio para políticas monetarias más laxas.

La divergencia de las políticas monetarias de las principales economías del mundo seguirá fortaleciendo al dólar y el crecimiento de la actividad mundial permanecerá más concentrada en los servicios. Ambos factores limitan la recuperación del precio de las materias primas. El costo de financiamiento para las economías emergentes aumentará, pero seguirá bajo desde una perspectiva histórica. En varias economías de América Latina aún es necesario un ajuste adicional, lo que sumado a problemas idiosincráticos y su exposición al precio de las materias primas, incrementa la fragilidad de la región.

El deterioro del escenario externo tiene un efecto relevante en el mayor déficit de la cuenta corriente para el 2015 y el 2016: 1,7 y 2,6% del PIB, respectivamente (0,7 y 1,5% en septiembre). Ello, principalmente por la baja de los términos de intercambio, pero también por un menor volumen de exportaciones. Se agrega este año un incremento mayor que lo previsto de las importaciones de bienes de capital, en particular de transporte.

En el escenario base, la inflación anual del IPC se mantendrá por sobre 4% durante gran parte del 2016, finalizando el año dentro del rango de tolerancia y llegando a la meta hacia fines del horizonte de proyección, el cuarto trimestre del 2017. Al cierre estadístico de este IPoM, las expectativas de inflación privadas a un año plazo son algo más bajas que en el escenario base, en torno a 3,5%. A dos años plazo, siguen alineadas con la meta.

La proyección de inflación de este IPoM considera que, en el horizonte de proyección, las holguras de capacidad, aunque se ampliarán en el corto plazo, se mantendrán acotadas y que el TCR tendrá una leve apreciación. El Consejo ya ha comenzado a retirar parte del estímulo monetario, como lo planteó en septiembre, llevando la TPM a 3,5%. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

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	Prom. 10-12	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-4,2	-3,8	1,7
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,0	3,2	3,3
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,3	3,4	3,1	3,4	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,3	2,7	2,5	2,8	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,7	1,7	1,9	2,1	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	6,2	4,8	4,0	4,4	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-9,3	-2,8	1,5
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/centro/lb)	154	368	311	249	220	230
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	49	43	49
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	53	45	52
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)(*)	366	742	731	466	373	384
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,3	1,0	1,6

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

## INFLACIÓN

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	4,4	4,4	4,3	
Inflación IPC diciembre (1)	4,6	4,5	3,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	3,6	4,7	4,6	
Inflación IPCSAE diciembre	4,3	4,8	3,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2)				2,7

(f) Proyección.

(1) Para diciembre del 2015 considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.

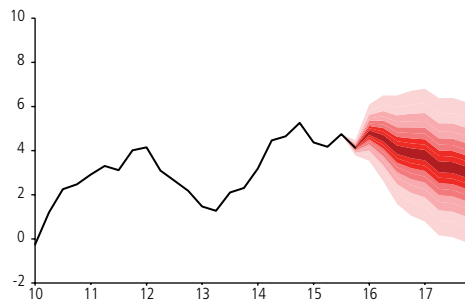
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2017.

Fuente: Banco Central de Chile.



### PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

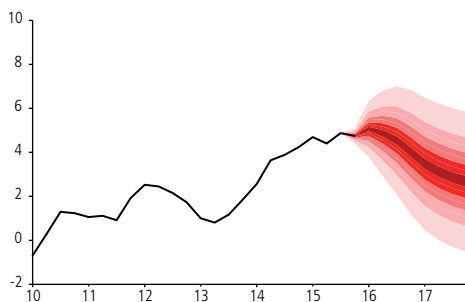


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

### PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

En lo externo, aunque es temprano para evaluar los efectos globales del recién iniciado proceso de normalización de la tasa de política monetaria de EE.UU., es evidente que seguirá siendo una importante fuente de riesgos. Especialmente, porque todavía hay diferencias entre lo que indican las expectativas de mercado y lo señalado por la Fed sobre la velocidad del proceso y el nivel al que llegaría la tasa. Se agrega la divergencia de la política monetaria entre los países desarrollados y sus posibles efectos en el valor global del dólar. En China, la probabilidad de un ajuste abrupto se ha reducido, pero persisten dudas sobre su contribución a la recuperación de la actividad global y al precio de las materias primas, especialmente ante el rebalanceo de su crecimiento hacia los sectores de servicios y de consumo. Por último, la compleja situación de Brasil y la necesidad de un mayor ajuste en algunas economías de América Latina continúan siendo un riesgo importante. Un empeoramiento de las perspectivas económicas en la región afectaría la demanda externa y, posiblemente, las condiciones de financiamiento que enfrente Chile. De materializarse alguno de estos riesgos, es posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, pero sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

En lo interno, la inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos sobre la formación de expectativas. Todo ello en un contexto de márgenes que siguen acotados y de holguras de capacidad reducidas. Por otra parte, la caída del precio del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile podrían aminorar estas presiones inflacionarias.

A mediano plazo, existen riesgos que podrían llevar a un desempeño de la actividad menor al previsto en el escenario base, ampliando las holguras de capacidad y reduciendo las presiones inflacionarias. Por un lado, aunque el mercado del trabajo se ha mantenido resiliente, no puede descartarse un ajuste significativo que reduzca el ritmo de crecimiento de los salarios, eleve el desempleo y afecte el gasto. También es posible que la confianza no repunte según lo contemplado, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado. En todo caso, tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que lo previsto, si se mantiene la resiliencia del mercado laboral, permitiendo que los indicadores de confianza repunten a un ritmo mayor. Esto último también podría producirse si la caída de los precios de los combustibles tiene un impacto mayor sobre el ingreso nacional.

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

La inflación sigue elevada y se ubicará por sobre 4% durante buena parte del 2016. El crecimiento de la actividad y la demanda interna continúa acotado. El escenario externo impone importantes riesgos para la evolución de la inflación y de la actividad. El Consejo subió la TPM hasta 3,5% y su trayectoria futura contempla ajustes pausados para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación. 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: IPOM SEPTIEMBRE 2015

Al cierre del IPoM de septiembre, la inflación había sido superior a lo previsto, llegando en julio a 4,6% anual el IPC y a 4,9% la medida subyacente —IPCSAE. La fuerte depreciación del peso había sido la principal causa de este fenómeno y se esperaba que siguiera afectando la dinámica inflacionaria por los riesgos que emergían del escenario externo. Como supuesto de trabajo, se contemplaba que hacia fines del horizonte de proyección el tipo de cambio real (TCR) tendría una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de ese IPoM. Ello, sumado a la ampliación de la brecha de actividad interna al menos hasta la primera parte del 2016, permitiría la convergencia de la inflación. No obstante, en el corto plazo, los riesgos estaban sesgados al alza, por la trayectoria del tipo de cambio. La persistencia de altas inflaciones podría afectar las expectativas inflacionarias con implicancias para la política monetaria. En el segundo trimestre, la actividad y demanda interna mostraban una mayor debilidad, y las expectativas privadas habían vuelto a deteriorarse. Ello, unido a un escenario externo peor, una actividad minera deteriorada y la falta de antecedentes sobre una mejora del consumo y la inversión privada, hacían prever que el crecimiento del segundo semestre sería menor al previsto en junio. En este contexto, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%.

En el escenario base, tanto el crecimiento de los socios comerciales como los precios de las materias primas se ajustaban a la baja y, si bien las condiciones financieras externas habían empeorado, se preveía que seguirían favorables desde una perspectiva histórica. El proceso de rebalanceo del crecimiento global a favor del mundo desarrollado —en especial EE.UU.— y el próximo inicio de la normalización monetaria por parte de la Fed, habían llevado a un importante fortalecimiento del dólar. Se agregaban las dudas sobre China y la compleja situación de América Latina. Todos estos factores estaban detrás de la depreciación de las monedas emergentes —incluyendo el peso chileno— y también originaban los riesgos delineados en el IPoM.

En Chile, la inflación anual del IPC seguiría sobre el rango de tolerancia al menos durante la primera mitad del 2016, completando cerca de dos años por encima de 4%. Luego,

retornaría a 3% en el curso del 2017. El PIB se ubicaría entre 2,0 y 2,5% el 2015 y entre 2,5 y 3,5% el 2016. Esto seguía considerando una paulatina mejora de las expectativas privadas y una fase expansiva relevante de la política monetaria. En el 2016 el aumento del gasto fiscal sería menor que el del 2015.

Los riesgos para la inflación eran elevados en el corto plazo. Una nueva depreciación del peso podría provocar cambios significativos en la trayectoria y persistencia de la inflación. Como en el pasado, era posible que ello respondiera a las condiciones globales. Además, la inflación se había mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí era un riesgo para las expectativas. El menor crecimiento de los salarios nominales aminoraba un riesgo previamente detectado. Por otra parte, las holguras de capacidad se podrían ampliar más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias. Además, seguía el riesgo respecto de la evolución de las expectativas privadas y su efecto en la actividad local. Se añadían los efectos de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional. El Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad estaba sesgado a la baja. Para la inflación estaba sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección.

## REUNIONES DE SEPTIEMBRE, OCTUBRE Y NOVIEMBRE

En septiembre, los antecedentes conocidos desde el cierre estadístico del IPoM confirmaban la preocupación respecto de la persistencia de la elevada inflación. En el IPoM se había discutido que los antecedentes acumulados en el último tiempo eran coherentes con una política monetaria algo menos expansiva, por lo que la disyuntiva relevante era si las noticias justificaban o no adelantar este proceso. La División Estudios consideró que las opciones relevantes para esta Reunión eran subir la TPM en 25pb y llevarla a 3,25% o mantenerla en 3%.

La inflación de agosto había estado por sobre las proyecciones, pero casi totalmente había sido por algunos componentes muy volátiles. La inflación subyacente, si bien alta, estaba en línea con lo esperado. Sin embargo, algunas medidas de expectativas de inflación a dos años habían aumentado. Además, aunque las diversas encuestas sugerían una trayectoria para la TPM similar a la del IPoM, la implícita en el precio de los activos financieros señalaba una reducción del estímulo monetario mayor y más



anticipada. Un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo por sobre 3% constituía un riesgo relevante que había subido algo, en especial porque algunos indicadores sugerían que, en el presente ciclo, la persistencia de la inflación podría ser algo mayor que lo estimado previamente. De todos modos, los factores que acotaban este riesgo seguían presentes: la actividad local y externa mostraba mayor debilidad y los precios de las materias primas se habían corregido a la baja.

En este entorno, la evolución reciente de las expectativas de inflación a mediano plazo hacía recomendable anticipar el retiro del estímulo monetario respecto de lo planteado en el IPoM, pero, por otro lado, un alza de la TPM podría entenderse como que el análisis del reciente IPoM había quedado obsoleto, validando la necesidad de una trayectoria para la TPM esencialmente distinta de la allí supuesta. El Consejo decidió mantener la TPM en 3,0%, pero indicó que el proceso de reducción del elevado estímulo monetario debería comenzar en el corto plazo.

En octubre, los antecedentes eran, en lo grueso, coherentes con el escenario base del IPoM. La inflación de septiembre había estado algo por debajo de lo anticipado, pero, junto con la sorpresa positiva de agosto, se había alineado con el IPoM. El PIB resto había evolucionado de acuerdo con lo previsto, pero la producción minera había decepcionado. Salvo elementos puntuales, la demanda seguía débil; el mercado del trabajo continuaba resiliente; y las tasas de interés en los distintos mercados financieros locales permanecían bajas. La economía internacional tampoco presentaba mayores cambios, aunque la probabilidad de ocurrencia de algunos escenarios de riesgo había aumentado. En este contexto, se seguía anticipando una lenta convergencia de la inflación que requeriría disminuir el estímulo monetario en 50 o 75pb durante los próximos meses. La curva de rendimiento se había alineado con la trayectoria de la TPM presentada en el IPoM. Así, las opciones analizadas fueron subir la TPM en 25pb a 3,25% o mantenerla en 3,0%.

La opción de subir se fundamentaba en la mayor persistencia de la inflación, en holguras de capacidad algo menores que lo anticipado algunos trimestres atrás y en que la economía podía elevar gradualmente su ritmo de crecimiento, acercándose a su potencial hacia fines del 2016. Por lo demás, el impulso monetario era muy alto, como lo mostraban las tasas reales negativas en el corto plazo y en torno a sus mínimos históricos en plazos más largos. La opción de mantener la TPM no debía ser descartada de plano, en particular porque la probabilidad de un contagio financiero de los problemas en Brasil hacia la región, y hacia Chile, era algo mayor. También por la creciente discrepancia entre la visión del mercado respecto del próximo accionar de la Fed y lo planteado por la propia institución, y la mayor divergencia entre la política de la Fed y la de los demás bancos centrales desarrollados. En este contexto,

era probable una mayor volatilidad en los mercados, aumentos de premios por riesgo, un mayor fortalecimiento global del dólar y nuevos recortes de los precios de las materias primas. Sin embargo, algunos de estos riesgos podían ser muy transitorios y, de generar desviaciones más persistentes o disruptivas en la economía, la historia mostraba que el BCCh tenía la capacidad de cambiar el curso de política de manera rápida. Así, el Consejo decidió subir la TPM en 25pb a 3,25%.

En noviembre, las noticias subían significativamente la probabilidad de que la Fed iniciara el alza de la tasa a fines de 2015. En el plano local, la actividad del tercer trimestre había estado en línea con las proyecciones, gracias al mejor desempeño de los sectores resto, que compensó la caída de la producción minera. El mercado laboral continuaba resiliente y la demanda agregada, salvo algunos elementos puntuales, mostraba un comportamiento de consumidores e inversionistas cauto, pero estable. Las condiciones locales y externas seguían adecuadas para un crecimiento hacia niveles cercanos al potencial para la segunda parte del 2016. A pesar de haber disminuido en octubre, la inflación anual seguía alta y se esperaba que fluctuara por sobre el rango de tolerancia al menos durante la primera mitad del 2016. Detrás de la persistencia de la alta inflación estaban las sucesivas depreciaciones del peso. También, que la inflación de no transables permanecía alta, por lo que las sorpresas en la inflación subyacente podrían ser más persistentes.

En este contexto, se discutió la opción de mantener la TPM en 3,25% o subirla a 3,50%. La primera opción era coherente con un retiro gradual del estímulo monetario y, al estar en línea con las expectativas de mercado, ayudaba a mantener un mayor grado de predictibilidad de la política monetaria. Por otra parte, los riesgos a la baja para la actividad en el mediano plazo seguían vigentes, tanto por la muy lenta recuperación de la confianza local, como por el escenario de actividad global y las posibles disrupciones asociadas al accionar de la Fed.

La opción de subir la tasa se justificaba en que el alto grado de expansividad de la política monetaria, lo que era evidente al comparar la TPM en términos reales con la de otras economías similares. Además, la inflación de no transables había mostrado un alto grado de persistencia, provocando que el necesario ajuste de precios relativos ocurriera en un contexto de mayor inflación. Además, la convergencia de la inflación estaba fuertemente asociada a la estabilización del tipo de cambio, lo que de no ocurrir pondría presión a la inflación. Además, la sorpresa en el IPCSAE podría ser reflejo de presiones inflacionarias algo mayores. No obstante, la economía había estado creciendo por debajo de su potencial por un tiempo prolongado, lo que limitaba de manera importante los riesgos inflacionarios en el horizonte de proyección usual. El Consejo decidió mantener la TPM en 3,25%.

