

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2016



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2016



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	21
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	25
IV. PRECIOS Y COSTOS	29
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	35
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	41
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43
RECUADROS	
Riesgos globales provenientes de China	17
Traspaso del tipo de cambio a precios	33
Proyecciones incluidas en el IPoM	40

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 21 de marzo de 2016.

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 23 de marzo de 2016 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 28 de marzo de 2016.

El Consejo

RESUMEN

En los últimos meses la inflación ha evolucionado acorde con lo proyectado. Su nivel permanece alto, principalmente por los efectos de la significativa depreciación que ha acumulado el peso, en un contexto donde la indexación a la inflación pasada y acotadas holguras de capacidad han limitado el descenso de la inflación de no transables. En la actividad, el cierre del 2015 dio cuenta de una economía más débil que lo anticipado, lo que junto con un menor impulso externo, reduce las perspectivas de crecimiento para este año. La inflación, por su parte, evolucionará levemente por debajo de lo previsto en diciembre, con una inflación subyacente —IPCSAE— que se ubicará bajo 4% hacia el último trimestre del 2016, y de precios no SAE —principalmente alimentos— que ayudarán a que la convergencia sea levemente más rápida que lo previsto. El Consejo aumentó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en dos oportunidades en el último trimestre del 2015, llevándola a 3,5%. Tras ello, comunicó que aún se requerían ajustes adicionales, los que se harían a un ritmo más pausado que los realizados en la última parte del 2015. Así, mantuvo la TPM en sus reuniones de enero, febrero y marzo.

Respecto de la actividad, la revisión de las Cuentas Nacionales mostró que en la última parte del 2015 la economía creció menos que lo anticipado. La demanda interna también creció por debajo de lo previsto y se prevé mantendrá un bajo dinamismo. Además, el impulso externo que recibirá la economía chilena en el 2016 y 2017 será menor que lo esperado en diciembre. Esto, tanto por un crecimiento global que será más bajo que lo previsto, como por condiciones financieras que se estiman menos holgadas y términos de intercambio que serán inferiores. El escenario base de este IPoM contempla que el PIB crecerá entre 1,25 y 2,25% en el 2016, por debajo de lo previsto en diciembre, y que en el 2017 aumentará entre 2 y 3% (Recuadro V.1). Esto implica que la economía se mantendrá creciendo por debajo de su potencial^{1/} durante buena parte del horizonte de proyección, de modo que se proyecta un incremento adicional de las holguras de capacidad.

El mercado laboral ha sorprendido por su resiliencia, con tasas de desempleo que se mantienen bajas y un alto crecimiento del empleo asalariado en gran parte del 2015. Sin embargo, en lo más reciente, este último ha tendido a desacelerarse, lo que junto con otros indicadores en el mismo sentido, sugieren un debilitamiento de este mercado.

^{1/} Se refiere al PIB coherente con una inflación estable y no al PIB tendencial. El primero se estima en torno a 3% y el segundo en torno a 3,5% (Recuadros V.1 y V.2, IPoM Septiembre 2015).



SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-13	2014	2015	2016	2017
			(e)	(f)	(f)	(f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	2,4	-1,8	-4,5	-4,2	0,7
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,4	3,4	2,9	2,9	3,1
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,1	3,4	3,1	3,1	3,3
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	2,7	2,4	2,4	2,7
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,4	1,7	1,9	1,8	1,9
PIB emergentes PPC (*)	7,4	5,9	4,8	4,0	4,1	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	4,0	-0,9	-9,7	-5,8	1,0
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	154	359	311	249	220	230
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	92	93	49	40	45
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	103	99	52	41	46
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	366	752	731	467	398	420
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,3	0,2	0,3	0,7	1,5

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

(e) Estimación

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la inflación, no se proyectan grandes cambios en comparación con lo estimado en diciembre. Los datos confirman que convergerá gradualmente a 3%, aunque permanecerá sobre 4% durante la primera parte del 2016. La evolución más favorable de algunos componentes no incluidos en el IPCSAE ayudará a que la convergencia sea algo más rápida. Así, a diciembre de este año se espera una inflación de 3,6%, 0,2pp menos que lo estimado en diciembre. Asimismo, se proyecta que durante la primera mitad del 2017 la inflación llegará a 3%, para oscilar en torno a ese valor de ahí en adelante. Las expectativas de inflación privadas son coherentes con este escenario, esperando que esta se ubique algo por sobre 3% a un año plazo y en 3% a dos años plazo.

En línea con lo expresado en Informes de Política Monetaria previos, el alto nivel de la inflación observado desde hace casi dos años responde, en gran medida, a los efectos directos e indirectos de la depreciación cambiaria, en un contexto donde la indexación a la inflación pasada y acotadas holguras de capacidad han mantenido la inflación de no transables en niveles altos. En el escenario base, la inflación subyacente convergerá a niveles similares a sus promedios históricos en la segunda mitad del 2017. Este proceso estará determinado en gran parte porque, más allá de la volatilidad habitual, el escenario base no considera depreciaciones de la magnitud de las observadas en los años recientes. Por lo pronto, con vaivenes importantes, la paridad peso/dólar ha descendido respecto de diciembre y, al cierre estadístico, se ubicaba en niveles similares a los de agosto del 2015. El tipo de cambio real (TCR) también ha bajado en los últimos meses y se ubica en torno a 94 en su medida 1986=100, lo que lo sitúa en el promedio de los últimos 15 años. Si bien este registro es coherente con lo que se consideran valores de largo plazo del TCR, las condiciones cíclicas de la economía sugieren un nivel algo por sobre los valores actuales. Por esta razón, como supuesto de trabajo, se considera que el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección.

El incremento de las holguras de capacidad también ayudará al proceso de convergencia de la inflación. Sin embargo, las holguras siguen siendo relativamente acotadas y la elasticidad de la inflación a la brecha es baja. Así, especialmente en un contexto de bajo crecimiento y de un mercado del trabajo que se ajusta paulatinamente, no se espera ver reducciones muy rápidas de la inflación subyacente por este factor.

El ciclo de desaceleración que ha vivido la economía chilena en los últimos años está asociado a varios elementos. El fin del súper ciclo de los precios de las materias primas ha redundado en una caída de la inversión y la producción minera. La economía mundial no ha repuntado como se esperaba, las condiciones financieras globales para las economías emergentes se han estrechado. Se suma que los niveles de confianza locales han permanecido pesimistas por bastante tiempo. En este escenario, la economía ha requerido de un importante cambio de precios relativos.

Como la indexación a la inflación pasada todavía es alta, para que la economía se ajuste gradualmente se requiere de flexibilidad cambiaria y condiciones financieras locales coherentes con el nuevo escenario. El Banco Central ha contribuido a este ajuste con una política monetaria expansiva y acomodando una importante depreciación del peso.

La política monetaria ha ido internalizando los efectos de la persistencia del *shock* cambiario y la evolución de las holguras —en particular en el mercado laboral— sobre la inflación, de modo que esta converja a 3% en el horizonte de política. Así, el Consejo considera que la convergencia de la inflación a la meta sigue requiriendo de un retiro parcial del estímulo monetario, aunque a un ritmo más pausado que el previsto en diciembre. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM. Bajo este supuesto, la política monetaria seguirá impulsando la economía a lo largo de todo el horizonte de proyección.

Respecto de la política fiscal, en el escenario base se asume que la trayectoria del gasto público es coherente con la regla y con los anuncios del Gobierno de seguir una senda de consolidación fiscal, lo que se ha traducido en un ajuste de su gasto para el 2016. Esto es concordante con un precio de tendencia del cobre menor al estimado en la formulación del presupuesto para este año.

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, antecedentes en una u otra dirección provocarán los ajustes necesarios en la política monetaria.

Entre los principales riesgos del ámbito externo está la evolución de los mercados financieros internacionales. Es posible que se repitan nuevos episodios de volatilidad como los observados en los primeros meses del año, porque varios de los elementos que los provocaron siguen presentes. En particular, las dudas respecto de la situación de China y de la trayectoria de tasas de política que adopte la Fed. Esto último, tanto por sus diferencias con lo que se deduce de los precios de mercado como por las divergencias con la política monetaria de otros países desarrollados. No obstante, tampoco es descartable que se mantenga el mayor apetito por activos riesgosos observado en las últimas semanas. Cualquiera de los desenlaces que se dé tendría efectos, entre otros, en las condiciones financieras externas, las paridades de las economías emergentes y, a través de ellos, en el panorama de actividad e inflación local.

Otro ámbito de riesgos dice relación con las perspectivas de actividad mundial. En el lado negativo, hay dudas sobre la capacidad de crecimiento en China, a lo que se suman los cuestionamientos sobre la fortaleza de la recuperación de Estados Unidos. Además, el debate electoral en varios países de Europa y Estados Unidos da cuenta de una mayor probabilidad de un viraje hacia políticas más proteccionistas. En el lado positivo, es posible que las medidas de impulso, particularmente en el mundo desarrollado y en China, sean más efectivas en lograr un mayor crecimiento global.

Por último, la situación de América Latina también es una fuente de riesgos importante, que de materializarse podrían llevar a efectos negativos tanto en las condiciones financieras como en la demanda externa que enfrente Chile. Preocupa la mayor exposición de la región a China y la necesidad de varias economías de realizar un ajuste adicional. Todo esto en un escenario donde en varios países la inflación ha aumentado, las expectativas de inflación están por sobre la meta y se ha reducido el espacio para un mayor impulso monetario y/o fiscal. Se suma que en Brasil y Venezuela han aumentado los riesgos políticos.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2014	2015	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,9	2,1	1,25-2,25	2,0-3,0
Ingreso nacional	2,1	1,1	1,1	2,9
Demanda interna	-0,3	1,8	1,5	2,6
Demanda interna (sin variación de existencias)	1,1	1,3	1,5	2,3
Formación bruta de capital fijo	-4,2	-1,5	0,5	1,0
Consumo total	2,8	2,2	1,8	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	-1,9	0,6	2,4
Importaciones de bienes y servicios	-5,7	-2,8	-0,6	2,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-2,1	-2,5	-2,0
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,9	20,4	19,9	20,2
Inversión nacional bruta (% del PIB)	22,2	22,5	22,4	22,2
FBCF (% del PIB nominal)	23,0	22,7	22,6	22,1
FBCF (% del PIB real)	24,6	23,7	23,4	23,0
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-3.316	-4.761	-5.850	-4.800
Balanza comercial	6.344	3.494	800	1.900
Exportaciones	74.924	62.232	55.150	58.000
Importaciones	-68.580	-58.738	-54.350	-56.100
Servicios	-3.818	-3.812	-3.650	-3.700
Renta	-7.692	-6.194	-4.150	-4.700
Transferencias corrientes	1.849	1.750	1.150	1.700

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN

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

(f) Proyección.

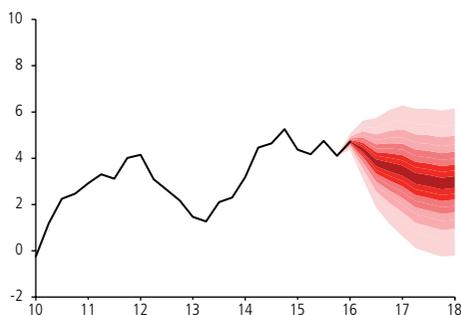
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.



PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)

(variación anual, porcentaje)



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

En lo interno, los últimos datos dan cuenta de que la actividad y la demanda perdieron fuerza, de que el mercado laboral se ha resentido y que las expectativas de consumidores y empresas siguen en niveles pesimistas. En este contexto, no es descartable un crecimiento menor al esperado en el escenario base, por ejemplo si se intensifica algunos de estos fenómenos. Sin embargo, dado que la economía se encuentra bien balanceada desde un punto de vista macro, posee una política fiscal responsable, expectativas de inflación bien ancladas y un sistema financiero estable y bien regulado, es posible que noticias más favorables generen una recuperación del crecimiento que podría ser más rápida que lo proyectado en el escenario base.

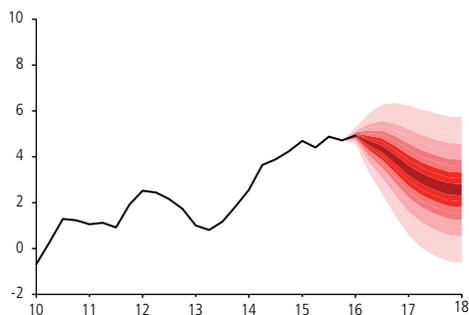
En cuanto a los riesgos para la inflación, esta se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos en la formación de expectativas. En el corto plazo, su dinámica seguirá muy ligada a lo que ocurra con el tipo de cambio. Por ello, en línea con los escenarios antes expuestos, existen riesgos en ambas direcciones.

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

La inflación continuará por sobre 4% por algunos meses más y retornará a 3% en el 2017. El crecimiento de la actividad y la demanda se ha debilitado y en el horizonte de proyección se recuperará paulatinamente. El escenario externo se ha vuelto menos favorable. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



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

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: REUNIÓN E IPOM DICIEMBRE 2015

Para la reunión de diciembre, el escenario externo se había vuelto más complejo para las economías emergentes, con precios de materias primas que se anticipaban en niveles bajos por más tiempo y condiciones financieras que eran menos favorables. Internamente, los índices de confianza seguían pesimistas, a pesar de que el crecimiento de la economía, aunque bajo, se había estabilizado, y el mercado laboral había sido resiliente. De todos modos, una corrección más rápida en esta variable podría tener un efecto negativo en la inflación, el consumo y la actividad. La División Estudios planteó como opciones mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,25% o subirla en 25 puntos base (pb), hasta 3,5%. La primera opción se justificaba por los riesgos a la baja en la actividad. La segunda se fundamentaba en la mayor inflación subyacente efectiva y prevista en el corto plazo ante la depreciación del peso, las acotadas holguras de capacidad—como lo sugería la evolución del mercado laboral—y el actuar del patrón histórico de indexación. Estos factores habían hecho aconsejable adelantar, parcialmente, la reducción del estímulo monetario. Además, la TPM real seguía baja y de seguir el supuesto del IPoM que estaba en preparación, estaría claramente por debajo de los niveles que se consideraban neutrales a dos años plazo. El Consejo decidió subir la TPM en 25pb a 3,5% y mantener el sesgo restrictivo, pero haciendo una referencia a que estos ajustes serían pausados.

El IPoM de diciembre daba cuenta que se habían intensificado las mayores presiones inflacionarias de corto plazo, pero que estas eran menores en el mediano. Ello se traducía en que la inflación subyacente se corregía al alza durante el 2016, mientras que hacia fines de ese año e inicios del 2017 se esperaban velocidades de inflación algo menores. La baja de los combustibles y la menor incidencia de los alimentos también habían contribuido a la contención de la inflación. Así, la inflación anual del IPC se mantendría por sobre 4% durante gran parte del 2016, incluso volviendo a valores cerca de 5% a inicios de año, pero finalizando el 2016 dentro del rango de tolerancia y llegando a 3% hacia fines del horizonte de proyección.

Para el 2016, la proyección de crecimiento del PIB se situaba entre 2 y 3%, rango inferior al previsto en septiembre y cuyo ajuste en gran parte se debió al menor impulso externo, en particular la caída de los términos de intercambio, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables. Como supuesto de trabajo, la TPM tendría ajustes parciales y pausados en el año, aunque la política monetaria seguiría expansiva en línea con una actividad que crecería bajo su potencial. Además, la política fiscal continuaría aportando al crecimiento del gasto, aunque con una intensidad menor que en el 2015.

