

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2013



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

**Junio** 2013



# CONTENIDO\*/

---

|  |           |
|--|-----------|
| <b>PREFACIO</b>  | <b>5</b>  |
| <b>RESUMEN</b>   | <b>7</b>  |
| <b>DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES</b>           | <b>11</b> |
| <b>I. ESCENARIO INTERNACIONAL</b>                                      | <b>13</b> |
| <b>II. MERCADOS FINANCIEROS</b>  | <b>19</b> |
| <b>III. DEMANDA Y ACTIVIDAD</b>  | <b>23</b> |
| <b>IV. PRECIOS Y COSTOS</b>  | <b>29</b> |
| <b>V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN</b>                                 | <b>35</b> |
| <b>GLOSARIO Y ABREVIACIONES</b>  | <b>39</b> |
| <b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>                                      | <b>43</b> |
| <b>RECUADROS</b>   |           |
| Posibles efectos de un retiro del estímulo monetario en Estados Unidos | 17        |
| Evolución de exportaciones no cobre en los últimos años                | 27        |
| Cambios metodológicos en el IPC  | 33        |

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 24 de junio de 2013.



# PREFACIO

---

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 27 de junio de 2013 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 1 de julio de 2013.

## El Consejo



# RESUMEN

---

En los últimos meses, la actividad y la demanda interna se desaceleraron como se anticipaba en el IPoM de marzo, aunque algo más rápido que lo previsto en esa oportunidad. La desaceleración ha sido más marcada en la inversión que en el consumo privado. Con ello, los riesgos planteados en marzo respecto de la mantención de un alto dinamismo de la demanda interna han tendido a moderarse y se han abierto otros nuevos. Las medidas de inflación total y subyacente permanecen con variaciones anuales cercanas a 1%, pero retornarán al rango de tolerancia en los próximos meses conforme se reviertan algunos factores transitorios que han incidido en su disminución reciente. Así, las expectativas a dos años plazo siguen en torno a 3%. También se observan cambios relevantes en el entorno externo: mayor crecimiento de algunas economías desarrolladas, expectativas de un retiro más temprano del estímulo monetario en Estados Unidos y una desaceleración en el mundo emergente, especialmente en China. Desde una perspectiva de mediano plazo, las condiciones externas están transitando hacia una configuración más normal. Sin embargo, en el corto plazo, ello ha redundado en mayor volatilidad de los mercados internacionales ante el reacomodo de los portafolios, con el consiguiente efecto en los precios de los activos. En este contexto el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.

En Chile, en el primer trimestre del 2013 el PIB creció 4,1% anual y redujo su variación trimestral a 0,5% desde 1,9% en el último cuarto del 2012. Por el lado de la actividad, la desaceleración fue más visible en los sectores distintos de recursos naturales, mientras que la del gasto estuvo determinada en lo principal por lo acontecido con la inversión. Si bien se anticipaba una moderación de su tasa de expansión considerando la madurez del ciclo de inversión, se estimaba que esta se daría en forma más moderada a través del año conforme culminaban una serie de proyectos mineros y energéticos. Con todo, los antecedentes parciales del segundo trimestre apuntan a que la desaceleración se mantiene, pero con menor intensidad que en el primero. Las importaciones de bienes de capital se mantuvieron en el menor nivel alcanzado en el primer trimestre, aunque siguen elevadas. Las ventas de vivienda han moderado sus tasas de expansión, pero otros indicadores sectoriales son menos concluyentes. El dinamismo del consumo sigue sustentado en condiciones laborales favorables, con tasas de desempleo cercanas a su mínimo histórico e ingresos personales creciendo a tasas elevadas. La confianza de los consumidores, si bien retrocedió en su último registro, se mantiene en niveles optimistas y el endeudamiento de los hogares permanece estable en relación a sus ingresos.

La inflación total y su medida subyacente IPCSAE han seguido con registros cercanos a 1% anual. Si bien para el IPCSAE no hubo mayores sorpresas respecto de lo esperado en marzo, las cifras de inflación total estuvieron bajo lo proyectado, afectadas por algunos factores temporales que se espera se revertirán en los próximos

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE**

|  | 2011                          | 2012    | 2013 (f) |
|--|-------------------------------|---------|----------|
|  | (variación anual, porcentaje) |         |          |
| PIB  | 5,9                           | 5,6     | 4,0-5,0  |
| Ingreso nacional                               | 5,8                           | 6,3     | 4,9      |
| Demanda interna                                | 9,1                           | 7,1     | 4,9      |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 9,4                           | 7,3     | 5,1      |
| Formación bruta de capital fijo                | 14,7                          | 12,3    | 5,5      |
| Consumo total                                  | 7,9                           | 5,8     | 5,0      |
| Exportaciones de bienes y servicios            | 5,2                           | 1,0     | 3,8      |
| Importaciones de bienes y servicios            | 14,5                          | 4,9     | 5,0      |
| Cuenta corriente (% del PIB)                   | -1,3                          | -3,5    | -4,7     |
| Ahorro nacional (% PIB)                        | 22,2                          | 21,4    | 20,7     |
| FBCF (% PIB nominal)                           | 22,4                          | 24,1    | 24,6     |
| FBCF (% PIB real)                              | 25,2                          | 26,8    | 27,1     |
|  | (millones de dólares)         |         |          |
| Cuenta corriente                               | -3.283                        | -9.497  | -13.150  |
| Balanza comercial                              | 10.544                        | 3.422   | -1.450   |
| Exportaciones                                  | 81.455                        | 78.277  | 77.500   |
| Importaciones                                  | -70.911                       | -74.855 | -78.950  |
| Servicios                                      | -2.578                        | -2.435  | -2.400   |
| Renta  | -14.141                       | -12.676 | -11.300  |
| Transferencias corrientes                      | 2.892                         | 2.192   | 2.000    |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL**

|   | 2011                          | 2012 (e) | 2013 (f) | 2014 (f) |
|---|-------------------------------|----------|----------|----------|
|   | (variación anual, porcentaje) |          |          |          |
| Términos de intercambio                     | -0,6                          | -4,1     | -3,5     | 0,4      |
| PIB socios comerciales (e,*)                | 4,3                           | 3,4      | 3,4      | 3,7      |
| PIB mundial PPC (e,*)                       | 3,9                           | 3,0      | 3,1      | 3,6      |
| PIB mundial a TC de mercado (e,*)           | 2,9                           | 2,4      | 2,4      | 3,0      |
| Precios externos (en US\$)                  | 10,0                          | -0,2     | 0,5      | -0,7     |
|   | (niveles)                     |          |          |          |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)         | 400                           | 361      | 325      | 305      |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril)       | 95                            | 94       | 94       | 90       |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barril)     | 111                           | 112      | 105      | 98       |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 803                           | 824      | 803      | 768      |
| Libor US\$ (nominal, 90 días)               | 0,3                           | 0,4      | 0,3      | 0,5      |

(\*) Para su definición, ver Glosario.

(e) Estimado.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

meses. Por un lado, la baja de los precios internacionales de los combustibles, junto con la apreciación del peso en los primeros cuatro meses del año se reflejó en una menor inflación del componente energía. La reciente depreciación del peso contribuirá a revertir esta situación próximamente. La energía eléctrica también ha ayudado a los bajos registros de inflación, pero este efecto se revertirá una vez que desaparezca el impacto de las devoluciones tarifarias realizadas en abril y mayo, así como la próxima entrada en vigencia de nuevos decretos tarifarios. Además, la baja base de comparación que entregan los registros de junio del año pasado, llevarán a que la inflación del IPC se ubique prontamente en el rango de tolerancia.

La economía internacional ha comenzado a transitar hacia una configuración más balanceada en varias dimensiones, incluyendo la moderación de la brecha de crecimiento entre economías desarrolladas y emergentes y la normalización de las condiciones financieras y de los precios de materias primas.

Por el lado de la actividad, la desaceleración de las emergentes, parcialmente compensada por un mayor crecimiento de algunas desarrolladas, llevará a que, en comparación con el IPoM de marzo, las proyecciones de crecimiento de los principales socios comerciales de Chile se ajusten a la baja en dos y cinco décimas para el 2013 y el 2014, respectivamente.

Entre las economías desarrolladas destaca el mejor desempeño de Estados Unidos. Su repunte ha venido de la mano de un crecimiento del consumo privado y una recuperación gradual del sector inmobiliario, ante cifras más positivas del mercado laboral, crecimiento del crédito y confianza de los consumidores. Se suma el impulso de las inversiones en el sector energético que están redundando en menores costos. Además, los efectos del ajuste fiscal sobre la actividad han sido más acotados que lo anticipado. La economía japonesa se expandió fuertemente en el primer trimestre del año y sus perspectivas de corto plazo se han elevado, respondiendo a las políticas vigentes de impulso fiscal y monetario, pero la sustentabilidad de esta mejora es incierta. Las perspectivas para la Eurozona siguen apuntando a una contracción este año. La debilidad de las economías de la periferia se ha traspasado a las del centro, lo que junto con la frágil situación fiscal y la debilidad de los bancos genera un círculo vicioso difícil de romper. Las economías emergentes han presentado una desaceleración generalizada, destacando el menor dinamismo de China. Las autoridades de ese país han mostrado mayor tolerancia respecto de menores tasas de crecimiento para lograr una estructura mejor balanceada de la demanda y resolver algunos desequilibrios en el sistema financiero.

En el ámbito financiero, el ajuste en la composición del crecimiento mundial, junto con expectativas de un retiro anticipado del estímulo monetario en Estados Unidos han provocado un reacomodo de los portafolios de inversión. Con ello, las tasas de interés de largo plazo aumentaron de manera generalizada, las bolsas cayeron y los premios por riesgo se elevaron. Los efectos han sido más acentuados en las economías emergentes, cuyas monedas, incluyendo el peso, se han depreciado. Esto ha venido acompañado de una baja de los precios de las materias primas, entre ellos, el cobre. Para Chile, los términos de intercambio son menos favorables que los contemplados en marzo, algo que persistirá en el horizonte de proyección. Así, se ha configurado un escenario en que las condiciones muy favorables para las economías emergentes en términos de crecimiento, precios de materias primas y condiciones de financiamiento han comenzado a normalizarse. Si bien las razones detrás de estos movimientos son positivas, pues reflejan mejores expectativas de



crecimiento, especialmente para Estados Unidos, en lo inmediato han generado volatilidad en los mercados que puede dificultar las capacidades de maniobra y ajuste de las economías en posiciones más vulnerables.

En el escenario base, el PIB de Chile crecerá entre 4 y 5% en el 2013, por debajo de lo previsto en marzo. Ello refleja la desaceleración observada en el primer trimestre y la perspectiva de una trayectoria más moderada de los sectores distintos de recursos naturales en lo que resta del año, parcialmente compensada por un mayor crecimiento de la minería. Los indicadores parciales del segundo trimestre dan cuenta que la desaceleración de la inversión continúa, pero a un ritmo menor que en los primeros meses del año. El consumo, aunque se ha desacelerado, mantiene fundamentos robustos relacionados con la situación del mercado laboral y el dinamismo de los salarios reales, algo que debiera normalizarse conforme se desacelera la actividad. A pesar del menor crecimiento de la demanda interna, un precio del cobre inferior llevará a que el déficit de la cuenta corriente se amplíe este año a 4,7% del PIB.

Se estima que la inflación anual volverá al rango de tolerancia una vez que algunos elementos transitorios se reviertan, para llegar a 3% durante el 2014. A fines del horizonte de proyección —en esta ocasión el segundo trimestre del 2015— se ubicará en 3%. La medida subyacente tendrá una convergencia algo más lenta hacia ese valor. Esta proyección supone que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, incorpora como supuesto metodológico que, en el horizonte de proyección, el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en torno a sus valores recientes. Esto se basa en que, con el tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes actualmente, se estima que el TCR está en el rango coherente con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM seguirá una trayectoria similar a las expectativas de mercado.

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

En el plano externo, es posible que se dé una desaceleración más marcada del mundo emergente, motivada especialmente por un menor dinamismo en China. Más allá de sus efectos en el crecimiento de los socios comerciales, un escenario así preocupa por las consecuencias en el precio del cobre y su impacto en la cuenta corriente y las necesidades de financiamiento externo. Escenarios de este tipo, con depreciaciones cambiarias importantes, pueden inducir a mayores presiones inflacionarias en el corto plazo, especialmente si se combinan con la mantención de una situación estrecha en el mercado laboral y un alto dinamismo de los salarios reales.

La complejidad de la situación política y financiera de la Eurozona persiste, por lo que la recurrencia de episodios de volatilidad forma parte del escenario base. Sin embargo, no es descartable que se produzcan eventos más graves con alcances en los mercados mundiales más intensos y duraderos, especialmente a la luz de las renovadas dificultades políticas para avanzar en reformas estructurales fundamentales.

## INFLACIÓN

|  | 2012                          | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|--|-------------------------------|----------|----------|----------|
|  | (variación anual, porcentaje) |          |          |          |
| Inflación IPC promedio                 | 3,0                           | 1,8      | 3,0      |          |
| Inflación IPC diciembre                | 1,5                           | 2,6      | 3,0      |          |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*)    |                               |          |          | 3,0      |
| Inflación IPCSAE promedio              | 2,2                           | 1,3      | 2,9      |          |
| Inflación IPCSAE diciembre             | 1,5                           | 2,0      | 3,0      |          |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) |                               |          |          | 3,0      |

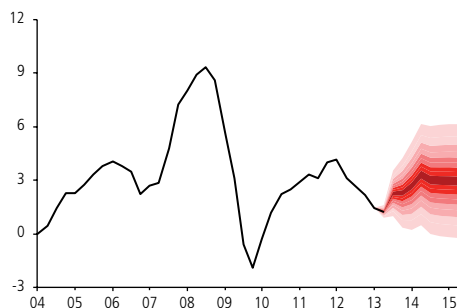
(f) Proyección.

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)**

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (\*)**

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM seguirá una trayectoria similar a las expectativas de mercado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Otro riesgo proveniente del escenario externo se relaciona con la forma en que se materialice el retiro de las medidas no convencionales y convencionales de estímulo monetario en Estados Unidos. La falta de precedentes ha generado incertidumbre en los mercados asociada a la forma en que se desarrollará este proceso y los efectos financieros que pueda tener. Es posible que se dé una sobre-reacción de los mercados, con mayores tensiones y alzas pronunciadas de las tasas de interés de largo plazo. El aumento del costo de financiamiento que ello conllevaría para economías emergentes y algunas economías de la Eurozona con mayor dependencia del financiamiento externo plantearía desafíos de política importantes para ellas. En todo caso, las autoridades monetarias de los Estados Unidos han argumentado que de haber una reacción no deseada se podría graduar la velocidad del proceso e incluso revertir parte de este, por lo que tampoco se puede descartar que los efectos del retiro sean relativamente acotados. Además, estas medidas deberían adoptarse en sintonía con la recuperación de la actividad en Estados Unidos y la mantención de la estabilidad financiera, por lo que este escenario no necesariamente es perjudicial para las economías emergentes, sino más bien sería una normalización respecto de la extraordinaria situación que ha prevalecido en las economías avanzadas durante el último quinquenio.

En lo interno, no es posible descartar que la desaceleración del gasto, y en particular de la inversión, se intensifique. Ello conllevaría con algún rezago una desaceleración también más marcada o más rápida de los otros componentes del gasto con consecuencias sobre las presiones inflacionarias y el curso de la política monetaria.

El aumento del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido un factor de preocupación en los últimos IPoM. Como se ha señalado, este déficit corresponde en gran medida a flujos de inversión hacia el sector transable — minería —, financiados por inversión extranjera directa. En los últimos meses han comenzado a producirse algunos de los ajustes necesarios para corregir esta situación: el tipo de cambio real se ha depreciado y la demanda interna se ha desacelerado. Ello contribuirá a reducir el déficit de cuenta corriente a mediano plazo, más allá de los efectos transitorios de las fluctuaciones de los términos de intercambio. Con todo, este riesgo adquiere mayor relevancia si se intensifica la caída del precio del cobre, se deterioran las condiciones de financiamiento externo y se mantiene una demanda interna dinámica.

La economía chilena se encuentra en buen pie para hacer frente al cambio de las condiciones internas y externas que se avecinan. Externamente, la situación para la economía chilena ha sido benigna por algún tiempo, con elevados términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo muy favorables. Internamente, el avance del ciclo de inversión ha redundado en el fuerte dinamismo del empleo y el gasto en un contexto de inflación contenida y TPM en rangos neutrales. Las señales de los últimos meses indican que las condiciones externas e internas han comenzado a normalizarse. Los ajustes observados en precios relativos, tipo de cambio real y tasas de interés, han ido en la dirección adecuada para facilitar el ajuste de la economía ante una situación de menores términos de intercambio, normalización de la demanda interna y de las condiciones de financiamiento externo. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

## ANTECEDENTES: REUNIÓN E IPOM DE MARZO 2013

Desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, la economía chilena había seguido mostrando un alto dinamismo y la inflación había permanecido acotada. Los riesgos contractivos de origen externo se habían atenuado, mientras los expansivos de origen interno habían cobrado más relevancia. La actividad y la demanda interna habían crecido por sobre lo previsto. El mayor dinamismo de la demanda interna se había manifestado en un aumento de las importaciones y del déficit de la cuenta corriente, acotando sus efectos en el uso de los recursos internos y la inflación. El IPC había descendido a cerca de 1% anual, por una serie de factores transitorios, por lo que se esperaba que volviera a 3% en el horizonte de proyección.