# 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.*

En los últimos meses, el escenario externo relevante para Chile se ha deteriorado. Ello, debido a la caída de los términos de intercambio, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables para las economías emergentes, las que han enfrentado salidas de capitales, depreciación de las monedas respecto del dólar y aumentos de las primas por riesgo. Esto, en un contexto de volatilidad en los mercados financieros internacionales en la antesala del ajuste en la tasa de la política monetaria de Estados Unidos que, sin embargo, tras el aumento de tasas concretado mostraron tranquilidad. El crecimiento mundial será algo menor que lo previsto hace unos meses, especialmente por el más bajo dinamismo del mundo emergente. Destacan las peores perspectivas para América Latina que, además de tener una alta exposición al precio de las materias primas, requiere de ajustes adicionales de sus economías, y donde factores locales han acentuado la desaceleración en algunos casos. Así, la proyección de crecimiento para los socios comerciales se ajustó en dos décimas a la baja para el 2016, a 3,2% y en una décima para el 2017, a 3,3% (tabla I.1).

En EE.UU. la actividad continuó recuperándose. En el tercer cuarto, su PIB creció 2,1% trimestre a trimestre (t/t) anualizado, liderado por el consumo privado y la inversión en viviendas. El consumo ha recibido impulso por la sostenida fortaleza de su mercado laboral y por expectativas que se mantienen optimistas. La inversión en el sector de energía y las exportaciones se debilitaron, por la caída del precio del petróleo, en el primer caso, y por la apreciación del dólar y la menor demanda externa, en el segundo. En la Eurozona, la actividad continúa su recuperación gradual, favorecida por los menores costos energéticos, el gasto público y la política monetaria expansiva. Así, en el tercer trimestre del año el PIB creció 1,2% t/t anualizado, destacando el continuo fortalecimiento del consumo privado. El desempleo, aunque aún en niveles altos, siguió descendiendo. Japón, tras registrar una caída de la actividad el segundo trimestre del año, anotó una recuperación en el tercero, período en que el PIB creció 1% t/t anualizado, impulsado principalmente por la inversión.

El menor precio de la energía sigue contribuyendo a mantener baja la inflación en las economías desarrolladas, aún bastante por debajo de las metas de las respectivas autoridades monetarias. En EE.UU., la inflación se ubicó en 0,5% anual en noviembre, mientras en la Eurozona alcanzó a 0,2%. La inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, alcanzó a 2 y 0,9% en EE.UU. y la Eurozona, respectivamente.

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

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013	2014 (e)	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Mundo a PPC	4,2	4,3	3,3	3,4	3,1	3,4	3,5
Mundial a TC de mercado	3,2	3,3	2,3	2,7	2,5	2,8	2,9
Socios comerciales	3,6	4,6	3,5	3,4	3,0	3,2	3,3
Estados Unidos	2,6	2,1	1,5	2,4	2,4	2,6	2,8
Eurozona	2,2	0,9	-0,4	0,9	1,5	1,7	1,8
Japón	1,7	2,0	1,6	-0,1	0,6	1,2	0,5
China	10,5	9,3	7,7	7,3	6,9	6,4	6,1
India	7,1	7,3	6,9	7,3	7,5	7,8	7,5
Resto de Asia	5,1	5,6	4,2	4,0	3,4	3,7	4,0
América Latina (excl. Chile)	3,5	4,7	2,8	1,0	-0,6	0,4	1,5
Exp. de prod. básicos	3,1	2,8	2,1	2,6	1,6	2,2	2,0

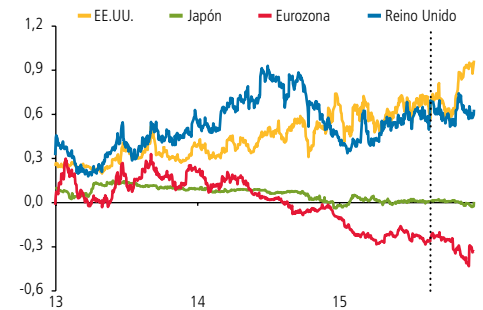
(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(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.

**GRÁFICO I.1**  
Tasas de interés de los bonos de gobierno a dos años plazo (\*)  
(porcentaje)

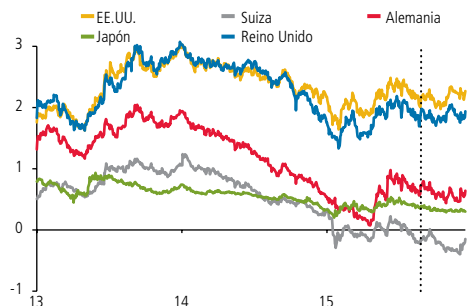


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.2**

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

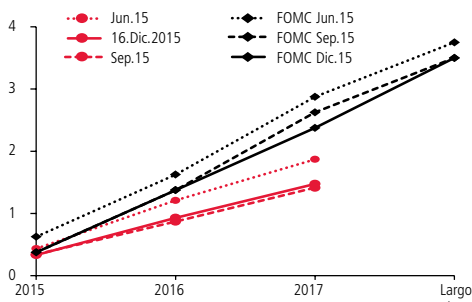


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.3**

Evolución de expectativas de tasa *Fed Funds* (\*) (porcentaje)

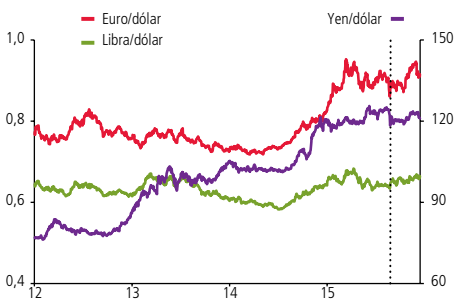


(\*) Líneas rojas corresponden a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés y las negras a lo proyectado por el FOMC en sus respectivas reuniones.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

**GRÁFICO I.4**

Tipo de cambio (\*) (moneda por dólar)



(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

Así, se observa un panorama de recuperación de las economías desarrolladas, que en su mayoría ha estado marcado por un mejor desempeño de los sectores asociados a servicios y consumo, mientras que los de manufacturas y la inversión han estado más lentos. Estados Unidos y el Reino Unido van más adelante en su ciclo respecto de la Eurozona y Japón, lo que se ha plasmado en divergencias respecto de la política monetaria esperada en cada región y en la trayectoria de las tasas de interés de los bonos de gobierno. Así, desde el IPOM previo, las tasas en EE.UU. aumentaron entre 10 y 30 puntos base (pb) según el plazo, mientras que en la Eurozona, aunque con un repunte parcial hacia el cierre estadístico de este IPOM, finalizaron con una baja en torno a 5pb. En particular, se han incrementado las diferencias en las tasas de plazos más cortos, que en la Eurozona incluso se han vuelto negativas (gráficos I.1 y I.2).

Respecto de las decisiones de política monetaria, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) dio inicio al tan esperado proceso de alza de tasas, incrementando el rango objetivo para la *Fed Funds Rate* (FFR) a 0,25-0,50%. Si bien es temprano para evaluar sus efectos globales, en lo inmediato esta decisión no ha provocado cambios significativos en los mercados financieros y la Fed volvió a reiterar su intención de seguir una trayectoria gradual para el retiro del estímulo monetario. Con todo, todavía existen discrepancias entre la visión del consenso de mercado y las declaraciones de la Fed respecto de la velocidad y el nivel al que llegaría la tasa (gráfico I.3). Estas discrepancias son un foco de riesgo, toda vez que un aumento más rápido de las tasas de interés puede generar una descompresión de los premios por plazo. La evidencia empírica sugiere que este tipo de correcciones puede expandirse hacia otros activos riesgosos, incluyendo monedas y premios por riesgo crediticio. Además, si bien es esperable que la Fed sea particularmente cuidadosa, tanto en su actuar como en su comunicación para evitar este tipo de eventos, no se puede descartar que sean gatillados por otras circunstancias, como datos macroeconómicos muy distintos a lo previsto por el mercado (Recuadro I.1).

Destaca la divergencia entre las políticas monetarias adoptadas en el mundo desarrollado. Así, mientras EE.UU. y el Reino Unido han comenzado o están acercándose a iniciar un proceso de retiro del estímulo monetario, en diciembre el Banco Central Europeo aumentó las medidas de impulso, aunque menos que lo previsto por el mercado, y Japón ha mantenido la expansividad monetaria. Esta discrepancia de políticas se evidencia en la sostenida apreciación del dólar a nivel global (gráficos I.4 y II.9).

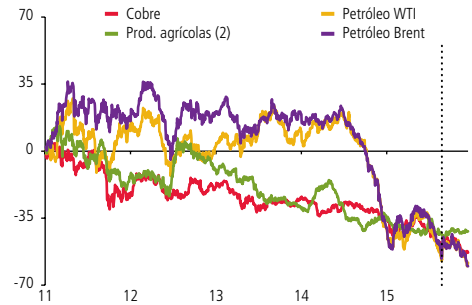
Otra característica del escenario internacional ha sido el continuo descenso de los precios de las materias primas. Destaca la baja del cobre en respuesta a la apreciación del dólar y la menor demanda global por el metal, en un contexto donde la recomposición sectorial de la economía china hacia el consumo y los servicios seguirá mermando la demanda por cobre. Así, su precio se redujo a valores mínimos de seis años, ubicándose al cierre estadístico de este IPOM algo por debajo de US\$2,1 la libra, acumulando una baja cercana a 30% en el año. En el escenario base, el precio del cobre para el bienio 2016-2017 se ajustó a la baja de manera importante a un promedio de US\$2,25 la libra (casi US\$2,5 en el IPOM de septiembre) (Recuadro V.1). El menor panorama de precios ha motivado recortes de producción y esfuerzos por reducir costos en diversos yacimientos del mundo.

El precio del petróleo también se ha reducido, incidido tanto por la menor demanda mundial como por factores de oferta. El WTI y el Brent se situaron por debajo de US\$40 el barril al cierre estadístico de este IPoM, lo que equivale a un descenso en torno a 30% respecto de comienzos de año. El escenario base reduce también de manera importante el precio proyectado del crudo para los próximos dos años a US\$46 promedio el barril WTI y a US\$48 el Brent (US\$53 y 58 en septiembre, respectivamente). Esto tiene implícito un repunte de los actuales valores, aunque en el horizonte de proyección seguirán por debajo de su nivel de largo plazo, que ahora se estima en US\$70 el barril (US\$85 en septiembre). Con todo, la sobreproducción actual de la OPEP, el próximo levantamiento de las sanciones a Irán y los elevados inventarios mundiales no permiten descartar que el precio del crudo siga bajando, lo que moderaría el deterioro previsto para los términos de intercambio de Chile. La gasolina cayó menos que el petróleo en lo que va del año (-15%), estando su trayectoria determinada, principalmente, por los elevados niveles de inventarios (gráfico I.5).

En China, si bien se atenuaron los temores de un ajuste abrupto, la actividad sigue moderándose, creciendo menos de 7% en el tercer cuarto del 2015, y se espera que esta moderación continúe. Esto, en conjunto con una inflación que se mantiene baja (1,5% anual en noviembre), ha motivado nuevos estímulos monetarios por parte de sus autoridades. Con todo, persisten dudas sobre la contribución de China a la recuperación de la actividad global y de los precios de las materias primas, especialmente ante el rebalanco de su crecimiento hacia los sectores de servicios (terciario) y de consumo (gráfico I.6). Asimismo, la inversión en el sector de viviendas, altamente intensivo en metales, sigue débil. Una desaceleración más profunda de esta economía, junto con el rebalanco de su crecimiento, podría presionar más a la baja los precios de los metales, en particular el cobre. Además, no son descartables nuevos episodios de volatilidad en sus mercados financieros, especialmente en un contexto en que las autoridades siguen avanzando en el proceso de liberalización financiera. Las demás economías de Asia emergente también se han desacelerado durante el año, especialmente por la menor demanda de China, que importa productos intermedios y de consumo final, además de metales, desde esta región.

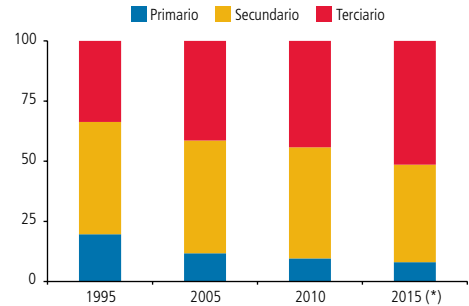
América Latina ha sufrido los mayores recortes en sus proyecciones de crecimiento, destacando el deterioro de Brasil (gráfico I.7). En comparación con septiembre, las perspectivas de crecimiento de la región para el período 2015-2017 del escenario base de este IPoM se reducen en 1,1 puntos porcentuales. Además de la menor demanda externa, las condiciones de financiamiento internacional menos favorables y la baja de los precios de las materias primas, la situación interna de algunos países se ha hecho más compleja. Los desbalances fiscales siguen siendo una fuente de preocupación en varios países, limitando el espacio para implementar políticas fiscales expansivas (gráfico I.8). En otros, persisten importantes desbalances externos, a pesar de la depreciación de sus monedas. Además, los altos niveles de inflación han motivado el retiro de estímulos monetarios. De hecho, la inflación se ha empujado por sobre las metas de sus bancos centrales en la mayoría de los países, lo que contrasta con el resto de las economías emergentes, donde se mantiene baja. La principal razón detrás de la mayor inflación es el traspaso a los precios de la depreciación de sus monedas. Esto, en un contexto en que los mercados laborales no muestran mayores ajustes ante la menor actividad y, en algunos casos, rigideces no han permitido un traspaso completo de la baja del precio del petróleo (gráfico I.9).

**GRÁFICO I.5**  
Precios de materias primas (1)  
(variación acumulada desde enero 2011, porcentaje)



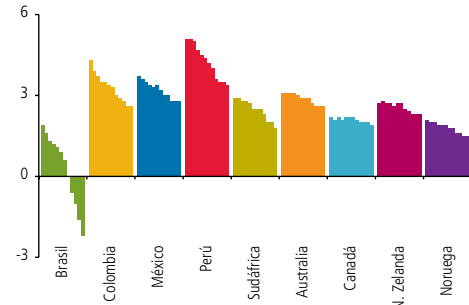
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.  
(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.  
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.6**  
China: PIB sectorial  
(porcentaje del PIB)



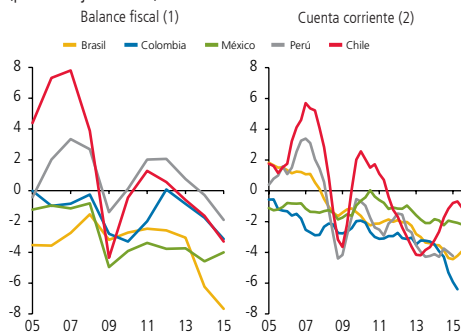
(\*) Información hasta el tercer trimestre.  
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.7**  
Proyecciones de crecimiento para el 2016 (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2016 desde enero hasta diciembre del 2015.  
Fuente: Consensus Forecasts.