Habían varios elementos de riesgo en el ámbito externo, como las diferencias entre la Fed y el mercado respecto de la velocidad de ajuste de la política monetaria, la ampliación del diferencial de tasas entre EE.UU. y el resto de los países, la compleja situación de algunos países de América Latina y los desarrollos en China, que podrían gatillar una nueva depreciación del peso y presionar la inflación en el corto plazo. En todo caso, sus efectos de mediano plazo eran menos evidentes, pues era posible que la actividad también se resintiera. Internamente, los riesgos estaban relacionados con el largo tiempo en que se habían mantenido altos registros de inflación, lo que podría afectar la velocidad de su convergencia a la meta. Ello, por la indexación y por su efecto sobre la formación de expectativas, considerando márgenes y holguras de capacidad acotados. Por otro lado, estas presiones se podrían aminorar por la caída del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile. Más hacia el mediano plazo era posible que el desempeño de la actividad fuera menor al previsto, ampliando las holguras de capacidad y reduciendo las presiones inflacionarias. Si bien el mercado laboral se había mantenido resiliente, no se podía descartar que este tuviera un ajuste significativo, con un menor crecimiento salarial y un alza del desempleo que afectara el gasto. Además, la ausencia de un repunte en la confianza podría mermar el desempeño de la economía. Por otro lado, podría darse una recuperación más rápida de la actividad, si se mantenía la resiliencia del mercado laboral o si la caída de los combustibles tenía un impacto mayor sobre el ingreso nacional, generando un repunte mayor en la confianza. Con ello, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la inflación estaba equilibrado y para la actividad estaba sesgado a la baja.



REUNIONES DE ENERO Y FEBRERO 2016

Para la reunión de enero, las cifras internas eran coherentes con el escenario base del IPoM. El crecimiento del Imacec de noviembre había sido menor al de meses previos, mayormente por la minería. La inflación seguía elevada y sobre 4% anual. La principal novedad del mes se había centrado en el aumento de la volatilidad de los mercados financieros externos, con caídas de los índices bursátiles, mayor aversión al riesgo global, apreciación del dólar y menores precios del petróleo y del cobre ante las noticias de China.

Las implicancias para la inflación de lo sucedido en China no eran obvias. Por una parte, la alta depreciación del peso había añadido presión a la inflación en el corto plazo y podía afectar la velocidad de convergencia a la meta vía efectos de segunda vuelta. Su intensidad dependería de la persistencia del *shock* y de sus efectos en la actividad, la que por sí sola, de deteriorarse, debería presionar a la baja la inflación en el mediano plazo. Por ello, el efecto final dependería de las intensidades relativas de los diferentes mecanismos de transmisión. El juicio de la División Estudios era que no había evidencia suficiente para introducir cambios significativos en el escenario base del IPoM, por lo que presentó como opciones relevantes subir la TPM en 25pb, a 3,75%, o mantenerla en 3,5%.

La opción de subir la TPM se justificaba en la alta y persistente inflación, el importante grado de resiliencia del mercado laboral y en una política monetaria que era claramente expansiva, lo que podría posponer la convergencia de la inflación a la meta. En particular, la nueva depreciación del peso podría ser más duradera y afectar la inflación en el mediano plazo. Por otro lado, la opción de mantener la tasa era más coherente con el escenario planteado en diciembre. El sesgo a la baja en la actividad y los riesgos presentes, hacían menos atractiva la opción de adelantar los recortes del estímulo monetario previstos. Recabar más información de los eventos ocurridos tenía un alto valor, puesto que las consecuencias para la inflación no eran obvias. Además, la baja del precio del petróleo ayudaría a que la inflación convergiera según lo previsto. Las expectativas del mercado a dos años plazo permanecían bien ancladas en 3%. Así, el Consejo mantuvo la TPM en 3,5%.

Para la reunión de febrero, los mercados financieros externos seguían con un grado significativo de volatilidad y salvo algunas excepciones, los activos de mayor riesgo habían perdido valor, los precios de las materias primas seguían bajos, y distintas medidas de volatilidad habían subido hacia sus máximos de los últimos cuatro años. Además de las preocupaciones sobre China, había emergido una percepción de mayor riesgo en el panorama económico global. El menor precio del crudo había reavivado el temor de bajas inflaciones

en las principales economías desarrolladas, y las proyecciones de crecimiento se habían corregido a la baja, a pesar de que las cifras de actividad y empleo global conocidas en el mes no mostraban un cambio significativo respecto de las tendencias previstas. Las autoridades de varias economías desarrolladas habían dado señales claras de políticas monetarias más expansivas, lo que se tradujo en caídas de sus tasas de interés de largo plazo. Aunque esto proveería soporte a sus economías, a diferencia de otros ciclos de relajamiento monetario, era probable que esta vez no hubiera un impacto mayor en las condiciones financieras de los países emergentes, pues ahora los problemas se originaban en las otras economías.

En Chile, el efecto sobre los premios por riesgo y el tipo de cambio había sido algo más acotado que en otras economías de la región, y más en línea con lo ocurrido en países exportadores de materias primas, como Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Con todo, el mercado había recortado las proyecciones de crecimiento del PIB de Chile para el 2016 y el 2017. La cifra del Imacec de diciembre del 2015 había estado en línea con el escenario de corto plazo del IPoM, aunque con sorpresas negativas centradas en el sector agrícola y minero. El mercado laboral había mostrado un paulatino deterioro, visible en la menor calidad del empleo y del crecimiento salarial. La inflación se ubicaba algo por debajo de 5%, coherente con el escenario base del IPoM.

En este contexto, la División Estudios presentó como opciones relevantes subir la TPM en 25pb a 3,75% o mantenerla en 3,5%. Al igual que en la Reunión previa, la opción de aumentar la TPM se justificaba en el atraso de la convergencia de la inflación, por la persistencia de un elevado nivel de la inflación, el grado de resiliencia que aún mantenía el mercado laboral y la expansividad de la política monetaria. No obstante, un retiro más rápido del estímulo monetario tenía riesgos. Particularmente relevantes eran los posibles efectos negativos sobre la economía ante un deterioro de las condiciones externas. Las expectativas de inflación a dos años del mercado seguían bien ancladas en 3%, a pesar de los altos registros de precios y la volatilidad en las expectativas a un año, lo que atenuaba el riesgo de una mayor inflación en el mediano plazo. Se sumaba que los riesgos a la baja en actividad se habían intensificado. En este ambiente de mayor incertidumbre, recabar información respecto de los efectos de corto y mediano plazo de los distintos eventos discutidos tenía un valor alto, pues sus consecuencias para la evolución de la inflación no eran obvias. Por último, la baja del petróleo externo ayudaría a la convergencia de la inflación. En este contexto, el Consejo decidió mantener la TPM en 3,5%.

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.

El escenario internacional que enfrentará la economía chilena durante los próximos dos años se prevé menos favorable que lo esperado en diciembre. Por una parte, las perspectivas de crecimiento global se han recortado, por lo que los socios comerciales chilenos crecerán a una tasa similar a la del bienio 2014-2015 y no mayor, como se esperaba hace unos meses (tabla I.1). Además, los términos de intercambio serán algo más bajos. Por otra parte, si bien al cierre de este IPoM la calma había retornado a los mercados financieros globales, varios de los factores que gatillaron la alta volatilidad de los primeros meses del año siguen vigentes. Por ello, la probabilidad de episodios similares durante el horizonte de proyección sigue latente, aunque tampoco es descartable que se mantenga el mayor apetito por activos riesgosos de las últimas semanas. Por lo pronto, se espera que, en un ambiente de mayor incertidumbre, persista por más tiempo el estrechamiento de las condiciones de financiamiento para los países emergentes.

Enero y febrero estuvieron marcados por el fuerte aumento de la volatilidad de los mercados financieros (gráfico I.1), lo que se reflejó en significativas caídas del valor de los activos más riesgosos y ajustes a la baja de las tasas de interés libre de riesgo. Medidas por el MSCI en moneda local, las bolsas retrocedieron, en promedio, en torno a 10% entre principios de año y mediados de febrero, cuando se registró la mayor volatilidad. En el mismo período, las tasas de los bonos de gobierno a 10 años de las economías desarrolladas cayeron entre 20 y 60pb, alcanzando incluso rendimientos negativos en Japón, donde se debe añadir el efecto de la introducción de una tasa de política monetaria negativa a fines de enero (gráfico I.2). En la mayoría de las economías emergentes, las tensiones en los mercados financieros se evidenciaron en aumentos de los premios por riesgo, con alzas de los CDS a 5 años que, a mediados de febrero, estuvieron entre 30 y 50pb por sobre los valores de principios de año (gráfico I.3). En igual período, las monedas de América Latina registraron depreciaciones importantes, destacando Colombia y México. Con todo, como se indicó, en las semanas precedentes al cierre estadístico de este IPoM la calma había vuelto a los mercados, y las bolsas, monedas y premios por riesgo se encontraban en niveles similares o más favorables que a fines del 2015.

Uno de los focos de volatilidad de los últimos meses han sido las dudas sobre la fortaleza de la recuperación de las economías desarrolladas y sus implicancias sobre las decisiones de política monetaria. En EE.UU. el consumo se ha mantenido dinámico, de la mano de expectativas de consumidores que se mantienen elevadas, de condiciones financieras expansivas y de un mercado

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

	Prom. 00-07	Prom. 10-13	2014 (e)	2015 (e)	2016 (f)	2017 (f)
Mundo a PPC	4,2	4,1	3,4	3,1	3,1	3,3
Mundial a TC de mercado	3,2	3,1	2,7	2,4	2,4	2,7
Socios comerciales	3,6	4,4	3,4	2,9	2,9	3,1
Estados Unidos	2,6	2,0	2,4	2,4	2,3	2,4
Eurozona	2,2	0,6	0,9	1,5	1,5	1,6
Japón	1,7	1,9	-0,1	0,5	0,7	0,5
China	10,5	8,9	7,3	6,9	6,4	6,1
India	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,5
Resto de Asia	5,1	5,2	4,0	3,5	3,6	3,9
América Latina (excl. Chile)	3,5	4,2	1,1	-0,7	-0,9	1,3
Exp. de prod. básicos	3,1	2,6	2,6	1,8	1,8	2,0

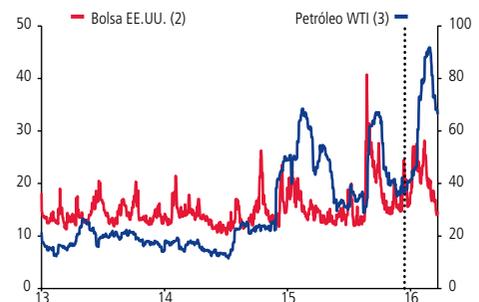
(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

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

GRÁFICO I.1
Volatilidad: bolsa de EE.UU. y precio del petróleo (1)
(porcentaje)

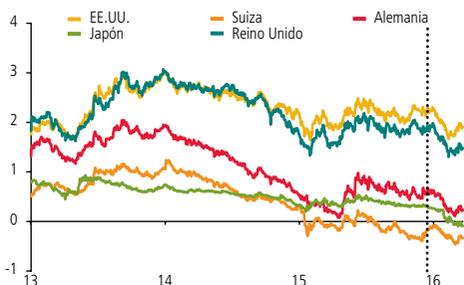


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. (2) Corresponde al VIX. (3) Volatilidad implícita en las opciones a 30 días.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2

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

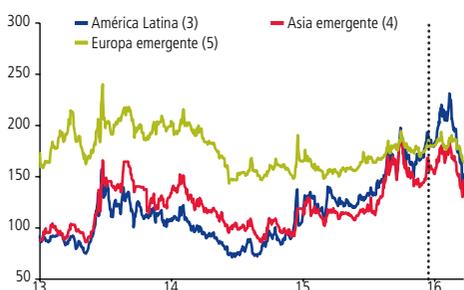


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.3

Premios por riesgo de economías emergentes (1) (2) (puntos base)

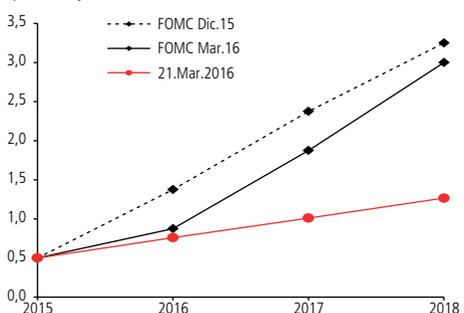


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. (2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Incluye a Chile, Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia. (4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia,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

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4

Expectativas de tasa Fed Funds a diciembre de cada año (*) (porcentaje)



(*) Línea roja corresponde a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés. Líneas negras corresponden a la mediana de las proyecciones del FOMC.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

laboral robusto. Asimismo, y a pesar del reciente debilitamiento de algunos indicadores, el sector servicios ha mostrado un sólido crecimiento. Sin embargo, existen importantes fuentes de preocupación asociadas al debilitamiento del sector manufacturero, que junto con el sector exportador, ha sufrido con más fuerza los efectos de la apreciación del dólar y el menor dinamismo de la demanda externa. Se suma que la baja del precio del petróleo ha afectado fuertemente la inversión industrial, paralizando varios proyectos. Esto ha encendido el debate respecto del verdadero impacto de la baja de los precios de los combustibles sobre la actividad de esa economía. Mientras algunos creen que, a pesar del ajuste en la inversión, primará el efecto positivo sobre el consumo; otros señalan que, en las actuales condiciones de desapalancamiento, este último efecto será menor. Con todo, el escenario base considera que la recuperación de la economía estadounidense se ha ido consolidando y, aunque se proyecta que crecerá a tasas más moderadas que las previstas en diciembre, lo hará en torno a su crecimiento promedio de los últimos años. Por su parte, la inflación total se mantiene por debajo de 2%, aunque las medidas subyacentes muestran una dinámica ascendente y registros que, en los últimos meses, se han acercado o sobrepasado el 2%.

En este contexto, en el escenario base se prevé que la tasa *fed funds* tendrá dos alzas este año y otras dos el 2017, similar a lo supuesto en diciembre. Si bien tras la reunión de marzo disminuyeron las diferencias entre lo que la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) proyecta que hará y lo que —según lo que se deduce de los precios de los activos—, el mercado cree será su accionar, este último mantiene una visión de una política monetaria más expansiva desde el 2017 en adelante (gráfico I.4). Esta discrepancia es una fuente de riesgos: alzas de la tasa *fed funds* mayores que las previstas por los precios podrían descomprimir los premios por plazo, generando un aumento de las tasas de interés de largo plazo. Algunos hechos recientes tienden a mitigar este riesgo. Por una parte, otros bancos centrales de economías desarrolladas han expandido su estímulo; por otra, en un contexto de mayor aversión al riesgo, es normal una demanda mayor por bonos de largo plazo de países desarrollados. Con todo, la Fed ha reiterado que sus decisiones serán contingentes a cómo evolucionen las variables macroeconómicas. Con un mercado laboral recuperado, la evolución de la inflación será clave para determinar la velocidad del ajuste de la tasa de interés de política en EE.UU.

En el resto del mundo desarrollado, las perspectivas de crecimiento también se han ajustado a la baja. Además, a pesar de la expansividad de las políticas monetarias, la inflación se ha mantenido significativamente por debajo de las metas, con riesgos de deflación dado, entre otros, el bajo precio del petróleo. Ello ha motivado políticas monetarias aún más expansivas. En Japón y la Eurozona, las tasas de interés de referencia llegaron a terreno negativo y en la segunda, además, volvieron a ampliarse las compras de activos. Así, a pesar de que la Fed se muestra más cauta, la discrepancia entre las políticas monetarias futuras de estas economías y la de EE.UU. continúa. Esto se evidencia en la evolución de las tasas de interés de los bonos de gobierno a dos años, lo que hace prever que el dólar estadounidense se mantendrá apreciado a nivel global (gráfico I.5). Esta situación es un tema de preocupación en EE.UU., ya que hay dudas respecto de cuánto afectará el fortalecimiento del dólar a la recuperación de esa economía y si, para evitarlo, la Fed terminará retrasando las alzas de tasas. A todo esto se añaden los debates electorales presentes en varios países de Europa y EE.UU. que dan cuenta de una mayor probabilidad

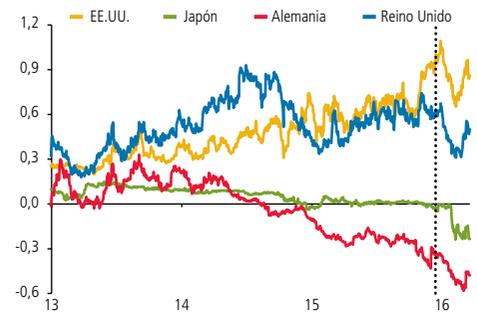
de un viraje hacia políticas más proteccionistas. En el lado positivo, es posible que las medidas de impulso en el mundo desarrollado resulten en un mayor crecimiento global que el previsto.