El crecimiento de la demanda interna en el cuarto trimestre del 2012 se había empujado a su mayor nivel por sobre el del PIB en un año. Esta reacceleración se reflejaba, por un lado, en la inversión, por el fuerte impulso de los proyectos mineros y energéticos, y en las importaciones de bienes de capital por el importante aumento de la internación de material de transporte. Por otro lado, en el consumo privado, su expansión había encontrado sustento en el crecimiento de los ingresos personales. A diferencia de ciclos previos, los créditos de consumo no habían sido un catalizador importante del gasto personal. De hecho, las colocaciones de créditos habían venido reduciendo sus tasas de expansión. En cuanto a la actividad interna, los sectores distintos de recursos naturales seguían creciendo en torno a tasas de tendencia, aunque resaltaba la mayor contribución de la minería, lo que llevaba a una revisión al alza del rango de crecimiento proyectado para el 2013 a 4,5 y 5,5%.

La inflación, en tanto, seguía en una trayectoria descendente, y reflejaba una serie de influencias específicas y transitorias, como la normalización de *shocks* previos en precios de perecibles, la apreciación del peso, y la rebaja del impuesto de timbres y estampillas. Estos factores también explicaban el moderado comportamiento de las medidas de inflación de servicios y salarios, a través de mecanismos de indexación y expectativas. Sin embargo, no se podían descartar otras influencias más duraderas como el alza observada de la productividad o la reducción de los márgenes del comercio. El comportamiento procíclico de estos elementos llevaban a considerar que seguían vigentes los riesgos de mediano plazo para la inflación vinculados a la intensidad de uso de la capacidad instalada. En el escenario base, la inflación seguiría baja en el corto plazo por los mencionados factores, no obstante a medida que estos se disiparan, la inflación del IPC comenzaría a aumentar, alcanzando a 2% hacia mediados de año. A principios del 2014 llegaría a 3%,

valor en el que se ubicaría a fines del horizonte de proyección. Las expectativas privadas a dos años plazo también se ubicaban en 3%. Como supuesto de trabajo, se consideraba que la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguiría una trayectoria similar a la que indicaban las encuestas vigentes al cierre estadístico del IPoM.

En cuanto a los riesgos, si bien las probabilidades de escenarios negativos en Estados Unidos y en China se habían diluido, la posibilidad de una agudización de las tensiones en la Eurozona se había mantenido plenamente vigente. En lo interno, se habían incrementado los riesgos relacionados con el dinamismo de la actividad y la demanda interna y su efecto en el uso de la capacidad instalada y las presiones inflacionarias. Además, el déficit de la cuenta corriente podría ampliarse, aumentando la vulnerabilidad externa de la economía y enfrentándola a eventuales ajustes costosos. Evaluados los escenarios, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad y para la inflación estaban equilibrados.

Para la reunión de marzo, los antecedentes recopilados llevaban a la División Estudios a proponer como única opción mantener la TPM en 5%. La opción de recortarla o aumentarla se descartaban nuevamente. Un recorte de la TPM podría inducir un mayor dinamismo de la demanda interna, exacerbando los riesgos de mediano plazo para la inflación y el déficit de cuenta corriente. En tanto, la opción de incrementarla se descartaba, por los bajos registros de inflación y la posibilidad de que esta permaneciera acotada en el corto plazo por la evolución de los precios de materias primas. Además, la inflación subyacente de servicios y salarios no había mostrado señales de aceleración. Asimismo, las expectativas privadas de inflación se mantenían en valores coherentes con la meta. Así, el Consejo mantuvo la TPM en 5%.

## REUNIONES DE ABRIL, MAYO Y JUNIO

En abril, los antecedentes conocidos no se habían apartado del escenario base del IPoM. En lo interno, la actividad de febrero había sido baja, pero aún era muy temprano para inferir un cambio definitivo en la tendencia hacia una desaceleración. La demanda interna, en tanto, seguía dinámica, en particular por el consumo privado, aunque había señales de una moderación de la inversión. Además, las condiciones de otorgamiento de crédito se habían vuelto más restrictivas, y las colocaciones de consumo y comerciales habían mostrado signos de moderación. Los indicadores de inflación habían permanecido con registros acotados, incluido el de la inflación subyacente de servicios. En el plano externo, la principal noticia fue el importante impulso monetario anunciado por el Banco Central de Japón con el fin de doblar la base monetaria,

lo que generaba dudas respecto de sus efectos en los mercados financieros internacionales y en las paridades. Además, resaltaba la caída de los precios de las materias primas, en particular del cobre, lo que se podría asociar a signos de debilitamiento de las economías emergentes. En tanto, las señales de recuperación en Estados Unidos se estaban consolidando, aunque, en general, el panorama para las economías desarrolladas seguía siendo de un bajo crecimiento. Los antecedentes llevaban a la División Estudios a presentar nuevamente como única opción relevante la de mantener la TPM en 5%. La opción de recortarla se descartaba porque el dinamismo acumulado por el gasto, la actividad y el empleo, junto con la estabilidad de las expectativas inflacionarias en torno a la meta y la moderación de los riesgos externos, llevaban a estimar que los bajos registros inflacionarios recientes constituían un fenómeno transitorio que se normalizaría en el horizonte de política. En este contexto, un recorte de la TPM induciría una moderación más lenta de la demanda interna, exacerbando los riesgos de mediano plazo para la inflación. Por otra parte, la opción de subirla se descartaba considerando que la inflación total y subyacente aún estaba significativamente por debajo de 2%, situación que probablemente continuaría en los próximos meses por la trayectoria de los precios internacionales de las materias primas. Además, la inflación subyacente de servicios y salarios no mostraba señales de una aceleración. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

En mayo, las noticias habían confirmado la desaceleración de la actividad, pero también de la demanda interna en el primer trimestre del año, la que había sido superior a lo previsto en el IPoM. Las cifras más coyunturales daban cuenta de que la moderación de la inversión habría proseguido y, entre otros, el catastro de la CBC mostraba una corrección a la baja en los proyectos mineros y energéticos para los siguientes años. Sin embargo, la evidencia era menos concluyente en cuanto al consumo privado, porque el de bienes durables continuaba dinámico. La inflación había vuelto a ubicarse en torno a 1% y las expectativas de mercado se habían ajustado a la baja, aunque a dos años seguían en 3%. Con todo, resaltaba el cambio en las expectativas derivadas de los precios de los activos financieros. En lo externo, la principal novedad provenía del mundo emergente, donde cada vez más países mostraban signos de desaceleración, en particular China. Todo ello había redundado en menores precios de las materias primas. Dados estos antecedentes, la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 5,0% o recortarla en 25 puntos base (pb) a 4,75%. La opción de recortarla podría justificarse ante los bajos registros de inflación y la reducción de las expectativas correspondientes, junto a evidencia de que ya se estaba materializando la desaceleración proyectada de la actividad y el gasto interno, así como la del crédito. Sin embargo, el dinamismo acumulado y la estrecha situación de los mercados internos, llevaban a estimar que los bajos registros inflacionarios recientes eran transitorios y se normalizarían dentro del horizonte de política. Asimismo, la disminución reciente de las expectativas de inflación y

precios financieros, en contraste con las encuestas, podría reflejar influencias de corto plazo por ajustes de portafolios y, por lo tanto, no necesariamente entregaban una señal sobre expectativas. No obstante, una continuación de estas tendencias o una profundización podrían llevar a modificar este diagnóstico. En cuanto a la actividad y la demanda interna, la desaceleración reciente era parte de un proceso esperado de convergencia hacia tasas de tendencia. Aunque esta desaceleración había sido algo más rápida que lo anticipado, los antecedentes disponibles eran parciales e insuficientes para sacar conclusiones sobre un cambio de tendencia en la velocidad de la economía; y, en todo caso, la situación de capacidad interna se mantenía estrecha por el crecimiento acumulado de la actividad y el empleo. Este conjunto de consideraciones llevó al Consejo a mantener la TPM en 5%.

En junio, en el plano externo se estaba consolidando el proceso de recuperación en Estados Unidos y de desaceleración en las emergentes. Además, el mercado había incorporado la posibilidad de un retiro anticipado, pero gradual, del estímulo monetario en Estados Unidos, lo que había generado una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, con condiciones de financiamiento externas menos favorables para las economías emergentes. Por otro lado, los antecedentes en el plano interno daban cuenta de que la desaceleración de la actividad económica y la demanda interna había continuado durante el segundo trimestre, no así la de la demanda final. La inflación de mayo no había dado sorpresas. Con estos antecedentes, la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 5,0% o recortarla en 25 pb a 4,75%. La opción de recortarla podría justificarse por el entorno externo algo menos favorable y la posibilidad de una desaceleración más intensa de la actividad y el gasto interno en los próximos trimestres, lo que postergaría la normalización esperada de la inflación hacia la meta. Sin embargo, en el plano externo, la situación aún no estaba bien asentada a juzgar por la alta volatilidad que mostraban los mercados financieros internacionales. En relación con la desaceleración del gasto interno, aun cuando el ajuste de la inversión podría ser más profundo que lo proyectado, el consumo privado todavía mostraba dinamismo y sus fundamentos también eran sólidos. Por lo tanto, era menos probable que se diera un ajuste abrupto de la demanda. En todo caso, la evaluación y el juicio respecto de estas proyecciones dependían de los datos que se irían conociendo en los meses siguientes, así como de la evolución del entorno externo. Además, hasta ese momento, los cambios observados tanto en las tasas del mercado monetario como en el tipo de cambio habían ido en la dirección esperada dados los eventos externos ocurridos y facilitaban el ajuste de la economía ante la evidencia de menor crecimiento y deterioro de los términos de intercambio. Asimismo, pese a la mayor volatilidad internacional, se observaban condiciones financieras estables en los mercados locales. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%.

# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

## CRECIMIENTO MUNDIAL

Los antecedentes recientes muestran una moderación del crecimiento global. Las economías desarrolladas tuvieron un mejor desempeño, mientras que las emergentes se desaceleraron en forma generalizada, reduciéndose la brecha de crecimiento entre ambas. El repunte del mundo desarrollado se sustenta principalmente en Estados Unidos y Japón, mientras que la Eurozona continúa en recesión. El ajuste en el panorama de crecimiento de las emergentes lleva a una revisión a la baja del crecimiento de los socios comerciales de Chile a 3,5% en promedio para el 2013-2014 (3,9% en marzo) (tabla I.1).

Durante el primer trimestre del año, Estados Unidos creció 1,8% trimestral anualizado (0,4% el trimestre previo) gracias al impulso del consumo privado en un contexto de mercado inmobiliario en recuperación —con ventas y precios crecientes—, mejor desempeño del mercado bursátil y creación de empleo y un alza de la confianza de los consumidores (gráfico I.1). Se suma el impulso de las inversiones en el sector energético que están redundando en menores costos. Los acuerdos legislativos han permitido moderar la intensidad del ajuste fiscal. La permanencia del impulso monetario junto con el progreso en el desapalancamiento de los hogares, también ha contribuido a dar dinamismo al crédito destinado a los hogares. En tanto, la inversión sigue rezagada, por cuanto las empresas cuentan con excedentes de capacidad que aún se están absorbiendo. Indicadores coyunturales más recientes muestran perspectivas contenidas para el sector industrial.

La economía japonesa se expandió fuertemente en el primer cuarto (4,1% trimestral anualizado) y sus perspectivas de corto plazo han mejorado, respondiendo a la política fiscal y monetaria vigente. Sin embargo, la sustentabilidad de esta mejora es incierta, entre otros, por una deuda pública que se está empujando sobre 200% del PIB. En lo inmediato, la depreciación del yen ha impulsado al sector exportador y con ello la producción manufacturera, fomentando expectativas de mayor inversión. El consumo de los hogares ha mejorado, pero se mantiene rezagado con respecto al resto de los componentes.

La Eurozona se contrajo 0,8% trimestral anualizado en la primera parte del año (-2,3% el cuarto previo). La vulnerabilidad de la Eurozona persiste, debido a

**TABLA I.1**

**Crecimiento mundial (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

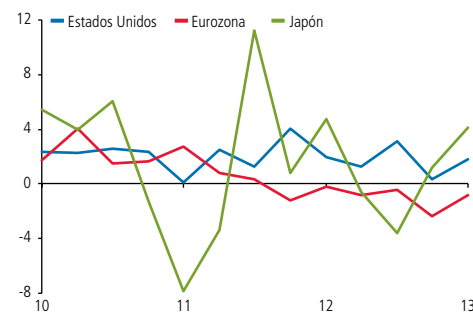
(f) Proyección.

(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

**GRÁFICO I.1**

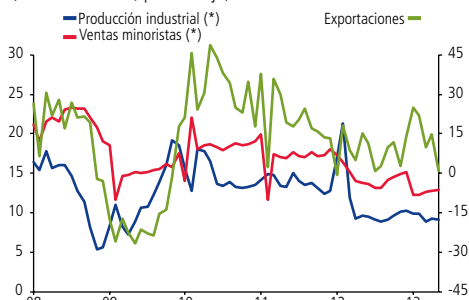
**Crecimiento del PIB economías desarrolladas**  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.2**

China: Indicadores de actividad  
(variación anual, porcentaje)

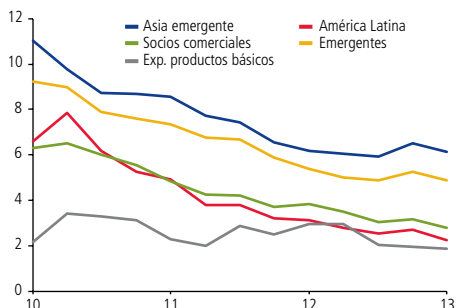


(\*) El año nuevo chino, que ocurre en enero o febrero de cada año, limita la disponibilidad de cifras para esos meses. En los casos en que no hay cifras disponibles para ambos meses, se consideran las variaciones anuales del agregado enero-febrero.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.3**

Crecimiento del PIB por regiones (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



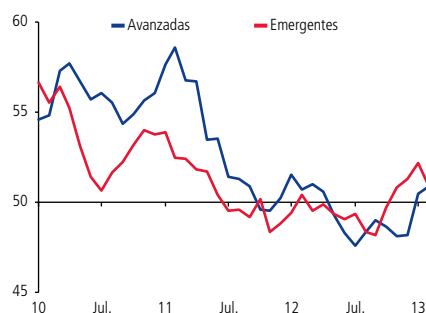
(1) Para el primer trimestre del 2013, en aquellos países para los que no existen datos efectivos se consideran proyecciones de la encuesta Bloomberg.

(2) Para sus definiciones, ver glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

**GRÁFICO 1.4**

Expectativas para el sector manufacturero: PMI (\*)  
(índice de difusión, pivote = 50)



(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

Fuente: Bloomberg.

la compleja interacción entre la elevada deuda pública y los déficits fiscales de algunos países, el bajo crecimiento económico y la frágil situación de la banca. La debilidad de las economías de la periferia se ha propagado hacia el centro. Alemania y Francia mostraron tasas de expansión anuales por debajo de lo previsto el primer trimestre. Aun cuando datos coyunturales de expectativas muestran mejoras, sus niveles siguen indicando una contracción de los sectores de servicios y manufacturas para la Eurozona. Además, el desempleo sigue en niveles muy elevados, por sobre 20% en varias economías de la periferia. Así, el escenario base proyecta una contracción de 0,6% para la Eurozona en el 2013.

China se expandió 7,7% anual el primer trimestre (7,9% el cuarto previo). El crecimiento del consumo y la inversión mostró una moderación en la primera parte del año. La inversión manufacturera sigue contenida debido a exceso de capacidad en algunos sectores, la producción industrial también se moderó y las encuestas no revelan expectativas de una reversión en los próximos meses (gráfico 1.2). En tanto, la inversión en infraestructura y bienes raíces es el principal soporte del crecimiento, apoyada en ventas y precios de propiedades residenciales que mantienen un alto dinamismo. El escenario base considera una tasa de expansión anual cercana a 7,5% en el 2013 y el 2014. Aunque esta tasa es menor al desempeño de la última década, refleja el ánimo del gobierno de tolerar un menor crecimiento para lograr una estructura mejor balanceada de la demanda y resolver algunos desequilibrios en el sistema financiero. De hecho, el gobierno ha enviado señales que revelan su intención de suscitar ajustes para sanear un sistema financiero frágil: el crédito interno alcanza a 200% del PIB, lo que se compara con 120% del PIB en el 2009. Además, existen preocupaciones respecto de operaciones del sistema bancario informal (*shadow banking*) que podrían alcanzar 40% del PIB. Una desaceleración mayor de China constituye un riesgo de este IPoM.