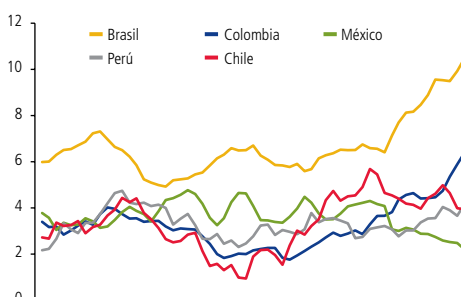


**GRÁFICO I.8****América Latina: Balance fiscal y de cuenta corriente (porcentaje del PIB)**

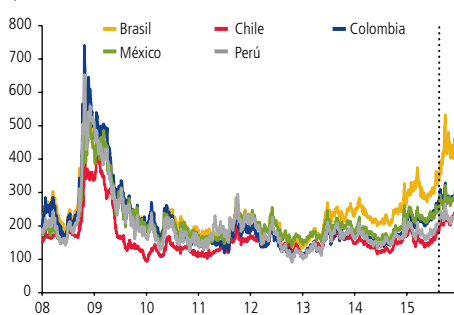
(1) Datos del 2015 corresponden a proyecciones del WEO de octubre 2015, excepto para Chile que corresponde a proyección del Ministerio de Hacienda.

(2) Datos del 2015 disponibles hasta septiembre para Brasil, México y Chile, junio para Colombia y marzo para Perú.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

**GRÁFICO I.9****América Latina: Inflación (variación anual, porcentaje)**

Fuentes: Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas de Chile.

**GRÁFICO I.10****América Latina: Premios por riesgo (\*) (puntos base)**

(\*) Medidos por el índice EMBI. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

Brasil, la economía más grande de la región, viene mostrando un fuerte deterioro económico, a lo que se añade su delicada situación política y la pérdida del grado de inversión por parte de dos clasificadoras de riesgo, la última de ellas al cierre estadístico de este IPoM. El desempeño de su actividad apunta a que en el 2015 tendrá la mayor contracción de las últimas décadas, y que el próximo año nuevamente reducirá su PIB. El alza de la tasa Selic para contener la inflación ha llevado a que el déficit fiscal se aproxime a 10% del PIB y que la deuda pública se ubique en niveles elevados (la deuda bruta representa cerca de 70% del PIB). Todo esto aumentó fuertemente la percepción de riesgo del país.

En Colombia, los elevados niveles y expectativas de inflación motivaron alzas de su tasa de política monetaria, totalizando 100pb en tres meses. En Perú, la elevada inflación también ha motivado alzas de su TPM, mientras que México, subió la tasa de instancia tras el movimiento hecho por la Fed. Esta economía ha mostrado una leve recuperación de su actividad, impulsada mayormente por los sectores industrial, manufacturero y de la construcción. En Argentina destacó la reciente eliminación del sistema de control cambiario (cepo) por parte del nuevo gobierno. La economía enfrenta desafíos importantes, principalmente en el ámbito fiscal y monetario, además del cambiario, con fuertes necesidades de financiamiento público y externo, en un contexto de bajos niveles de reservas internacionales y limitado acceso al financiamiento. Al igual que en IPoM previos, la compleja situación de la región sigue siendo una fuente de riesgos relevante, tanto por la menor demanda externa que de ello pueda emanar, como por su impacto sobre las condiciones de financiamiento.

En este contexto, el costo de financiamiento para los países emergentes, especialmente en América Latina, se ha deteriorado. Así, los premios por riesgo aumentaron, encontrándose en su mayoría en los niveles más altos desde mediados del 2009 (gráfico I.10). Los flujos de capitales —bonos y acciones— registraron salidas importantes, las bolsas cayeron y las monedas continuaron depreciándose respecto del dólar. Tal como se señala en el IEF, esto ha afectado los resultados de empresas chilenas con inversiones en la región.

Otras economías desarrolladas exportadoras de materias primas, como Australia, Nueva Zelanda, Canadá y Noruega, también continuaron desacelerando su crecimiento, destacando la debilidad de la inversión, en especial en las dos primeras. El sector externo tuvo una contribución positiva apoyado por las depreciaciones de sus monedas y, en algunos casos, se observa una incipiente recuperación de los sectores no relacionados con las materias primas. El desempleo y la inflación se mantienen bajos, lo que les da más holguras para aplicar un mayor estímulo monetario.

## RECUADRO I.1

### POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU. Y TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO

Para economías pequeñas y abiertas, como Chile, las condiciones financieras globales son un determinante importante de su ciclo económico. Entre otros elementos, estas dependen de la política monetaria de los países desarrollados y, en particular, de EE.UU. Ello por su importancia y su peso en los mercados financieros internacionales. Así, es de esperar que el reciente aumento de la tasa de política monetaria en EE.UU. (FFR) y el proceso de normalización de su política monetaria tengan efectos sobre las condiciones financieras que enfrentan otras economías, incluido Chile. Este Recuadro entrega nueva evidencia sobre estos efectos y discute algunos elementos que podrían incidir en su intensidad. En particular, se analizan los efectos que cambios en la política monetaria de EE.UU. podrían tener sobre las tasas de largo plazo en economías desarrolladas y emergentes.

La evidencia empírica destacada en este Recuadro sugiere que: (i) aumentos de la FFR generan alzas de las tasas de largo plazo en otras economías, aunque las respuestas son heterogéneas en el tiempo y entre países; (ii) dicha reacción se ha acentuado en lo más reciente, en niveles relativamente altos: 100 puntos base (pb) de aumento de la FFR generarían aumentos de 75 y 85pb en las tasas largas de desarrollados y emergentes, respectivamente; (iii) tras el 2008, los canales de transmisión a economías desarrolladas y emergentes parecen ser distintos. En las primeras, el incremento se asocia a una política monetaria que sigue a la Reserva Federal (Fed). En las segundas, estaría relacionado con aumentos del premio por plazo; (iv) para Chile, la evidencia reciente muestra que las tasas largas han tenido una respuesta acotada a cambios en las condiciones financieras en EE.UU., pero la heterogeneidad entre países y a lo largo del tiempo no permite asegurar que este será siempre el caso.

Más allá de las respuestas promedio, hay elementos que podrían alterar su intensidad. Algunos países emergentes pueden haber visto aumentada su vulnerabilidad a cambios en las condiciones financieras, debido a elevados déficit en cuenta corriente, altos niveles de endeudamiento de corto plazo en moneda extranjera, una situación fiscal frágil y/o rigideces cambiarias.

También hay elementos que mitigan el impacto. La Fed ha señalado que el proceso será gradual y se da en un contexto de una economía que se recupera y no de una que debe ser enfriada. Los demás bancos centrales de países desarrollados seguirán proviendo de altos grados de liquidez a través de sus

políticas de relajamiento cuantitativo e incluso podrían aumentar la expansividad de las mismas. Con todo, esta divergencia probablemente aumente la apreciación del dólar, con un efecto negativo en el precio de las materias primas. Por último, un número importante de economías emergentes cuentan con marcos de política más adecuados para enfrentar este tipo de *shocks*, en comparación con otros episodios de alzas de la FFR. En particular, porque tienen flexibilidad cambiaria y altos niveles de reservas internacionales.

#### Política monetaria y tasas de interés de largo plazo

Al igual que la mayoría de los bancos centrales, la Fed usa como instrumento de política la tasa nominal de corto plazo. Para entender su relación con la tasa de largo plazo es útil pensar en esta última como la suma de dos componentes. El primero, es lo que el mercado espera que sea la FFR durante el plazo relevante. Si se espera que la FFR sea en promedio alta en el futuro, la tasa de largo plazo hoy también debe serlo. El segundo, es el llamado premio por plazo, que representa la compensación que los inversionistas exigen por el riesgo de tasas asociado a mantener un bono de largo plazo. De este modo se tiene que:

$$(1) \text{ Tasa de largo plazo} = \text{TPM promedio esperada} + \text{Premio por plazo}$$

De la ecuación (1) es claro que la autoridad monetaria influye directamente en las tasas largas cuando fija la FFR y, sobretodo, cuando comunica la trayectoria más probable para esta variable. Cambios en la política monetaria también pueden alterar los premios por plazo, aunque esta relación varía en el tiempo y no se conocen bien los mecanismos que la gobiernan. Los premios, además, se mueven por razones no relacionadas con los movimientos actuales y esperados de la FFR, lo que es un especial desafío para las autoridades<sup>1/</sup>.

Esta ecuación también ayuda a entender el impacto de cambios en la política monetaria de EE.UU. sobre las tasas de largo plazo de otras economías. El cambio en las tasas de largo plazo locales

<sup>1/</sup> Un ejemplo es lo planteado en el 2006 por el entonces presidente de la Fed, Ben Bernanke, quien argumentó que la casi nula respuesta de las tasas de largo plazo al alza de tasas de la Fed se debía a una compresión de premios por plazo (Bernanke, 2006). En lo más reciente, los premios por plazo también han jugado un rol relevante en la política monetaria en EE.UU. Cuando la Fed llevó la FFR al mínimo, implementó medidas orientadas a bajar los premios por plazo —compras masivas de bonos de largo plazo— para así reducir las tasas de largo plazo aún más (Gagnon, 2011).

dependerá de la reacción de la política monetaria de cada país. Así, si frente a un alza de la FFR las autoridades locales deciden subir su propia tasa generarán un aumento de la trayectoria esperada para la tasa de corto plazo y, con ello, un alza de la tasa de largo plazo. Las acciones de la Fed también pueden alterar los premios por plazo en otras economías. Por ejemplo, porque genera cambios de portafolio de inversionistas que los llevan a vender bonos locales, generando alzas de las tasas largas.

Por último, la ecuación (1) también es útil para analizar por qué, a pesar de que la Fed ha señalado un aumento gradual de la FFR, existe el riesgo de que las condiciones financieras cambien de manera abrupta. En particular, puede ser que los premios por plazo aumenten rápidamente, como respuesta a cambios moderados en la trayectoria esperada de tasas de política. Inversionistas que temen una mayor alza de tasas, y la consecuente pérdida de valor de sus inversiones, venden o se ven forzados a vender parte de sus tenencias de bonos, lo que presiona al alza los premios por plazo. Este riesgo aumenta porque, después de tantos años de tasas bajas y amplia liquidez, los inversionistas han buscado mayor retorno subiendo la duración de sus portafolios. Además, que persistan diferencias entre la trayectoria que el mercado y la Fed consideran como más probable, hace que la probabilidad de una corrección más rápida de tasas también aumente, especialmente si se observan condiciones que hagan pensar que la visión de la Fed prevalecerá.

### Evidencia empírica

Albagli *et al.* (2015) diferencian el efecto de la política monetaria de EE.UU. sobre los premios por plazo y las expectativas de política monetaria en otras economías<sup>2/</sup>. El ejercicio muestra el traspaso de *shocks* de política monetaria en EE.UU. sobre las tasas a uno y diez años para países desarrollados y emergentes, diferenciando entre el efecto total y sobre cada uno de los componentes de la ecuación (1) (tabla I.2). Los principales resultados son: (i) después del 2008, en ambos tipos de países, las tasas de interés de uno y diez años aumentaron su sensibilidad a la política monetaria de EE.UU.; (ii) Un alza de 100pb en la tasa de un año de EE.UU., asociado a un *shock* de política monetaria, genera aumentos de 75 y 85pb en las tasas largas de desarrollados y emergentes, respectivamente; (iii) los mecanismos de transmisión parecen ser diferentes entre tipo de economías. En las desarrolladas, el alza de la tasa larga está asociada a un aumento esperado de la tasa de política, en las emergentes a cambios en los premios por plazo. En todo caso, los resultados a nivel individual dan cuenta de alta heterogeneidad.

<sup>2/</sup> La inusual expansividad de la política monetaria en EE.UU., y en otras economías desarrolladas, ha originado una creciente literatura que aborda su impacto sobre los precios de los activos financieros en otras economías. Los resultados, en general, coinciden en efectos significativos, en línea con los reportados en este Recuadro (Neely (2015), Bauer y Neely (2014), Bowman *et al.* (2014), Gilchrist *et al.* (2015)).

Naudon y Yany (2015) revisan el impacto de *shocks* a los premios por plazo en EE.UU. sobre la economía chilena (gráfico I.11). En el ejercicio, un *shock* de 100pb en el premio por plazo de los bonos de diez años de EE.UU. sube en cerca de 30pb las tasas de interés chilenas (en moneda local) tras doce meses. A su vez, el peso se deprecia cerca de 4% nominal. En concordancia con Albagli *et al.* (2015), la respuesta de las tasas largas chilenas está asociada a cambios en los premios por plazo, pues el impacto en las tasas esperadas de corto plazo tiene signo contrario, reflejando un efecto compensatorio de la política monetaria ante este tipo de *shocks*. Esto es similar a lo ocurrido a mediados del 2013, cuando la Fed dio las primeras señales de que podría iniciar la normalización de la FFR y las tasas de largo plazo en EE.UU. subieron alrededor de 150pb. La moderada respuesta de las tasas de interés de largo plazo en Chile en ese episodio no es, necesariamente, una indicación de que la correlación entre las primas por plazo locales y externas sea siempre baja. Por ello, se debe ser cuidadoso a la hora de extrapolar los resultados.

**TABLA I.2**  
Traspaso de *shocks* de política monetaria en EE.UU. sobre tasas a uno y 10 años plazo (\*)

	Panel A: Economías desarrolladas			
	Pre Noviembre 2008		Post Noviembre 2008	
	Tasa 1 año	Tasa 10 años	Tasa 1 año	Tasa 10 años
Tasa	0,14*	0,09	0,43**	0,73*
PM esperada	-0,07	-0,10	-0,15	-0,35
Premio por plazo	0,13*	0,15	0,39**	0,48**
	-0,06	-0,11	-0,13	-0,17
	0,01	-0,07***	0,05	0,26
	-0,02	-0,02	-0,08	-0,21

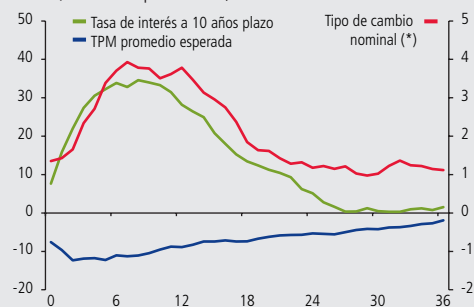
	Panel B: Economías emergentes			
	Pre Noviembre 2008		Post Noviembre 2008	
	Tasa 1 año	Tasa 10 años	Tasa 1 año	Tasa 10 años
Tasa	0,19	0,28	0,43	0,85**
PM esperada	-0,13	-0,19	-0,24	-0,32
Premio por plazo	0,06	0,06	0,08	0,12
	-0,05	-0,05	-0,21	-0,20
	0,12	0,22	0,34***	0,74**
	-0,08	-0,19	-0,07	-0,27

(\*) Los símbolos \*, \*\* y \*\*\* indican que es estadísticamente significativo al 10, 5 y 1%.

Fuente: Albagli *et al.* (2015).