Otro foco de volatilidad ha sido la situación de China, especialmente por las dudas que el mercado tiene respecto de cómo se enfrentarán los desafíos que impone el proceso de ajuste de su economía. Se añaden las dudas sobre el verdadero estado de su sistema financiero y sobre las medidas que tomará la autoridad para enfrentar estos problemas. En particular, el dilema de mantener un tipo de cambio manejado y una política monetaria independiente, en el contexto de una cuenta de capitales que, *de facto* parece abierta, ha sido una fuente importante de incertidumbre, que ha sido refrendada por una fuerte salida de capitales y reducción de sus reservas internacionales. Todo ello, en un contexto en que la actividad ha continuado moderándose junto con su rebalanceo hacia el consumo y sector servicios. Para hacer frente a las menores tasas de crecimiento, las autoridades han anunciado políticas monetarias y fiscales más expansivas, y han mostrado cierta disposición a disminuir el ritmo de las reformas pro mercado (Recuadro I.1).

En el resto de las economías emergentes, las principales noticias provienen de América Latina, con un nuevo ajuste a la baja de sus proyecciones de crecimiento (gráfico I.6). Los problemas económicos, institucionales y políticos de Brasil se han ido agudizando en los últimos meses. Luego de que su economía se contrajera 3,8% el 2015, las expectativas para el 2016 apuntan a una caída de similar magnitud. Su compleja situación fiscal limita el espacio para paquetes de impulso. La capacidad de maniobra de la política monetaria está restringida por la elevada inflación y porque la deuda pública está mayormente indexada a la tasa de política monetaria. En Colombia, además de enfrentar el aumento de los niveles y expectativas de inflación, se requerirán ajustes mayores, pues su déficit de cuenta corriente alcanza el 7% del PIB y todo indica que, de no mediar alguna reforma, tendrá un déficit fiscal abultado. En México, las autoridades monetarias se han mostrado preocupadas por la reciente evolución del tipo de cambio, la que creen no refleja cambios en los fundamentales macroeconómicos. En febrero, su Banco Central subió sorpresivamente la tasa de política aduciendo preocupación por las implicancias sobre las expectativas inflacionarias de la depreciación de su moneda. La medida fue tomada en conjunto con cambios en su mecanismo de intervención en el mercado cambiario y un paquete de ajuste fiscal, reflejando preocupación por los efectos del menor precio del petróleo en las finanzas públicas. Venezuela también se ha visto fuertemente afectada por la caída del precio del petróleo y por el aumento de los riesgos políticos. En Argentina, destacan los resultados de las negociaciones con los acreedores, que podrían abrirle la puerta de acceso a los mercados externos. En general, la inflación y, en varios casos, las expectativas de inflación de mediano plazo, se encuentran por sobre las respectivas metas. Así, los bancos centrales enfrentan un desafío relevante para contener la dinámica inflacionaria, con la mayoría de ellos embarcados en procesos de importantes alzas de tasas (gráfico II.2).

Las tensiones en los mercados financieros externos se han visto con mayor fuerza en América Latina por la alta exposición de la región al precio de las materias primas y a China. Más allá de la volatilidad de los mercados en los últimos meses, respecto de hace un año se observan importantes salidas de capitales, incrementos de las primas por riesgo, depreciaciones de las monedas

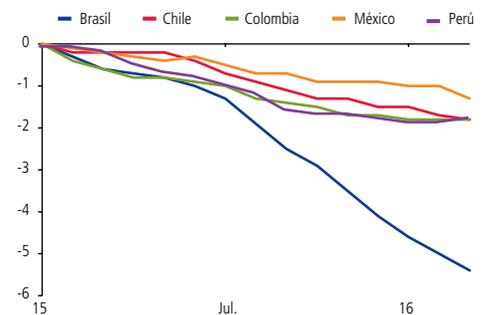
GRÁFICO I.5
Tasas de interés de los bonos de gobierno a dos años plazo (*)
(porcentaje)



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

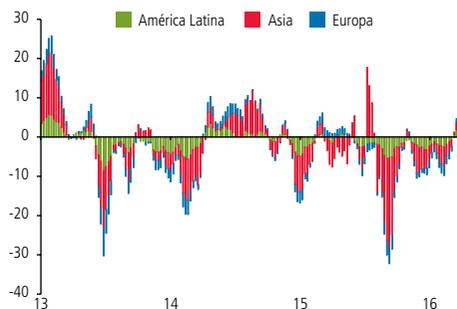
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6
América Latina: Cambio en la proyección de crecimiento para el 2016
(puntos porcentuales)



Fuente: Consensus Forecasts.

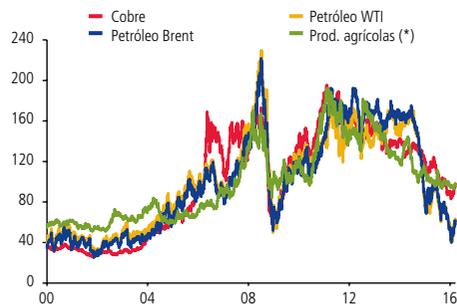
GRÁFICO I.7
Flujos de capitales a economías emergentes (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Suma móvil de cuatro semanas.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO I.8
Precios de materias primas
(índice, promedio 2000-2016 = 100)



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

y mayores tasas de largo plazo (gráficos I.3, I.7, II.3 y II.4). En Chile, los indicadores financieros han tenido una evolución más moderada. Las tasas de interés de largo plazo en moneda local han permanecido estables y el incremento del premio por riesgo soberano de la deuda en dólares ha sido más acotado. Con todo, la situación de la región es una fuente de riesgos importante, que de materializarse, podrían tener efectos negativos, tanto en las condiciones financieras como en la demanda externa que enfrente Chile.

En este contexto, los precios de las materias primas también mostraron importantes vaivenes. Desde el cierre del IPoM previo, siguieron descendiendo hasta sus niveles más bajos de los últimos años, para luego volver a valores similares, o incluso superiores, a los de diciembre (gráfico I.8). El precio del crudo mostró la mayor volatilidad (gráfico I.1), contribuyendo al ruido en los mercados financieros, en particular por sus implicancias sobre la salud fiscal de las economías exportadoras de petróleo y por la exposición de entidades financieras a empresas del sector. Con todo, las proyecciones de los precios se corrigen a la baja, dadas las expectativas de producción de crudo y elevados niveles de inventarios. Así, para el 2016-2017 se esperan valores de US\$43 en promedio el barril WTI y US\$44 promedio el Brent (US\$46 y 48 en diciembre, respectivamente). El precio de la gasolina transada en la bolsa de Nueva York, también con vaivenes, disminuyó cerca de 8% respecto del IPoM previo, en línea con la variación de inventarios en EE.UU.

El cobre también registró movimientos importantes, especialmente a mediados de enero cuando alcanzó valores inferiores a US\$2 la libra. Ello, principalmente ante las crecientes dudas respecto de la actividad de China y del sector manufacturero mundial. Luego, el precio se ha ido recuperando, junto con la menor aversión al riesgo en los mercados ante la atenuación de temores respecto de la actividad mundial. Al cierre estadístico, su valor se ubicó en torno a US\$2,3 la libra. Hacia adelante, los fundamentos se mantienen, conjugándose recortes de producción con una menor demanda mundial. Por ello, en el escenario base, el precio del cobre para el 2016 y 2017 no varía respecto de lo previsto en diciembre (US\$2,2 y 2,3 la libra, respectivamente).

La baja de los precios de las materias primas ha contribuido a mantener registros de inflación acotados en el mundo (a excepción de América Latina). Ello, en conjunto con una apreciación global del dólar llevó a una caída del índice de precios externos relevantes para Chile, cercana a 10% anual en el 2015. Este efecto seguirá presente durante el 2016. En el escenario base se espera una nueva caída del IPE (de 5,8%).

RECUADRO I.1

RIESGOS GLOBALES PROVENIENTES DE CHINA

Durante las últimas tres décadas China creció, en promedio, cerca de 10% anual, de la mano de un modelo basado en la inversión y las exportaciones. Así, se convirtió en la segunda mayor economía del mundo, la mayor exportadora y un importante motor del crecimiento mundial. Sin embargo, en los últimos años su dinamismo se ha moderado. En este proceso, el rebalanceo en las fuentes de crecimiento, los repetidos esfuerzos por re-acelerar la economía y la creciente apertura financiera han ido incubado tensiones que implican riesgos para China y la economía global.

Este Recuadro da cuenta de los principales riesgos para la economía china. Estos pueden agruparse en tres: (i) incertidumbre sobre el manejo de políticas macroeconómicas; (ii) un alto endeudamiento y un eventual ajuste de los balances de las empresas y (iii) la posibilidad de un ajuste forzoso a un crecimiento menor. Esto, a su vez, se enmarca en el contexto de una economía con ciertas brechas institucionales y escasa transparencia, lo que podría dificultar la contención de dichos riesgos. La volatilidad observada en los mercados financieros desde agosto sugiere que, comparado con algunos trimestres atrás, la probabilidad de que alguno de estos eventos se materialice ha aumentado. No obstante, en lo más reciente las autoridades de ese país han dado muestra de una clara disposición a contener estos riesgos, aun a costa de retrasar el proceso de liberalización de mercados en que se encuentran inmersas. Además, es importante señalar que China mantiene una buena posición de stocks. Su nivel de reservas es elevado, su tasa de ahorro supera el 40% del PIB y mantiene un superávit de cuenta corriente en torno a 3% del PIB. Todo esto le permitirá sobrellevar los riesgos, al menos durante el horizonte de proyección.

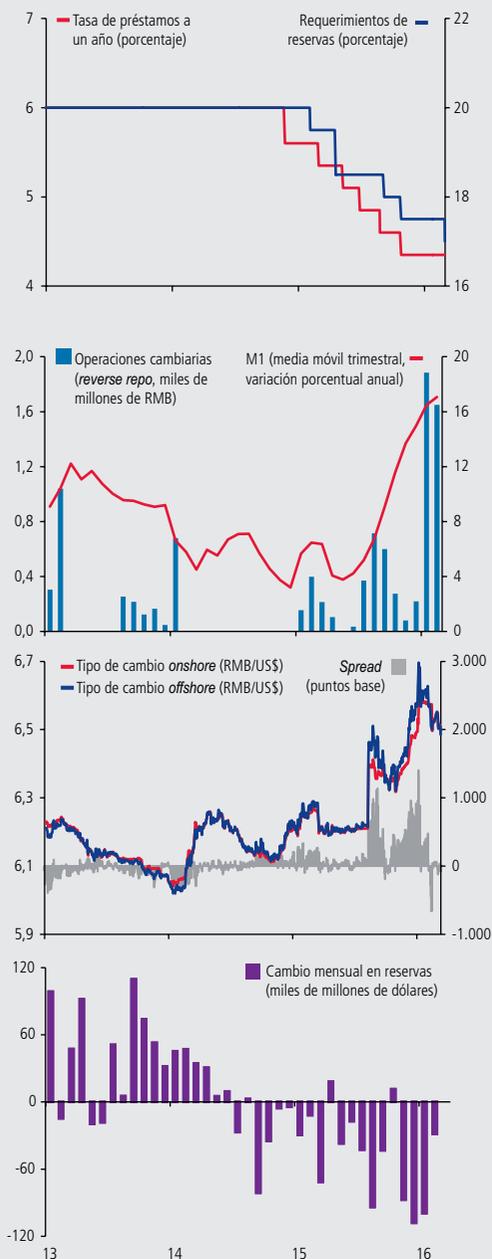
Riesgo 1: Dudas sobre el manejo macroeconómico

La apertura de la cuenta de capitales en que se encuentra comprometida China, impone ciertos límites a la capacidad del Banco Central (PBOC) para fijar el valor del renminbi si a la vez desea mantener su autonomía monetaria^{1/}. Desde comienzos del 2015 las autoridades han recortado sus tasas de referencia y han expandido la oferta monetaria con el objetivo de estimular la demanda (gráfico I.9). Al mismo tiempo, el PBOC fija diariamente una referencia para su moneda, y no permite su libre fluctuación. Sin embargo, la mayor liquidez y el menor dinamismo del sector transable podrían traducirse en crecientes expectativas de depreciación, complicando la mantención de su política cambiaria. Durante el 2015 el PBOC perdió reservas por US\$512 mil millones, en parte por sus operaciones para defender la cotización del renminbi. Esta es la primera vez, en los últimos veinte años, que las reservas se contraen en un año calendario (gráfico I.9). ¿Qué opciones se abren en caso de que estas presiones se profundicen? Por una parte, el PBOC podría dejar flotar la moneda. Si bien esta luce como una salida muy razonable, una fuerte depreciación acarrea riesgos para aquellos agentes que presenten descalces en sus balances. La depreciación en China también tendría efectos deflacionarios globales, afectando negativamente a los precios de las materias primas. Una segunda opción es limitar la expansividad de la política monetaria. Esto presionaría los costos financieros del altamente endeudado sector corporativo (ver Riesgo 2). Por último, las autoridades podrían revertir las medidas de apertura de la cuenta de capitales. Este curso de acción fue incluso propuesto por el Gobernador del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, en el último Foro de Davos. Sin embargo, al margen de los costos que podría tener para China y otros mercados, no es evidente que sea posible reintroducir los controles de capitales de un modo efectivo.

^{1/} Este dilema es conocido como "trinidad imposible".

GRÁFICO I.9

China: Tasas de referencia, liquidez, tipo de cambio y cambio en reservas (*)



(*) Tasas de referencia y tipo de cambio con datos hasta el cierre estadístico. Operaciones cambiarias, M1 y reservas, de frecuencia mensual, con último dato disponible a febrero 2016.

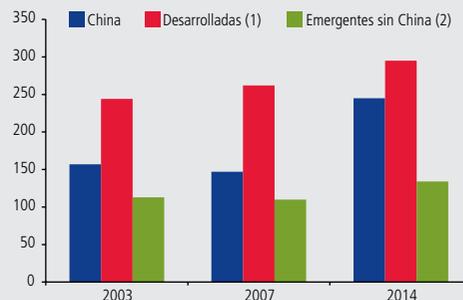
Fuente: Bloomberg.

Riesgo 2: Nivel de endeudamiento y eventual ajuste

El actual nivel de endeudamiento en China es elevado en términos absolutos y su crecimiento habría sido significativo en los últimos años. Según Morgan Stanley, entre el 2007 y 2014 la deuda total en China creció desde 157 a 245% del PIB. Estos guarismos son similares a los de las economías desarrolladas y están por sobre los de otras emergentes (gráfico I.10). La consultora Mckinsey da cuenta de niveles que son aún mayores: 283% del PIB a mediados del 2014 (tabla I.2).

GRÁFICO I.10

Deuda total (porcentaje del PIB)



(1) Incluye Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, España, Canadá, Australia y Holanda.

(2) Incluye India, Rusia, Brasil, Indonesia, México, Rep. Corea, Turquía, Taiwán y Tailandia.

Fuente: Morgan Stanley (2015).

TABLA I.2

China: deuda (porcentaje del PIB)

	2000	2007	2T 2014
Gobierno	23	42	55
Instituciones financieras	7	24	65
Empresas	83	72	125
Hogares	8	20	38
Deuda total	121	158	283
Shadow Banking (% de deuda total)			30
Shadow Banking (% del PIB)			65
Sector inmobiliario (% de deuda total)			40-45

Fuente: McKinsey (2015).