La evolución de la economía china ha tenido efectos en el desempeño de otras economías emergentes, especialmente en aquellas con mayores vínculos comerciales, como el resto de Asia emergente y América Latina (gráfico 1.3). En particular, la menor demanda de China por materias primas ha hecho caer sus precios, con lo que sus términos de intercambio se han reducido. Entre otras, la desaceleración responde a la maduración de su ciclo expansivo. Resalta en todo caso, al igual que en el mundo desarrollado, la desaceleración generalizada del sector manufacturero (gráfico 1.4).

En América Latina, la mayoría de las economías mostró una desaceleración. En México, se deterioraron las expectativas de consumidores, empresas e inversión. En Brasil, la producción industrial se debilitó y las alzas de tasas para contener la inflación podrían mermar el desempeño del consumo. En Argentina, datos recientes de inversión, producción industrial y consumo avanzan, aunque parte se debe a la baja base de comparación. En Colombia, las ventas minoristas se desaceleraron y la producción industrial se contrajo fuertemente, aunque mejoró la confianza de los consumidores. En Perú, la actividad minera mostró un menor crecimiento, con menores exportaciones y un mayor déficit de cuenta corriente. Para esta región, el escenario base considera una expansión de 2,8% anual este año y 3,1% el 2014, 5 y 6 décimas por debajo de lo proyectado en marzo.



## MATERIAS PRIMAS

Los precios de las materias primas descendieron en el segundo trimestre de este año, afectados por la apreciación del dólar estadounidense, la moderación del crecimiento mundial y, en especial, por la desaceleración de la economía China (gráfico I.5). Por lo mismo, las proyecciones de precios incluidas en este IPoM para los próximos dos años se han ajustado a la baja en la mayoría de los casos.

En cuanto al petróleo, el precio del Brent bajó 4,4%. La menor demanda energética global y la mantención de los planes de producción por parte de la OPEP presionaron los precios a la baja. La gasolina descendió 6,3% en igual lapso, entre otras razones, por la relajación de ciertas restricciones de oferta. Basados en los precios implícitos de los contratos futuros de los últimos diez días hábiles anteriores al cierre de este IPoM, se sigue proyectando una trayectoria descendente de los precios de los combustibles.

El cobre, siguiendo la tendencia de los metales, se cotiza en niveles 9,2% menores que los de marzo. Durante los últimos meses, su valor ha oscilado entre US\$3,0 y US\$3,5 la libra, para transarse en torno a US\$3,0 la libra al cierre de este IPoM. Las magras perspectivas globales de producción industrial y caídas de las importaciones chinas del metal rojo junto con elevados niveles de inventarios en bolsa, explican la evolución reciente. Aumentos de la oferta en el más largo plazo, hacen prever una situación superavitaria para el 2015. Así, el escenario base de este IPoM mantiene la trayectoria descendente de su precio en los siguientes dos años, aunque en niveles bastante inferiores a los proyectados anteriormente: US\$3,25 y US\$3,05 la libra para 2013 y 2014, respectivamente.

El leve aumento respecto de marzo del índice de alimentos de la FAO se debe principalmente a mayores precios de los productos lácteos. En cambio, el precio de los cereales disminuyó desde el mismo mes, pues las mejores condiciones climáticas se reflejaron en ajustes al alza de la producción para el 2013.

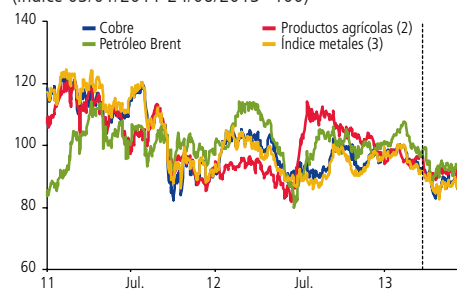
## INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Las políticas de estímulo monetario en las economías desarrolladas han proseguido su curso, manteniéndose ultra expansivas. Sin embargo, en los últimos meses, la Reserva Federal de Estados Unidos ha ido comunicando que, si el desempeño económico mejora de acuerdo con sus proyecciones, iniciará un retiro gradual de los estímulos monetarios, mediante una reducción de las compras de activos hacia fines de año (Recuadro I.1). Con todo, tanto el monto como el momento en que se materialice el retiro deben ser seguidos con cautela, pues la falta de episodios comparables dificulta la evaluación de las consecuencias que podría tener en los precios de los activos financieros.

Con el arribo del nuevo gobernador del Banco Central de Japón, los anuncios en materia monetaria se materializaron. Así, se estableció una meta de

GRÁFICO I.5

Precios de materias primas (1)  
(índice 03/01/2011-24/06/2013=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

(3) Corresponde al índice agregado de la Bolsa de Metales de Londres (BML).

Fuente: Bloomberg.

TABLA I.2

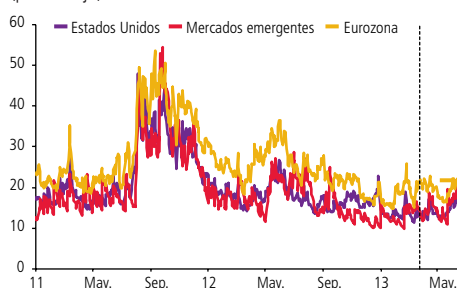
TPM economías seleccionadas  
(puntos base; porcentaje)

|               | Variación Período |         |                 | Nivel |
|---------------|-------------------|---------|-----------------|-------|
|               | En 2012           | En 2013 | IPoM marzo 2013 |       |
| EE.UU.        | 0                 | 0       | 0               | 0,25  |
| Europa        | -25               | -25     | -25             | 0,50  |
| Canadá        | 0                 | 0       | 0               | 1,00  |
| Reino Unido   | 0                 | 0       | 0               | 0,50  |
| Suecia        | -75               | 0       | 0               | 1,00  |
| Noruega       | -25               | 0       | 0               | 1,50  |
| Australia     | -125              | -25     | -25             | 2,75  |
| Nueva Zelanda | 0                 | 0       | 0               | 2,50  |
| China         | -56               | 0       | 0               | 6,00  |
| India         | -50               | -75     | -25             | 7,25  |
| Rep. de Corea | -50               | -25     | -25             | 2,50  |
| Indonesia     | -25               | 25      | 25              | 6,00  |
| Malasia       | 0                 | 0       | 0               | 3,00  |
| Tailandia     | -50               | -25     | -25             | 2,50  |
| Rusia         | 25                | 0       | 0               | 8,25  |
| Hungría       | -125              | -125    | -50             | 4,50  |
| Rep. Checa    | -70               | 0       | 0               | 0,05  |
| Polonia       | -25               | -150    | -50             | 2,75  |
| Israel        | -100              | -50     | -50             | 1,25  |
| Turquía       | -25               | -100    | -100            | 4,50  |
| Brasil        | -375              | 75      | 75              | 8,00  |
| Chile         | -25               | 0       | 0               | 5,00  |
| México        | 0                 | -50     | 0               | 4,00  |
| Colombia      | -50               | -100    | 0               | 3,25  |
| Perú          | 0                 | 0       | 0               | 4,25  |

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6

Volatilidad de mercados bursátiles (1) (2)  
(porcentaje)



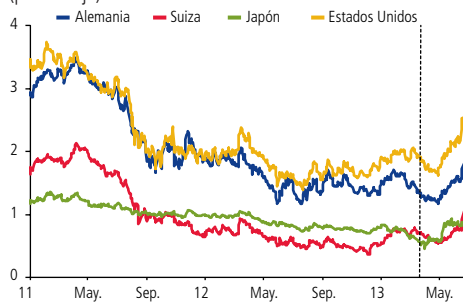
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.

(2) Estados Unidos corresponde al VIX y Eurozona al Vstoxx. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.7**

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



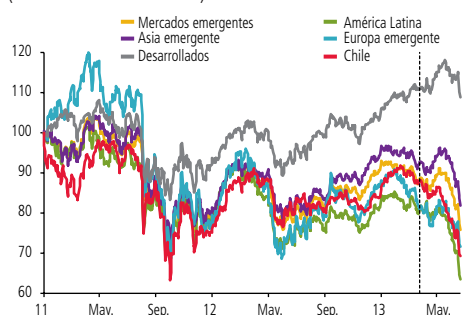
(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de marzo 2013.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.8**

Indicadores bursátiles (1) (2)

(indice 03/01/2011=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de marzo 2013.

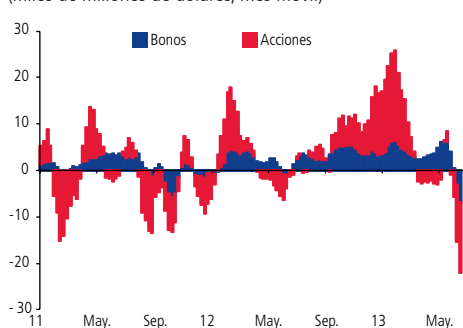
(2) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International denominado en dólares.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 1.9**

Flujos de capitales a economías emergentes

(miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

inflación de 2% en un horizonte de dos años, para lo que se espera doblar la base monetaria en el mismo plazo, a través de compras de bonos de gobierno de largo plazo. El Banco Central Europeo, tal como se delineó en el IPOM de marzo, redujo su tasa de referencia de política monetaria, pero no ha anunciado nuevas medidas de estímulo.

En el mundo emergente, varias economías han reducido sus tasas de política monetaria, al igual que en algunas economías desarrolladas exportadoras de materias primas (tabla 1.2). En la mayoría de los casos, estos procesos responden a la desaceleración de la actividad en conjunto con cifras de inflación contenidas, aunque algunos países adujeron explícitamente motivos cambiarios. Las excepciones son Brasil e Indonesia, que subieron su tasa de instancia monetaria ante preocupaciones por la inflación.

El escenario base supone que en el 2013 la inflación externa relevante para Chile (IPE) será más baja que lo estimado antes. Ello, por los menores registros inflacionarios en el resto del mundo y la apreciación del dólar en los mercados internacionales.

## MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Varios son los factores que han incidido en el desempeño de los mercados financieros internacionales en los últimos meses. En la primera parte de este trimestre, hubo mayor calma, entre otros, porque cedieron las preocupaciones por el ajuste fiscal en Estados Unidos. Luego, expectativas de un retiro más temprano del estímulo monetario en Estados Unidos y una desaceleración en el mundo emergente, especialmente en China, generaron un reacomodo de los portafolios de activos e importantes aumentos de la volatilidad de los mercados (gráfico 1.6).

Las tasas de los bonos de gobierno de largo plazo subieron en forma generalizada (gráfico 1.7). Los mercados emergentes mostraron caídas de las bolsas, sus monedas una marcada depreciación frente al dólar estadounidense y aumentos de sus premios por riesgo soberano (gráfico 1.8). Además se observó una importante salida de capitales desde las economías emergentes (gráfico 1.9). Este panorama podría ser particularmente desafiante para algunas economías emergentes con alta dependencia del financiamiento externo, pero también algunas de la Eurozona que se encuentran en esta situación.

Estos movimientos son coherentes con un ajuste hacia un panorama mundial más balanceado y una normalización de las condiciones financieras internacionales, luego de la extraordinaria situación que se dio en los últimos años. Si bien las razones detrás de estos movimientos son positivas, pues reflejan mejores expectativas de crecimiento especialmente para Estados Unidos, en lo inmediato han generado volatilidad en los mercados que puede dificultar las capacidades de maniobra y ajuste de las economías en posiciones más vulnerables.



## RECUADRO I.1

### POSIBLES EFECTOS DE UN RETIRO DEL ESTÍMULO MONETARIO EN ESTADOS UNIDOS

En los últimos meses, en Estados Unidos se han ido asentando las expectativas de recuperación de la actividad económica, avaladas por la evolución del mercado laboral y el sector inmobiliario. La Reserva Federal ha validado esta visión y además ha comunicado que, de continuar esta trayectoria, es probable que comience a retirar gradualmente los estímulos monetarios en aplicación. El siguiente recuadro revisa los efectos que esto puede generar en los precios financieros, en particular las tasas de interés de largo plazo y otros activos financieros.

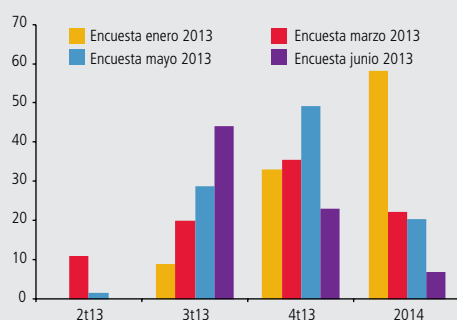
En junio, la Reserva Federal anunció que de continuar la recuperación de la economía y el empleo, el proceso de retiro de los estímulos monetarios partiría con una reducción gradual de las compras de activos, que actualmente alcanzan US\$85 mil millones mensuales. Estos activos se componen de bonos del Tesoro y papeles respaldados por hipotecas. De acuerdo con la autoridad monetaria, la disminución de las compras podría iniciarse durante 2013 y finalizaría a mediados de 2014. Posteriormente, durante el 2015, comenzaría un ciclo gradual de alzas de la tasa de los fondos federales (*Fed Fund*).

El mejor desempeño de la actividad económica en Estados Unidos y las propias declaraciones de personeros de la Reserva Federal han ido adelantando las expectativas de mercado respecto del momento en que comenzará la reducción de las compras de activos. Así, en enero del 2013, el 60% de los encuestados por Bloomberg opinaba que este proceso se iniciaría durante el 2014. En tanto, en mayo, cerca de 50% de los entrevistados consideraba que el proceso se daría en el cuarto trimestre del 2013 y 30% que esto sucedería en el tercer cuarto del año. En junio, esta última opción se transformó en el escenario más probable para la mediana de los encuestados. Además, consideran que la compra de activos continuaría por US\$65 mil de millones (de US\$50 mil de millones previstos en mayo) (gráfico I.12).

El cambio de las expectativas respecto de cuándo y con qué intensidad se iniciará el proceso de normalización de la política monetaria se ha traducido en un aumento de las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Desde marzo último, la tasa a 10 años plazo subió 50 puntos base (pb), de los cuales 30pb se dieron en junio, posterior al anuncio de la Reserva Federal. Cabe señalar que estas revisiones son de una magnitud similar a lo que arrojan diversos estudios sobre el impacto de los paquetes de estímulo no convencional sobre las tasas de largo plazo (Christensen y Rudebusch (2012) y Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011)). Si bien un aumento de la tasa de largo plazo tiende a generar condiciones financieras más estrechas en Estados Unidos, esto debe ser sopesado contra una perspectiva más favorable de crecimiento y empleo.

Con respecto a tasa *Fed Funds*, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal no ha ajustado sus proyecciones respecto de su trayectoria. Esta trayectoria y también aquella esperada basada en los precios de los contratos futuros, supone alzas graduales a partir del 2015, lo que implica un ritmo menor al de episodios pasados de aumentos de tasa *Fed Funds* (gráfico I.13 y I.14).

**GRÁFICO I.12**  
Expectativas de mercado: Inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos  
(porcentaje del total de encuestados)

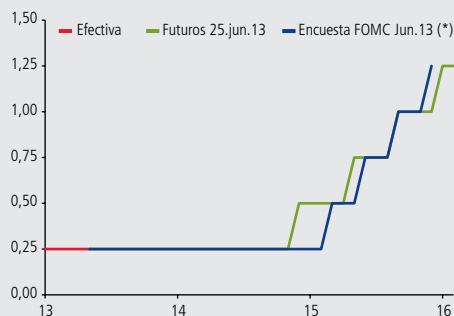


Fuente: Bloomberg.

En el escenario más probable, el retiro del estímulo se hará de manera gradual y ordenada. La Reserva Federal ha dado señales en este sentido e incluso ha manifestado que, de haber una reacción no deseada en el mercado, se podría graduar o revertir el proceso de retiro monetario. Sin embargo, no se puede descartar que en el corto plazo los mercados financieros internacionales presenten una mayor volatilidad, como ha ocurrido en episodios anteriores de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Este riesgo es más relevante considerando que no existen experiencias previas para evaluar los efectos que puede tener el retiro de medidas monetarias no convencionales de esta envergadura.

El retiro de los estímulos monetarios de Estados Unidos es parte de un proceso de normalización de las condiciones financieras internacionales, que conlleva ajustes en los portafolios de los inversionistas. Para las economías emergentes en particular, este reacomodo se ha traducido en salidas de capital, ajustes en los precios de activos, de monedas, menores precios de materias primas, y aumentos del costo de financiamiento externo (gráfico I.15). Esto podría ser particularmente desafiante para algunas emergentes con alta dependencia del financiamiento externo, como también para algunas de la Eurozona que se encuentran en esta situación.