### GRÁFICO I.11

Impacto ante un *shock* de premio por plazo de EE.UU. (puntos base; variación porcentual)



(\*) Aumento (disminución) significa depreciación (apreciación).

Fuente: Naudon y Yany (2015).

## II. MERCADOS FINANCIEROS

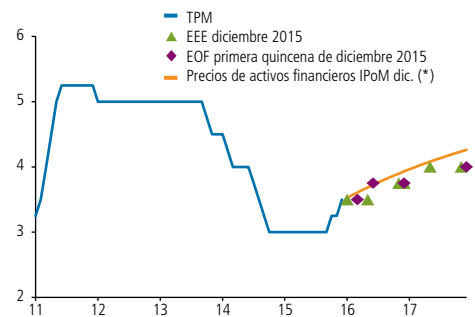
*Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.*

### POLÍTICA MONETARIA

La inflación anual del IPC ha evolucionado según lo previsto en septiembre, aunque su componente subyacente —IPCSAE— muestra un incremento algo superior, en línea con la mayor depreciación del peso, con holguras de capacidad que siguen acotadas y con los patrones históricos de indexación. El crecimiento de la actividad ha ido según lo previsto, mientras que el de la demanda interna fue algo mayor. El escenario externo se ha deteriorado, por la caída de los términos de intercambio, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables. En este contexto, en el escenario base se reducen las perspectivas de crecimiento para el 2016 y se retrasa en algo la convergencia de la inflación a la meta. Con esto, se ha intensificado el escenario planteado previamente, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo que ceden en el mediano plazo. El Consejo estima que para asegurar la convergencia de la inflación a la meta es necesario retirar parte del estímulo monetario y ha llevado la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 3,5%. La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes pausados para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación.

No se aprecian mayores divergencias entre las expectativas para la TPM que se extraen de los precios de los activos financieros y de las encuestas. Así, las distintas fuentes señalan que, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,75 y 3,93% y que, a dos años plazo, estaría entre 4 y 4,26% (gráfico II.1 y tabla II.1). El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM. Con todo, en ese lapso, la TPM seguirá siendo expansiva. Así, la tasa de política monetaria medida en términos reales continuará en valores en torno a cero por un buen tiempo, una de las más expansivas dentro del conjunto de economías emergentes y exportadoras de materias primas (gráfico II.2).

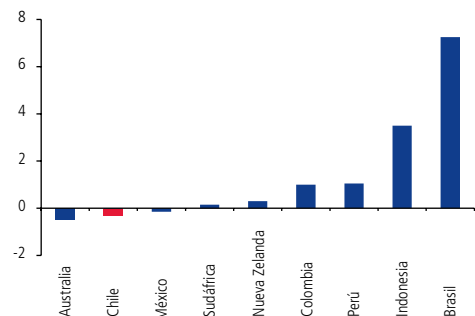
**GRÁFICO II.1**  
TPM y expectativas  
(porcentaje)



(\*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
TPM real (\*)  
(porcentaje)

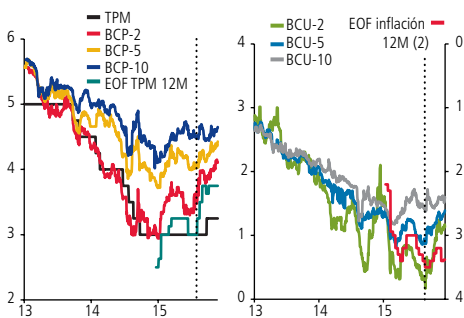


(\*) Calculada como la TPM actual menos la inflación esperada para diciembre del 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.

**GRÁFICO II.3**

TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1)  
(porcentaje)

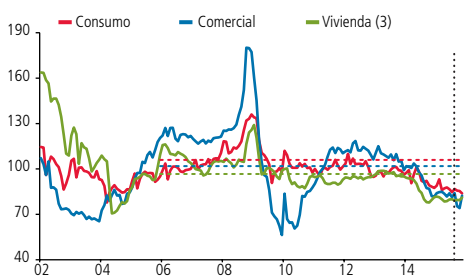


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015. (2) Eje invertido.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.4**

Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)  
(índice 2002-2015=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

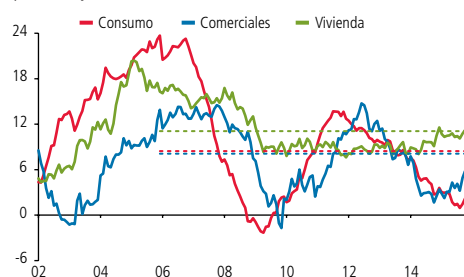
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

(3) Las tasas de interés corresponden a colocaciones en UF.

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

**GRÁFICO II.5**

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



(\*) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

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

**TABLA II.1**

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre
EEE (1)	3,25	3,75	3,75	4,00
EOF (2)	3,25	3,75	3,50	4,00
Precios de activos financieros (3)	3,70	3,93	4,20	4,26

(1) Corresponde a la encuesta de agosto y diciembre 2015.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de agosto y la primera quincena de diciembre 2015.

(3) Para el IPoM de diciembre considera el promedio de los últimos diez días hábiles al cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería, han mostrado un aumento en el corto plazo, el que ha sido más marcado en las reales. En el caso de las nominales, el movimiento está en línea con las expectativas de mercado sobre la TPM a un año plazo, las que se elevaron en los últimos meses. La dinámica de las tasas de interés reales también ha estado determinada por las expectativas de mercado respecto de la inflación (gráfico II.3). En particular, desde el IPoM de septiembre, las tasas a dos años plazo sufrieron las alzas más marcadas: cerca de 80 y 55pb para las tasas en UF y en pesos, respectivamente. La tasa real y nominal a diez años plazo, aunque con vaivenes, casi no muestra cambios desde junio. El aumento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal (Fed) fue bien recibido por los mercados, pero el proceso de normalización sigue siendo una fuente de riesgos importantes. En especial, porque persisten las diferencias entre el mercado y la Fed respecto de la velocidad y el nivel que alcanzará la tasa. Además, Brasil enfrenta una situación económica y financiera difícil que podría tener impactos sobre el costo de financiamiento del resto de la región, incluido Chile.

## CONDICIONES FINANCIERAS

En general, el panorama financiero interno se ha mantenido sin grandes cambios en los últimos trimestres: aunque el costo del crédito sigue bajo, en parte por la expansiva instancia de política monetaria, el crecimiento de las colocaciones —excepto las hipotecarias— se mantiene lento comparado con patrones históricos. En ello se conjuga la mayor cautela de parte de personas y empresas —como se desprende del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN), el IPEC y el IMCE— y una banca que ha seguido restringiendo sus políticas de riesgo, como se señala en el IPN y en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB). Adicionalmente, a lo largo del año, las condiciones de financiamiento externo se han vuelto menos favorables y los riesgos de nuevos episodios de volatilidad persisten.

El costo del crédito en el mercado local, aunque con vaivenes, se mantiene reducido y bastante por debajo del promedio de varios años (gráfico II.4). Desde julio —últimas cifras disponibles al cierre del IPoM de septiembre—, las tasas de las colocaciones comerciales han permanecido en torno a los niveles mínimos de hace cinco años, mientras las de consumo y de vivienda han estado en o cerca de sus valores más bajos de los últimos diez años. En esto, además de la TPM en niveles expansivos, influye que la banca local haya reorientado las colocaciones hacia clientes con un mejor perfil de riesgo (IPN). Para las colocaciones de

consumo, se suma el impacto de la normativa de la tasa máxima convencional (TMC), que ha sido más relevante en los sobregiros y tarjetas de crédito.

Pese a ello, según datos a noviembre, el crecimiento real anual de las colocaciones comerciales y de consumo, si bien aumentó respecto del IPoM anterior, persiste bajo, en línea con la acotada expansión del gasto interno (gráfico II.5). En las comerciales, la subida es algo más marcada, pero por el efecto que el tipo de cambio nominal tiene en la evolución de estas colocaciones (IEF segundo semestre 2015). Además, coincide con una desaceleración de las colocaciones locales y externas de bonos corporativos en los meses recientes. Como ha sido la tónica este último tiempo, las colocaciones hipotecarias mantienen un alto crecimiento concordante con el aumento de los precios de las viviendas en los últimos años y el importante dinamismo de la construcción habitacional y del rubro inmobiliario.

Además, el lento ritmo de expansión anual de los créditos de consumo y comerciales, coincide, en buena medida, con expectativas de empresas y consumidores que persisten en niveles bajos (IPEC e IMCE), propiciando conductas de mayor cautela de los agentes económicos a la hora de comprar, endeudarse e invertir. Así lo corrobora el IPN, que resalta la incertidumbre hacia adelante respecto de las ventas y la estabilidad laboral de empresarios y personas, respectivamente. Asimismo, destaca que la ECB del tercer trimestre reportó una demanda más restrictiva que el trimestre anterior en la mayoría de las colocaciones.

A lo largo del año, las condiciones financieras internacionales se han vuelto menos favorables, en un entorno de mayor volatilidad. Así, los premios por riesgo han aumentado, en especial desde mediados de año. Las tasas de interés de largo plazo del mundo desarrollado, aunque con vaivenes, no tuvieron cambios significativos al cierre de este IPoM. Se suma, en el bloque emergente, la depreciación de las monedas, la continua salida de capitales y la caída del mercado bursátil. Para Chile, desde principio de junio, los premios por riesgo soberanos y corporativos aumentaron en torno a 50 y 80pb, respectivamente—medidos por el CDS a cinco años y el CEMBI—, situándose por sobre el promedio de los últimos diez años, pero manteniéndose en un nivel por debajo de otras economías emergentes (gráfico II.6). El IPSA, medido en moneda local, se redujo en torno a 10% desde junio (gráfico II.7).

En este ambiente de mayor costo del endeudamiento externo y salidas netas de capitales, las colocaciones de bonos en el extranjero, principalmente de empresas—y, en menor medida, de bancos—, han caído de manera pronunciada en los últimos meses, a niveles similares a los del 2012 (gráfico II.8).

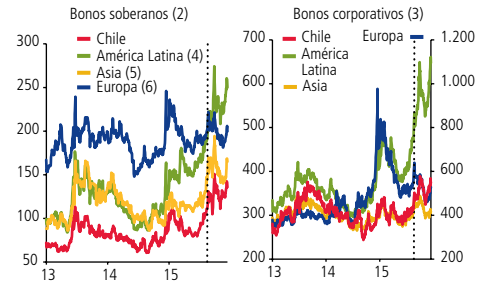
En cuanto a los agregados monetarios nominales, según información a noviembre, el M1, compuesto por activos más líquidos, redujo su crecimiento anual a cerca de 12% (16% en agosto), principalmente por la menor expansión anual de las cuentas corrientes. En el M2, el mayor incremento año a año de los depósitos a plazo, sostuvo su expansión cerca de 12%. El M3 aumentó su expansión anual a 14%.

## TIPO DE CAMBIO

La paridad peso/dólar se elevó algo más de 4% desde mediados de agosto, ubicándose en torno a \$705 por dólar al cierre estadístico de este IPoM (gráfico II.9)

### GRÁFICO II.6

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

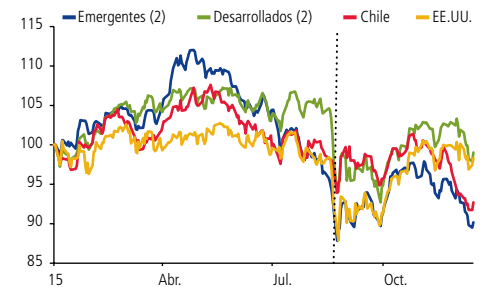


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015. (2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (4) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia,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

Fuente: Bloomberg.

### GRÁFICO II.7

Mercados bursátiles (1)  
(índice 1 enero 2015=100)

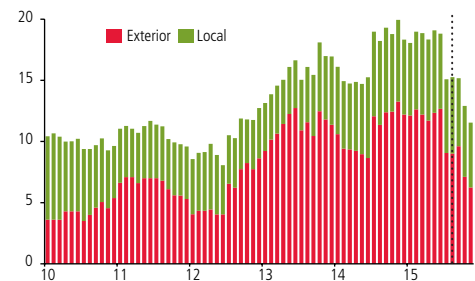


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015. (2) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

### GRÁFICO II.8

Colocaciones de bonos de empresas y bancos (\*)  
(miles de millones de dólares acumulados en doce meses)

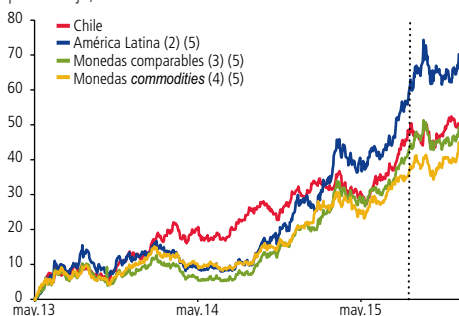


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BCS y Bloomberg.

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

(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)

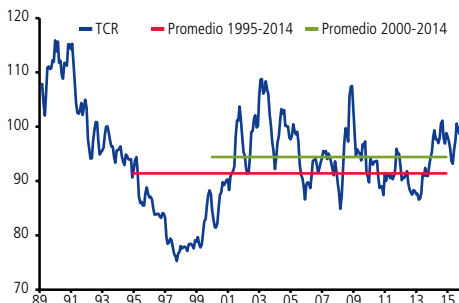


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de septiembre 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO II.10****Tipo de cambio real (\*)**

(índice 1986=100)

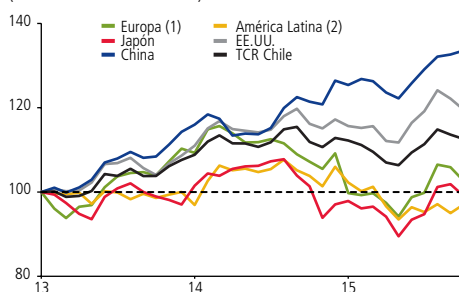


(\*) Cifra de diciembre del 2015 incluye información hasta el día 15.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.11****TCR bilateral de Chile respecto de economías seleccionadas**

(índice enero 2013=100)



(1) Considera a Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda e Italia. (2) Considera a Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile.

ya tabla II.2). Esto, en lo fundamental, se debió al continuo fortalecimiento del dólar a nivel global, a lo que se ha sumado una baja del precio del cobre hasta mínimos de varios años en las últimas semanas. No obstante, en el intertanto, el tipo de cambio ha exhibido una alta volatilidad, como se desprende de las opciones a tres meses. De hecho, desde agosto, el peso ha oscilado entre cerca de \$670 y \$715 por dólar, con vaivenes bien marcados incluso en operaciones intradía. Así, aunque ha retrocedido en el margen, la volatilidad ha sido la más alta desde mayo del 2013, momento en que comenzó el proceso de depreciación del peso.