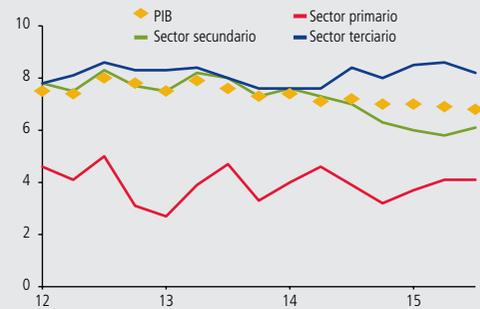
En el caso chino, la deuda estaría principalmente en el sector corporativo. Según los datos de McKinsey, el gobierno tendría un endeudamiento de 55% del PIB al segundo trimestre del 2014²⁷, mayoritariamente denominado en moneda local (tabla I.2). Algunos riesgos asociados a este elemento derivan de, por una parte, que la economía ya no crece a tasas nominales que permitan licuar sin mayor sacrificio parte de la deuda. Por otra, cada vez son más las empresas que se encuentran haciendo *roll-over* de su deuda. Un informe de Deutsche Bank sitúa el porcentaje de deuda en esta categoría entre 10 y 15% del total del segmento corporativo. Se suma que, según el citado informe de McKinsey, un volumen de créditos equivalente a cerca de 65% del PIB habría sido otorgado por instituciones en la sombra (*shadow banking*). En general, estas estarían excluidas de los marcos regulatorios convencionales. A su vez, según esta última fuente, casi la mitad de la deuda está vinculada a operaciones relacionadas con el mercado inmobiliario, el cual ha dado señales de sobre oferta en varias regiones del país. De hecho, durante el 2015, más de la mitad de las regiones observaron caídas de los precios de sus viviendas. Si fuera necesario recomponer los balances en un lapso breve de tiempo podría requerirse un ajuste en ciertos agentes que gatille un ciclo recesivo y deflacionario en China.

Riesgo 3: Aterrizaje forzoso a menor crecimiento

En los años de alto crecimiento, China acumuló excesos de capacidad en varios sectores industriales y exportadores. Para construir esta capacidad, se embarcó en una potente dinámica de inversión, que se nutrió de altas tasas de ahorro de las familias. Ello producto de un sistema financiero y de seguridad social muy distorsionado. En este contexto, el consumo y los sectores que lo proveen de bienes y servicios tuvieron un bajo crecimiento. Con el tiempo, la estrategia se volvió difícil de mantener, por una parte el exceso de capacidad en sectores poco productivos se volvió una carga para el crecimiento. Por otra, a medida que una economía crece hasta transformarse en el principal exportador mundial, es cada vez más difícil sostener un dinamismo significativamente superior al de sus socios en base a un modelo de exportación de manufacturas. Finalmente, en un contexto de una gran represión financiera, aparecieron excesos en distintos mercados financieros en la medida que familias y empresas buscaban mayor retorno y nuevas fuentes de financiamiento. Así, aunque las autoridades han favorecido la recomposición sectorial del crecimiento (gráfico

I.11), existen dudas respecto de si la suavidad de este proceso es sostenible en el tiempo, tanto por los usuales costos asociados a los procesos de reasignación de recursos, como por dudas respecto de la verdadera capacidad de las autoridades para apoyar a la economía con su política fiscal y monetaria.

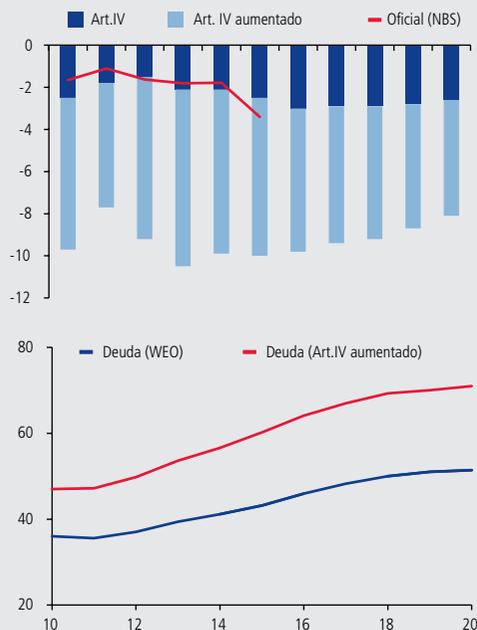
GRÁFICO I.11
China: Crecimiento económico
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

En lo más reciente, las autoridades han fijado como meta un crecimiento entre 6,5 y 7% para este año y aproximadamente 6,5% para el promedio de los próximos cinco. Para ello, se proponen medidas de estímulo, que reconocen tienen efectos sobre las finanzas públicas. Tomando en consideración las medidas oficiales, China aún tendría espacio para realizar una política fiscal expansiva (su déficit está bajo el 3% del PIB). No obstante, medidas alternativas del FMI, que incorporan a los gobiernos locales, muestran una situación fiscal más delicada, tanto en flujos como en stock (gráfico I.12). Asimismo, debe considerarse que luego de la implementación de ambiciosos planes de inversión en el 2009, la productividad de la inversión en infraestructura ya no sería tan elevada.

²⁷ Diversas fuentes dan cuenta de distintos niveles para esta deuda. Por ejemplo, el WEO muestra que en el 2014 alcanzó a 41% del PIB. Sin embargo, la evolución de las tendencias comentadas es la misma.

GRÁFICO 1.12China: Déficit fiscal y deuda (*)
(porcentaje del PIB)

(*) Proyecciones del FMI desde el 2014 para la deuda y desde el 2015 para el déficit fiscal.

Fuente: Bloomberg y FMI.

Conclusiones

El tamaño que ha alcanzado la economía china y su relevancia para el resto del mundo, hace que sus noticias tengan una gran relevancia para el devenir del escenario económico global, especialmente, para países exportadores de materias primas como Chile. Este proceso de crecimiento ha incubado riesgos, respecto de los que el mercado parece estar más preocupado, como lo muestra la elevada sensibilidad de los mercados financieros a dudas sobre la fortaleza de China.

Este Recuadro ha descrito tres importantes fuentes de riesgo para la economía china que, de materializarse, significarían desvíos sustanciales respecto del escenario base, el que supone que las autoridades Chinas podrán administrar su proceso de ajuste de forma gradual.

II. MERCADOS FINANCIEROS

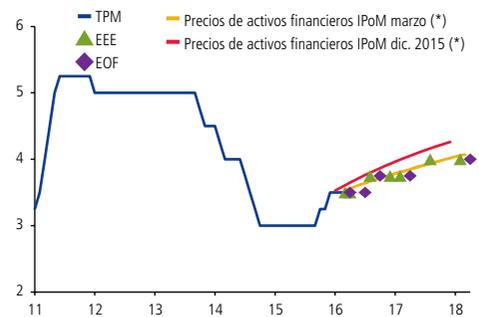
Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses la inflación ha evolucionado acorde con lo proyectado. Su nivel permanece alto, principalmente por los efectos de la significativa depreciación que ha acumulado el peso, en un contexto donde la indexación a la inflación pasada y acotadas holguras de capacidad han limitado el descenso de la inflación de no transables. En la actividad, el cierre del 2015 dio cuenta de una economía más débil que lo anticipado, lo que junto con un menor impulso externo, reduce las perspectivas de crecimiento para este año. La inflación, por su parte, evolucionará levemente por debajo de lo previsto en diciembre, con una inflación subyacente —IPCSAE— que se ubicará bajo 4% hacia el último trimestre del 2016, y de precios no SAE —principalmente alimentos— que ayudarán a que la convergencia sea levemente más rápida que lo previsto. El Consejo aumentó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en dos oportunidades en el último trimestre del 2015, llevándola a 3,5%. Tras ello, comunicó que aún se requerían ajustes adicionales, los que se harían a un ritmo más pausado que los realizados en la última parte del 2015. Así, mantuvo la TPM en sus reuniones de enero, febrero y marzo.

En línea con lo observado en diciembre, las distintas medidas de expectativas de TPM indican un retiro adicional del impulso monetario dentro del horizonte de proyección. No obstante, ahora estas medidas han retrasado la temporalidad de esas alzas. Así, se anticipan dos subidas de 25 puntos base (pb) en los próximos dos años, una de ellas en el segundo semestre de este año y otra durante el 2017 (gráfico y tabla II.1). Como supuesto de trabajo, el escenario base considera una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM. Con esto, la tasa de política monetaria seguiría siendo expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Cabe notar que el nivel actual de la TPM es el más bajo en el conjunto de economías de América Latina y, medida en términos reales, es también una de las más expansivas cuando se compara con este grupo de economías (gráfico II.2) y otros países emergentes y exportadores de materias primas. Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, antecedentes en una u otra dirección provocarán los ajustes necesarios en la política monetaria.

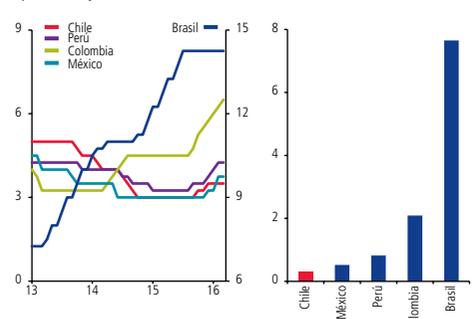
GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
América Latina: TPM nominal y real (*)
(porcentaje)

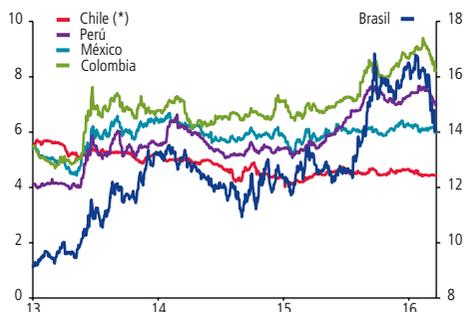


(*) Calculada como la TPM actual menos la inflación esperada a un año.

Fuentes: Banco central de cada país.

**GRÁFICO II.3**

América Latina: Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo (porcentaje)

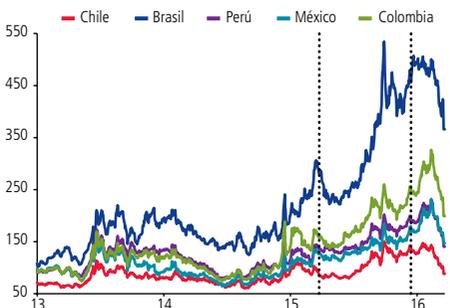


(*) Considera bonos del Banco Central y de la Tesorería.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.4

América Latina: Premios por riesgos (*) (puntos base)

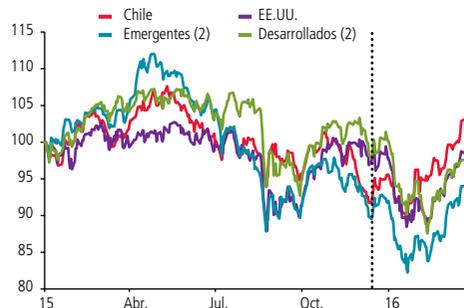


(*) Medidos por los premios CDS a 5 años. Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPoM de marzo y diciembre 2015.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.5

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



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

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

Fuente: Bloomberg.

TABLA II.1

Expectativas para la TPM (porcentaje)

	A diciembre 2016		A un año		A dos años	
	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo
EEE (1)	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00
EOF (2)	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00
Precios de activos financieros (3)	3,93	3,76	3,93	3,83	4,26	4,07

(1) Corresponde a la encuesta de diciembre 2015 y de marzo 2016.

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de diciembre 2015 y la segunda quincena de marzo 2016.

(3) Considera el promedio de los últimos diez días hábiles al cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería retrocedieron desde el IPoM de diciembre. Comparados los cierres estadísticos de este IPoM y el anterior, en promedio, las tasas nominales y reales descendieron en torno a 20pb, en cada caso. Durante el último año, la evolución de las tasas de largo plazo chilenas contrasta con lo ocurrido en algunos países de América Latina, donde se observa una tendencia ascendente y mayores movimientos (gráfico II.3). Esto, en un contexto donde se han apreciado episodios de alta volatilidad en los mercados financieros (Capítulo I).

CONDICIONES FINANCIERAS

El panorama financiero internacional para el mundo emergente se ha vuelto menos favorable en el último año, en particular por premios por riesgo que han aumentado y por una salida de capitales desde estos mercados. Para Chile, los cambios han sido de menor magnitud punta a punta. En lo interno, las condiciones de otorgamiento de crédito han seguido restringiéndose según se recoge de distintas fuentes. El costo del crédito sigue bajo en perspectiva histórica, más allá de aumentos en los últimos meses, y el crecimiento de las colocaciones ha reputado algo respecto de la primera mitad del año pasado.

El costo del financiamiento externo para las economías emergentes ha subido en el último año. Si bien las tasas libres de riesgo —tasas de interés de los bonos de gobierno de largo plazo de los países desarrollados— se encuentran en niveles similares o levemente menores a los de un año atrás, los premios por riesgo soberano y corporativo (CDS y CEMBI) han aumentado en varios países. Destaca Asia emergente y, especialmente América Latina (gráfico I.3 y II.4). En todo caso, esto se dio en un ambiente en que estas variables han mostrado una volatilidad importante, como evidenciaron los eventos de agosto del 2015 y los de los primeros dos meses de este año. En este contexto, en el último año se han observado importantes salidas de capitales desde los países emergentes (gráfico I.7) y sus bolsas han caído (gráfico II.5).

Las condiciones financieras externas para Chile muestran cierta diferenciación respecto de otras economías emergentes. El nivel actual del premio soberano chileno es casi idéntico al de un año atrás —aunque con subidas de hasta 50pb en el intertanto— y el incremento del premio corporativo ha sido menor, del orden de 40pb (llegó a escalar cerca de 130pb hasta febrero). Esto refleja la

mayor fortaleza de los fundamentos macroeconómicos chilenos, de su marco de política y de sus instituciones. Adicionalmente, Chile ha hecho un ajuste macroeconómico más temprano para adaptarse a las nuevas condiciones externas y mantiene una situación fiscal ordenada, en lo que ha contribuido el ajuste del gasto fiscal impulsado por el Gobierno. Otro ámbito donde se observa esta diferenciación es en la colocación de deuda en el exterior. A comienzos de año, el Gobierno chileno colocó un bono en euros y otro en dólares, ambos a 10 años plazo, con un diferencial promedio de 120pb sobre los instrumentos de referencia. Brasil, Colombia, Perú y México realizaron colocaciones en el mismo período, con diferenciales de tasas superiores a los chilenos.

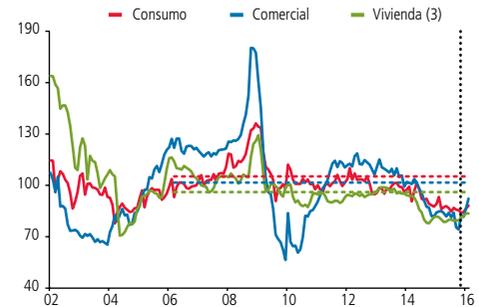
En el mercado local, las condiciones de otorgamiento de crédito se han vuelto algo menos favorables según varias fuentes. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de diciembre del 2015 reveló que las condiciones de aprobación de nuevos créditos siguieron restringiéndose, tanto para personas como para empresas. Se agrega que en el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de febrero, las empresas entrevistadas afirmaron enfrentar una mayor revisión de antecedentes por parte de los bancos y aumentos leves de tasas de interés. Por otro lado, destaca que la mencionada ECB da cuenta de una menor demanda por crédito, a excepción del segmento hipotecario en las personas y las pymes en las empresas.

El costo del crédito se ha mantenido bajo en perspectiva histórica, aunque en los últimos meses aumentó (gráfico II.6). Así, desde noviembre (últimos datos disponibles al cierre del IPoM previo), las tasas de interés de los créditos de consumo y comerciales subieron en torno a 120 y 80pb, respectivamente. Las de los créditos para la vivienda tuvieron un alza bastante menor (10pb). A su vez, desde noviembre se ha ampliado la diferencia entre las tasas de colocación y captación, lo que es más evidente a mayores plazos (entre 25 y 140pb).