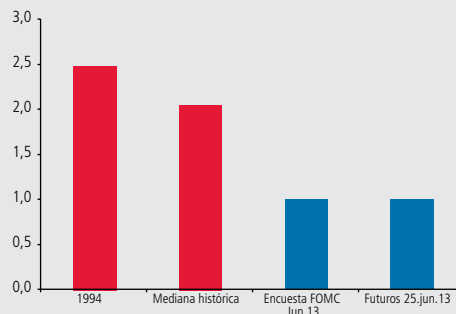
**GRÁFICO I.13**  
Trayectoria de Tasa *Fed Funds*  
(porcentaje)



(\*) En base a las proyecciones para el cuarto trimestre publicadas por la Reserva Federal.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

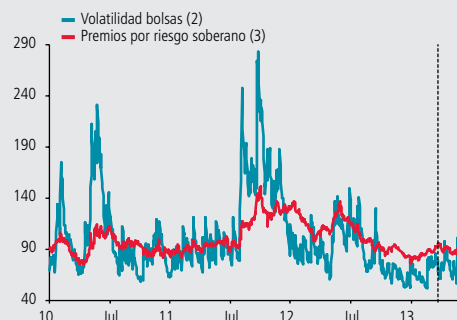
**GRÁFICO I.14**  
Tasa *Fed Funds*: Alzas en episodios pasados (\*)  
(puntos porcentuales)



(\*) Las barras en rojo indican el aumento que tuvo la tasa durante el primer año de un ciclo de alzas. La barra 1994 corresponde a las alzas efectuadas entre febrero 1994 y enero de 1995. La mediana histórica considera episodios de alzas desde 1964. Las barras en azul muestran el aumento esperado de la tasa durante el primer año según la encuesta del FOMC y los contratos futuros.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

**GRÁFICO I.15**  
Mercados financieros emergentes (1)  
(índice 2010-2013=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.  
(2) Se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI de mercados emergentes denominado en dólares.  
(3) Medido por el *Embi Global*.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y JP Morgan Chase.

## II. MERCADOS FINANCIEROS

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

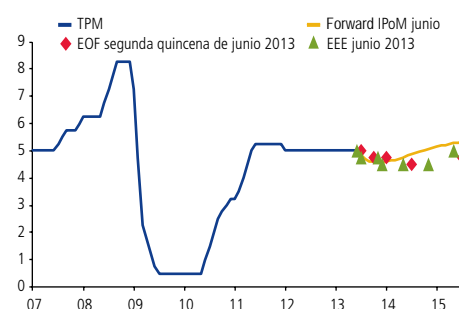
### POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses, la actividad y la demanda interna se desaceleraron como se anticipaba en el IPoM de marzo, aunque algo más rápido de lo previsto en esa oportunidad. La inflación total y su medida subyacente continúan en valores cercanos a 1% anual, pero se estima que volverá al rango de tolerancia en los próximos meses. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de política. En el ámbito externo, el ajuste en la composición del crecimiento mundial, junto con expectativas de un retiro anticipado del estímulo monetario en Estados Unidos ha provocado un reacomodo de los portafolios de inversión. Esto ha venido acompañado de una baja de los precios de las materias primas. En este escenario, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0% y ha condicionado sus movimientos futuros a las implicancias de las condiciones internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

En este contexto, las expectativas de mercado para la trayectoria de la TPM han mostrado un paulatino descenso. Así, durante abril se fue atrasando el momento en que se implementaría la primera alza de la TPM, y en mayo ya no se esperaban alzas y se comenzó a incorporar la posibilidad de una rebaja de la TPM a uno y a dos años plazo. En junio, las expectativas incorporaron la posibilidad de dos recortes en el transcurso del año. En resumen, en comparación con el cierre estadístico del IPoM anterior, las distintas encuestas se han ajustado a la baja al igual que las expectativas de los precios de activos financieros (tabla II.1). Con todo, en estas últimas no se puede descartar que este resultado pueda estar influenciado transitoriamente por flujos de ajuste de portafolio en el mercado de renta fija. Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,5 y 4,9% (5,1 y 5,5% en el IPoM de marzo) y a dos años plazo entre 4,8 y 5,3% (5,2 y 5,7% en el IPoM de marzo). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la TPM, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a las expectativas de mercado (gráfico II.1).

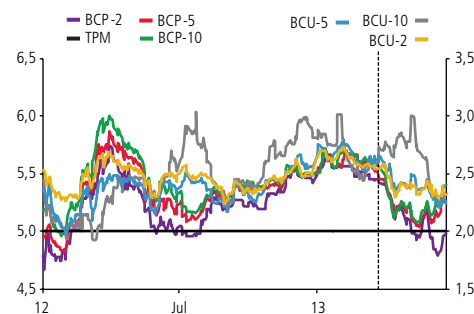
Las tasas de interés de los documentos del Banco Central se encuentran en niveles inferiores al cierre estadístico del IPoM anterior. La disminución fue algo más pronunciada en las tasas nominales que en las reajustables. Ello coincide con las menores expectativas de crecimiento interno. En todo caso, su evolución también puede estar afectada por los cambios importantes en la exposición de los fondos de pensiones a estos instrumentos tras recomendaciones de asesores financieros y

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



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
TPM y tasas de interés de los documentos el  
Banco Central de Chile (\*)  
(porcentaje)

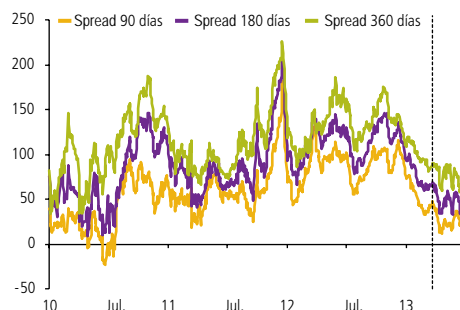


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

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



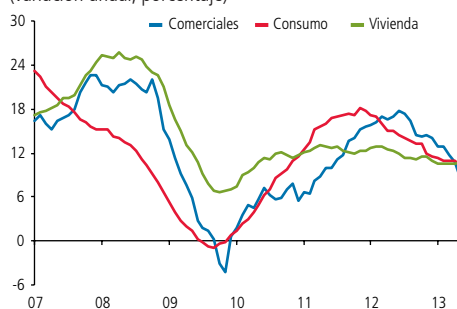
(1) Medidas por el *spread prime-swap* promedio cámara. Para su definición, ver glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.4**

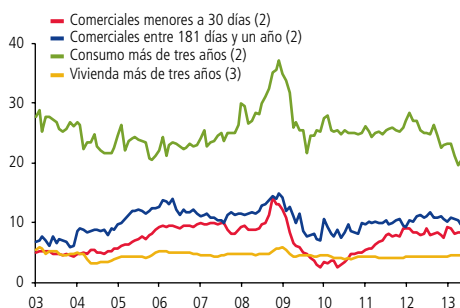
**Colocaciones nominales por tipo de crédito**  
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y SBIF.

**GRÁFICO II.5**

**Tasas de interés de colocación (1)**  
(porcentaje)



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

(2) Tasas nominales.

(3) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

el inicio de las transacciones de bonos públicos chilenos por parte de no residentes a través de los instrumentos denominados *Global Depositary Notes (GDN)*. De acuerdo con el análisis contenido en el *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)* del primer semestre del 2013, ambos factores podrían haber tenido algún efecto transitorio en las tasas de interés locales. Así, al considerar los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, las tasas de interés de los bonos en UF entre 2 y 10 años disminuyeron entre 20 y 40 puntos base (pb). Los papeles en pesos entre 2 y 10 años, cayeron entre 30 y 60 pb (gráfico II.2). En lo más reciente han aumentado aunque en menor medida que las tasas largas de los bonos de gobierno de otras economías emergentes. Ello por el reacomodo de los portafolios de inversión que se dio ante las la perspectiva de un retiro anticipado del estímulo monetario en Estados Unidos.

En cuanto al mercado monetario, aunque con vaivenes, los diferenciales entre tasas de depósitos *prime* y contratos *swap* a diversos plazos se encuentran en niveles por debajo del cierre estadístico del IPoM anterior (gráfico II.3). Con todo, como ya se mencionó, su evolución puede estar influenciada por el manejo de portafolios de inversionistas institucionales.

**TABLA II.1**

**Expectativas para la TPM**  
(porcentaje)

|                     | A diciembre 2013 |            | A un año   |            | A dos años |            |
|---------------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                     | IPoM marzo       | IPoM junio | IPoM marzo | IPoM junio | IPoM marzo | IPoM junio |
| EEE (1)             | 5,00             | 4,50       | 5,25       | 4,50       | 5,50       | 5,00       |
| EOF (2)             | -                | -          | 5,25       | 4,50       | 5,25       | 4,75       |
| Curva forward (3)   | 5,30             | 4,57       | 5,47       | 4,87       | 5,68       | 5,33       |
| Contratos swaps (4) | 5,07             | 4,52       | 5,11       | 4,47       | 5,24       | 4,81       |

(1) Corresponde a la encuesta de marzo y junio 2013.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de marzo y de junio 2013.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**CONDICIONES FINANCIERAS**

Las condiciones financieras de la banca local, tanto para empresas como para personas, no han mostrado cambios significativos en los últimos meses. Las condiciones de financiamiento externo han mostrado algún encarecimiento desde el cierre estadístico del IPoM anterior, en línea con la normalización observada en los mercados financieros internacionales.

En cuanto al crédito a las personas, a mayo, la tasa de crecimiento anual de los créditos de consumo, aunque con vaivenes, disminuyó levemente a 10,3% (11,0% en febrero) (gráfico II.4). Las tasas de interés de créditos de dichos créditos en su tramo más relevante —a más de tres años— se redujeron en torno a 300 pb respecto del cierre del IPoM anterior, ubicándose en lo más reciente en sus niveles más bajos de los últimos diez años (gráfico II.5). Las colocaciones de vivienda se mantuvieron estables tanto en términos de su tasa de crecimiento anual, como en las tasas de interés para los créditos

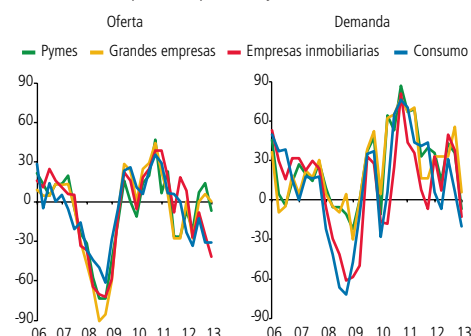
hipotecarios. En cuanto a las condiciones de acceso al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de este año volvió a reportar una mayor restricción en las condiciones de acceso a préstamos hipotecarios y de consumo, lo que contrasta con la mencionada disminución de las tasas de interés para estos últimos. La mayor restricción para este tipo de créditos se debe principalmente a la percepción de mayor riesgo de no pago de determinados segmentos de deudores, especialmente para los créditos de consumo<sup>1/</sup>. Para los créditos hipotecarios se manifiesta en un aumento de la exigencia al porcentaje máximo de los créditos complementarios y de la razón dividendo/ingreso. Por el lado de la demanda, las entidades bancarias percibieron un debilitamiento de las solicitudes de créditos de consumo, mientras la demanda por créditos hipotecarios continúa expansiva.

Respecto del crédito a empresas, el crecimiento anual de las colocaciones comerciales ha disminuido significativamente, pasando de 12,9% en febrero a 8,4% en mayo. Si bien las tasas de interés para estos créditos en sus tramos más relevantes disminuyeron, se encuentran en niveles cercanos al promedio de los últimos diez años. Comparada con la del trimestre previo, la ECB del primer trimestre de este año volvió a mostrar condiciones más restrictivas en la aprobación de créditos para constructoras e inmobiliarias, debido a las perspectivas menos favorables para el sector, como también a un aumento del riesgo de crédito de clientes, implicando un alza del *spread* sobre el costo de fondeo del banco, mayores requerimientos de garantías y restricciones al porcentaje máximo de los proyectos a financiar. Cabe señalar que un mayor número de encuestados perciben condiciones más estrechas para las empresas inmobiliarias que para los hogares. Para el resto de las empresas, especialmente las pequeñas, las condiciones de otorgamiento se reportan restrictivas, a diferencia del cuarto previo. Esto se refleja en mayores requerimientos de garantías o en la imposición de otras condiciones contractuales (gráfico II.6). Por el lado de la demanda, se percibe un debilitamiento de las solicitudes de crédito por parte de empresas tanto inmobiliarias como constructoras, debido a un menor dinamismo de ambos sectores. Además, información de contactos de negocios<sup>2/</sup>, indica una mayor restrictividad para los créditos hipotecarios y los orientados a empresas constructoras e inmobiliarias en comparación con el cuarto anterior.

Como ya se mencionó, la tasa de crecimiento anual de las colocaciones comerciales ha disminuido desde el cierre estadístico del IPoM anterior. Con todo, otras fuentes de financiamiento, tanto en el mercado interno como en el externo, han aumentado. En el mercado interno, la emisión de acciones de sociedades no financieras se incrementó en comparación con meses previos, mientras la colocación de bonos por parte de estas mismas se ha mantenido alta. La emisión de bonos de empresas no financieras en el mercado externo ha aumentado respecto de marzo, lo que parece responder al aprovechamiento de las buenas condiciones financieras prevalecientes en el exterior (gráfico II.7). De acuerdo con el último IEF, las condiciones de fondeo externo observadas en los últimos años han sido muy favorables; sin embargo como ya se mencionó, en las últimas semanas ante expectativas de un retiro más temprano del estímulo monetario en Estados Unidos, las condiciones financieras externas están empezando a normalizarse. En Chile, el premio soberano a 5 y a 10 años, medidos a través del *Credit Default Swap (CDS)*, subió cerca de 40pb entre los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior. Los

GRÁFICO II.6

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

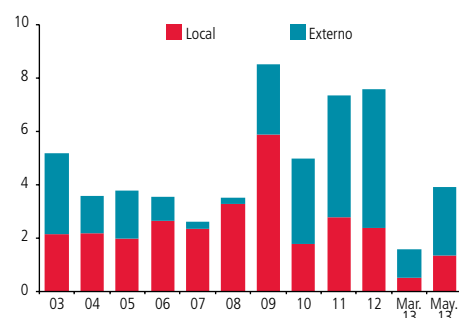


(\*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

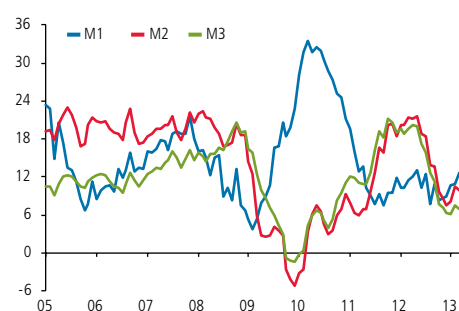
Colocaciones de bonos sociedades no financieras  
(miles de millones de dólares)



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

GRÁFICO II.8

Agregados monetarios  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Véase IEF primer semestre 2013

<sup>2/</sup> Véase Informe de Percepciones de Negocios, mayo del 2013.

**GRÁFICO II.9**

Tipo de cambio nominal (1) (2)  
(índice 03/01/2011-24/06/2013=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de marzo 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA II.2**

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

| Pais          | Variación TCN<br>entre IPOM dic<br>2012 e IPOM<br>mar 2013 (2) | Variación TCN<br>entre IPOM mar<br>2013 (2)<br>e IPOM jun<br>2013 (2) | Variación<br>respecto a<br>01/01/2013 | Variación<br>TCN<br>respecto a<br>01/01/2013 |
|---------------|--|---|---------------------------------------|--|
| Sudáfrica     | 6,0  | 8,7   | 19,1                                  | 35,4   |
| Brasil        | -4,8   | 9,7   | 8,9                                   | 31,3   |
| Australia     | 0,7  | 10,6  | 12,4                                  | 16,9   |
| Indonesia     | 0,7  | 2,1   | 2,2                                   | 12,6   |
| Turquía       | 1,7  | 4,5   | 9,0                                   | 11,7   |
| Colombia      | 0,6  | 5,1   | 10,0                                  | 10,6   |
| Chile         | -1,3   | 6,3   | 7,2                                   | 9,5  |
| Perú          | 0,7  | 6,2   | 9,1                                   | 9,3  |
| Nueva Zelanda | 0,4  | 4,7   | 6,8                                   | 9,2  |
| Rep. Corea    | 2,9  | 2,4   | 9,2                                   | 9,1  |
| Canadá        | 3,4  | 0,4   | 5,7                                   | 8,4  |
| Polonia       | 1,9  | 0,1   | 7,0                                   | 7,8  |
| Malasia       | 2,1  | 1,4   | 5,3                                   | 7,5  |
| Hungría       | 8,6  | -5,6  | 3,2                                   | 7,3  |
| Rep. Checa    | 2,4  | -2,6  | 3,4                                   | 6,6  |
| México        | -3,6   | 4,9   | 3,1                                   | 5,9  |
| Reino Unido   | 6,4  | -3,1  | 5,3                                   | 5,5  |
| Suiza         | 1,8  | -2,2  | 1,9                                   | 4,2  |
| Suecia        | -2,8   | 1,1   | 4,0                                   | 4,0  |
| Eurozona      | 0,6  | -2,6  | 0,6                                   | 2,6  |
| Tailandia     | -4,2   | 5,2   | 1,6                                   | 2,5  |
| Israel        | -3,7   | -1,5  | -3,0                                  | -2,2   |

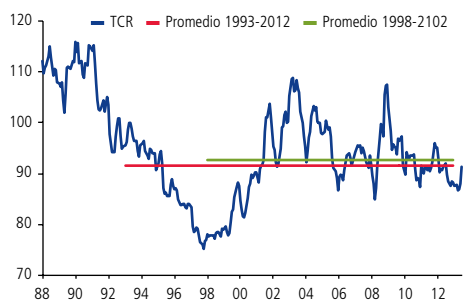
(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO II.10**

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



(\*) Cífra de junio 2013 incluye información hasta el 24 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

premios por riesgo soberanos de las economías emergentes<sup>3/</sup> también aumentaron entre 10 y 50pb en igual período.