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

	Variación TCN		
	IPoM Dic.15/ IPoM Sept.15	Spot/2.Ene.15	Spot/mínimo del 2013
Rusia	4,0	21,0	134,3
Brasil	9,1	45,7	99,1
Colombia	7,8	39,5	88,5
Sudáfrica	15,2	29,3	76,5
América Latina (2) (5)	6,4	31,3	70,7
Turquía	2,0	27,2	69,5
Noruega	5,0	16,6	59,3
<b>Chile</b>	<b>2,3</b>	<b>17,2</b>	<b>52,2</b>
Monedas comparables (3) (5)	4,2	22,3	49,3
Australia	0,9	13,8	47,4
Monedas commodities (4) (5)	4,6	17,3	47,4
Indonesia	0,8	13,4	46,0
México	2,5	16,0	42,9
Canadá	3,4	18,3	39,7
Perú	3,8	13,2	32,9
Rep. Checa	2,7	8,0	32,8
Nueva Zelanda	-1,8	15,3	27,6
India	2,3	5,6	26,0
Tailandia	1,4	9,2	25,5
Rep. Corea	-1,0	8,2	12,7

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

(2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía.

(4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

(5) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Si bien el peso chileno persiste en niveles mínimos de varios años, desde agosto las medidas de tipo de cambio multilateral, y en particular la que excluye el dólar de EE.UU., se depreciaron en una menor cuantía. En ese lapso, las paridades de los países comparables —especialmente de América Latina— tuvieron depreciaciones más marcadas respecto del dólar estadounidense. Esto, a pesar de que varios países de la región han intervenido el mercado de divisas. En Colombia, en tanto, su moneda también se depreció de manera importante pese a que elevó su tasa de referencia más allá de lo esperado por el mercado.

El nivel del tipo de cambio real (TCR) no es muy distinto al de agosto. Con información disponible al cierre estadístico de este IPOM, se estima que el TCR de diciembre seguiría cerca de 100 en su medida 1986=100, valor superior a sus promedios de los últimos 10 y 15 años, pero coherente con la dinámica reciente de sus fundamentos (gráfico II.10). No obstante, el peso chileno se ha apreciado en términos reales respecto de América Latina (gráfico II.11). El escenario base de este IPOM, considera que el TCR tendrá una leve apreciación en el horizonte de proyección.

### III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

#### ACTIVIDAD

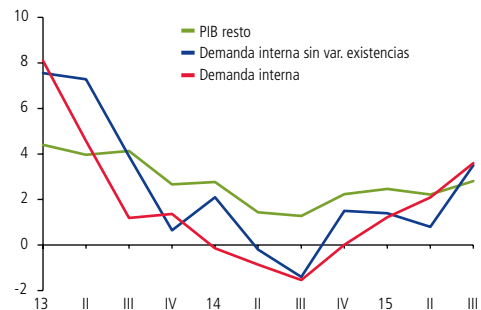
La actividad creció 2,2% anual en el tercer trimestre, en línea con lo observado en los trimestres precedentes y también con lo previsto en el último IPoM. En su composición, sin embargo, se observaron algunos cambios. En particular, un desempeño algo mejor de los sectores ligados a la demanda interna (PIB resto) y uno peor de los asociados a recursos naturales, en especial la minería. La demanda interna subió su ritmo de expansión anual en igual lapso (gráfico III.1), mayormente por un resultado más favorable de la formación bruta de capital fijo (FBCF). Ello respondió en buena medida a factores puntuales en el componente de maquinaria y equipos y a un buen desempeño de la edificación. El consumo privado siguió mostrando una variación anual en torno a 2%. Todo esto, con expectativas empresariales y de consumidores que continúan pesimistas, lo que contrasta con un mercado laboral resiliente, un crecimiento de la actividad que se ha estabilizado y condiciones de financiamiento interno sin mayores cambios.

Los sectores de recursos naturales mostraron una caída durante el tercer trimestre: 1,5% anual (+0,4% el segundo y +2,9% el primero), principalmente por el peor desempeño de la minería. Este sector está siendo fuertemente afectado por la disminución del precio del cobre, con recortes de la producción minera y de un número importante de puestos de trabajo en el sector. Además, los entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre dan cuenta de significativos ajustes en los contratos y condiciones para la prestación de servicios. Asimismo, indican un clima de incertidumbre y pesimismo en las regiones del norte del país. El resultado más negativo de la minería fue contrarrestado en parte por el crecimiento de 6% anual de energía, gas y agua (EGA), en gran medida impulsado por el sector eléctrico.

El crecimiento anual del PIB resto en el tercer cuarto fue algo mayor al de trimestres previos, aunque se mantuvo en niveles acotados. Destaca el mejor resultado anual de los sectores de servicios, la industria y la construcción (tabla III.1). Este último siguió favorecido por una mayor demanda por viviendas ante la pronta entrada en vigencia del pago de IVA a la compra de viviendas nuevas. Se espera que parte del impulso asociado a este fenómeno se mantenga durante el próximo año, pues gran parte de las ventas de viviendas nuevas

GRÁFICO III.1

Crecimiento del PIB resto y la demanda interna (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.1

Producto interno bruto

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

	Pond.	2014				2015		
		2014	I	II	III	IV	I	II
Agropecuaria-silvícola	2,7	2,9	-5,6	-3,4	4,9	7,7	4,0	0,8
Pesca	0,3	21,8	34,0	10,7	3,4	-9,8	-12,5	-4,3
Minería	11,2	1,2	4,8	0,0	-0,4	3,3	0,8	-3,0
Industria	11,3	0,2	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	0,2	2,6
EGA	2,3	1,3	9,4	3,4	5,7	2,6	1,1	6,0
Construcción	7,3	3,1	1,1	-1,4	3,2	0,1	2,7	3,8
Comercio	8,0	2,2	-0,4	-0,2	0,7	0,3	1,0	1,2
Restaurantes y hoteles	1,8	1,0	0,3	0,9	0,9	2,5	-1,0	-4,6
Transporte	4,2	3,4	1,5	1,3	3,1	2,4	0,8	2,4
Comunicaciones	1,8	7,6	7,5	5,7	5,8	7,0	7,7	7,2
Servicios financieros	5,1	3,9	2,2	2,2	3,6	3,1	5,0	6,2
Servicios empresariales	13,9	3,4	2,1	1,2	0,9	1,8	2,3	3,1
Propiedad de vivienda	5,2	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,6	1,7
Servicios personales (1)	11,7	3,4	3,7	4,6	3,9	4,8	2,8	2,9
Administración pública	4,6	3,3	3,0	2,7	5,4	3,8	4,3	4,6
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
<b>PIB Resto (2)</b>	<b>77,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>
<b>PIB RRNN (2)</b>	<b>13,9</b>	<b>1,6</b>	<b>6,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,9</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,5</b>

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.

(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.



**TABLA III.2**
**Demanda interna**

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

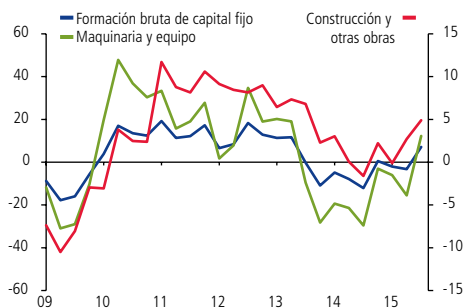
	Pond.	2014				2015		
		2014	I	II	III	IV	I	II
Demanda interna	98,5	-0,1	-0,9	-1,5	0,0	1,2	2,1	3,6
Demanda interna (s/Var existencias)	99,1	2,1	-0,2	-1,4	1,5	1,4	0,8	3,5
Formación Bruta Capital Fijo	22,0	-4,9	-7,8	-12,1	0,5	-2,1	-3,3	7,1
Construcción y otras obras	14,9	3,0	0,1	-1,6	2,2	-0,1	2,7	4,9
Maquinaria y equipo	7,2	-19,3	-21,4	-29,6	-3,1	-6,1	-15,5	12,2
Consumo total	77,1	4,4	2,3	2,0	1,8	2,4	2,0	2,5
Consumo privado	64,2	3,9	2,2	1,9	1,0	1,9	1,5	1,8
Bienes durables	6,2	3,6	-1,5	-3,9	-4,6	-5,1	-0,9	1,2
Bienes no durables	26,4	4,1	1,2	1,6	0,6	2,1	1,3	1,7
Servicios	31,6	3,7	3,6	3,3	2,7	3,1	2,2	2,0
Consumo Gobierno	12,9	8,2	2,6	2,3	5,5	5,7	4,0	5,9
Variación de existencias (*)	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-0,3
Exportación bienes y servicios	33,8	4,1	-0,4	-2,6	1,7	1,3	-5,5	-0,9
Importación bienes y servicios	32,3	-4,7	-9,4	-9,8	-3,9	-2,4	-5,4	3,1
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>

(\*) 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**
**Formación bruta de capital fijo**

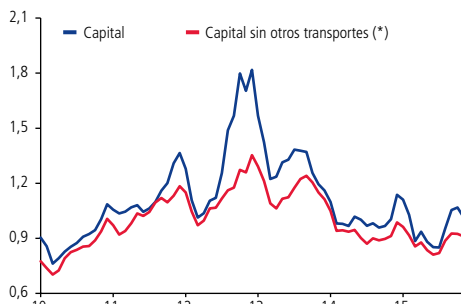
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.3**
**Importaciones nominales de bienes de capital**

(miles de millones de dólares, promedio móvil trimestral)



(\*) Capital sin otros transportes excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).

Fuente: Banco Central de Chile.

en el 2015 se han efectuado en verde y en blanco. Por otro lado, el comercio mantuvo su bajo crecimiento, en torno a 1% anual, mientras que la variación anual del sector de hoteles y restaurantes se volvió más negativa.

En el escenario base de este IPoM, el crecimiento de la actividad se ubicará en 2,1% en el 2015, cifra dentro del rango estimado en septiembre. El cuarto trimestre tendrá una tasa de expansión anual cercana a 2%. Indicadores parciales del período —Imcec de octubre— dan cuenta de un desempeño sectorial en el que destaca el debilitamiento de la industria manufacturera respecto de la mejora que mostró en septiembre. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre dan cuenta de un escenario similar, anticipando una crecimiento de 1,8% anual para el cuarto trimestre, con lo cual el PIB finalizaría el 2015 con una expansión de 2,1%.

Respecto del primer trimestre del 2016, en el escenario base, el crecimiento anual de la actividad se estima será mas bajo que lo observado en lo más reciente. Parte importante de ello responderá al bajo desempeño de la minería, en un contexto de bases de comparación anuales más exigentes. Para el año 2016 en su conjunto, el escenario base prevé que la actividad subirá paulatinamente su tasa de crecimiento, la que se ubicará entre 2 y 3%, rango inferior al proyectado en el IPoM de septiembre, con un balance de riesgos sesgado a la baja. El principal cambio en esta proyección proviene del deterioro del escenario externo. Las expectativas de mercado también se han recortado. La EEE de diciembre bajó su estimación para el 2016 a 2,2% (2,8% en agosto), mientras que por tercer mes consecutivo la mantuvo en 3,0% para el 2017.

**DEMANDA INTERNA**

En el tercer trimestre, la demanda interna mostró un crecimiento mayor que en los cuartos previos, lo que fue visible tanto en el agregado como descontadas las existencias. Dicho resultado se originó principalmente por el incremento de 7,1% anual que anotó la FBCF, por un mayor impulso proveniente tanto del componente de maquinaria y equipos como de construcción y obras (tabla y gráfico III.2). En el primer caso, su expansión interanual fue mayormente determinada por elementos puntuales, como las mayores internaciones de material de transporte durante el trimestre (gráfico III.3).

El crecimiento anual del componente de construcción y obras también aumentó respecto del segundo trimestre en gran parte debido a la mayor actividad del sector de viviendas. Durante el tercer trimestre las cifras de ventas de viviendas de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) siguieron mostrando un buen desempeño. Como se mencionó, el crecimiento récord en las ventas de viviendas nuevas registrado en los últimos meses se concentró en aquellas que aún no habían comenzado a construirse o se encontraban en la etapa de obra gruesa. Lo anterior otorga espacio para que parte del impulso del sector construcción se mantenga durante el 2016.

El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) del tercer trimestre da cuenta de cambios marginales respecto de su entrega previa. En el horizonte de dos años, los proyectos de mayores montos pertenecen al sector inmobiliario,

seguidos por los relacionados con el sector de energía. En tanto, el catastro indica que las obras de ingeniería ligadas al sector minero se recuperarían en el 2017.

Las expectativas empresariales (IMCE), excluyendo minería, continúan en terreno pesimista, a pesar de algunas fluctuaciones en los últimos meses. Sectorialmente, destaca el repunte del rubro de la construcción, que se asocia a una mayor demanda percibida, mientras que tanto el comercio como la industria volvieron a debilitarse en el margen (gráfico III.4). El IPN de noviembre dio cuenta de que la mayoría de los entrevistados no prevé una mejora significativa del desempeño de sus negocios en lo inmediato. Lo anterior ha dado paso a esfuerzos para controlar costos, incluyendo la revisión de la dotación de personal, la realización de inversiones estrictamente necesarias y el recorte de precios de venta para mantener participación de mercado. Además, los entrevistados indicaron que la depreciación del peso sigue presionando sus costos de manera relevante, aunque su traspaso a precios no ha sido completo y no lo será dada la debilidad de la demanda.

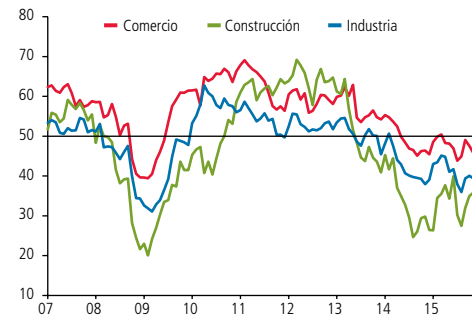
Respecto del consumo, parte de la mayor expansión anual del tercer trimestre (2,5% versus 2,0% en el segundo) se explicó por el impulso público, mientras los sectores ligados al consumo privado aumentaron a una tasa no muy distinta de la que promedió en la primera mitad del 2015. A pesar de que el consumo durable volvió a tener tasas de crecimiento anuales positivas en el tercer trimestre, en niveles no mostró mayores cambios en su tendencia. Dicha evaluación se repite al analizar las cifras de consumo no durable.

El mercado laboral sigue mostrando resiliencia. La tasa de desempleo continúa baja desde una perspectiva histórica. Según la información publicada por el INE, el desempleo pasó desde 6,6% en el trimestre móvil finalizado en mayo, a 6,3% en el terminado en octubre. A su vez, el crecimiento de la ocupación total ha oscilado en torno a 2% anual (gráfico III.5) y el empleo asalariado aumentó marginalmente su ritmo de expansión anual. De todas formas, al interior se aprecian algunos cambios en la calidad del empleo, con una mayor incidencia de los trabajadores con jornada parcial (gráfico III.6) y de los que no cuentan con contrato escrito. Las empresas entrevistadas en el marco del último IPN señalaron que perciben un mercado laboral más holgado, una baja de la rotación del personal y menores presiones salariales. La masa salarial, medida en términos reales, crece a tasas algo superiores a las de fines del 2014, más allá de un descenso en lo más reciente. Ello contrasta con el comportamiento del consumo privado, cuyos crecimientos anuales no observan mayores cambios a lo largo del 2015 (gráfico III.7).