El crecimiento real anual de las colocaciones ha repuntando algo respecto de la primera mitad del 2015, y se ubica en torno a 6%, por sobre el crecimiento anual de la demanda interna, lo que, en parte, refleja la expansividad de la política monetaria. De este modo, el aumento anual del volumen de créditos de consumo y comercial superó los mínimos observados en los últimos trimestres (gráfico II.7). El de las colocaciones para la vivienda mantiene tasas de crecimiento elevadas en línea con la expansión del mercado inmobiliario. Respecto de otras fuentes de financiamiento, en el IPN de febrero, empresas de varios sectores volvieron a señalar un uso más intensivo del *factoring*. Además, se mencionó el alargamiento de los plazos de pago a proveedores. Sobre el crédito hipotecario, los entrevistados resaltaron que su crecimiento responde tanto a los mayores precios de las viviendas como al efecto de la futura aplicación del IVA a la construcción.

Con información a febrero, el M1, compuesto por activos más líquidos, alzó su crecimiento anual a cerca de 13% (11% en noviembre), principalmente por la mayor expansión anual de los depósitos en cuenta corriente. El M2 creció cerca de 12%, por un mayor incremento anual de los depósitos a plazo que más que compensó la caída de las cuotas y la inversión en fondos mutuos. El M3 por su parte tuvo una tasa de crecimiento de 12% anual a febrero.

GRÁFICO II.6
Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)
(índice 2002-2015=100)



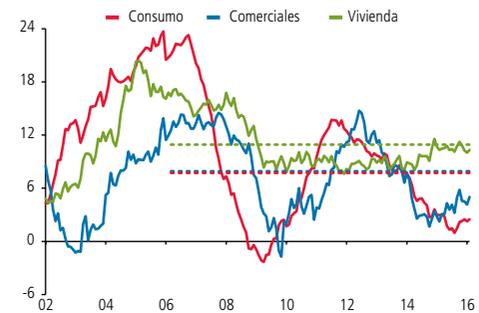
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015.

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

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

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

GRÁFICO II.7
Crecimiento real anual de las colocaciones (*)
(porcentaje)

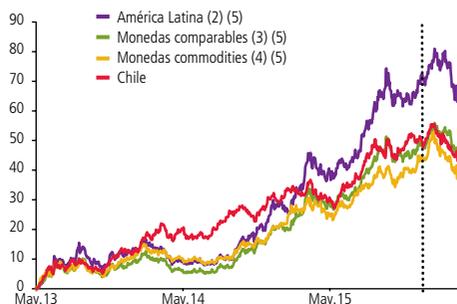


(*) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

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

GRÁFICO II.8
Tipo de cambio nominal (1)

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

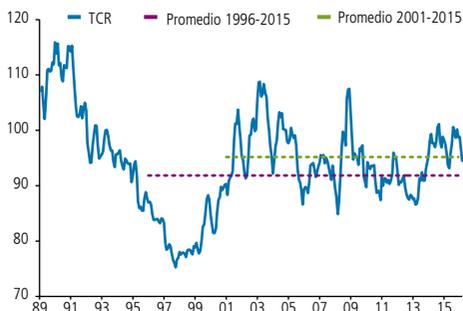


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5)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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.9
Tipo de cambio real (*)

(índice 1986=100)



(*) Cifra de marzo del 2016 incluye información hasta el día 21.

Fuente: Banco Central de Chile.

TIPO DE CAMBIO

En línea con las noticias del escenario externo, en los últimos meses el tipo de cambio ha exhibido gran volatilidad (como se deduce de las opciones a tres meses). Ello se reflejó no solo en los promedios diarios, sino también en los movimientos intradía. En efecto, en ese lapso, la paridad peso/dólar osciló, aproximadamente, entre \$670 y 730 pesos por dólar.

TABLA II.2

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

	Variación TCN		
	IPoM Mar.16/ IPoM Dic.15	En un año	Spot/mínimo del 2013
Rusia	1,3	11,7	127,8
Brasil	-3,7	13,2	86,3
Sudáfrica	3,7	24,7	80,5
Colombia	-3,6	16,9	74,7
América Latina (2) (5)	-1,0	13,6	64,9
Turquía	-1,7	10,0	63,6
Noruega	-2,2	3,1	53,7
México	3,9	13,9	45,7
Chile	-3,5	6,4	45,2
Monedas comparables (3) (5)	-1,0	8,7	44,5
Monedas commodities (4) (5)	-1,6	6,8	42,5
Australia	-3,6	1,4	39,7
Indonesia	-5,8	0,0	36,7
Perú	0,5	9,6	33,6
Canadá	-2,6	3,2	33,1
Rep. Checa	-2,3	-6,2	28,9
Nueva Zelanda	-0,2	9,6	27,8
India	0,3	6,2	25,2
Tailandia	-2,5	6,5	21,8
Rep. Corea	1,2	3,4	10,8

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense. Spot corresponde al día del cierre estadístico.

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

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

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

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En los últimos meses la paridad peso/dólar se ha apreciado más que varias monedas de países comparables, exportadoras de materias primas y de América Latina (gráfico II.8 y tabla II.2). Destaca que, en el mismo período, varias economías de la región elevaron sus tasas de referencia monetaria y han intervenido el mercado cambiario. Así, considerando los socios comerciales, al cierre de este IPoM, el tipo de cambio multilateral (TCM) de Chile disminuyó cerca de 5% respecto del cierre del IPoM previo y se encuentra en niveles similares a los de enero del 2015.

Lo anterior, junto con los movimientos en la inflación local y externa, llevaron al descenso del TCR respecto del cierre del IPoM previo. Así, al cierre estadístico de este, el TCR se ubica en torno a 94 en su medida 1986=100, lo que lo sitúa en el promedio de los últimos 15 años (gráfico II.9). Si bien este registro es coherente con lo que se consideran valores de largo plazo del TCR, las condiciones cíclicas de la economía sugieren un nivel algo por sobre los valores actuales. Por esta razón, como supuesto de trabajo, se considera que el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

ACTIVIDAD

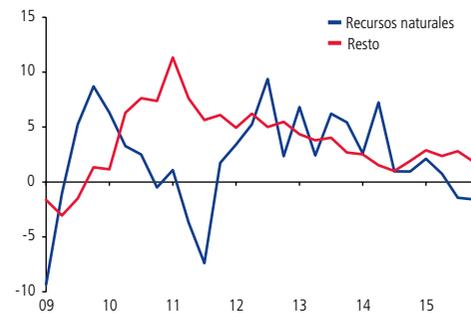
Durante el 2015 el crecimiento del PIB fue 2,1%, igual al previsto en el IPoM de diciembre. No obstante, la revisión de las Cuentas Nacionales mostró que durante el último trimestre del 2015 la actividad y la demanda interna perdieron más fuerza que lo previsto. En ese período el crecimiento de la economía fue 1,3% anual, resultado que se ubicó por debajo de lo anticipado por el mercado (1,8% anual en la EEE de diciembre). A la caída de la actividad minera, que ya se había observado los trimestres previos, se sumó el menor desempeño de los sectores incluidos en el PIB resto, en particular de los servicios (gráfico III.1). Por el lado de la demanda, la desaceleración del crecimiento hacia fin de año fue mayor, tanto por una evolución más baja del consumo privado como de la inversión. La información disponible del primer trimestre del 2016 apunta a una actividad y demanda con un comportamiento similar a lo observado a fines del año anterior.

En el cuarto trimestre, el PIB resto creció 1,8% anual, cifra inferior a la de trimestres previos (2,7% en promedio entre el primer y el tercer cuarto). Transportes, comunicaciones, servicios financieros y administración pública mostraron un menor crecimiento anual. El comercio registró una caída anual, en parte importante por el deterioro de las ventas mayoristas. Asimismo, la variación anual del sector de hoteles y restaurantes se tornó más negativa. La industria se vio afectada por el debilitamiento de los subsectores asociados al consumo habitual, donde resaltó la menor elaboración de bebidas, tabaco y alimentos. Por último, la construcción atenuó su crecimiento en el margen, por el menor dinamismo de las obras de ingeniería.

El PIB de los sectores de recursos naturales cayó 1,6% anual en el último trimestre del 2015, sin mostrar mayores cambios respecto del trimestre previo. La minería redujo su caída hasta 2,3% anual, en gran medida por el desempeño menos negativo de la minería del cobre. A su vez, el sector de EGA acotó levemente su tasa de expansión anual y siguió impulsado por la generación eléctrica gracias a mejores condiciones hidrológicas (tabla III.1).

Que el crecimiento anual del PIB haya sido similar a lo proyectado, pese al menor crecimiento del último trimestre, descansó en una revisión al alza de los resultados de cuartos previos, en particular del primer semestre del 2015. En esto

GRÁFICO III.1
PIB de recursos naturales y resto
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

	Pond.	2014				2015			
		2015	I	II	III	IV	I	II	III
Agropecuario-silvícola	2,9	-2,4	-10,6	-8,4	1,1	8,4	7,4	6,1	-2,4
Pesca	0,6	8,3	20,9	0,9	-6,3	-3,9	-6,6	1,5	-2,5
Minería	9,0	3,3	6,3	0,6	0,2	3,2	1,5	-3,0	-2,3
Industria	10,9	1,1	-1,1	-2,6	0,3	1,0	1,8	3,6	1,8
EGA	2,5	-1,8	8,4	2,3	6,8	-2,3	-3,7	5,4	5,1
Construcción	7,6	4,1	3,8	-0,3	2,9	1,0	2,3	3,5	2,3
Comercio	8,6	1,8	-0,9	-0,8	-0,9	1,2	1,3	2,0	-0,7
Restaurantes y hoteles	1,8	4,9	3,9	4,5	0,1	2,5	0,2	-1,9	-3,6
Transportes	4,9	4,7	2,0	0,9	3,6	5,2	2,0	2,6	1,2
Comunicaciones	1,5	9,0	7,7	5,9	6,5	9,0	9,6	9,7	3,3
Servicios financieros	4,9	4,8	3,5	2,6	3,8	3,2	4,0	5,2	4,7
Servicios empresariales	13,8	1,9	1,2	0,5	-0,1	1,0	1,4	2,1	3,0
Propiedad de vivienda	5,4	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,6	1,7	1,7
Servicios personales (1)	12,0	3,5	4,1	5,1	4,2	3,9	2,5	2,4	2,8
Administración pública	4,8	2,7	2,7	2,4	5,9	3,4	4,2	4,6	2,9
PIB Total	100,0	2,7	2,3	0,9	1,6	2,7	2,1	2,2	1,3
PIB Resto (2)	79,1	2,5	1,5	1,0	1,9	2,9	2,4	2,8	1,8
PIB RRNN (2)	12,1	2,6	7,3	1,0	1,0	2,1	0,8	-1,4	-1,6

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.

(2) Para su definición, ver Glosario.

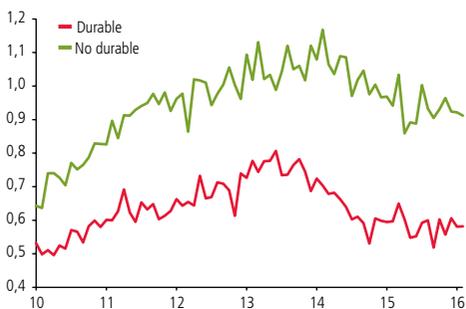
Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2
Demanda interna

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

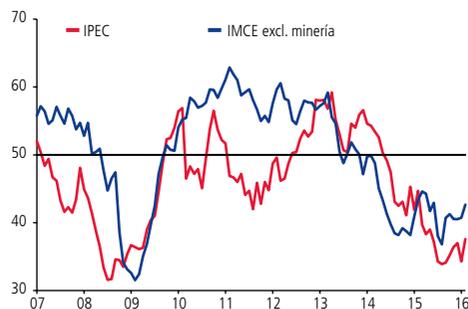
	Pond.	2014				2015			
		2015	I	II	III	IV	I	II	III
Demanda interna	100,3	-0,2	0,2	-0,7	-0,5	1,0	1,9	3,3	1,0
Demanda interna (s/var.existencias)	100,5	2,3	1,1	-0,2	1,4	1,1	0,3	2,8	1,1
Formación Bruta Capital Fijo	22,7	-2,9	-4,9	-10,5	1,6	-3,3	-5,5	4,3	-1,3
Construcción y otras obras	15,1	3,3	1,5	-1,8	1,5	-0,1	1,8	3,6	2,6
Maquinaria y equipos	7,6	-14,1	-15,8	-24,6	1,7	-9,6	-19,3	5,7	-8,4
Consumo total	77,8	4,1	3,0	3,0	1,3	2,5	2,0	2,5	1,8
Consumo privado	64,4	3,9	2,3	2,2	1,3	2,2	1,2	1,3	1,1
Bienes durables	6,4	1,9	-2,7	-4,6	-5,0	-5,0	-1,2	1,6	1,9
Bienes no durables	26,5	3,6	1,0	2,1	1,5	2,5	1,1	1,6	0,7
Servicios	31,5	4,6	4,2	3,6	2,6	3,4	1,9	1,1	1,1
Consumo Gobierno	13,4	6,2	6,5	7,0	1,4	4,5	5,6	7,8	4,9
Variación de existencias (*)	-0,2	0,1	-0,2	-0,4	-0,8	-0,9	-0,5	-0,4	-0,4
Exportación bienes y servicios	30,1	5,0	0,3	-2,7	1,9	1,1	-6,2	-1,4	-0,9
Importación bienes y servicios	30,3	-4,0	-6,5	-7,2	-4,8	-4,1	-7,3	1,7	-1,8
PIB Total	100,0	2,7	2,3	0,9	1,6	2,7	2,1	2,2	1,3

(*) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Importaciones nominales de bienes de consumo (*)
 (miles de millones de dólares)


(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Expectativas de los consumidores y empresarios (*)
 (índice)


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

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

último, resalta la corrección al alza de las tasas de crecimiento de la industria. La información preliminar daba cuenta de un crecimiento algo superior a 0% en el primer semestre. La información revisada muestra una expansión promedio cercana a 1,5% anual. El crecimiento del tercer trimestre de la industria también fue revisado al alza, en un punto porcentual. En estos resultados, destaca el mejor desempeño de los subsectores más expuestos a la competencia externa, lo que sugiere que la depreciación del peso ha contribuido al dinamismo del sector sustituidor de importaciones. En otros sectores del PIB, destacan las correcciones a la baja en algunas ramas de servicios —principalmente empresariales y personales— y en EGA.

Para el primer trimestre del año, las expectativas privadas (EEE de marzo) anticipan una expansión de 1% anual, la que se fue corrigiendo a la baja en el curso del trimestre (1,8% en enero). Para el 2016 en su conjunto, las expectativas privadas (EEE) anticipan un crecimiento de 1,7%, cifra menor que la prevista en diciembre (2,2%). El escenario base de este IPOm también corrige a la baja el rango de crecimiento proyectado para este año: 1,25 y 2,25%, con un balance de riesgos equilibrado (2 y 3% en diciembre, con un sesgo a la baja). La revisión de esta proyección se fundamenta en una economía más débil que lo esperado a fines del 2015 y comienzos del 2016, y a un escenario externo que entregará un impulso menor a la economía local.

DEMANDA INTERNA

El cierre del 2015 dio cuenta de un consumo total que creció 2,2% en el año, por debajo de lo proyectado en diciembre (2,4%). Detrás de este peor registro están tanto correcciones a la baja en el crecimiento de la primera parte del año, como un cuarto trimestre con una baja tasa de expansión. La formación bruta de capital fijo (FBCF) se contrajo 1,5% en el año, resultado explicado en parte importante por la revisión al alza de la inversión del 2014, que incrementó la base de comparación. También influyó el continuo descenso de la inversión minera y el menor dinamismo de construcción y otras obras. Con esto, la demanda final se expandió 1,3% en el año.