Las bolsas mundiales mostraron vaivenes desde el cierre estadístico del IPOM de marzo. En un inicio, las plazas desarrolladas aumentaron principalmente por las mejores expectativas de crecimiento en Estados Unidos. Esto, junto con las menores perspectivas de crecimiento para las economías emergentes, provocó una salida de capitales en estos últimos y con ello una reducción en sus bolsas. Luego, debido a la mayor volatilidad ante expectativas de un retiro monetario anticipado en Estados Unidos, las plazas desarrolladas revirtieron parte de la ganancia (gráfico I.8). Con todo, el desempeño de las bolsas de economías desarrolladas ha sido, en promedio, superior al de emergentes. Las primeras, medidas por los índices MSCI, aumentaron 1,3% en moneda local, considerando los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPOM y el anterior, mientras que los mercados emergentes descendieron 5,9% en moneda local. En este mismo período, las bolsas de América Latina bajaron 9,4% en moneda local y la bolsa chilena, medida por el IPSA, descendió 11,7% en pesos. Medida en dólares, dada la depreciación de las monedas de economías emergentes, la caída de las plazas bursátiles emergentes ha sido mayor.

En cuanto a los agregados monetarios, según información disponible a mayo, el M1, conformado mayormente por activos no remunerados, redujo su tasa de variación anual a 9,0% (10,9% en febrero). El M2 también disminuyó su tasa de crecimiento anual a 8,7% (10,5% en febrero), mientras el M3 creció 8,6% anual (7,4% en febrero), destacando el incremento de instrumentos de renta fija (gráfico II.8).

**TIPO DE CAMBIO**

Con respecto al mercado cambiario, aunque con vaivenes, el peso se ha depreciado 6,3% desde marzo en un contexto de apreciación generalizada del dólar estadounidense y un precio del cobre más bajo. Se agrega un menor diferencial entre las tasas nominales de los bonos de Tesorería de Estados Unidos y Chile, a 5 y 10 años. Durante abril, la moneda se apreció hasta un mínimo de \$467 por dólar. Esta tendencia se revirtió en mayo (gráfico II.9). Al cierre estadístico de este IPOM se sitúa sobre \$500 por dólar. En todo caso, la depreciación del peso ha sido similar a la que muestran las monedas de otras economías emergentes y, en especial, las de países exportadores de materias primas (tabla II.2). Considerando los principales socios comerciales, la depreciación ha sido menor: 5,3%. Descontando de esta canasta el dólar estadounidense, la depreciación fue 5,1%.

En línea con el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real (TCR) también ha aumentado: 5,3% entre marzo y junio. Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPOM, el TCR se ubica en 91,4 (gráfico II.10). El escenario base de este IPOM utiliza como supuesto de trabajo que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes.

<sup>3/</sup> Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. Incluye a Chile, Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia., China, Filipinas, Indonesia, Tailandia, Malasia, Rep. Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria y Turquía.

### III. DEMANDA Y ACTIVIDAD

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

#### ACTIVIDAD SECTORIAL

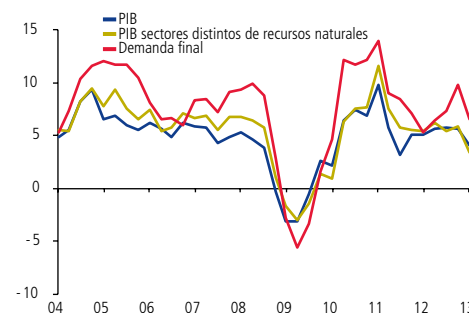
En el primer trimestre del año, el crecimiento de la actividad se moderó. Esto fue especialmente visible en los sectores ligados a la demanda interna —la inversión principalmente—, lo que en parte se compensó con un mejor desempeño de los sectores de recursos naturales. Si bien se esperaba una desaceleración, esta estuvo por sobre lo previsto en el último IPoM. Así, la velocidad de expansión del PIB retrocedió a 2,1% anualizado (7,9% en el último trimestre del 2012). Los indicadores coyunturales conocidos para el segundo trimestre dan cuenta de que la actividad siguió moderándose, pero a una velocidad menor que la del cuarto previo.

Medido en términos anuales, el PIB creció 4,1% en el primer cuarto del año, tasa inferior al 5,7% del trimestre anterior. Los sectores ligados a recursos naturales aumentaron su tasa de expansión anual el primer cuarto del 2013 a 6,4% (4,1% en el trimestre previo), mientras que el resto de los sectores redujo su tasa de expansión anual a 3,3% (5,9% en el trimestre previo) (gráfico III.1 y tabla III.1).

En los sectores de recursos naturales, el crecimiento estuvo principalmente determinado por la actividad minera, que aumentó su tasa de expansión anual el primer trimestre a 7,8% (en promedio 6,6% en la segunda mitad del 2012). Este mejor desempeño, que en todo caso fue anticipado en el último IPoM, se relacionó con el incremento de la producción de importantes empresas del sector debido a la maduración de algunos proyectos de inversión, así como a la baja base de comparación con igual trimestre del 2012. En tanto, los envíos de cobre —en *quantum*—, en parte afectados por el paro portuario, decrecieron 0,3% anual (+7,3% en el cuarto anterior), con lo que su nivel estuvo por debajo de la producción cuprífera. Esto se tradujo en un aumento transitorio de los inventarios durante el primer trimestre. Con todo, la actividad minera mostró un desempeño más débil en abril. El sector de electricidad, gas y agua (EGA) exhibió un repunte asociado al mayor valor agregado en la generación eléctrica, que se sustentó en el uso más eficiente de los insumos productivos térmicos: reemplazo de diesel por carbón, en un contexto de escasez de recursos hídricos. La pesca anotó una variación anual negativa, relacionada con la falta de recurso pelágico.

**GRÁFICO III.1**

**PIB y demanda final**  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA III.1**

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

|                          | Pond.<br>2012 | 2012       |            |            |            | 2013       |
|--------------------------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                          |               | I          | II         | III        | IV         | I          |
| Agropecuaria-Silvícola   | 2,9           | -5,5       | 3,5        | 5,0        | 1,2        | -1,8       |
| Pesca                    | 0,5           | -2,1       | 0,1        | -0,5       | 10,8       | -9,4       |
| Minería                  | 13,0          | 1,5        | 2,6        | 8,1        | 5,0        | 7,8        |
| Industria                | 10,2          | 3,3        | 2,9        | -0,4       | 4,5        | -0,6       |
| EGA                      | 2,2           | 13,1       | 9,2        | 7,4        | -1,2       | 2,7        |
| Construcción             | 7,6           | 8,0        | 8,2        | 8,2        | 7,9        | 4,5        |
| Comercio                 | 9,1           | 6,5        | 8,1        | 9,4        | 9,2        | 6,9        |
| Restaurantes y hoteles   | 1,7           | 5,5        | 5,6        | 3,3        | 2,1        | -2,6       |
| Transportes              | 4,1           | 2,5        | 5,7        | 3,1        | 5,3        | 4,7        |
| Comunicaciones           | 2,0           | 6,1        | 7,3        | 7,5        | 6,7        | 4,0        |
| Servicios Financieros    | 5,2           | 9,5        | 9,8        | 10,3       | 10,3       | 7,9        |
| Servicios Empresariales  | 13,3          | 8,9        | 7,4        | 5,9        | 4,4        | 3,2        |
| Servicios de Vivienda    | 4,5           | 2,6        | 2,9        | 3,2        | 3,4        | 3,4        |
| Servicios Personales (2) | 11,0          | 6,1        | 6,2        | 6,0        | 5,6        | 4,4        |
| <b>PIB Total</b>         | <b>100,0</b>  | <b>5,1</b> | <b>5,7</b> | <b>5,8</b> | <b>5,7</b> | <b>4,1</b> |
| <b>PIB Resto (3)</b>     | <b>76,0</b>   | <b>5,4</b> | <b>6,2</b> | <b>5,4</b> | <b>5,9</b> | <b>3,3</b> |
| <b>PIB RRNN (3)</b>      | <b>15,6</b>   | <b>3,2</b> | <b>3,5</b> | <b>7,7</b> | <b>4,1</b> | <b>6,4</b> |

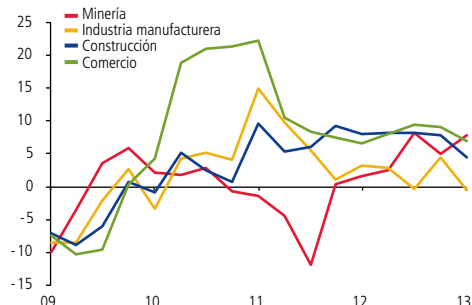
(1) Cifras preliminares.

(2) Incluye educación salud y otros servicios.

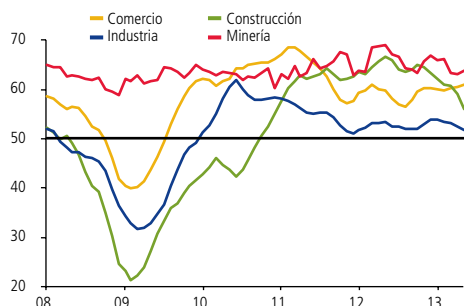
(3) Para su definición, ver glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.



**GRÁFICO III.2**
**Crecimiento sectorial**  
(variación anual, porcentaje)


Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.3**
**IMCE: Expectativas de las empresas (\*)**  
(serie desestacionalizada, promedio móvil trimestral)


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

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

**TABLA III.2**
**Demanda interna (1)**  
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

|                                       | Pond.        | 2012       |            |            |            | 2013       |
|---------------------------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                       |              | 2012       | I          | II         | III        | I          |
| <b>Demanda Interna</b>                | 99,6         | 4,9        | 6,9        | 8,3        | 8,2        | 6,8        |
| Demanda interna (s/ var. existencias) | 98,8         | 5,2        | 6,4        | 7,3        | 9,8        | 6,5        |
| Formación Bruta Capital Fijo          | 24,1         | 7,3        | 9,8        | 13,4       | 18,1       | 9,6        |
| Construcción y otras obras            | 14,6         | 9,2        | 9,0        | 8,6        | 9,1        | 5,6        |
| Maquinaria y Equipo                   | 9,5          | 3,7        | 10,8       | 20,6       | 31,3       | 16,1       |
| Consumo Total                         | 74,7         | 4,6        | 5,4        | 5,4        | 7,3        | 5,5        |
| Consumo Privado                       | 62,5         | 5,1        | 5,7        | 6,0        | 7,3        | 6,2        |
| Bienes Durables                       | 6,5          | 13,9       | 11,5       | 11,4       | 14,1       | 16,0       |
| Bienes No Durables                    | 25,9         | 3,1        | 4,2        | 5,3        | 6,9        | 6,0        |
| Servicios                             | 30,2         | 5,0        | 5,7        | 5,5        | 6,3        | 4,3        |
| Consumo Gobierno                      | 12,1         | 1,6        | 4,2        | 2,5        | 7,2        | 0,9        |
| Variación de existencias (2)          | 0,8          | 1,0        | 1,1        | 1,3        | 0,9        | 1,0        |
| Exportación Bienes y Servicios        | 34,2         | 3,5        | -0,2       | -4,3       | 4,7        | 1,0        |
| Importación Bienes y Servicios        | 33,9         | 2,9        | 2,4        | 2,3        | 11,9       | 8,2        |
| <b>PIB Total</b>                      | <b>100,0</b> | <b>5,1</b> | <b>5,7</b> | <b>5,8</b> | <b>5,7</b> | <b>4,1</b> |

(1) Cifras preliminares.

(2) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el resto de los sectores, la actividad del primer trimestre se expandió a una tasa anual inferior a la de trimestres previos y también respecto de su tendencia. El descenso fue especialmente visible en las ramas ligadas a la inversión, destacando la construcción y los servicios empresariales. En el caso de la producción industrial y el comercio, el peor desempeño también se relacionó con las ramas destinadas a la inversión, aunque aquellas más ligadas al consumo privado mantuvieron un dinamismo importante, en particular las de bienes durables como automóviles (gráfico III.2). Indicadores parciales para el segundo trimestre dan cuenta de que este comportamiento prosiguió, con alguna mejora en las ventas mayoristas del comercio, que están mayormente relacionadas a la inversión. La evolución de las expectativas empresariales, medidas por el IMCE, también han dado cuenta de esta diferencia: mientras la industria, pero especialmente la construcción, muestran un retroceso y ambas se aproximan a su nivel neutral, en el comercio han continuado mejorando (gráfico III.3).

El escenario base ajusta a la baja las proyecciones de crecimiento respecto del último IPoM, a un rango entre 4 y 5% (4,5-5,5% en marzo). Ello refleja la desaceleración observada en el primer trimestre y la perspectiva de una trayectoria más moderada de los sectores distintos de recursos naturales en lo que resta del año, parcialmente compensada por un mayor crecimiento de la minería. Las estimaciones del mercado contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) han ajustado de manera importante sus perspectivas de crecimiento para este año a 4,6% (5% en marzo) y también para el 2014, a 4,7% (5% en marzo).

## DEMANDA INTERNA

En el primer trimestre, la demanda interna también se desaceleró. En términos anuales, su tasa de expansión fue 6,8% anual (8,2% en el cuarto previo), aproximándose a las tasas que había registrado en la primera mitad del 2012. Por su parte, la expansión anual de la demanda interna final —descontadas las existencias— fue menor: 6,5% (9,8% en el trimestre anterior), toda vez que los inventarios tuvieron una acumulación transitoria relevante, que se relacionó con el mencionado efecto del paro portuario. Si bien se había anticipado una normalización paulatina de la tasa de crecimiento de la demanda interna, esta ocurrió a una velocidad superior a la prevista. En gran parte, esto fue visible en la inversión y, en menor medida, en el consumo privado, que mantuvo un importante dinamismo en el componente de bienes durables (tabla III.2).

En la inversión, si bien se anticipaba una moderación de su tasa de expansión considerando la madurez del ciclo de inversión, se estimaba que esta se daría en forma más moderada a través del año conforme culminaban una serie de proyectos mineros y energéticos. Además, esta desaceleración se enmarca en los acontecimientos externos, con un mundo que se prevé crecerá más lento, donde los sectores manufactureros están experimentando una desaceleración generalizada y donde, adicionalmente, el precio del cobre ha bajado cerca de 20% en comparación con los US\$4 la libra que promedió en 2011. Con todo, los antecedentes parciales del segundo trimestre apuntan a que la desaceleración se mantiene, pero con menor intensidad que en el primero.



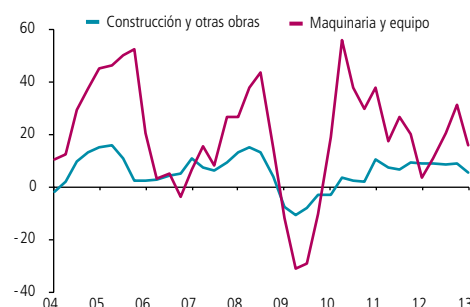
El menor desempeño de la inversión se vio especialmente en el componente de maquinaria y equipos. En términos anuales, este se expandió 16,1%, por debajo de las tasas del segundo semestre del 2012. Esto también ha sido coherente con el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, que retrocedieron de sus altos niveles alcanzados a fines del 2012 y comienzos del 2013 debido, en parte, a las internaciones de material de transporte comentadas en los últimos *Informes*. Las cifras más recientes dan cuenta que estas se mantuvieron en el menor nivel alcanzado en el primer trimestre, aunque siguen elevadas. En todo caso, estas normalmente tienen alta volatilidad y son muy sensibles a compras puntuales (gráfico III.4).

La inversión en construcción y obras también perdió vigor en el primer trimestre, con una expansión de 5,6% anual. En parte, este menor desempeño se asocia a la postergación o cancelación de ciertos proyectos mineros y energéticos. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de marzo volvió a corregir a la baja los proyectos de obras de ingeniería previstos para el período 2013-2016, lo que constituye la tercera revisión a la baja desde diciembre del 2012. Otro factor detrás de la desaceleración del componente construcción y obras es el menor dinamismo del sector inmobiliario. Las ventas de viviendas nuevas se han seguido moderando en el primer cuarto del año, según se desprende de las distintas fuentes de información (Collect y CChC). Además, de acuerdo con la Encuesta de Créditos Bancarios (ECB), las condiciones de oferta crediticia para el sector se volvieron más restrictivas en el primer trimestre del año. Se suma que la estrechez del mercado laboral ha generado mayores costos, lo cual en algunos proyectos ha redundado en menores márgenes y estaría inhibiendo nuevas iniciativas<sup>1/</sup>. En cuanto a la información más reciente para el sector, tanto los despachos de materiales como los permisos de edificación, en niveles, han seguido moderándose en los últimos meses, pero el empleo en el sector construcción ha tenido una recuperación (gráfico III.5). Así entonces, los indicadores más coyunturales han mostrado un comportamiento heterogéneo.