Las expectativas de los consumidores (IPEC) se mantienen en niveles pesimistas, similares a los observados en el 2009, pese al contraste en el desempeño de la economía en ambos periodos. Mientras hoy el mercado laboral permanece resiliente y el crecimiento del PIB se ha estabilizado, en el 2009 la economía nacional atravesaba por una recesión y el mundo enfrentaba una crisis financiera no vista en décadas. Por componentes del IPEC, destaca que aquellos que recogen la percepción sobre la situación país actual y futura hoy se encuentran incluso algo por debajo del promedio de los años 2008-2009. No ocurre lo mismo con los que miden la situación personal, que están

GRÁFICO III.4

IMCE: Percepción de los empresarios (\*)  
(índice)

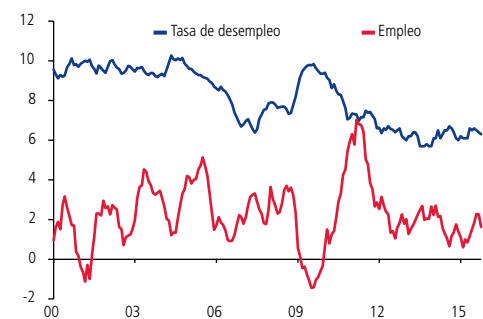


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibañez.

GRÁFICO III.5

Tasa de desempleo y crecimiento del empleo (\*)  
(porcentaje; variación anual, porcentaje)

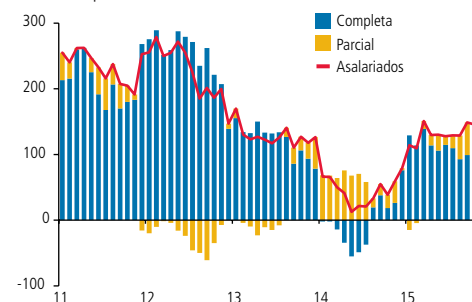


(\*) Series empalmadas usando la variación mensual de febrero del 2010.

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

GRÁFICO III.6

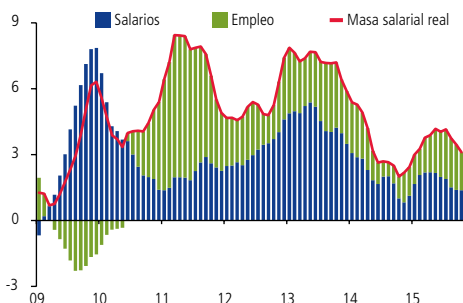
Incidencia en el crecimiento anual del empleo asalariado según jornada de trabajo  
(miles de personas)



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

**GRÁFICO III.7**

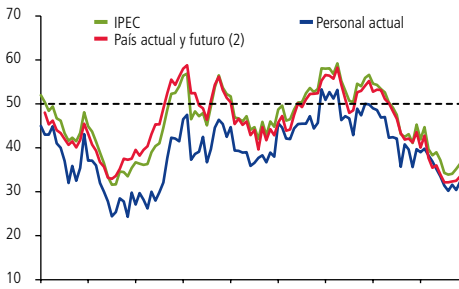
Incidencia en el crecimiento anual de la masa salarial real (puntos porcentuales)



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

**GRÁFICO III.8**

IPEC: Expectativas de los consumidores (1) (índice)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).  
 (2) Considera el promedio simple entre los componentes que miden la situación económica del país actual, a 12 meses y a 5 años plazo.

Fuente: Adimark.

**GRÁFICO III.9**

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



Fuente: Banco Central de Chile.

en niveles menos pesimistas a los de esa época (gráfico III.8). El escenario base considera que la confianza tendrá alguna recuperación en los trimestres venideros. Sin embargo, es posible que esto no se dé según lo contemplado, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado. Tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que lo previsto si se mantiene la resiliencia del mercado laboral, permitiendo que los indicadores de confianza repunten a un ritmo mayor.

Por el lado de las condiciones financieras, si bien el costo del crédito sigue bajo, el crecimiento de las colocaciones se mantiene reducido en comparación con sus patrones históricos, a excepción de las hipotecarias. Esto, en línea con el acotado crecimiento del gasto interno y el dinamismo del rubro inmobiliario. A lo anterior se suman la mayor cautela tanto de las personas como de las empresas a la hora de contratar nuevos créditos, y políticas de riesgo bancarias que se han seguido restringiendo.

## CUENTA CORRIENTE

En cuanto al sector externo, el tercer trimestre dio cuenta de un mayor déficit de la cuenta corriente, originado principalmente por un deterioro de la balanza comercial. En el caso de las exportaciones, han influido tanto la caída de los precios de los embarques, en particular del cobre, como la menor demanda externa. En las importaciones, si bien los precios son menores que hace un año, el volumen de importaciones subió en igual lapso, en buena parte por las ya comentadas mayores internaciones de material de transporte. Así, al tercer trimestre, el déficit acumulado de la cuenta corriente aumentó a 1,1% del PIB en el último año móvil (0,7% en el cuarto anterior) (gráfico III.9). El escenario base considera un déficit de la cuenta corriente para el 2015 de 1,7% del PIB (0,7% en el IPOM de septiembre) y para el 2016, uno de 2,6% (1,5% en septiembre). Medido a precios de tendencia<sup>1/</sup> el déficit en cuenta corriente también será algo mayor a lo considerado en septiembre, alcanzando del orden de 2,5% del PIB en el 2015 y 2016. Este cálculo considera un ajuste en el precio de largo plazo del cobre a US\$2,7 la libra (Recuadro V.1) y del petróleo a US\$70 el barril.

<sup>1/</sup> Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles tomando en cuenta las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo hace con las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el petróleo (Recuadro V.2; IPOM septiembre 2012).

## IV. PRECIOS Y COSTOS

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

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación anual del IPC ha evolucionado en línea con lo previsto en septiembre, aunque su componente subyacente (IPCSAE) muestra un incremento algo superior. Ello, acorde con holguras de capacidad que permanecen acotadas y el efecto de las altas inflaciones pasadas, elementos que no favorecen un ajuste más rápido de la inflación de servicios. Por su parte, el tipo de cambio se ubica por sobre los niveles de mediados de agosto, agregando mayor presión a la inflación de bienes. Todo esto hace que en el escenario base de este IPoM se proyecte que la convergencia de la inflación a la meta será un poco más lenta que lo anticipado en el IPoM pasado.

**TABLA IV.1**

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

	IPC	Alimentos	Energía	IPCSAE	IPCSAE Bienes	IPCSAE Servicios
2013 Prom.	1,8	4,4	0,4	1,2	-1,9	3,3
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
May.	4,0	7,7	-6,2	4,2	3,6	4,7
Jun.	4,4	7,5	-4,5	4,7	4,3	5,0
Jul.	4,6	7,5	-3,8	4,9	4,8	4,9
Ago.	5,0	8,2	-1,5	4,9	4,9	4,9
Sep.	4,6	7,1	-2,7	4,9	4,8	4,9
Oct.	4,0	4,4	-3,8	4,8	4,9	4,8
Nov.	3,9	4,7	-3,8	4,7	4,8	4,6

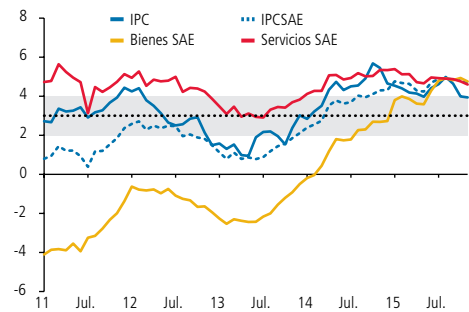
(1) Para su definición, ver Glosario.

(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)



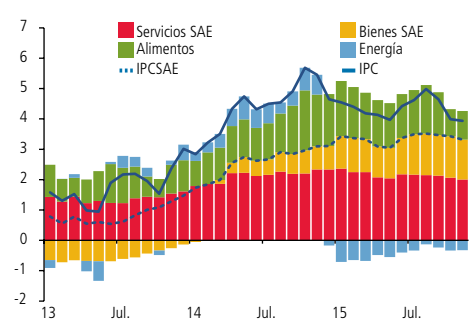
(1) Para su definición ver Glosario.

(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.

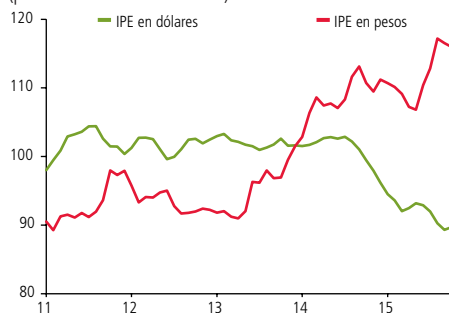
**GRÁFICO IV.2**

Incidenias en la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)

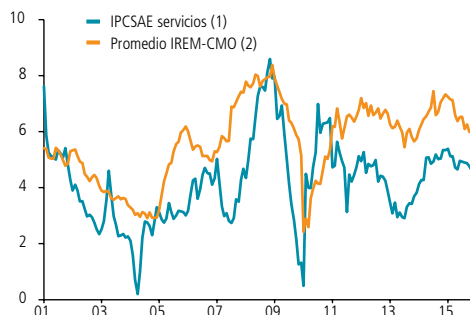


(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

**GRÁFICO IV.3****Índice de precios externo (IPE)**  
(promedio 2011-2015=100)

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.4****Salarios nominales e IPCSAE de servicios**  
(variación anual, porcentaje)

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

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

A noviembre, la inflación anual del IPC bajó hasta 3,9% (4,6% en julio; 5,0% en agosto), principalmente por factores puntuales. En particular, por la alta base de comparación que dejaron los aumentos de precios de algunos alimentos hace un año. El IPCSAE, por su parte, se mantuvo algo por debajo de 5% anual, con alzas similares en sus componentes de bienes y de servicios (gráfico y tabla IV.1). Respecto de lo proyectado en septiembre, destaca el mayor incremento acumulado en el IPCSAE de servicios. El componente de bienes del IPCSAE exhibe variaciones levemente menores que lo previsto, pero el elevado nivel que ha sostenido el tipo de cambio y la depreciación adicional en los últimos meses hacen esperar que su avance anual siga alto en los próximos meses.

Así, el panorama para la inflación apunta a una convergencia algo más lenta a la meta que la considerada en el IPoM anterior. A diciembre del 2016 el escenario base prevé un IPC de 3,8% anual (3,7% en septiembre) y de 3% hacia fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2017. Las expectativas privadas sitúan la proyección a un año en valores un poco más bajos que los del escenario base, del orden de 3,5%, mientras que a dos años plazo se encuentran alineadas con la meta de 3%. Para el IPCSAE, el escenario base contempla que acumulará una variación anual de 3,7% en el 2016 (3,5% en septiembre).

El aumento de la inflación anual a lo largo de los últimos dos años ha estado determinado en parte importante por la depreciación del peso: en torno a 50% respecto de su mínimo en el 2013. Ello se ha reflejado con especial fuerza en el incremento anual del IPCSAE, que a noviembre se ubicaba algo por debajo de 5%. De todos modos, es la inflación de bienes la que más ha aumentado en los últimos trimestres, debido al efecto directo que el mayor tipo de cambio tiene sobre los precios de este subconjunto del IPC. Aunque en menor medida, la depreciación del peso también ha impactado al IPCSAE de servicios, que continúa alto.

La inflación del IPCSAE de bienes —casi 30% de la canasta del IPC— alcanzó tasas cercanas a 5% anual en el segundo semestre de este año. Con ello, pasó de aportar negativamente a la variación anual del IPC en el 2013 a explicar casi un tercio de esta en la actualidad (gráfico IV.2). Un ejemplo de cómo la depreciación del peso ha afectado el avance de este componente se observa al revisar, entre otros factores, la evolución de la inflación externa relevante para Chile (IPE). Mientras en dólares esta ha caído sucesivamente desde hace varios trimestres —y las perspectivas de corto plazo sugieren que seguirá acotada—, en pesos exhibe una trayectoria notoriamente opuesta (gráfico IV.3).

La inflación del IPCSAE de servicios —44% de la canasta del IPC— muestra una tasa de variación anual bastante más persistente (en torno a 4,5% promedio en los últimos diez años) y, por su ponderación y nivel típicamente más alto, es habitual que contribuya más al agregado del IPC. Este componente, además, suele estar más relacionado con la evolución de las holguras de capacidad, las que, en la coyuntura actual, se estiman menos amplias que en otros períodos de bajo crecimiento. Se añade un mercado laboral que se ha mostrado resiliente, con un empleo que crece a tasas del orden 2% anual y salarios nominales que, más allá de una baja gradual desde fines del 2014, siguen expandiéndose alrededor de 6% anual considerando sus distintas mediciones (gráfico IV.4).

Desde mediados del 2013 a la fecha, el incremento anual del IPCSAE de servicios pasó desde cerca de 3% a valores próximos a 5% en el último año y medio, reflejando en parte el impacto del tipo de cambio en algunos de sus componentes, en un contexto donde la indexación a la inflación pasada y el estado de las holguras de capacidad no han favorecido su descenso.

Respecto de la parte más volátil del IPC, como estaba previsto, la inflación anual de los alimentos disminuyó en los últimos meses: 4,7% en noviembre (7,5% en julio). Este menor aumento anual es el principal motivo de la baja de la inflación total en los últimos dos meses. En su mayoría, ello respondió a un efecto base de comparación. En las frutas y verduras frescas, debido a problemas de oferta que no se repitieron este año y en el resto de los alimentos, considerando, entre otros, que algunos ítems se vieron afectados por los cambios tributarios efectuados en el 2014 (gráfico IV.5).

En cuanto al componente de energía, la variación anual de sus precios sigue siendo negativa: cerca de 4% a noviembre, influido principalmente por la baja del precio internacional del petróleo (en torno a 30% en el año) y su efecto en el precio interno de los combustibles, que el alza del tipo de cambio no ha compensado completamente (gráfico IV.5). Desde el cierre estadístico previo, el valor externo del crudo cayó en promedio 12%, comportamiento que se acentuó en las últimas semanas. Ajustes de los parámetros del mecanismo de estabilización del precio de los combustibles (MEPCO) aplicados en meses recientes, favorecieron el traspaso de esta disminución a los precios en el mercado local. En cuanto a las tarifas eléctricas, su tasa de variación anual sigue elevada —por sobre 15%—, reflejo de varias alzas efectuadas este año, mayormente ligadas a la depreciación cambiaria.

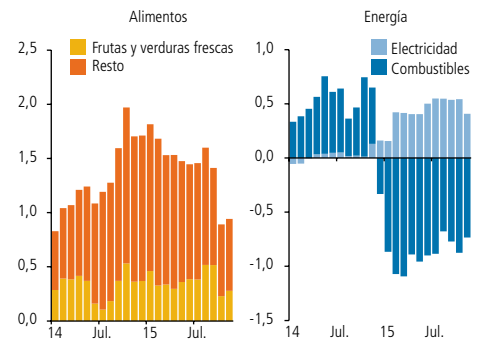
Un factor común a considerar en la evaluación del panorama de inflación es el estrechamiento de los márgenes de las empresas en los últimos años. En el comercio, según algunas medidas, estos mostraron cierto descenso en lo más reciente (gráfico IV.6). La mayoría de los entrevistados para el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de noviembre insistió en la dificultad de traspasar los mayores costos a precios finales por la debilidad de la demanda —incluso algunos rebajaron tarifas— y aseguraron estar centrados en el control de costos para mantener resultados. Con todo, algunos agregaron que los espacios para mejorar la eficiencia están agotándose, lo que podría poner presiones adicionales sobre el panorama de inflación.

## PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Como se señaló, el incremento de la inflación anual del IPC responde en gran parte a la depreciación acumulada del peso desde mediados del 2013. Las sucesivas depreciaciones han llevado a corregir al alza las perspectivas de inflación y a aplazar su convergencia a la meta. En este IPoM, la proyección de inflación se vuelve a revisar, atendiendo a un tipo de cambio que se ha mantenido en niveles elevados y que ha aumentado algo más en los últimos meses. Por ello, es esperable que el IPCSAE de bienes mantenga altas tasas de variación por un tiempo más y solo logre reducirlas en la medida en que el tipo de cambio se estabilice. En un ejercicio simple, que no forma parte del escenario

**GRÁFICO IV.5**

**Incidencias de alimentos y energía en la inflación anual del IPC (\*)**  
(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.6**

**Márgenes (\*)**  
(índice promedio 2003-2015 = 100)



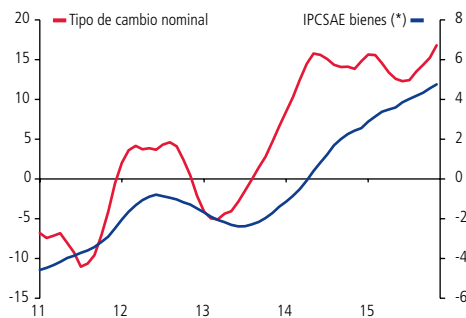
(\*) Aproximación medida como el ratio entre el IPCSAE de bienes y el valor en pesos de los bienes de consumo importados (IVUM).

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



**GRÁFICO IV.7**

**Tipo de cambio e IPCSAE de bienes**  
(variación porcentual acumulada en 12 meses, promedio móvil semestral)



(\*) 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.

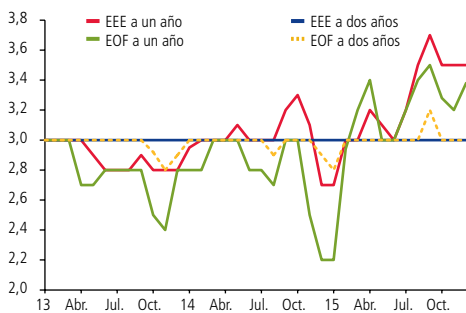
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

base, se observa que, de sostenerse en torno a \$710 —valor proyectado en la EOF de la primera quincena de diciembre—, el incremento del tipo de cambio acumulado en doce meses persistirá por sobre 10% al menos hasta mediados de año, con los consecuentes efectos en la variación anual del IPCSAE de bienes (gráfico IV.7). De todos modos, de materializarse alguno de los riesgos externos descritos en este IPoM, es posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, aunque sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

Adicionalmente, se debe considerar que la inflación del IPCSAE de servicios ha permanecido alta, incluso algo por sobre la prevista. Como ya se indicó, este comportamiento se ha dado en un contexto donde se estima que las holguras de capacidad son menos amplias que en otros períodos de bajo crecimiento, en línea con un mercado laboral que continúa dinámico. Esto, unido al efecto de la indexación a la inflación pasada, ha dificultado la reducción de la inflación de este componente. Se suma que a inicios del 2016 este tendrá un aumento por el cambio de la Ley del Impuesto de Timbres y Estampillas. Por su parte, un reajuste de los salarios del sector público, menor que el de años previos, cooperará en contener las presiones de costos salariales.

**GRÁFICO IV.8**

**Expectativas de inflación (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas de inflación de los grupos más volátiles del IPC también han sido afectadas directa o indirectamente por la depreciación del peso. En el caso de los alimentos distintos de frutas y verduras frescas se espera un declive gradual pues, si bien sus precios internacionales han descendido, el traspaso al mercado interno ha sido acotado. En el componente de energía, se prevé que los precios de los combustibles continúen en niveles bajos hacia adelante, coherente con el recorte de las proyecciones para el valor internacional del petróleo respecto del IPoM de septiembre. En cuanto a las tarifas eléctricas, el escenario base actual contempla nuevas alzas en lo venidero, derivadas de la incorporación con cierto rezago de los mayores niveles de tipo de cambio.

La inflación a un año plazo considerada en las expectativas de inflación privadas es algo inferior a la del escenario base de este IPoM. Los seguros de inflación prevén un incremento del orden de 3,5% a un año plazo, que se compara con el 3,8% incluido en este IPoM. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de este mes también apuntan a valores cercanos a 3,5%. A dos años plazo, las distintas medidas de expectativas de inflación se encuentran en 3% (gráfico IV.8).

En el escenario base, el Consejo estima que el IPC anual continuará por sobre 4% durante gran parte del 2016, terminando el año dentro del rango de tolerancia y llegando a la meta hacia fines del horizonte de proyección, el cuarto trimestre del 2017.

## V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

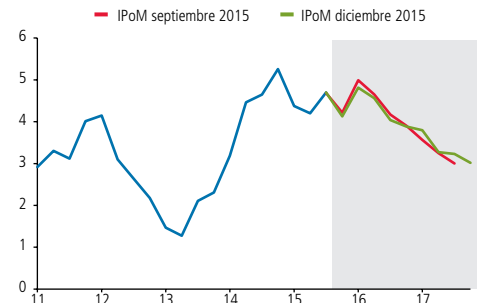
Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 17 de diciembre de 2015. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables para la inflación y el 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

Desde septiembre, aunque con algunos matices, la inflación y el crecimiento de la economía chilena han estado en línea con lo anticipado. Con todo, en el escenario base se prevé que la convergencia de la inflación a la meta será algo más lenta que lo considerado en el IPoM previo, principalmente porque la variación del componente subyacente (IPCSAE) ha sido algo más elevada y porque el peso se ha vuelto a depreciar. Esto último ha incrementado la presión sobre los costos de los bienes importados y ha estrechado los márgenes, todo en un contexto en el que las holguras de capacidad permanecen acotadas. En la actividad, los sectores de recursos naturales —especialmente de la minería— se han mostrado menos dinámicos que lo esperado, lo que ha sido compensado por algo más de actividad en los sectores de servicios y de construcción. Ello ha tenido como contrapartida un crecimiento de la demanda interna algo mayor que el previsto, pero que sigue acotado. De todas formas, el principal cambio en el escenario macroeconómico proviene del panorama internacional, con un impulso externo que se ha deteriorado ante la importante caída de los términos de intercambio, la menor demanda global y condiciones financieras menos favorables que en los últimos años.

En el escenario base de este IPoM la inflación del IPC permanecerá sobre 4% durante gran parte del 2016, para entrar al rango de tolerancia en la última parte de ese año y aproximarse a 3% hacia fines del horizonte de proyección —el cuarto trimestre del 2017— (gráficos V.1 y V.2, tabla V.1). La permanencia de la inflación en niveles elevados por un tiempo algo más prolongado que lo previsto se fundamenta, primero, en que el IPCSAE ha evolucionado por sobre lo contemplado en septiembre. Ello, principalmente por su componente de servicios, donde se reflejan con mayor fuerza los efectos de la indexación a la inflación pasada. De hecho, se estima que en los primeros meses del 2016 los habituales reajustes de algunos servicios como salud y educación se reflejarán con intensidad en los registros inflacionarios de esos meses, como ha sido la tónica de los últimos dos años. A ello se suma un mercado laboral que ha seguido resiliente. Esto, y las ya comentadas bajas holguras de capacidad, limitan el descenso de la inflación de este componente. Además, a principios del 2016, el alza del impuesto de timbres y estampillas tendrá una incidencia importante en la inflación del IPCSAE y volverá a llevar al IPC a variaciones anuales cercanas a 5%.

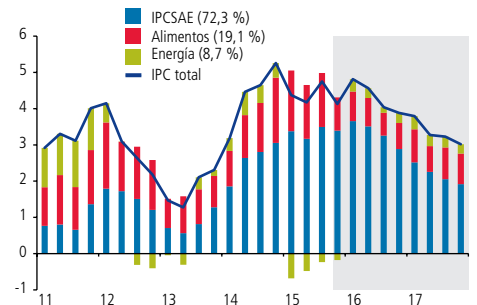
**GRÁFICO V.1**  
Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

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

Fuente: Banco Central de Chile.





TABLA V.1

## Inflación

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	4,4	4,4	4,3	
Inflación IPC diciembre (1)	4,6	4,5	3,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	3,6	4,7	4,6	
Inflación IPCSAE diciembre	4,3	4,8	3,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2)				2,7

(f) Proyección.

(1) Para diciembre del 2015 considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2017.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2

## Crecimiento económico y cuenta corriente

	2014	2015 (f)	2016 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	1,9	2,1	2,0-3,0
Ingreso nacional	1,9	1,7	1,5
Demanda interna	-0,6	2,3	2,6
Demanda interna (sin variación de existencias)	0,5	2,0	2,5
Formación bruta de capital fijo	-6,1	0,7	1,7
Consumo total	2,5	2,4	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,0
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-1,4	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-1,7	-2,6
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,3	20,0	19,1
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	21,4	21,7	21,7
FBCF (% del PIB Nominal)	22,0	22,0	21,9
FBCF (% del PIB Real)	24,0	23,7	23,5
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-2.995	-4.100	-6.000
Balanza comercial	7.767	4.350	700
Exportaciones	75.675	63.500	58.750
Importaciones	-67.908	-59.150	-58.050
Servicios	-3.757	-4.300	-4.150
Renta	-8.857	-6.050	-3.950
Transferencias corrientes	1.851	1.900	1.400

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.3

## Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-4,2	-3,8	1,7
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,0	3,2	3,3
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,3	3,4	3,1	3,4	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,3	2,7	2,5	2,8	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,7	1,7	1,9	2,1	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	6,2	4,8	4,0	4,4	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-9,3	-2,8	1,5
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	154	368	311	249	220	230
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	49	43	49
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	53	45	52
Precio paridad de la gasolina (US\$/m <sup>3</sup> ) (*)	366	742	731	466	373	384
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,3	1,0	1,6

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Segundo, como ya se ha mencionado en varias oportunidades, el aumento de la inflación en los últimos trimestres tiene un componente eminentemente cambiario. En el 2015, el peso se ha depreciado cerca de 16%. De este aumento, algo más de 4% se ha producido desde mediados de agosto a la fecha y el escenario base considera que este movimiento cambiario aún no está completamente traspasado a los precios locales, lo que ayuda a elevar la proyección de inflación.

La continua apreciación del dólar en los mercados internacionales, unido a la mantención de inflaciones acotadas en el resto del mundo —con excepción de América Latina—, ha llevado a que este año la inflación externa relevante para Chile (IPE) nuevamente tenga una caída (de 9,3%), la que será más pronunciada que lo previsto en septiembre y que se prolongará hasta el 2016. Así, la evolución del IPE ayudará a mitigar los efectos de la depreciación del peso.

En el escenario base, el 2016 el PIB crecerá entre 2 y 3%, rango inferior al previsto en septiembre (tabla V.2). El Consejo sigue estimando que el crecimiento potencial de la economía —ritmo de expansión no acelerador de la inflación— está en torno a 3%. Así, se estima que las holguras de capacidad tendrán un aumento acotado durante el 2016 y empezarán a reducirse hacia el 2017. En la demanda interna, indicadores de confianza que siguen en niveles bajos y la menor inversión pública prevista para el 2016 reducen las proyecciones de formación bruta de capital fijo (FBCF). El consumo privado también se corrige a la baja en línea con las deterioradas expectativas de los hogares y con un consumo habitual algo más lento que lo esperado. Se añade que, a pesar de que el mercado laboral se ha mostrado resiliente, se debiera observar cierto deterioro en el año. Con todo, el consumo crecerá el 2016 a una tasa por sobre la del 2015. El deterioro del precio del cobre y condiciones financieras menos favorables también reducirán los incentivos a la inversión. En su componente de construcción, el impulso que la próxima entrada en vigencia del IVA a la compra de viviendas nuevas le ha dado al sector se irá diluyendo paulatinamente. Medido como porcentaje del PIB, tanto en términos nominales como reales, la FBCF se mantendrá en valores similares a los del 2015, en 21,9 y 23,5%, respectivamente.

Esta proyección contempla que la política monetaria seguirá siendo expansiva. En efecto, la TPM medida en términos reales seguirá en valores en torno a cero por un buen tiempo (gráfico II.2). El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.3). Respecto de la política fiscal, la Ley de Presupuesto para el 2016 da cuenta de un esfuerzo de ajuste de la trayectoria del gasto, en línea con un escenario donde el espacio fiscal se ha reducido, de la mano de cambios en los parámetros estructurales. Con todo, en el 2016 seguirá aportando al crecimiento del gasto agregado, aunque en menor medida que en el 2015. Se asume que el gasto fiscal evolucionará en concordancia con la regla, y el compromiso de reducir el déficit estructural en cerca de un cuarto de punto del PIB por año.

Respecto de lo proyectado en septiembre, el principal cambio proviene del menor impulso externo que recibirá la economía chilena. En cuanto a los términos de intercambio, los precios de los productos chilenos de exportación

han acumulado descensos desde el cierre del IPoM previo. El del cobre, luego de promediar US\$2,3 la libra en agosto, siguió cayendo, acumulando una baja de casi 9% adicional desde entonces. La apreciación global del dólar y la menor demanda por el metal rojo hacen que en el escenario base de este IPoM se prevea que su precio alcance valores de US\$2,2 y 2,3 el 2016 y 2017, respectivamente. Otros productos de exportación también han bajado, resaltando los bienes agrícolas e industriales. Con ello, a pesar de que el petróleo también descendió y se prevén precios promedio también inferiores, los términos de intercambio tendrán este año una caída de 4,2%, y de 3,8% el 2016 (gráfico V.4).

En términos de crecimiento, las diferencias entre el mundo desarrollado y el emergente se han ido acentuando: en las primeras se afianza una recuperación liderada por EE.UU. y en las segundas, y particularmente en América Latina, el panorama se ha ido deteriorando cada vez más. Ello, por el efecto que las bajas de los precios de las materias primas, el deterioro de las condiciones de financiamiento y, en algunos casos, desequilibrios fiscales y/o externos, han tenido sobre sus economías. A ello se suman problemas idiosincráticos en algunos casos. Así, para el período 2015-2017, el escenario base corrige las proyecciones de crecimiento para América Latina en 1,1pp a la baja y en 0,4pp para los socios comerciales (tabla V.3).

Las condiciones de financiamiento externo también serán menos favorables. Desde el cierre del IPoM de septiembre, se observa una importante salida de flujos de capitales desde las emergentes, caídas de las bolsas y depreciaciones de las monedas. Además, las primas por riesgo han subido en la mayoría de las economías emergentes y en el caso de Chile acumulan alzas del orden de 50pb.