En el último cuarto del 2015 el consumo privado mantuvo un desempeño acotado, disminuyendo su tasa de crecimiento respecto de los trimestres previos. En lo principal, esto se debió a que el consumo habitual mostró mayor debilidad al cierre del año. Destaca la desaceleración del consumo de servicios a lo largo del año, a lo que se sumó el bajo desempeño del no durable. En el cuarto trimestre, compensó en algo el mayor nivel de las tasas de variación anual del consumo durable, por bajas bases de comparación, aunque en el año en su conjunto mostró una contracción. El consumo público acotó su tasa de expansión respecto del trimestre previo, sin embargo su crecimiento anual fue similar al del promedio de la primera mitad del 2015 (tabla III.2).

Los datos de inicio del 2016 indican que el bajo dinamismo del consumo privado continúa. Las importaciones de este tipo de bienes se han sostenido en niveles similares en los últimos trimestres (gráfico III.2) y los principales determinantes del consumo no permiten prever un repunte más marcado en el corto plazo. Particularmente notorio es que las expectativas de los consumidores (IPEC),

aunque con algunos vaivenes, se mantienen en niveles pesimistas (gráfico III.3). Con todo, en febrero tanto el indicador global como sus componentes mostraron un repunte, resaltando el aumento del indicador que mide la percepción actual sobre la situación económica personal, que si bien sigue en niveles bajos, ha tenido una mejora continua desde noviembre del año pasado.

El mercado laboral tuvo un 2015 marcado por el gran dinamismo del empleo asalariado, bajas tasas de desempleo y un robusto crecimiento de los salarios. Sin embargo, en lo más reciente también ha mostrado signos de desaceleración. El crecimiento del empleo asalariado ha disminuido en los últimos meses, al tiempo que crece la participación de los que dicen tener empleos asalariados sin contratos escritos, menores beneficios o que trabajan a jornada parcial (gráficos III.4 y III.5). Así, el empleo total sigue creciendo cerca del 2%, gracias al fuerte crecimiento de los empleados por cuenta propia. La tasa de desempleo permanece baja (5,8% en la última medición del INE) por un crecimiento de los desocupados menor a lo habitual. Esto se relaciona con una menor participación de los mayores de 54 años en la fuerza laboral y también con un traslado más intenso de trabajadores que pasan de ser asalariados a trabajar por cuenta propia. El crecimiento de los salarios reales ha descendido gradualmente en el último año, alcanzando en enero tasas de entre 1 y 1,6% (gráfico III.6). Esto, más allá de que en enero mostraron un aumento mensual mayor que el habitual, coincidente con el reajuste atípico del sueldo mínimo en ese mes. Así, el crecimiento de los ingresos laborales —medidos por la masa salarial real— ha descendido, pero se mantiene en niveles acordes con la evolución del ciclo.

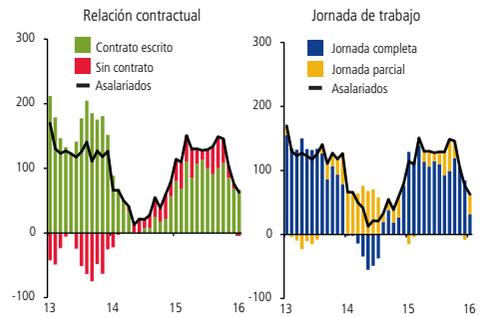
Por último, según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de diciembre del 2015, las condiciones para el otorgamiento de créditos de consumo volvieron a restringirse. Varios antecedentes indican que la demanda también está más restringida, destacando que las personas persisten con conductas de endeudamiento y consumo más cautas. En todo caso, las tasas de interés de los créditos de consumo siguen bajo sus promedios históricos, más allá de un aumento en los últimos meses, y el crecimiento anual de las colocaciones de consumo ha mostrado una leve tendencia al alza en los últimos trimestres.

La inversión se mantiene débil y no se avizora un repunte en lo más próximo. La FBCF cayó 1,3% anual en el cuarto trimestre, por debajo de lo previsto y de lo registrado en el trimestre previo. El componente de maquinaria y equipos cayó 8,4% anual. Si bien construcción y otras obras redujo su crecimiento anual de la mano del menor dinamismo de las obras de ingeniería, aún persiste el impulso proveniente de la edificación de viviendas. Esto último, en línea con el buen desempeño que mostraron las ventas de viviendas en el Gran Santiago (CChC) durante el cuarto trimestre.

Los datos en el margen siguen dando cuenta de una inversión que no muestra mayor variación y anticipan que su debilidad continuará durante la primera parte del 2016. Por un lado, las importaciones de bienes de capital, excluyendo los vehículos de transporte no comunes, disminuyeron levemente en niveles (gráfico III.7). Por otro, el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), en líneas generales, no mostró cambios relevantes con respecto a su edición anterior.

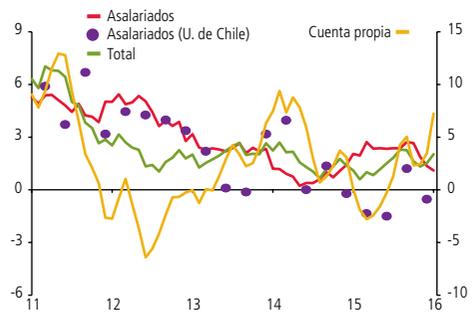
Como se destacó en IPoM previos, parte importante de la caída en la FBCF se explica por la baja en la inversión minera, dados los efectos que ha provocado la

GRÁFICO III.4
Crecimiento anual del empleo asalariado según relación contractual y jornada de trabajo (miles de personas)



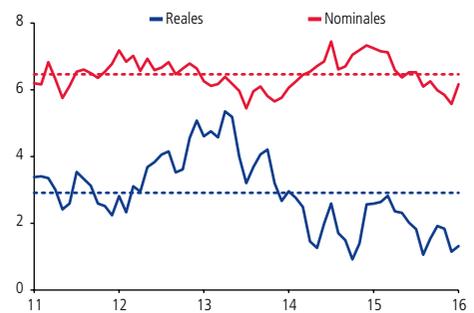
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.5
Creación de empleo según categoría ocupacional (variación anual, porcentaje)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Universidad de Chile.

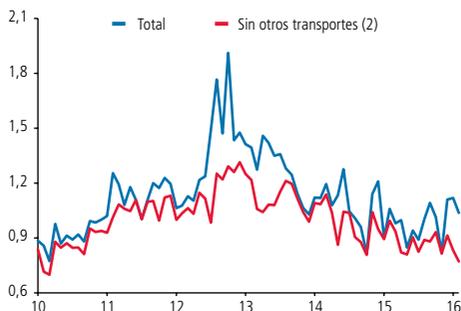
GRÁFICO III.6
Salarios nominales y reales (1) (2) (variación anual, porcentaje)



(1) Los salarios nominales (reales) corresponden al promedio simple entre las variaciones anuales de los Índices nominales (reales) de Remuneraciones (IR) y de Costo de la Mano de Obra (ICMO).

(2) Líneas segmentadas corresponden al promedio desde enero del 2011 hasta enero del 2016.

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

GRÁFICO III.7**Importaciones nominales de bienes de capital (1)**
(miles de millones de dólares)

(1) Series desestacionalizadas.

(2) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8**Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión**
(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)

Fuente: Banco Central de Chile.

caída del precio del cobre. En el 2014 y 2015, parte importante de la menor tasa de crecimiento de la inversión se explican por este factor (gráfico V.3).

Otros determinantes de la inversión, como las perspectivas de los empresarios (IMCE), excluyendo minería, se mantienen en la zona de pesimismo. De todos modos, tanto el comercio como la industria repuntaron en el margen. Sobresale la caída de las expectativas del sector de la construcción, que en el último tiempo dio cuenta de una percepción sobre la demanda y la situación actual de la empresa más deteriorada. Esto, coincide con que el impulso al sector proveniente de la aplicación del IVA a la construcción se irá diluyendo, con el menor dinamismo reciente y con la mayor incertidumbre hacia adelante que señalaron los entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de febrero.

Las condiciones de otorgamiento de crédito también se han vuelto más restrictivas para las empresas, acorde con lo informado por la ECB de diciembre del 2015 y lo que indican los entrevistados en el IPN de febrero. Las tasas de interés para esta clases de colocaciones siguen bajas respecto de sus promedios históricos, pese a que han tenido algún alza en los últimos meses. Además, el crecimiento real anual de las colocaciones ha repuntado algo respecto de mediados del 2015. En cuanto a los créditos para la vivienda, su costo no ha variado mayormente, lo mismo que el crecimiento de su volumen, que sigue en consonancia con el dinamismo del mercado inmobiliario.

CUENTA CORRIENTE

En el 2015, la cuenta corriente presentó un déficit de US\$4.761 millones, equivalente a 2,1% del PIB (gráfico III.8). Este resultado fue consecuencia de un saldo negativo de la renta (US\$6.194 millones), que se compensó en parte por el saldo positivo de la balanza comercial (US\$3.494 millones). El superávit de la balanza comercial fue menor al registrado en el 2014, como consecuencia de la disminución del valor de las exportaciones (16,9% anual) que fue superior a la caída de las importaciones (14,4% anual). Las exportaciones terminaron el año con un desempeño menor al previsto, afectadas principalmente por la nueva baja en los precios de los envíos, en particular del cobre. Esto fue visible tanto en la información del cuarto trimestre, como en la revisión de las cifras de trimestres previos. A su vez, en las importaciones existieron caídas en los precios en varias líneas, en particular en el petróleo. Para el 2016, el escenario base contempla un déficit de cuenta corriente de 2,5% del PIB (1,7% en el IPoM de diciembre) y de 2% del PIB para el 2017.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación anual del IPC sigue en niveles elevados. En febrero llegó a 4,7%, totalizando casi dos años por sobre o muy cerca del límite superior del rango de tolerancia (gráfico y tabla IV.1). Como ya ha sido destacado, el incremento de la inflación en los últimos trimestres se relaciona con los efectos directos e indirectos de la significativa depreciación del peso, con la indexación a la inflación pasada y con holguras de capacidad que permanecen acotadas. En lo más reciente, algunos elementos puntuales colaboraron con el alza más notoria de la inflación. Con todo, en el escenario base se prevé que su trayectoria será similar a la considerada en diciembre. En particular, se contempla que la inflación anual del IPC continuará en cifras por encima de 4% por algunos meses más, para luego retornar al rango de tolerancia hacia la segunda mitad del 2016 y acercarse a 3% en la primera mitad del 2017. Desde ahí en adelante oscilará en torno a ese valor. Las expectativas de inflación privadas son coherentes con este escenario. A un año plazo están algo por sobre 3% y a dos años plazo se mantienen en la meta.

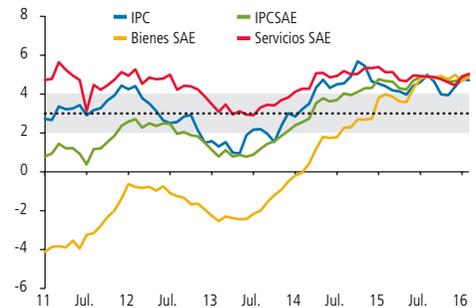
TABLA IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

	IPC	Alimentos	Energía	IPCSAE	IPCSAE Bienes	IPCSAE Servicios
2014 Prom.	4,4	6,9	5,5	3,6	1,6	4,9
2015 Ene.	4,5	9,5	-8,1	4,8	3,8	5,4
Feb.	4,4	8,8	-7,3	4,7	4,0	5,1
Mar.	4,2	8,0	-7,6	4,6	3,9	5,1
Abr.	4,1	8,0	-5,5	4,3	3,6	4,7
May.	4,0	7,7	-6,2	4,2	3,6	4,7
Jun.	4,4	7,5	-4,5	4,7	4,3	5,0
Jul.	4,6	7,5	-3,8	4,9	4,8	4,9
Ago.	5,0	8,2	-1,5	4,9	4,9	4,9
Sep.	4,6	7,1	-2,7	4,9	4,8	4,9
Oct.	4,0	4,4	-3,8	4,8	4,9	4,8
Nov.	3,9	4,7	-3,8	4,7	4,8	4,6
Dic.	4,4	4,7	1,2	4,7	5,0	4,4
2016 Ene.	4,8	4,3	5,9	4,8	4,7	4,9
Feb.	4,7	4,0	4,2	5,0	4,9	5,0

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

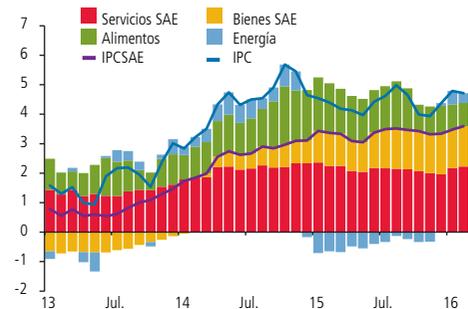


(1) Para su definición, ver Glosario.

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

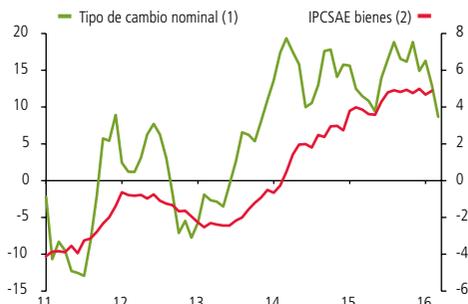
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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



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

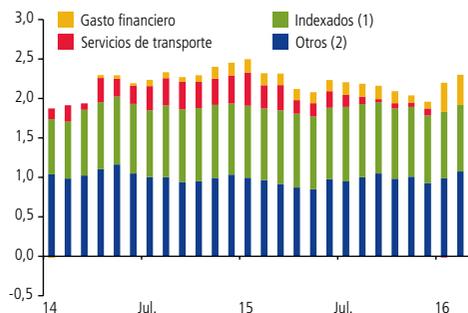
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.3**Tipo de cambio e IPCSAE de bienes**
(variación anual, porcentaje)

(1) Para el tipo de cambio de marzo del 2016 se considera el promedio mensual hasta el día del cierre estadístico.

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

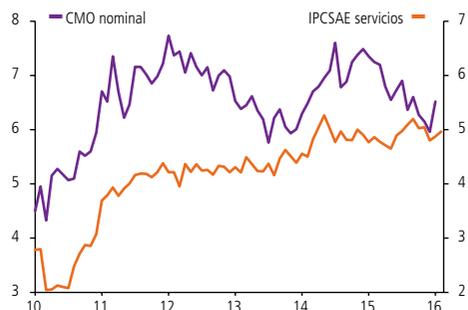
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.4**Incidencias de los servicios del IPCSAE en la inflación anual del IPC**
(puntos porcentuales)

(1) Incluye servicios de salud, educación y otros indexados.

(2) Incluye servicios de cuidado personal, recreación, alimentación, vestuario, vivienda, tarifas reguladas y otros.

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

GRÁFICO IV.5**Salarios nominales e IPCSAE de servicios excluyendo servicios financieros y de transporte**
(variación anual, porcentaje)

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

Entre el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la inflación anual del IPC aumentó de 3,9 (noviembre) a 4,7% (febrero), en línea con lo previsto en diciembre. Más allá de que el elevado nivel de la inflación sigue respondiendo a los factores antes mencionados, los cambios en los últimos meses obedecen también al efecto de dos fenómenos. Por un lado, la mayor inflación anual de los combustibles. Por otro, el alza del impuesto de timbre y estampillas en enero. El primero de estos elementos se relaciona con que salieron de la base de comparación los mayores precios de los combustibles que se registraron a lo largo de casi todo el 2014 y que hicieron que durante el 2015 la variación anual del componente de energía tuviera una incidencia negativa en el IPC anual (gráfico IV.2). El segundo factor, el impuesto señalado, era un incremento de precios previsto en el marco de la reforma tributaria e implicó un aumento, por una vez, de 0,3 puntos porcentuales (pp) en la inflación mensual de enero. Este ajuste se suma al alza de otros precios regulados.

La variación anual del IPCSAE —inflación subyacente— también evolucionó de acuerdo con lo esperado, pasando desde 4,7% en noviembre a 5% en febrero último. Respecto de sus componentes, después de un incesante aumento entre mediados del 2013 y mediados del 2015, la inflación de bienes SAE se ha estabilizado, aunque en niveles altos, en torno a 5%. Como se ha mencionado en otras ocasiones, el comportamiento de este grupo ha estado muy ligado al del tipo de cambio —que en los últimos meses osciló entre \$670 y 730 pesos por dólar— (gráfico IV.3). Estimaciones en base a grupos desagregados de la canasta del IPC, muestran que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a los precios de los bienes del IPCSAE es mayor que el de los servicios (Recuadro IV.1).