El consumo privado moderó su expansión, aunque gran parte se asoció al menor desempeño del consumo habitual. En tanto, el consumo de bienes durables mantuvo un robusto desempeño. La expansión del consumo se ha sustentado en las favorables condiciones del mercado laboral. La tasa de desempleo en sus distintas mediciones (Universidad de Chile e INE) ha persistido en bajos niveles, en torno a 6,5%, cercanos a su mínimo de los últimos quince años. Los salarios nominales han continuado creciendo a tasas de entre 6 y 6,5% anual, lo que junto con la menor inflación, ha permitido que los ingresos laborales reales crezcan alrededor de 8% anual en abril. Las expectativas de los consumidores (IPEC) se mantienen en terreno optimista en el agregado; sin embargo, mostraron un marcado descenso en lo más reciente. Las importaciones de bienes de consumo a mayo, aun cuando han tendido a moderarse, permanecen en niveles elevados. Las condiciones financieras internas se observan algo más restrictivas en términos de requisitos para el acceso al crédito, aunque las tasas de interés para los tramos de mayor participación se sitúan en niveles inferiores a los del cierre estadístico del IPoM de marzo. Con todo, los créditos de consumo no han sido un gran impulsor del gasto personal, considerando que

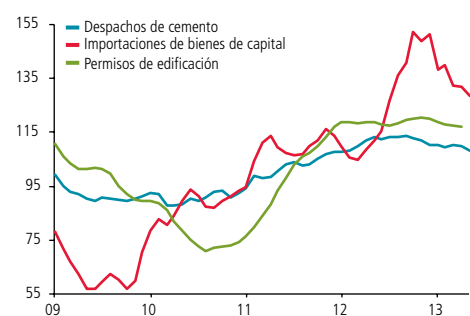
<sup>1/</sup> Véase Informe de Percepciones de Negocios, mayo 2013.

**GRÁFICO III.4**  
Inversión por componentes  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO III.5**  
Indicadores de inversión (1)(2)  
(índice promedio 2009-2013 = 100)

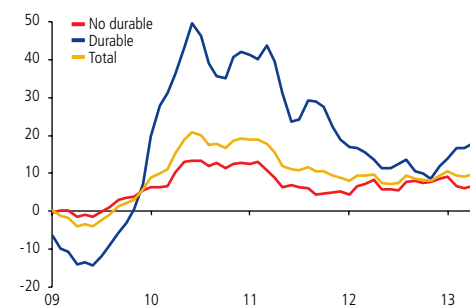


(1) Promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada.

(2) Considera cifras a abril del 2013 para los permisos de edificación y a mayo del 2013 para las importaciones de bienes de capital y despachos de cemento.

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

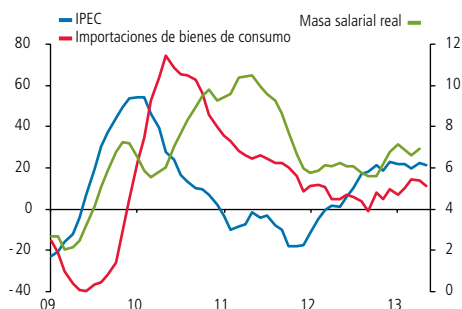
**GRÁFICO III.6**  
Consumo privado  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

### GRÁFICO III.7

Indicadores de consumo (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Promedio móvil trimestral.

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

### GRÁFICO III.8

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



Fuente: Banco Central de Chile.

las colocaciones de este tipo continuaron reduciendo sus tasas de expansión (gráficos III.6 y III.7). En tanto, la tasa de crecimiento anual del consumo de gobierno cayó en el primer trimestre a 0,9% (7,2% en el cuarto trimestre del 2012).

La variación de existencias acumuló 1% del PIB en el último año móvil (0,9% en diciembre). Como ya fue mencionado, esto fue fundamentalmente efecto de la paralización de puertos iniciada en marzo, la que redundó en un incremento no deseado de la acumulación de inventarios, en especial del sector minero. En este sentido, este mayor acopio fue de carácter temporal y una vez finalizada la huelga se normalizaron los envíos. De hecho, datos recientes dan cuenta de una reversión de este fenómeno, con aumentos de las exportaciones, incluidas las no mineras. Los exportadores de productos no mineros han enfrentado dificultades en algunos de sus mercados tradicionales, como Europa y Estados Unidos, no obstante, han logrado conservar posiciones de liderazgo mundial (Recuadro III.1)

## CUENTA CORRIENTE

La cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló en el primer trimestre un saldo negativo de US\$ 1.690 millones, equivalente a 4% del PIB en el último año móvil (3,5% en el cuarto trimestre del 2012) (gráfico III.8). Parte de este resultado se debió al deterioro de la balanza comercial. En lo principal, por las menores exportaciones, tanto por un precio del cobre más bajo que hace un año como por los menores envíos ya mencionados. Además, por el incremento anual de las importaciones de bienes de consumo y de capital durante el primer trimestre.

El aumento del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido un factor de preocupación en los últimos *Informes*. Como se ha señalado, este déficit corresponde en gran medida a flujos de inversión hacia el sector transable —minería—, financiados por inversión extranjera directa. En los últimos meses han comenzado a producirse algunos de los ajustes necesarios para corregir esta situación: el tipo de cambio real se ha depreciado y la demanda interna se ha desacelerado. Ello contribuirá a reducir el déficit de cuenta corriente a mediano plazo, más allá de los efectos transitorios de las fluctuaciones de los términos de intercambio. Con todo, este riesgo adquiere mayor relevancia si se intensifica la caída del precio del cobre, se deterioran las condiciones de financiamiento externo y se mantiene una demanda interna dinámica.

## RECUADRO III.1

### EVOLUCIÓN DE EXPORTACIONES NO COBRE EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

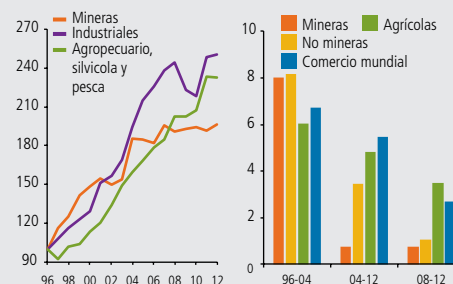
A lo largo de la última década, el precio del cobre y otros metales se ha situado en niveles elevados en términos históricos, lo que ha aumentado la participación de los productos mineros en las exportaciones de Chile. Esta situación ha generado preocupación respecto de los efectos negativos sobre la evolución del resto de los sectores transables y, en particular, de las exportaciones no mineras. Este recuadro analiza la evolución de estos sectores durante los últimos años.

A partir del 2004 el precio del cobre inició un período de alzas que lo llevó a ubicarse en sus valores máximos de los últimos sesenta años, tanto en términos reales como nominales. Con ello, las exportaciones mineras pasaron de representar algo más de 40% de los envíos totales entre 1996 y el 2004 a valores entre 50 y 60% en los años más recientes. En tanto, la participación de las exportaciones no mineras dentro del PIB se ha reducido a menos de 20% en el mismo período. Esto refleja principalmente el impacto del mayor precio del cobre, por cuanto las cantidades de mineral exportado han permanecido relativamente estables, mientras que las exportaciones no mineras han seguido creciendo.

La mayor inversión realizada en el sector minero a lo largo de los últimos años ha permitido compensar la baja de las leyes del mineral y así aprovechar la bonanza de precios internacionales. Sin embargo, estas inversiones no se han traducido en aumentos relevantes de las cantidades exportadas o del PIB minero (gráficos III.9 y III.10). Así, tanto el PIB de minería como las exportaciones mineras se han mantenido aproximadamente en el mismo nivel real desde el 2004.

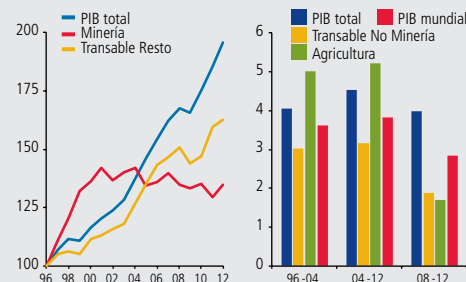
Entre el 2004 y el 2012 —lapso que coincide con el período de altos precios del cobre— el PIB de los sectores transables distintos de minería aumentó en promedio 3,2% anual, similar a la tasa observada entre 1996 y 2004. Dentro del sector transable, destaca el crecimiento del PIB del sector agropecuario-silvícola que alcanzó a 5,2% en el período 2004-2012, superior al crecimiento del PIB total en igual lapso. En el mismo período, las exportaciones no mineras mostraron una tasa de crecimiento de 3,4% anual y las agropecuarias-silvícolas de 4,8% anual.

**GRÁFICO III.9**  
Crecimiento de exportaciones mineras y no mineras  
(índice 1996=100; promedio real anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.

**GRÁFICO III.10**  
Crecimiento del PIB  
(índice 1996=100; promedio real anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

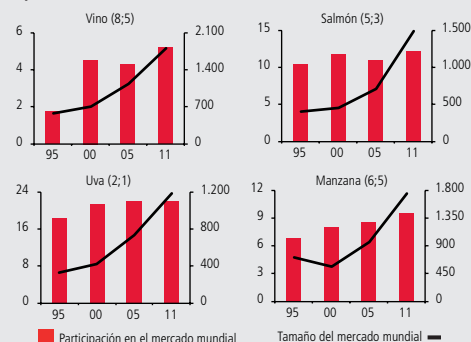
A partir del 2008, sin embargo, se observa un menor crecimiento de los sectores transables distintos a minería. Desde entonces hasta el 2012, el PIB no minero creció en promedio 1,9% anual, mientras que las exportaciones no mineras lo hicieron en 1% anual. Dentro de estas, destacan los envíos del sector agrícola que han aumentado a 3,5% anual.

El menor crecimiento de las exportaciones no mineras ha estado influido por factores globales, tales como la débil recuperación del PIB y del comercio mundial en los años posteriores a la recesión global de 2008-2009. De hecho, la lenta recuperación de las economías avanzadas y la depreciación de sus monedas ha redundado en un descenso de las exportaciones chilenas hacia estos mercados —como Europa y Estados Unidos— y la reorientación a otros destinos con mayor crecimiento. Otros factores propios de la economía chilena, como la apreciación del tipo de cambio real, los mayores costos de la energía y la mano de obra, también pueden haber incidido en este resultado.

Pese a un entorno menos favorable en los últimos años, diversos sectores exportadores no mineros han logrado conservar posiciones de liderazgo mundial. Entre otros, cabe destacar el desempeño de las exportaciones de productos como el vino, la uva de mesa, el salmón o las manzanas, cuya participación en sus respectivos mercados mundiales se ha mantenido o aumentado en el tiempo (gráfico III.11).

**GRÁFICO III.11**

Participación de exportaciones chilenas en mercados mundiales (\*)  
(porcentaje; índice 1990=100)



(\*) Números entre paréntesis corresponden a la posición en el ranking del mercado mundial para 1995 y el 2011, respectivamente.

Fuente: Comtrade.

La mantención de estas posiciones relativas en los mercados mundiales se relaciona con el esfuerzo de productividad que han realizado estos sectores y la capacidad que han tenido para redestinar sus envíos a regiones del mundo de crecimiento más dinámico, como las economías emergentes y Asia. También puede haber influido que otros competidores internacionales relevantes para Chile, también exportadores de materias primas, han enfrentado una apreciación real similar o superior de sus monedas.

## IV. PRECIOS Y COSTOS

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

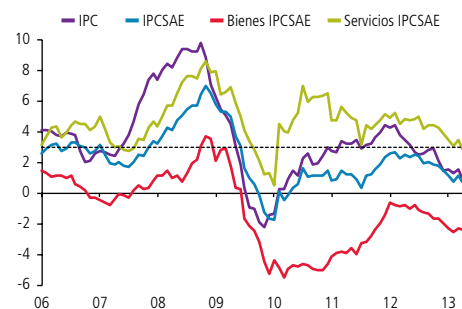
### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses, la inflación anual del IPC y su medida subyacente (IPCSAE) siguieron con tasas de crecimiento en torno a 1% (gráfico IV.1). La inflación acumulada en los últimos tres meses fue menor que la prevista en el IPoM de marzo, debido principalmente a una disminución transitoria del precio de la energía, mientras que en la medida subyacente no hubo mayores sorpresas. Con todo, la baja base de comparación de junio del año pasado y la reversión de algunos de los factores temporales llevará a que los registros anuales vuelvan al rango de tolerancia en los próximos meses. Las expectativas de inflación de mercado han disminuido, especialmente en el corto plazo, dando cuenta de que la inflación efectiva ha estado por debajo de lo esperado por varios meses y de menores perspectivas de crecimiento para la actividad y la demanda interna. Así, anticipan una convergencia a 3,0% más lenta que lo considerado en marzo, aunque se mantienen en torno a ese valor hacia fines del horizonte de proyección.

Entre marzo y mayo, el IPC acumuló una disminución de 0,1 puntos porcentuales (pp) (+0,3pp entre diciembre y febrero). En los últimos meses, la inflación estuvo determinada, principalmente, por el descenso del precio de la energía, lo que en parte se compensó con incrementos del precio de los alimentos. En tanto, el IPCSAE acumuló un alza que no ha sido muy distinta a la registrada en el trimestre terminado en febrero (gráfico IV.2). Además, siguió con la tendencia que traía en los meses previos: el aumento de los precios de los servicios fue en buena parte contrarrestado por el descenso de los precios de los bienes (gráfico IV.3).

Respecto de la energía, el precio de la electricidad tuvo la mayor contribución negativa en la inflación acumulada en los últimos tres meses, como resultado de cambios tarifarios y los efectos transitorios de las reliquidaciones. Cabe señalar que actualmente se encuentran en tramitación nuevos decretos tarifarios que revertirán estas bajas en los próximos meses. El precio de los combustibles también aportó negativamente a la inflación mensual, principalmente por la caída del precio internacional del petróleo y sus derivados. Esto, ante un aumento de la oferta a nivel internacional, especialmente de productos de mayor refinación, a lo que se agregó una menor demanda global. En particular,

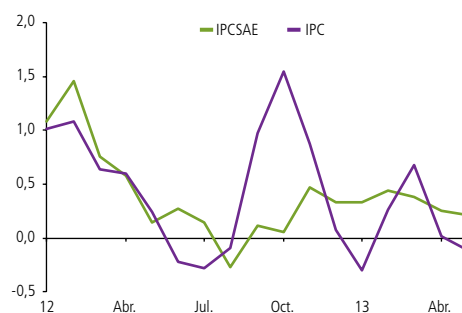
**GRÁFICO IV.1**  
Indicadores de inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

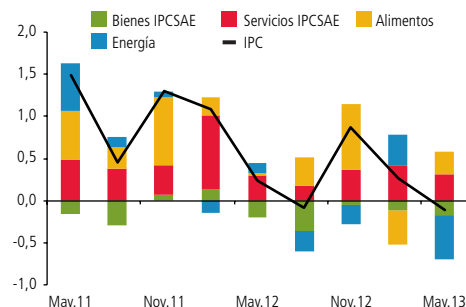
**GRÁFICO IV.2**  
Inflación mensual  
(acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.3**

Incidencias en la inflación mensual del IPC  
(acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



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

**GRÁFICO IV.4**

Precio semanal de la gasolina (\*)  
(índice 2010-2013=100)

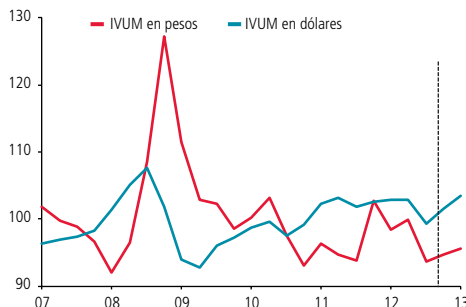


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.

Fuente: Comisión Nacional de Energía (CNE).

**GRÁFICO IV.5**

Precios de bienes de consumo importado (\*)  
(índice 2007-2013=100)



(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

la gasolina del Golfo de México está en torno a 6% por debajo de los niveles registrados al cierre estadístico del IPoM anterior. En cambio, en el mercado interno el precio de la gasolina subió desde fines de mayo, y se encuentra en niveles similares a los que exhibía al cierre estadístico del IPoM de marzo (gráfico IV.4). Ello, principalmente por la depreciación del peso. Si bien las perspectivas de su precio a nivel internacional extraídas de los contratos futuros de los últimos diez días hábiles al cierre de este IPoM apuntan a una trayectoria algo por debajo de la proyectada en ese entonces, en el mercado interno, la evolución esperada para la gasolina es similar a la anticipada en marzo, debido a la mencionada depreciación del peso. Con ello, este componente del IPC debería revertir las bajas de los últimos meses.