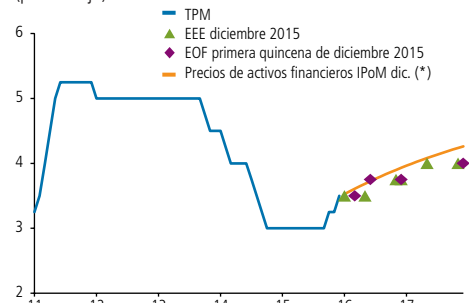
Respecto de septiembre, las principales razones detrás del mayor déficit en cuenta corriente previsto son la caída de los términos de intercambio y la menor demanda externa. El déficit pasará de 1,7 a 2,6% del PIB entre el 2015 y el 2016. Respecto de septiembre, además de los factores señalados, se agrega en el 2015 que las rentas de las empresas chilenas con inversiones en el exterior serán inferiores, especialmente derivadas de sus activos en América Latina. Medido a precios de tendencia<sup>1/</sup> el déficit en cuenta corriente también será algo mayor a lo considerado en septiembre, alcanzando del orden de 2,5% del PIB en el 2015 y 2016. Este cálculo considera un ajuste en el precio de largo plazo del cobre a US\$2,7 la libra (Recuadro V.1) y del petróleo a US\$70 el barril.

**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.5, V.6 y V.7).

<sup>1/</sup> Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles tomando en cuenta las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo hace con las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el petróleo (Recuadro V.2; IPoM septiembre 2012)

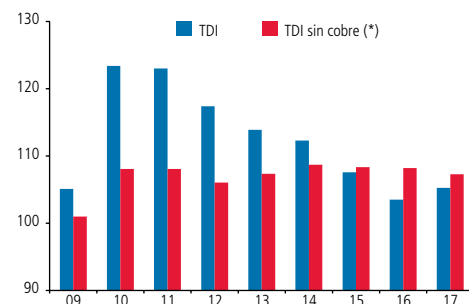
**GRÁFICO V.3**  
TPM y expectativas  
(porcentaje)



(\*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.4**  
Términos de intercambio  
(índice; 2008=100)



(\*) Los TDI sin cobre se estiman utilizando los IVUX sin cobre.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

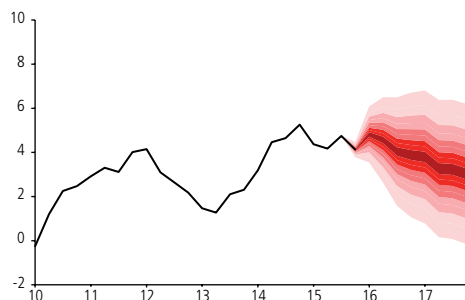


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.



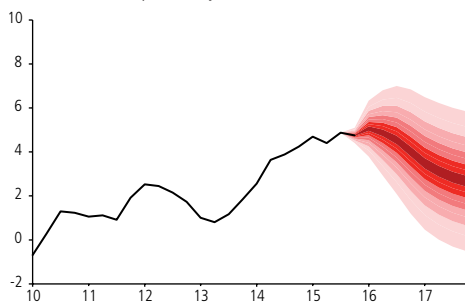
**GRÁFICO V.6**  
Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPOM.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPOM.

Fuente: Banco Central de Chile.

En lo externo, aunque es temprano para evaluar los efectos globales del recién iniciado proceso de normalización de la tasa de política monetaria de EE.UU., es evidente que seguirá siendo una importante fuente de riesgos. Especialmente, porque todavía hay diferencias entre lo que indican las expectativas de mercado y lo señalado por la Fed sobre la velocidad del proceso y el nivel al que llegaría la tasa. Se agrega la divergencia de la política monetaria entre los países desarrollados y sus posibles efectos en el valor global del dólar. En China, la probabilidad de un ajuste abrupto se ha reducido, pero persisten dudas sobre su contribución a la recuperación de la actividad global y al precio de las materias primas, especialmente ante el rebalanceo de su crecimiento hacia los sectores de servicios y de consumo. Por último, la compleja situación de Brasil y la necesidad de un mayor ajuste en algunas economías de América Latina continúan siendo un riesgo importante. Un empeoramiento de las perspectivas económicas en la región afectaría la demanda externa y, posiblemente, las condiciones de financiamiento que enfrente Chile. De materializarse alguno de estos riesgos, es posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, pero sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

En lo interno, la inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos sobre la formación de expectativas. Todo ello en un contexto de márgenes que siguen acotados y de holguras de capacidad reducidas. Por otra parte, la caída del precio del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile podrían aminorar estas presiones inflacionarias.

A mediano plazo, existen riesgos que podrían llevar a un desempeño de la actividad menor al previsto en el escenario base, ampliando las holguras de capacidad y reduciendo las presiones inflacionarias. Por un lado, aunque el mercado del trabajo se ha mantenido resiliente, no puede descartarse un ajuste significativo que reduzca el ritmo de crecimiento de los salarios, eleve el desempleo y afecte el gasto. También es posible que la confianza no repunte según lo contemplado, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado. En todo caso, tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que lo previsto, si se mantiene la resiliencia del mercado laboral, permitiendo que los indicadores de confianza repunten a un ritmo mayor. Esto último también podría producirse si la caída de los precios de los combustibles tiene un impacto mayor sobre el ingreso nacional.

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

La inflación sigue elevada y se ubicará por sobre 4% durante buena parte del 2016. El crecimiento de la actividad y la demanda interna continúa acotado. El escenario externo impone importantes riesgos para la evolución de la inflación y de la actividad. El Consejo subió la TPM hasta 3,5% y su trayectoria futura contempla ajustes pausados para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación. 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 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL COBRE

El precio del cobre se ha reducido significativamente durante los últimos años. Entre fines del 2011 y comienzos del 2012 se aproximó a US\$4 la libra, momento a partir del cual comenzó a descender. En lo más reciente, dicho comportamiento se ha acentuado, aproximándose a US\$2 la libra. Esto abre interrogantes respecto de su nivel en los próximos años y en el largo plazo. Este Recuadro revisa las causas de este ajuste y las perspectivas para su precio.

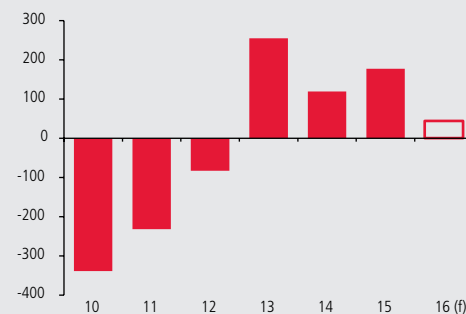
Detrás de la caída del precio hay tanto factores de oferta como de demanda. Destacan, el menor crecimiento de la demanda china y la entrada en producción de una serie de faenas asociadas al *boom* de inversión en minería de los últimos años. Se suma a lo anterior un dólar más apreciado a nivel global, que ha impactado los precios de las materias primas en general y ha contribuido al proceso de reducción de costos en que se ha embarcado la industria en el último tiempo. En lo más próximo, el escenario base de este IpoM supone que el precio del metal promediará US\$2,25 la libra los próximos dos años. Aunque ello significa un aumento sobre sus niveles actuales, representa una reducción respecto de lo que se preveía en septiembre, donde se estimó un valor más cercano a US\$2,5. Hacia el largo plazo se supone que dominarán los elementos que apuntan hacia un precio mayor al actual. En el escenario base, se considera como supuesto de trabajo un precio de largo plazo del cobre de US\$2,7 la libra, algo menor al contemplado en septiembre.

### Precio del cobre en el corto plazo

Como se mencionó, en lo más reciente el precio del cobre se ha reducido prácticamente a la mitad de los máximos que alcanzó en el 2011 y 2012. Varios factores se han conjugado en ello. Por un lado, la oferta mundial de cobre ha tenido un incremento significativo: 5,3% en el 2014. Esto se ha dado en un contexto en que han entrado y seguirán entrando en explotación varios proyectos que estuvieron en desarrollo durante los últimos años, en especial en Perú y Chile. De todos modos, la reducción del precio ha dado paso a que las compañías mineras hayan determinado recortes importantes en sus niveles de producción, del orden 5% de la oferta global hacia el 2016, de los cuales 1,5 puntos porcentuales corresponden a menores faenas en Chile.

Por otro lado, la demanda mundial por cobre dejó de crecer a las tasas que había exhibido durante varios años, en particular la proveniente de China. Esto debido tanto a la disminución de su ritmo de crecimiento, como al cambio de composición del mismo en desmedro de su sector industrial. La combinación de ambos factores ha hecho que el balance de oferta y demanda se haya vuelto superavitario con los consecuentes efectos en los precios (gráfico V.8).

**GRÁFICO V.8**  
Balance de oferta y demanda de cobre mundial  
(miles de toneladas métricas)



(f) Proyección.

Fuente: Comisión Chilena del Cobre.

Los cambios en el escenario económico mundial también se han reflejado en la apreciación del dólar que se ha observado desde el 2013 a la fecha y que también ha afectado a la gran mayoría de los precios de las materias primas (gráfico V.9). La caída del precio del petróleo y de otras fuentes de energía también han contribuido a reducir en algo los costos de la industria (gráfico V.10).

De todos modos, también debe tenerse en cuenta que frente a este tipo de ajustes en los precios, los costos tienden a bajar, entre otros factores, porque las empresas hacen más eficiente su producción y bajan los costos de mano de obra e insumos cuya

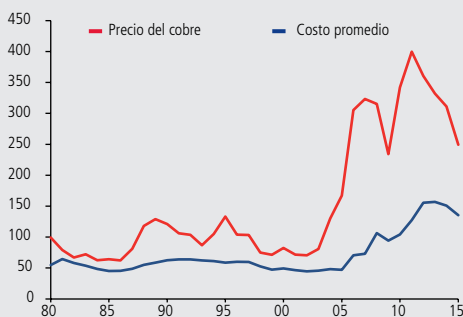
oferta estuvo muy restringida en el período de auge. Esto implica que se producen ajustes importantes en las empresas mineras por los cambios en su posición competitiva. Estos movimientos podrían tener efectos macro en Chile si las operaciones mineras locales pierden competitividad relativa y salen del ajuste con costos más altos que sus competidoras.

**GRÁFICO V.9**  
Tipo de cambio real de Estados Unidos y precio del cobre  
(índice julio 2011=100)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.10**  
Precio y costos históricos  
(centavos de dólar la libra)



Fuentes: Bloomberg y Wood Mackenzie.

Teniendo en cuenta estos antecedentes, en el escenario base de este IPoM el precio promedio del cobre para el período 2016-2017 se reduce a US\$2,25 la libra. Estos valores son mayores a los que muestra al cierre estadístico del IPoM, pero inferiores a los que se proyectaban en septiembre. En esa ocasión, se consideró que el metal promediaria del orden de US\$2,5 en el mismo bienio.

## Precio del cobre en el largo plazo

Los factores que afectan el nivel de largo plazo del cobre son variados y difíciles de estimar. Por un lado, la oferta es limitada, tanto porque es un recurso natural no renovable como porque el costo de instalar una faena es muy elevado.

Por el lado de la demanda, es esperable que el crecimiento de la economía china sea menor al de décadas pasadas y se acentúe el cambio en su composición. Por lo demás, esta es la tendencia natural en una economía que transita hacia un estado de mayor desarrollo y con una población que envejece en promedio. Sin embargo, también debe considerarse que hay una porción no menor de la población mundial que aún está en etapas de desarrollo económico menores, con necesidades no totalmente cubiertas en términos de infraestructura, tecnología y otro tipo de bienes que, actualmente, requieren del cobre para su producción. En principio, estas economías serán las que más crecerán en los próximos años, lo que le dará impulso a la demanda por metales y a sus precios, entre ellos el del cobre.

A lo anterior se suma que, en la medida que el mundo desarrollado y emergente retomen sendas de crecimiento más parecidas, el dólar debería estar en niveles menos apreciados que los actuales, lo que ayudaría a elevar los precios.

En la dirección opuesta, no deben dejarse de lado los efectos que la innovación tecnológica pueda tener sobre el precio del cobre, tanto porque reduzca su demanda como porque disminuya sus costos. En ambos casos, es difícil estimar una tendencia, pero pareciera evidente que, si el precio o los costos se desvían mucho de sus promedios históricos, aumentan los incentivos para la innovación.

El escenario base de este IPoM corrige a la baja el supuesto de largo plazo para el precio del cobre, desde US\$2,85 que se consideró en el IPoM de septiembre a US\$2,7 en este IPoM. Este precio corresponde al nivel que se espera se ubique el valor del cobre dentro de diez años. Con todo, el menor precio de corto plazo sumado a la corrección del precio de largo plazo, también implica un promedio más bajo para los próximos diez años. Con los supuestos mencionados, dicho promedio llega a US\$2,6 la libra. De todos modos, para efectos del ingreso nacional, es relevante la diferencia entre el precio y el costo marginal de producción. En el largo plazo es esperable que ambos sigan una trayectoria similar.

# GLOSARIO

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

**Brecha de actividad:** Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto).

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2015). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2015-2017 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 3,4% para el período 2015-2017.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, octubre 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 2015-2017.

**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, aproximadamente, del 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.

**Emerging Market Bond Index (EMBI):** Es el principal indicador de riesgo país, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por el Gobierno o bancos y empresas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

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

**Holguras de capacidad:** Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de la brecha de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de las empresas.

**IPCSAE:** IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos, 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.



**PIB potencial:** Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

**PIB resto:** Agrupa 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, incluye los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

**PIB tendencial:** Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los *shocks* que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

**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

- Albagli, E., L. Ceballos, S. Claro y D. Romero. 2015. Channels of US Monetary Policy Spillovers into International Bond Markets. Documento de Trabajo 771. Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. 2015a. Informe de Percepciones de Negocios. Noviembre.
- Banco Central de Chile. 2015b. Informe de Estabilidad Financiera Segundo Semestre. Diciembre.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2015. Global Economics Weekly. Varios números.
- Bauer, M. y C. Neely. 2014. International Channels of the FED Unconventional Monetary Policy. *Journal of International Money and Finance* 44: 24-46.
- Bernanke, B. 2006. Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy. Presentación en Economic Club of New York, 20 de marzo.
- Bowman, D., J. Londono y H. Spariza. 2014. U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies. *International Finance Discussion Papers* 1109. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Consensus Forecasts. 2015. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2015. Copper Market Outlook. Varios números.
- Deutsche Bank. 2015. Macro Forecast Weekly. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2015. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2015. World Economic Outlook. Octubre.
- Food and Agriculture Organization. 2015. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache y B. Sack. 2011. The Financial Market Effects of the Federal Reserve Large-scale Asset Purchases. *Journal of International Central Banking*, March: 3-43.
- Gilchrist, S., V. Yue, y E. Zakrajsek. 2015. US Monetary Policy and Foreign Bond Yields. Decimonovena Conferencia Anual Banco Central de Chile.
- 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.
- Naudon, A. y A. Yany. 2015. The Future of Central Banking in Small Open Economies: Dealing with the Global Financial Cycle. Mimeo Banco Central de Chile.
- Neely, C. J. 2015. Unconventional Monetary Policy had Large International Effects. *Journal of Banking & Finance*, vol. 52(C): 101-111.



Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2015

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto: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** Diciembre 2015