La inflación anual de servicios SAE, que había anotado 4,4% en diciembre, volvió a niveles próximos a 5% a comienzos de este año. En este aumento influyó el ya citado cambio impositivo, que elevó la incidencia anual del ítem gasto financiero a alrededor de 0,4pp del IPC total. Con todo, la persistencia de esta inflación en niveles altos es reflejo del impacto de la indexación a la inflación pasada y de holguras de capacidad acotadas. El tipo de cambio también ha jugado su rol, especialmente en los servicios de transporte, cuyo precio ha sido históricamente más sensible a las fluctuaciones del valor de la divisa. Sin embargo, cabe destacar que desde principios del 2015 la inflación de estos últimos se redujo, ayudado por el menor valor internacional de los combustibles (gráfico IV.4).

Por su parte, las presiones provenientes del costo de la mano de obra han cedido respecto de hace un año, lo que se verifica en el sostenido descenso de la expansión anual de los salarios, ya sea en términos nominales o reales. Esto, más allá de que en enero mostraron un aumento mensual mayor que el habitual, coincidente con el reajuste atípico del sueldo mínimo en ese mes. Con esto, a enero del 2016 el crecimiento anual de los salarios nominales se ubicó entre 5,8 y 6,5% según las mediciones disponibles (7,1 y 7,4% en enero del 2015), mientras el de los salarios reales lo hizo entre 1 y 1,6% (2,5 y 2,7% en enero del 2015) (gráfico IV.5).

Respecto de los ítems no SAE, tras casi un año en terreno negativo, en febrero la variación anual del componente energía subió a 4,2% (-4,5% promedio

en el 2015). La reversión proviene del componente combustibles, debido al fin de las altas bases de comparación previas a la caída del valor del petróleo a fines del 2014 (gráfico IV.6). En los últimos meses, su precio internacional ha tenido oscilaciones relevantes. Desde un nivel cercano a US\$40 al cierre del IPoM previo, descendió a cerca de US\$25 en febrero, para luego retornar a niveles similares a los de fines del 2015. Una trayectoria similar siguió el precio de la gasolina. Dado el mecanismo de traspaso a precios internos, ello ha propiciado registros mensuales negativos para la inflación de este grupo en los dos primeros meses del año, aunque en términos anuales estos aumentaron —a valores cercanos a 0%— (gráfico IV.7). Por su parte, las tarifas eléctricas subieron en el primer bimestre del año, por la incorporación rezagada de mayores niveles de tipo de cambio. Así, la inflación anual de este componente persiste elevada, por sobre 10%, aunque con algún descenso desde el IPoM precedente en razón del importante ajuste tarifario que tuvo lugar en igual período del 2015.

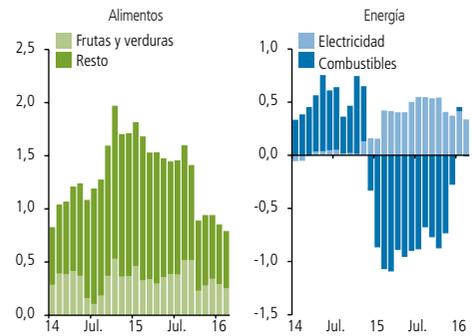
Los alimentos disminuyeron su incidencia positiva en el IPC total, con una inflación anual que pasó de 4,7 a 4% entre noviembre y febrero (gráfico IV.2). Mientras el aporte del componente de frutas y verduras frescas no mostró mayores novedades, el de los alimentos resto siguió reduciéndose hasta cerca de 0,5pp del IPC anual, resaltando la menor contribución de algunos productos cárnicos y lácteos (gráfico IV.6). Este resultado es coincidente con el retroceso de los precios externos de los alimentos. La variación anual del índice FAO ha continuado negativa, en especial en las líneas de productos recién destacadas (gráfico IV.8). De todos modos, el ajuste en el mercado local ha sido mucho más gradual, entre otros motivos por el efecto opuesto que ha aportado la depreciación cambiaria.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

La inflación anual de los últimos meses ha evolucionado en línea con lo proyectado y las perspectivas no son muy distintas respecto de lo estimado en el IPoM de diciembre. Los datos confirman que convergerá gradualmente a 3%, aunque permanecerá sobre 4% durante la primera parte del 2016. Esto, principalmente por los efectos de la significativa depreciación que ha acumulado el peso, en un contexto de holguras de capacidad acotadas y donde la indexación a la inflación pasada juega un rol relevante. Como refrendó buena parte de los consultados en el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de febrero, la estrechez de los márgenes continúa siendo una de las principales repercusiones de la depreciación cambiaria. Ello persiste como un elemento relevante al ponderar las presiones inflacionarias, aunque el debilitamiento de la demanda interna debería ayudar a contener el traspaso a precios finales.

En el escenario base, la variación anual del IPC alcanzará 3,6% a diciembre de este año (3,8% en el IPoM de diciembre). Se espera que esta converja a 3% en la primera mitad del 2017, para oscilar en torno a ese valor desde ahí en adelante. En cuanto al IPCSAE, también se proyecta en 3,6% a diciembre del 2016 (3,7% en el IPoM anterior). Las expectativas de inflación privadas son congruentes con este escenario. A diciembre de este año, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo espera una inflación de 3,6% (3,4%

GRÁFICO IV.6
Incidencias de alimentos y energía en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



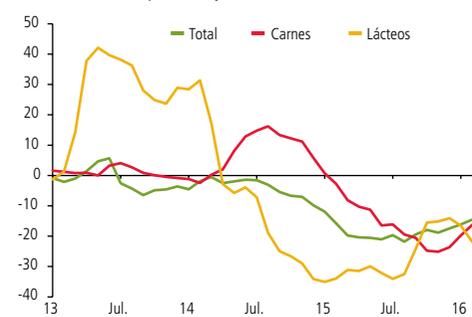
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.7
Precio semanal de la gasolina (1) (2)
(índice 2013-2016 = 100)



(1) A partir de agosto del 2014, la CNE publica el precio de paridad en pesos, por lo que desde entonces se pasa a dólares utilizando el promedio del TCO de las últimas dos semanas previas al dato.
(2) Datos efectivos hasta la semana del 18 de marzo del 2016 para el precio de paridad en dólares. En el caso del precio a público en pesos, datos efectivos hasta la semana del 4 de marzo del 2016 y para semanas posteriores corresponden a estimaciones preliminares.
Fuentes: Banco Central de Chile y Comisión Nacional de Energía (CNE).

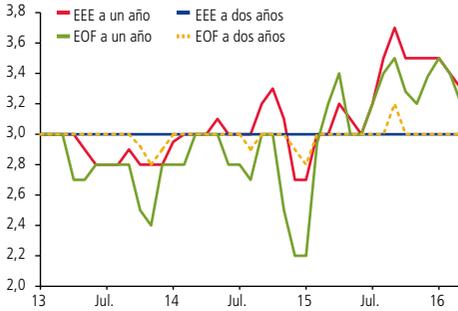
GRÁFICO IV.8
Índice FAO en dólares
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.



GRÁFICO IV.9
Expectativas de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, excepto para marzo del 2016, donde se considera la encuesta de la segunda quincena.

Fuente: Banco Central de Chile.

en diciembre), igual que el promedio de los seguros de inflación en los diez días anteriores al cierre estadístico de este IPoM. A un año plazo, las expectativas de inflación muestran niveles algo por sobre 3%. En particular, la EEE proyecta 3,3%, mientras la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de marzo y los seguros de inflación 3,2%. A dos años, las perspectivas permanecen en 3% (gráfico IV.9).

Los riesgos para la inflación apuntan en ambas direcciones. La permanencia de esta en altos niveles por un largo tiempo podría afectar su velocidad de convergencia, ya sea vía indexación o por su posible impacto en la formación de expectativas. En el corto plazo, además, la dinámica inflacionaria seguirá muy ligada a los movimientos cambiarios y, por ende, a los diversos riesgos que emanan del escenario externo. La materialización de ciertos riesgos negativos en este ámbito podría depreciar el peso y lo contrario ocurriría si las noticias apuntan en el sentido opuesto.

RECUADRO IV.1 TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO A PRECIOS

El tipo de cambio es un determinante importante de la inflación y, por lo tanto, no es extraño que su impacto sobre ella —el denominado coeficiente de traspaso del tipo de cambio (CT)— haya sido objeto de una amplia investigación académica, dentro y fuera del Banco Central. Para Chile, esta investigación da cuenta de dos resultados principales. Primero, que el CT está entre 0,1 y 0,2 al plazo de un año. Esto es, un *shock* de 1 punto porcentual (pp) al tipo de cambio tiene asociado un alza de la inflación de entre 0,1 y 0,2pp en dicho plazo (Bertinatto y Saravia (2015); Justel y Sansone (2015); Albagli *et al.* (2015)). Segundo, que el CT estimado para Chile es relativamente alto desde una perspectiva internacional, fenómeno que es compartido con otras economías emergentes (Albagli *et al.* (2015)).

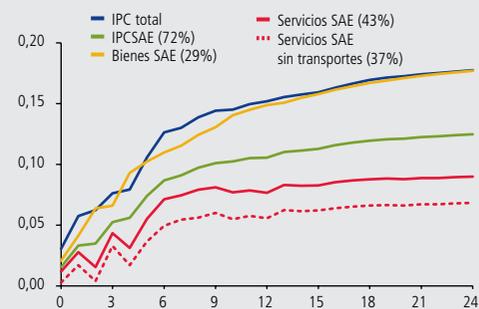
Este Recuadro revisa nuevas estimaciones del CT en Chile que hacen un uso más extensivo de datos desagregados. Además, presenta resultados que describen el CT para precios pagados en aduana, diferenciando entre el efecto del tipo de cambio peso/dólar (TCN) y el multilateral (TCM). Las principales conclusiones son: (i) las nuevas estimaciones son similares a las obtenidas con datos más agregados; (ii) el CT es bastante mayor en bienes que tienen un componente importado más alto; (iii) el CT a precios en la aduana es rápido y grande, mientras que a precios al consumidor final es lento y más pequeño, lo que sugiere que la compresión de márgenes juega un rol importante en la transmisión de los movimientos cambiarios, (iv) una depreciación del peso respecto del dólar tiene efectos menores si los socios comerciales también se deprecian contra el dólar, pues en ese caso los precios en dólares de los bienes importados caen.

Coefficiente de traspaso por componentes del IPC

Dadas las distintas características de los bienes y servicios del IPC, es posible que el CT agregado esconda una heterogeneidad significativa entre categorías. Contreras y Pinto (2016) miden el CT respecto de la paridad peso/dólar para 131 de las 137 subclases del IPC, usando datos mensuales entre el 2000 y 2015. Luego, estas son agregadas en distintas categorías de bienes y servicios. Los resultados muestran que el promedio ponderado de los CT a un año estimado para las 131 subclases es 0,15. Este número es coherente con el rango de las estimaciones previas realizadas con datos agregados. Los autores encuentran, además, que el traspaso es menor (0,11) si solo se consideran categorías SAE (gráfico IV.10), y que se aprecian diferencias significativas entre

la respuesta a un año en los bienes SAE (0,15) y los servicios SAE (0,08). Esta diferencia es aún mayor si se excluye de los servicios al sector transporte, subclase que se caracteriza por tener una parte importante de insumos importados y porque algunos de sus precios se indexan al dólar. Más en detalle, sectores como energía o vestuario tienen un CT sobre el promedio, mientras que en sectores de servicios, como salud o educación, es bajo. Una posible explicación para esta diferencia es la relevancia de los componentes importados en cada sector. Los autores testean esta hipótesis con una regresión de corte transversal entre los CT estimados para las 131 subclases y la importancia de los componentes importados en cada una, y encuentran una relación positiva y significativa entre ambas.

GRÁFICO IV.10
Coeficiente de traspaso por grupos del IPC (*)
(puntos porcentuales)



(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. El eje horizontal indica número de meses. Fuente: Contreras y Pinto (2016).

Estimación del CT con datos de aduana

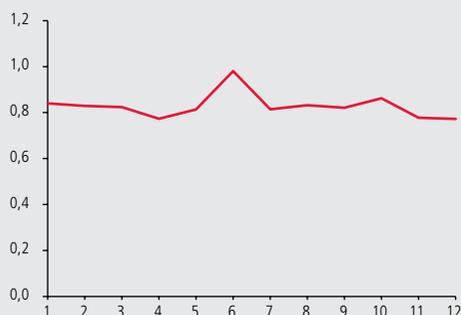
Un complemento al análisis previo es estudiar lo que ocurre con los precios de las importaciones. De la Huerta *et al.* (2016) utilizan datos mensuales del Servicio Nacional de Aduanas para el período 2002-2015. Con ellos construyen índices de precios para 44 subclases del IPC, centrándose en categorías de bienes homogéneos para una adecuada comparación. Siguiendo a la literatura internacional de CT a precios en aduana (Gopinath, 2015), los autores estiman lo siguiente:

$$\Delta \text{ipb}_t = \sum_{i=1}^{12} \beta_{i,TCM} \Delta \text{TCM}_{t-(i-1)} + \alpha' \chi_t + \varepsilon_t$$

donde todas las variables están en logaritmos, ipb es el índice de precios (en pesos) en aduana, TCM es el tipo de cambio multilateral (expresado en unidades de pesos chilenos por las monedas respectivas), y x es un vector de controles. El coeficiente de traspaso al horizonte s con respecto al TCM se define como $\beta^s_{TCM} \equiv \sum_{i=1}^s \beta_{i,TCM}$.

En línea con la literatura para otros países emergentes, los autores encuentran que el CT en aduana es alto y persistente (gráfico IV.11). Esto, junto con que el CT a precios finales es mucho más bajo en promedio, como muestra Contreras y Pinto (2016), da cuenta de que movimientos en el tipo de cambio son absorbidos por los márgenes de las empresas. Además, que el CT a precios finales sea más bajo al inicio, y alcance su mayor valor después de cerca de un año (gráfico IV.10), sugiere que la recuperación de los márgenes toma tiempo^{1/}.

GRÁFICO IV.11
Precios en aduana en pesos: CT respecto del TCM (*)
(puntos porcentuales)



(*) El eje horizontal indica número de meses.
Fuente: De la Huerta *et al.* (2016).

De la Huerta *et al.* (2016) realizan otro ejercicio para entender los mecanismos detrás del alto CT en aduana. Por un lado, más de 90% del total del valor de las importaciones están facturadas en dólares. Por ello, al menos en el corto plazo, el TCN debiese dominar la dinámica de estos precios. Sin embargo, solo alrededor del 20% de las importaciones provienen de Estados Unidos. Esto sugiere que, en el mediano plazo, el origen de las importaciones, y el comportamiento de sus respectivas monedas, debiese cobrar mayor relevancia. Por ejemplo, si el peso chileno se deprecia frente al dólar pero no frente al real —la depreciación del peso y real son similares—, es esperable que los exportadores brasileños que envían productos a Chile traspasen a menores precios en dólares la ganancia en competitividad que les significa la depreciación de su moneda, sobre todo si esta depreciación es común a otros productores que compiten en el mismo mercado.

^{1/} Este ajuste de márgenes es coherente con la evidencia internacional documentada por Alessandria *et al.* (2010).

Para testearlo, De la Huerta *et al.* (2016) estiman lo siguiente:

$$\Delta ipb_t = \sum_{i=1}^{12} \beta_{i,TCN} \Delta TCN_{t-(i-1)} + \sum_{i=1}^{12} \beta_{i,TCM-X} \Delta TCM-X_{t-(i-1)} + \alpha' x_t + \varepsilon_t$$

donde TCN es el tipo de cambio peso/dólar y $TCM-X$ es el tipo de cambio nominal multilateral que excluye el dólar. El coeficiente de traspaso al horizonte s con respecto al TCN y $TCM-X$ se define de manera análoga al ejercicio anterior.