En cuanto a los alimentos, contrario a lo ocurrido entre diciembre y febrero, estos aportaron positivamente a la inflación acumulada en los últimos tres meses. Este cambio se explica por las alzas de frutas y verduras frescas asociadas a la estacionalidad habitual. Se agregaron problemas de oferta transitorios en ciertos productos relacionados con la sequía que se prolongó hasta fines de mayo y con el paro portuario de abril. El precio de los alimentos no perecibles, en tanto, siguió contribuyendo positivamente a la inflación acumulada desde marzo, y no muestra un cambio relevante en su trayectoria de crecimiento. El precio de los alimentos a nivel internacional, medido por el índice agregado de la FAO, aumentó en torno a 2% en mayo respecto de febrero. Los cereales se transan en niveles algo por debajo de los del IPoM anterior, debido a que las mejores condiciones climáticas se reflejaron en ajustes al alza de la producción para el 2013. Con todo, destaca el aumento del precio de la leche en torno a 20% en el mismo período, por factores de oferta. Las perspectivas para la trayectoria de estos precios a nivel internacional son similares a las del IPoM anterior.

Respecto de la inflación de bienes, la mayor incidencia negativa correspondió a automóviles, tanto nuevos como usados. La inflación de bienes del IPCSAE ha estabilizado su tasa de variación anual en -2,4%. Ello coincide con el hecho de que, durante el primer trimestre del año, los precios en pesos de los bienes importados se mantuvieron relativamente estables en comparación con el cuarto trimestre del 2012. En términos anuales, aumentaron su tasa de variación a -3% (-8% anual el cuarto trimestre del 2012). En dólares, estos precios tuvieron un incremento tanto al compararlos con el cuarto anterior como en términos anuales (gráfico IV.5). La depreciación del peso también debería redundar en aumentos de los precios internos en los próximos meses, lo que podría ser compensado en parte por la baja de la inflación externa relevante para Chile (IPE).

La inflación de servicios IPCSAE, más ligada al estado de las holguras de capacidad, tuvo un aporte positivo, aunque inferior a lo acumulado entre diciembre y febrero. La mayor incidencia positiva correspondió a la educación, debido a su incremento estacional en marzo. La principal incidencia negativa provino del servicio de transporte de pasajeros en bus interurbano, en particular en marzo y abril, asociado a la menor demanda por el término del verano. Con todo, los precios de la mayoría de los servicios no muestran un cambio de tendencia relevante o distinto a lo habitual (gráfico IV.6). La distribución de la variación mensual de los servicios incluidos en el IPCSAE muestra una mediana

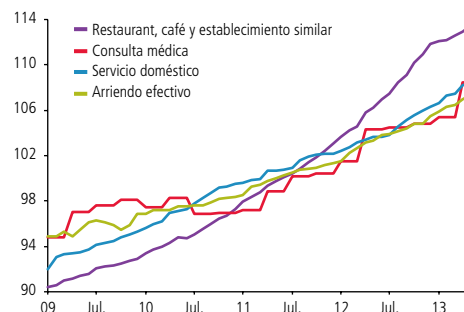
en los últimos cinco meses similar al promedio de la última mitad del 2012. Respecto de la distribución de la primera parte del 2012, la mediana se movió levemente a la izquierda (gráfico IV.7). Ello coincidió con la mayor inflación de servicios observada en dicho período. En términos anuales, la inflación de servicios del IPCSAE, aunque con vaivenes, ha mantenido tasas de crecimiento en torno a 3%. Con todo, la situación del mercado laboral y el dinamismo de los salarios reales debieran normalizarse conforme se desacelera la actividad. Los servicios financieros han seguido contribuyendo negativamente a la inflación anual, en línea con la rebaja del impuesto de timbres y estampillas en enero último, algo que seguirá reflejándose en los registros anuales hasta diciembre de este año.

Las presiones provenientes del costo de la mano de obra siguieron sin mostrar cambios significativos en los últimos meses y el mercado laboral continúa ajustado. Ello coincide con lo señalado en el *Informe de Percepciones de Negocios*, en el que la mayoría de los encuestados sigue mencionando como su principal preocupación la evolución de los salarios, aunque una proporción menor de ellos percibe que el mercado laboral seguirá estrechándose. Los salarios nominales, aunque se mantienen altos, estabilizaron su crecimiento anual en tasas en torno a 6 y 6,5%, dependiendo de su medición. Los salarios reales aumentaron y registran tasas de variación anual de entre 5 y 5,5%, coherentes con los menores registros de inflación (gráfico IV.8). La tasa de crecimiento anual del costo laboral unitario real, ajustado por productividad, se encuentra en niveles inferiores a los del IPoM anterior.

Los márgenes de explotación del primer trimestre del año, específicamente del comercio, se ubican en niveles similares a los del último cuarto del 2012. Así, los márgenes siguen por debajo de los niveles alcanzados en la última parte del 2010 y primera parte del 2011. Como se ha señalado en otras ocasiones, su reducción podría ser el resultado de cambios más permanentes, pero también responder a cambios transitorios asociados al ciclo que pueden revertirse hacia adelante.

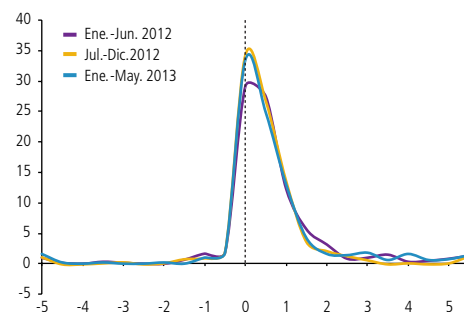
En cuanto a la inflación anual, la energía tuvo una incidencia negativa, a diferencia de lo ocurrido hasta febrero. Los servicios del IPCSAE y los alimentos siguieron aportando positivamente, y los bienes del IPCSAE negativamente (gráfico IV.9). Como se indicó, la inflación anual se ha mantenido baja por varios meses. La evaluación de la inflación no cambia si se excluyen los componentes del IPC cuya metodología está siendo revisada por el Instituto Nacional de Estadísticas (gráfico IV.10) (Recuadro IV.1). La trayectoria de la inflación, como se señaló en el IPoM de marzo, ha estado reflejando una serie de factores específicos, como la alta base de comparación en iguales meses del 2012 y la reducción del impuesto de timbres y estampillas en enero de este año, entre otros. Así, el escenario base de este IPoM considera que a medida que estos factores se disipen, la inflación anual del IPC convergerá a 3,0% dentro del horizonte de proyección.

**GRÁFICO IV.6**  
Precios de servicios  
(índice 2009=100)



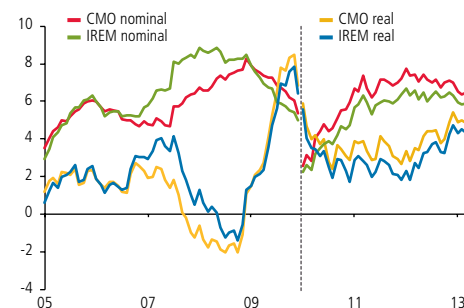
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.7**  
Incidencias de la inflación anual del IPC  
(frecuencia de la variación mensual)



Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional Estadísticas.

**GRÁFICO IV.8**  
Salarios (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



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

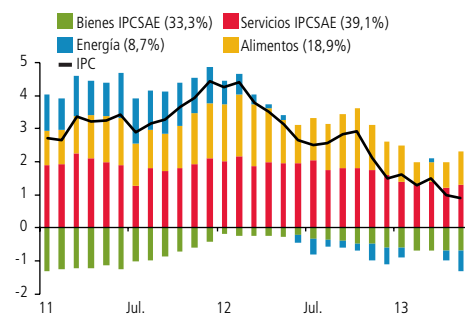
(2) Para su definición, ver Glosario.

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



**GRÁFICO IV.9**

Incidencias de la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)

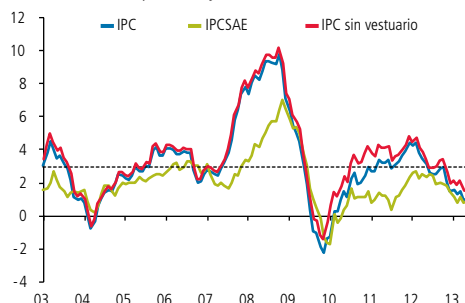


(\*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

**GRÁFICO IV.10**

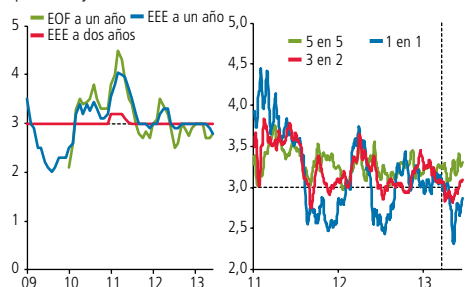
Trayectoria de la inflación  
(variación anual, porcentaje)



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

**GRÁFICO IV.11**

Expectativas de inflación: encuestas y compensación  
inflacionaria (1) (2)  
(porcentaje)



(1) Para las encuestas, corresponde a la variación anual del IPC. Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes a excepción del dato de junio del 2013, que considera la segunda quincena.

(2) Compensación inflacionaria *forward* a partir de las tasas *swaps*. Corresponde al promedio móvil semanal. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

## PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Como se señaló, las expectativas de inflación se han ajustado a la baja, especialmente en el corto plazo. Ello está acorde con registros de inflación que se han mantenido bajos por un período más largo que el estimado y con una desaceleración de la actividad y demanda interna mayor que la prevista en el primer trimestre del año. Con todo, las expectativas de inflación hacia fines del horizonte de proyección se han mantenido en torno a 3% (gráfico IV.11).

A más corto plazo las expectativas de inflación que se extraen de las encuestas a analistas y operadores descendieron. En particular, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) para diciembre de este año las reduce de 3,0% en marzo a 2,4% en junio. A un año plazo, el ajuste es menor: de 3,0% a 2,8%. Para este mismo período, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de junio también anticipa una inflación anual de 2,8% (igual que al cierre estadístico del IPoM de marzo). A dos años plazo, ambas se mantienen en 3,0%.

Las perspectivas que se deducen de las encuestas a empresas y a consumidores también muestran un descenso para el corto plazo. En particular, el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) anticipa que la inflación se ubicará en 2,9% a un año plazo (3,0% en el IPoM anterior). El porcentaje de personas que creen que la inflación subirá mucho en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC), disminuyó respecto de marzo, de 51 a 46%.

Las expectativas de inflación que se derivan de las compensaciones inflacionarias se encuentran en niveles algo por debajo de los del cierre estadístico anterior en el corto plazo. Las de largo plazo se ubican algo por sobre los de dicho período. Con todo, estas expectativas presentaron vaivenes, lo que puede estar reflejando efectos transitorios de ajuste en el mercado de renta fija. En particular, la compensación inflacionaria *forward* uno en uno que se deriva de los *swaps* promedio cámara bajó de 3,1% en marzo a 2,9% al cierre estadístico de este IPoM. En tanto, la compensación inflacionaria *forward* tres en dos y cinco en cinco se ubica en torno a 3 y 3,3%, respectivamente.

En el escenario base, el Consejo estima que la inflación anual volverá al rango de tolerancia una vez que los elementos transitorios se reviertan, para llegar a 3,0% durante el 2014, nivel en que se ubicará a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2015. La medida subyacente tendrá una convergencia algo más lenta hacia 3,0%.



## RECUADRO IV.1

### CAMBIOS METODOLÓGICOS EN EL IPC

Recientemente, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) anunció cambios metodológicos para la medición de precios de la división de prendas de vestir y calzado. Estos perfeccionamientos se darán en los próximos meses y tienen como objetivo solucionar los problemas detectados en su estimación. Este recuadro da cuenta de los cambios señalados y concluye que las modificaciones planteadas no modifican en forma relevante el panorama inflacionario o el curso de la política monetaria.

Como todo indicador económico, la estimación del IPC presenta múltiples dificultades conceptuales, estadísticas y prácticas. Uno de los principales problemas es el tratamiento de los precios de productos estacionales que no están presentes todos los meses en la canasta de los consumidores, y de productos cuya calidad y características varían en el tiempo, como el vestuario y otros similares. Existe una diversidad de metodologías para el tratamiento de los productos estacionales, pero, como señala el *Manual del Índice de Precios al Consumidor*, elaborado por los principales organismos económicos internacionales, “aún no existe un consenso sobre lo que constituyen las mejores prácticas en esta materia”<sup>1/</sup>. En este sentido, los perfeccionamientos metodológicos planteados por el INE son parte de un proceso permanente de mejoras, que se da tanto en Chile como en muchos otros países.

En el 2009 se introdujo una nueva metodología para la medición y cálculo del IPC, en línea con las recomendaciones internacionales. Como han señalado autoridades del INE, estos cambios han provocado dificultades en la medición de los artículos de vestuario estacional. Así, desde el inicio de la nueva metodología, se observó una marcada tendencia a la baja en los precios del vestuario, que excede lo observado en otras

economías, medidas en moneda común o relativa a otros precios en las respectivas economías. En enero del 2011, el INE modificó la forma de realizar la muestra de estos productos, lo que moderó la deflación del IPC de vestuario durante el mismo año. El INE ha anunciado que en los próximos meses introducirá cambios a la medición de la división de prendas de vestir y calzado. Las mejoras incluyen, entre otros aspectos, redefinir la temporalidad, lo que eliminará del cálculo del IPC las liquidaciones de fin de temporada, y realizar un control de ajuste por moda, que permitirá optimizar la comparación entre prendas.

Con respecto a otros ítems en la canasta, como servicios de arriendo y servicio doméstico, el INE realiza encuestas especiales de medición, en las cuales no se han detectado sesgos, aunque sí están sujetas al error muestral propio de cualquier medición estadística. El INE ha informado que estudia incorporar a partir del 2014 mejoras metodológicas y muestrales a la medición de estos ítems de la canasta, así como también de equipamiento del hogar.

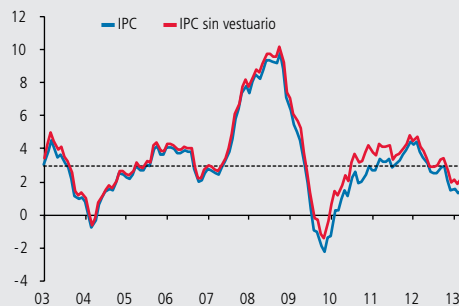
En cuanto a las implicancias de estos ajustes para la política monetaria, la acción del Banco Central está orientada a influir sobre las tendencias y proyecciones de la inflación en un horizonte a dos años plazo. Ello implica examinar diferentes indicadores inflacionarios, incluyendo diversas mediciones de inflación subyacente que no consideran aquellos grupos de productos con precios más volátiles o que presentan variaciones inusualmente altas o bajas, así como medidas de inflación de servicios y de bienes a las que se aplican los mismos filtros, y mediciones de salarios y costos laborales unitarios. También evalúa el comportamiento de distintas medidas de expectativas de inflación. Al momento de decidir sobre el curso de la política monetaria el Consejo del Banco Central analiza las tendencias inflacionarias, aislando influencias transitorias en el tiempo o de productos específicos.

<sup>1/</sup> “Manual del Índice de Precios del Consumidor: Teoría y Práctica” (International Labour Office, 2004), elaborado por OIT, FMI, OCDE, Naciones Unidas, Eurostat y Banco Mundial. <http://www.ilo.org/public/english/bureau/stat/guides/cpi/#manual>.

En particular, la exclusión completa de la división de vestuario y calzado del IPC no modifica en forma relevante la trayectoria de la inflación (gráfico IV.12). Esto es equivalente a suponer que la división excluida hubiese manifestado las mismas tendencias que el resto del IPC, incluyendo bienes transables y servicios no transables. Otros supuestos alternativos que dan mayor importancia al comportamiento de la inflación de los bienes transables arrojan la misma conclusión. La incidencia de esta división tiene un peso menor en la canasta del IPC y supuestos alternativos no modifican en forma relevante la tendencia inflacionaria ni la conducción de la política monetaria.

**GRÁFICO IV.12**

Trayectoria de la inflación  
(variación anual, porcentaje)



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

## V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

### ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

El impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor al contemplado en el IPoM previo (tabla V.1). Ello, por un menor crecimiento de los socios comerciales, términos de intercambio más bajos y condiciones financieras externas algo menos favorables.

Para el 2013-2014, la proyección de crecimiento de los socios comerciales de Chile alcanza en promedio 3,5% anual, cuatro decimas menos que lo previsto en marzo. Esta revisión se fundamenta en un deterioro de las perspectivas para las economías emergentes, que en parte es compensado por un mejor escenario previsto para las desarrolladas, en particular de Estados Unidos y Japón. En el escenario base, la recuperación de la economía estadounidense se irá asentando y seguirá impulsada por el consumo privado. La economía japonesa se expandió fuertemente en el primer trimestre del año y sus perspectivas de corto plazo se han elevado, respondiendo a las políticas vigentes de impulso fiscal y monetario, pero la sustentabilidad de esta mejora es incierta. En la Eurozona, en tanto, el proceso de recuperación será más lento. Las economías emergentes están mostrando una desaceleración generalizada, exacerbada en aquellas con un mayor vínculo comercial con China, como otras economías de Asia Emergente y América Latina. En el escenario base, China mantendrá tasas de crecimiento anuales cercanas a 7,5% en el 2013 y el 2014. Aunque esta tasa es menor al desempeño de la última década, refleja el ánimo del gobierno de tolerar un menor crecimiento para lograr una estructura mejor balanceada de la demanda y resolver algunos desequilibrios en el sistema financiero.

El ajuste en la composición del crecimiento mundial, junto con expectativas de un retiro anticipado del estímulo monetario en Estados Unidos han provocado un reacomodo de los portafolios de inversión en los últimos meses, con condiciones financieras externas que, en el escenario base, seguirán normalizándose en los siguientes dos años. Esto se traduce, entre otros, en mayores primas por riesgo en economías emergentes y además, en menores precios de materias primas.

**TABLA V.1**

Supuestos del escenario base internacional

|   | 2011                          | 2012 (e) | 2013 (f) | 2014 (f) |
|---|-------------------------------|----------|----------|----------|
|   | (variación anual, porcentaje) |          |          |          |
| Términos de intercambio                     | -0,6                          | -4,1     | -3,5     | 0,4      |
| PIB socios comerciales (e,*)                | 4,3                           | 3,4      | 3,4      | 3,7      |
| PIB mundial PPC (e,*)                       | 3,9                           | 3,0      | 3,1      | 3,6      |
| PIB mundial a TC de mercado (e,*)           | 2,9                           | 2,4      | 2,4      | 3,0      |
| Precios externos (en US\$)                  | 10,0                          | -0,2     | 0,5      | -0,7     |
|   | (niveles)                     |          |          |          |
| Precio del cobre BML (US\$/lb)              | 400                           | 361      | 325      | 305      |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril)       | 95                            | 94       | 94       | 90       |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barril)     | 111                           | 112      | 105      | 98       |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 803                           | 824      | 803      | 768      |
| Libor US\$ (nominal, 90 días)               | 0,3                           | 0,4      | 0,3      | 0,5      |

(\*) Para su definición, ver Glosario.

(e) Estimado.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

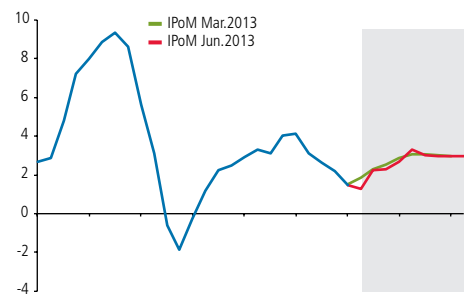
**TABLA V.2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

|  | 2011                          | 2012    | 2013 (f) |
|--|-------------------------------|---------|----------|
|  | (variación anual, porcentaje) |         |          |
| PIB  | 5,9                           | 5,6     | 4,0-5,0  |
| Ingreso nacional                               | 5,8                           | 6,3     | 4,9      |
| Demanda interna                                | 9,1                           | 7,1     | 4,9      |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 9,4                           | 7,3     | 5,1      |
| Formación bruta de capital fijo                | 14,7                          | 12,3    | 5,5      |
| Consumo total                                  | 7,9                           | 5,8     | 5,0      |
| Exportaciones de bienes y servicios            | 5,2                           | 1,0     | 3,8      |
| Importaciones de bienes y servicios            | 14,5                          | 4,9     | 5,0      |
| Cuenta corriente (% del PIB)                   | -1,3                          | -3,5    | -4,7     |
| Ahorro nacional (% PIB)                        | 22,2                          | 21,4    | 20,7     |
| FBCF (% PIB nominal)                           | 22,4                          | 24,1    | 24,6     |
| FBCF (% PIB real)                              | 25,2                          | 26,8    | 27,1     |
|  | (millones de dólares)         |         |          |
| Cuenta corriente                               | -3.283                        | -9.497  | -13.150  |
| Balanza comercial                              | 10.544                        | 3.422   | -1.450   |
| Exportaciones                                  | 81.455                        | 78.277  | 77.500   |
| Importaciones                                  | -70.911                       | -74.855 | -78.950  |
| Servicios                                      | -2.578                        | -2.435  | -2.400   |
| Renta  | -14.141                       | -12.676 | -11.300  |
| Transferencias corrientes                      | 2.892                         | 2.192   | 2.000    |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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


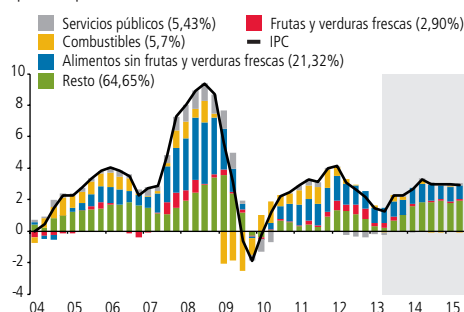
(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2013, corresponde a la proyección.

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

El precio del cobre reviste la mayor corrección. En los últimos meses, su valor ha pasado de cifras en torno a US\$3,5 la libra a niveles más cercanos de US\$3,0 la libra. En el escenario base, se proyecta que el precio del cobre fluctuará en torno a los US\$ 3,10 la libra en lo que resta del año, promediando US\$3,25 la libra el 2013 y US\$3,05 la libra el 2014. Esta trayectoria se sustenta además en condiciones de oferta más holgadas, en particular por una situación superavitaria del mercado en el 2015. Para los combustibles, las correcciones son de menor magnitud. Todo ello redundará en que los términos de intercambio a dos años plazo serán menores que los previstos con anterioridad.

La combinación de menor precio de las materias primas, el descenso de las inflaciones locales de nuestros socios comerciales y la apreciación del dólar en los mercados externos lleva a que, este año y el próximo, la inflación externa relevante para la economía chilena (IPE) sea más baja que la considerada en marzo.

En el escenario base, el PIB de Chile crecerá entre 4 y 5% en el 2013, por debajo de lo previsto en marzo. Ello refleja la desaceleración observada en el primer trimestre y la perspectiva de una trayectoria más moderada de los sectores distintos de recursos naturales en lo que resta del año, parcialmente compensada por un mayor crecimiento de la minería. También considera el menor impulso externo que recibirá la economía chilena. Esto se traduce en que la actividad mantendrá tasas de expansión anuales más cercanas a las actuales y algo por debajo de su tendencia que el Consejo sigue estimando en 5%. Con ello, la intensidad en el uso de las holguras de capacidad no se ampliará.

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


(1) Área gris, a partir del segundo trimestre 2013 corresponde a la proyección.  
(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

La demanda interna seguirá reduciendo su velocidad de expansión a lo largo del año, principalmente por la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF). Ello, considerando la madurez del ciclo de la inversión y la culminación de una serie de proyectos mineros y energéticos este año. Así, como porcentaje del PIB real y nominal, la FBCF alcanzará su máximo histórico este año (27,1 y 24,6%, respectivamente). Con todo, su desaceleración durante el año será a un ritmo más moderado que en los primeros meses del año, considerando las cifras conocidas del segundo trimestre, como las importaciones de bienes de capital y los despachos de materiales. De todas formas, la inversión continuará reduciendo su tasa de expansión anual, en parte debido a la alta base de comparación que generaron las elevadas internaciones de bienes de capital en el segundo semestre del 2012.

La moderación del consumo privado ha sido menos marcada que la de la inversión. Esta se vio especialmente en el consumo habitual, mientras que el de bienes durables mostró un robusto desempeño el primer trimestre. Esta trayectoria prosiguió en el segundo cuarto del año. En el escenario base, el consumo privado mantendrá una trayectoria conforme a la evolución del mercado laboral, los ingresos personales y las condiciones financieras, con una tasa de expansión anual por debajo de la del 2012. Por último, en el escenario base, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Presupuestos para el 2013, se considera el cumplimiento de la regla fiscal.

A pesar del menor crecimiento de la demanda interna, el menor precio del

cobre previsto lleva a que el déficit de la cuenta corriente se ampliará este año a 4,7% del PIB (4,4% en marzo). No obstante, medido a precios de tendencia<sup>1/</sup> disminuirá a 5,3% del PIB (5,7% en marzo), en donde el menor impulso interno, principalmente las menores importaciones de bienes de capital, se traducen en una mejora del saldo (tabla V.2).

En el escenario base, la inflación anual volverá al rango de tolerancia una vez que algunos elementos transitorios se reviertan, para llegar a 3% durante el 2014. A fines del horizonte de proyección —en esta ocasión el segundo trimestre del 2015— se ubicará en 3%. La medida subyacente tendrá una convergencia algo más lenta hacia ese valor (gráfico V.1 y V.2) (tabla V.3).

Esta proyección supone que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, incorpora como supuesto metodológico que en el horizonte de proyección, el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en torno a sus valores recientes. Esto se basa en que, con el tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes actualmente, se estima que el TCR está en el rango coherente con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM seguirá una trayectoria similar a las expectativas de mercado (gráfico V.3).

## ESCENARIOS DE RIESGOS

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

En el plano externo, es posible que se dé una desaceleración más marcada del mundo emergente, motivada especialmente por un menor dinamismo en China. Más allá de sus efectos en el crecimiento de los socios comerciales, un escenario así preocupa por las consecuencias en el precio del cobre y su impacto en la cuenta corriente y las necesidades de financiamiento externo. Escenarios de este tipo, con depreciaciones cambiarias importantes, pueden inducir a mayores presiones inflacionarias en el corto plazo, especialmente si se combinan con la mantención de una situación estrecha en el mercado laboral y un alto dinamismo de los salarios reales.

La complejidad de la situación política y financiera de la Eurozona persiste, por lo que la recurrencia de episodios de volatilidad forma parte del escenario base. Sin embargo, no es descartable que se produzcan eventos más graves con alcances en los mercados mundiales más intensos y duraderos, especialmente a la luz de las renovadas dificultades políticas para avanzar en reformas estructurales fundamentales.

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

**TABLA V.3**

### Inflación

|  | 2012                          | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|--|-------------------------------|----------|----------|----------|
|  | (variación anual, porcentaje) |          |          |          |
| Inflación IPC promedio                 | 3,0                           | 1,8      | 3,0      |          |
| Inflación IPC diciembre                | 1,5                           | 2,6      | 3,0      |          |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*)    |                               |          |          | 3,0      |
| Inflación IPCSAE promedio              | 2,2                           | 1,3      | 2,9      |          |
| Inflación IPCSAE diciembre             | 1,5                           | 2,0      | 3,0      |          |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) |                               |          |          | 3,0      |

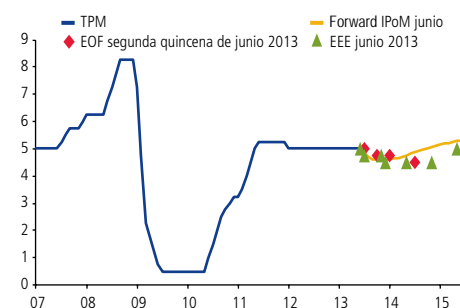
(f) Proyección.

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.3**

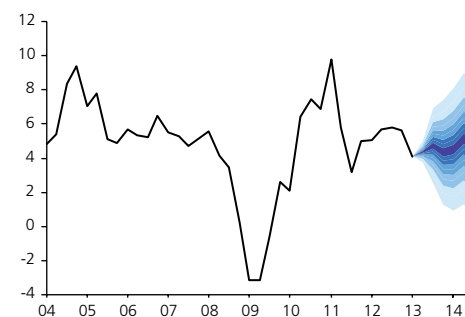
### TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

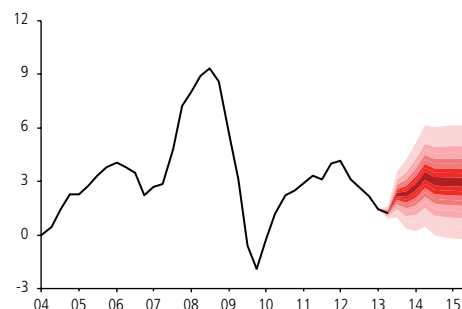
**GRÁFICO V.4**

### Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*) (variación anual, porcentaje)



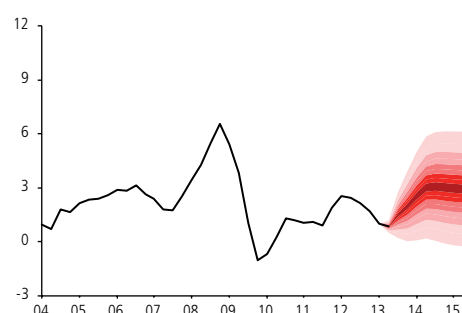
(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo.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

Fuente: Banco Central de Chile.

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


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

Fuente: Banco Central de Chile.

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


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente futura que realiza el Consejo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM seguirá una trayectoria similar a las expectativas de mercado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Otro riesgo proveniente del escenario externo se relaciona con la forma en que se materialice el retiro de las medidas no convencionales y convencionales de estímulo monetario en Estados Unidos. La falta de precedentes ha generado incertidumbre en los mercados asociada a la forma en que se desarrollará este proceso y los efectos financieros que pueda tener. Es posible que se dé una sobreacción de los mercados, con mayores tensiones y alzas pronunciadas de las tasas de interés de largo plazo. El aumento del costo de financiamiento que ello conllevaría para economías emergentes y algunas economías de la Eurozona con mayor dependencia del financiamiento externo plantearía desafíos importantes de política. En todo caso, las autoridades monetarias de los Estados Unidos han argumentado que de haber una reacción no deseada se podría graduar la velocidad del proceso e incluso revertir parte de este, por lo que tampoco se puede descartar que los efectos del retiro sean relativamente acotados. Además, estas medidas deberían adoptarse en sintonía con la recuperación de la actividad en Estados Unidos y la mantención de la estabilidad financiera, por lo que este escenario no necesariamente es perjudicial para las economías emergentes, sino más bien sería una normalización respecto de la extraordinaria situación que ha prevalecido en las economías avanzadas durante el último quinquenio.

En lo interno, no es posible descartar que la desaceleración del gasto, y en particular de la inversión, se intensifique. Ello conllevaría con algún rezago una desaceleración también más marcada o más rápida de los otros componentes del gasto con consecuencias sobre las presiones inflacionarias y el curso de la política monetaria.

El aumento del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido un factor de preocupación en los últimos IPoM. Como se ha señalado, este déficit corresponde en gran medida a flujos de inversión hacia el sector transable — minería —, financiados por inversión extranjera directa. En los últimos meses han comenzado a producirse algunos de los ajustes necesarios para corregir esta situación: el tipo de cambio real se ha depreciado y la demanda interna se ha desacelerado. Ello contribuirá a reducir el déficit de cuenta corriente a mediano plazo, más allá de los efectos transitorios de las fluctuaciones de los términos de intercambio. Con todo, este riesgo adquiere mayor relevancia si se intensifica la caída del precio del cobre, se deterioran las condiciones de financiamiento externo y se mantiene una demanda interna dinámica.

La economía chilena se encuentra en buen pie para hacer frente al cambio de las condiciones internas y externas que se avecinan. Externamente, la situación para la economía chilena ha sido benigna por algún tiempo, con elevados términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo muy favorables. Internamente, el avance del ciclo de inversión ha redundado en el fuerte dinamismo del empleo y el gasto en un contexto de inflación contenida y TPM en rangos neutrales. Las señales de los últimos meses indican que las condiciones externas e internas han comenzado a normalizarse. Los ajustes observados en precios relativos, tipo de cambio real y tasas de interés, han ido en la dirección adecuada para facilitar el ajuste de la economía ante una situación de menores términos de intercambio, normalización de la demanda interna y de las condiciones de financiamiento externo. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# GLOSARIO

---

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

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

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a paridad de poder de compra (PPC) publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2013). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2012-2014 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,2% para el período 2012-2014.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2013). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,6% para el período 2012-2014.

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

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

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

**IPCSAE:** IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos permaneciendo 72% de la canasta total.

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

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

**Global Depositary Notes (GDN):** Instrumentos que replican los términos y condiciones de activos subyacentes de renta fija local —equivalente a un ADR de renta fija—. Estos instrumentos son emitidos, custodiados y transados en el exterior, mientras que los subyacentes son custodiados en el mercado local.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**TCM:** Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2012: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. de Corea y Suiza.

**TCM-X:** TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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



**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 percepción económica

**TPM:** Tasa de política monetaria



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. 2013. *Informe de Percepciones de Negocio*. Mayo.
- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. Varios números.
- Barclays Capital. 2013. *Global Economics Weekly*. Junio.
- Consensus Forecasts. 2013. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- CRU. 2013. *Copper Quarterly Industry and Market Outlook*. Abril.
- Deutsche Bank. 2013a. *Asia Economics Monthly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2013b. *Dollar Bloc Weekly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2013c. *Emerging Markets Monthly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2013d. *Focus Europe*. Junio.
- Deutsche Bank. 2013e. *Global Economic Perspectives*. Junio.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2013. *Global Fund Allocations*, sitio web <http://www.epfr.com/>
- Fondo Monetario Internacional. 2013. *World Economic Outlook*. Abril.
- International Labour Office, 2004. *"Manual del índice de Precios del Consumidor: Teoría y Práctica"*.
- Jens H. E. Christensen y Glenn D. Rudebusch, 2012. *"The Response of Interest Rates to US and UK Quantitative Easing,"* Economic Journal, Royal Economic Society, vol. 122(564), pages F385-F414, November.
- JP Morgan Chase. 2013. *Global Data Watch*. Junio.
- Krishnamurthy A. y A. Vissing-Jorgensen, 2011. *"The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy,"* Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 43(2 (Fall)), pages 215-287.

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

JUNIO 2013

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

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

[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA** Junio 2013