Los resultados respaldan la hipótesis planteada^{2/} (gráfico IV.12). En el corto plazo el CT a precios en pesos respecto del TCN es cercano a uno, pero decrece en el tiempo. Para un aumento del $TCM-X$ se observa el comportamiento inverso: en el corto plazo, un traspaso cercano a cero, y un aumento posterior. Estos resultados sugieren que las implicancias de una apreciación global del dólar (un aumento del TCN , sin cambios en el $TCM-X$), *vis-a-vis* una devaluación exclusiva del peso chileno (un aumento del TCN y del $TCM-X$) respecto del resto del mundo, pueden ser muy distintas. En el primer caso, es de esperar un inmediato traspaso a los precios en pesos medidos en aduana, por el efecto moneda de facturación. En el mediano plazo, es de esperar una reducción de precios a medida que los distintos países de origen (que también se depreciaron) ajustan a la baja sus precios en dólares por presiones competitivas. En una depreciación solo del peso, el impacto inicial no debiera revertirse, pues ningún país de origen tendría incentivos a cambiar sus precios (en dólares) para el mercado chileno.

GRÁFICO IV.12
Precios en aduana: CT respecto del TCN y TCM-X (*)
(puntos porcentuales)



(*) El eje horizontal indica número de meses.
Fuente: De la Huerta *et al.* (2016).

^{2/} Una alternativa es estimar el efecto de variaciones del TCN y $TCM-X$ directamente en precios de aduana expresados en dólares. La minuta referida presenta los resultados de dicho ejercicio, los cuales son plenamente coherentes con el ejercicio presentado aquí.

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 para la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

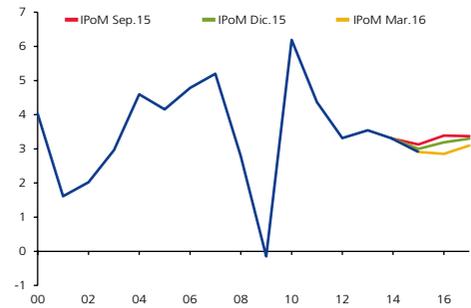
ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

La inflación ha evolucionado en línea con lo previsto en diciembre y su nivel sigue siendo elevado. Por su parte, las proyecciones del nuevo escenario base dan cuenta de un panorama sin grandes cambios respecto de diciembre. La inflación anual del IPC permanecerá por sobre 4% la primera parte del año y se aproximará gradualmente a 3%, aunque esta convergencia será levemente más rápida que lo previsto.

Respecto de la actividad, desde diciembre, las principales novedades del escenario base tienen dos fuentes. Por un lado, las cifras de Cuentas Nacionales mostraron que la demanda interna y la actividad se desaceleraron hacia fines del 2015, al tiempo que los datos coyunturales más recientes apuntan a que esta tendencia prosiguió los primeros meses de este año. Por otro lado, el impulso externo que recibirá la economía chilena es menor que lo previsto en diciembre. Tanto porque el crecimiento de los socios comerciales en vez de aumentar, será similar al del bienio 2014-2015, como por términos de intercambio algo más bajos y condiciones financieras externas que se prevén menos holgadas que en diciembre. Así, este IPoM corrige a la baja el rango de crecimiento del PIB para el 2016 y supone una recuperación moderada el 2017.

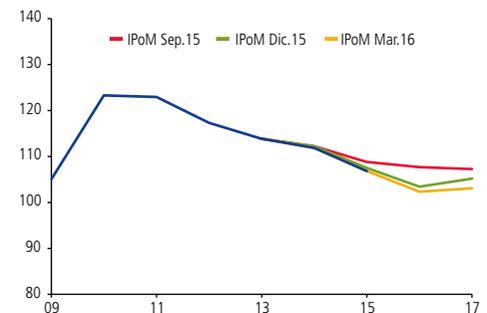
En el plano externo, el escenario base de este IPoM considera ajustes a la baja en el crecimiento esperado para los socios comerciales, más marcados en algunas economías desarrolladas y en América Latina (gráfico V.1). En las primeras, los datos efectivos de los últimos meses han sido menos dinámicos de lo esperado. Las evaluaciones de las propias autoridades monetarias de estas economías, con discursos y acciones más expansivas, son reflejo de ello. Así, las proyecciones para las economías desarrolladas se corrigen en tres décimas a la baja para el 2016 y para el 2017, con lo que en el horizonte de proyección la expansión de estos países será similar a la del 2015. En las economías emergentes, destaca que para el 2016 se prevé una contracción de América Latina de 0,9% (+0,4% en diciembre). La revisión toma en consideración el impacto que en las economías de la región ha tenido la caída de los precios de las materias primas, los ajustes pendientes del gasto privado y/o público en

GRÁFICO V.1
PIB de socios comerciales y proyecciones
(variación anual, porcentaje)



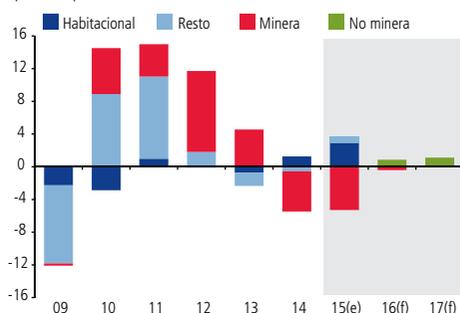
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.2
Términos de intercambio y proyecciones
(índice 2008=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3
Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)
(puntos porcentuales)



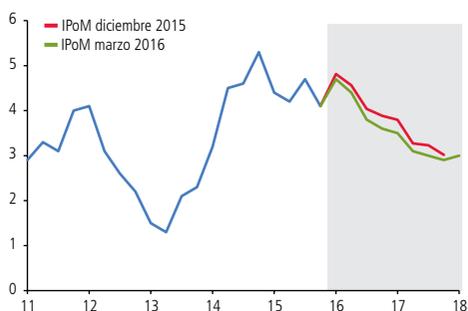
(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS hasta el tercer trimestre y el plan de inversión de Codelco. La inversión habitacional considera información de la Cámara Chilena de la Construcción y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016 y 2017, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión de empresas y el catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2016, corresponde a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

varias de ellas, el deterioro de las condiciones de financiamiento externo y el hecho que el margen de maniobra para las autoridades es escaso, derivado, entre otros, de la mayor inflación y el limitado espacio fiscal. Así, el escenario base considera que este año los socios comerciales crecerán a la misma tasa que el 2015, la que aumentará levemente hacia el 2017.

En los últimos meses, los mercados financieros han mostrado alta volatilidad, con grandes movimientos de los precios de los activos financieros en ambas direcciones. La relativa mayor calma de los días previos al cierre de este IPoM no obsta a que se den nuevos episodios de tensión, toda vez que las fuentes de riesgo —relacionados con la situación china, la real fortaleza del crecimiento de las economías desarrolladas y el delicado momento de algunos países de América Latina— siguen presentes. De este modo, el escenario base contempla la ocurrencia de nuevo episodio de volatilidad, con lo que las condiciones financieras para las economías emergentes serán menos favorables que lo previsto.

Los precios de las materias primas también han sido presa de la mencionada volatilidad. Desde diciembre, tanto el cobre como el petróleo alcanzaron mínimos no vistos en años, para luego retornar a precios no muy diferentes de los del cierre del IPoM pasado. El escenario base ajusta a la baja las proyecciones del precio del petróleo, considerando el incremento de sus inventarios a nivel mundial y las expectativas de producción. Las proyecciones de cobre se mantienen inalteradas. Los precios de otros productos de exportación han tenido importantes ajustes a la baja, afectados tanto por temas idiosincráticos de cada mercado como por la menor demanda, especialmente de algunos productos exportados a América Latina. En suma, el escenario base prevé términos de intercambio menores para el 2016 y el 2017 que lo anticipado en diciembre (gráfico V.2).

En el plano interno, el escenario base de este IPoM contempla un crecimiento del PIB de entre 1,25 y 2,25% el 2016. En el 2017 lo hará entre 2 y 3% (Recuadro V.1). Esto implica que la economía se mantendrá creciendo por debajo de su potencial^{1/} durante buena parte del horizonte de proyección, de modo que se anticipa un incremento adicional de las holguras de capacidad. El rango para el 2016 está por debajo del estimado en diciembre y supone también un panorama más débil para el consumo y la inversión. La proyección se condice con indicadores coyunturales que apuntan a que la debilidad del consumo y la inversión ha proseguido en lo que va del 2016.

En los últimos dos años la masa salarial real ha venido creciendo más que el consumo privado, lo que hacía suponer que este último podía mostrar una recuperación algo mayor durante este año. Sin embargo, ello no se ha dado, lo que unido al deterioro del mercado laboral en los últimos meses, a la mantención de las expectativas de consumidores en niveles pesimistas y a los bajos niveles de importaciones de bienes de consumo de los primeros meses del año, llevan a corregir el crecimiento de este componente del gasto a la baja. Con todo, hacia el 2017 se espera una recuperación de esta variable de la mano de una mejoría gradual de sus fundamentos.

^{1/} Se refiere al PIB coherente con una inflación estable y no al PIB tendencial. El primero se estima en torno a 3% y el segundo en torno a 3,5% (Recuadros V.1 y V.2, IPoM Septiembre 2015).

La formación bruta de capital fijo ha pasado por un ajuste importante en los últimos años, derivado principalmente del fin del ciclo de inversión minera (gráfico V.3). El escenario base de este IPoM reduce el crecimiento proyectado para este componente del gasto respecto de diciembre. Por un lado, se estima que la inversión minera permanecerá en niveles similares a los del 2015. Por otro, el impulso que la entrada en vigencia del IVA a la construcción le ha dado a la inversión habitacional se irá diluyendo. Se suma el menor impulso que proveerá la inversión pública, derivado del ajuste fiscal anunciado recientemente. El resto de la inversión tendrá una recuperación gradual en el horizonte de proyección, en la medida que las expectativas y la demanda externa mejoren.

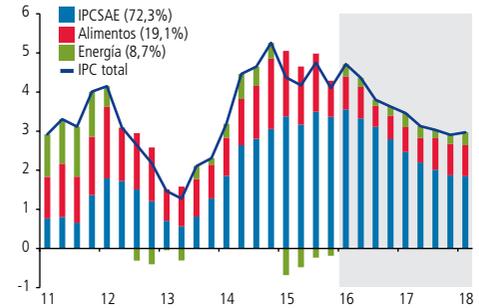
En concordancia con el menor crecimiento previsto para los socios comerciales, las exportaciones también tienen correcciones a la baja respecto de diciembre. Los envíos industriales serán los más afectados, considerando que sus destinos están más concentrados en países de América Latina y que algunos sectores, como los salmones, se han visto aquejados por factores específicos. Por el lado de las importaciones, los cambios son mayores reflejo de una menor demanda interna en un contexto de una depreciación cambiaria. Así, el déficit de la cuenta corriente tendrá un aumento el 2016, alcanzando a 2,5% del PIB. La corrección responde tanto a los ajustes en precios como volúmenes. El 2017, el déficit se reducirá a 2% del PIB, considerando mayores exportaciones de cobre derivadas de la entrada en producción de algunos yacimientos y la mejora de los términos de intercambio. Medido a precios de tendencia^{2/} el déficit en cuenta corriente tendrá una evolución similar.

En el escenario base, como se indicó, la evolución de la inflación será similar a la prevista en diciembre. Así, la variación anual del IPC seguirá por sobre 4% por algunos meses más, retornando al rango de tolerancia en el segundo semestre del 2016 y convergiendo a 3% en la primera mitad del 2017, levemente más rápido que lo estimado en diciembre (gráfico V.4).

Este proceso estará determinado en gran parte por un tipo de cambio nominal que, más allá de la volatilidad habitual, no tendrá depreciaciones de la magnitud de las acumuladas en los años recientes. Por lo pronto, con vaivenes importantes, la paridad peso/dólar ha descendido respecto de diciembre y, al cierre estadístico, se ubica en niveles similares a los de agosto del 2015. El tipo de cambio real (TCR) también ha bajado en los últimos meses, y se ubica en torno a 94 en su medida 1986=100, lo que lo sitúa en el promedio de los últimos 15 años. Si bien este registro es coherente con lo que se consideran valores de largo plazo del TCR, las condiciones cíclicas de la economía sugieren un nivel algo por sobre los valores actuales. Por esta razón, como supuesto de trabajo, se considera que el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección.

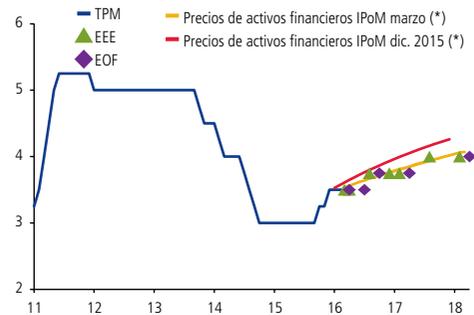
^{2/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valoriza utilizando los precios corrientes. Además no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el petróleo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril (Recuadros V.2 IPoM Septiembre 2012 y V.1, IPoM Diciembre 2015).

GRÁFICO V.5
Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a contar del primer trimestre del 2016, corresponde a la proyección.
(2) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.6
TPM y expectativas
(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.



En el proceso de reducción de la inflación también ayudará el incremento de las holguras de capacidad, el que, como se mencionó, será más intenso. En todo caso, es importante notar que la evidencia empírica y la experiencia de los últimos años muestra que, por una parte, las holguras siguen relativamente acotadas y que, por otra, la elasticidad de la inflación a la brecha es reducida. Así, al menos en un contexto de bajo crecimiento de la economía y de un mercado del trabajo que se ajusta paulatinamente, no se esperan reducciones muy rápidas de la inflación subyacente inducidas por este factor. Esta proyección también contempla que los precios externos relevantes para Chile (IPE) serán inferiores a lo previsto en diciembre (por menores registros de inflación locales y por la evolución del dólar en los mercados globales). Además, considera una menor contribución de los precios de los alimentos internacionales. En el componente de energía, se contrapone un mayor precio de la gasolina con uno menor de la electricidad (gráfico V.5).

Como supuesto de trabajo, el escenario base considera una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.6). Bajo este supuesto de trabajo, la política monetaria seguirá impulsando la economía a lo largo de todo el horizonte de proyección. Además, respecto de la política fiscal, se asume que la trayectoria del gasto público es coherente con la regla y con los anuncios del Gobierno respecto de seguir una senda de consolidación fiscal, lo que se ha traducido en un ajuste de su gasto para el 2016. Esto es concordante con un precio de tendencia del cobre menor al estimado en la formulación del presupuesto para este año.

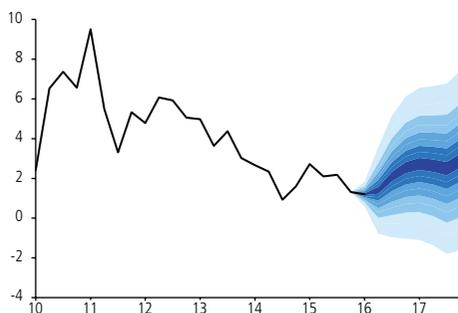
ESCENARIOS DE RIESGO

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, antecedentes en una u otra dirección provocarán los ajustes necesarios en la política monetaria (gráficos V.7, V.8 y V.9).

Entre los principales riesgos del ámbito externo está la evolución de los mercados financieros internacionales. Es posible que se repitan nuevos episodios de volatilidad como los observados en los primeros meses del año, porque varios de los elementos que los gatillaron siguen presentes. En particular, las dudas respecto de la situación de China y de la trayectoria de tasas de política que adopte la Fed. Esto último, tanto por sus diferencias con lo que se deduce de los precios de mercado como por las divergencias con la política monetaria de otros países desarrollados. No obstante, tampoco es descartable que se mantenga el mayor apetito por activos riesgosos observado en las últimas semanas. Cualquiera de los desenlaces que se dé tendría efectos, entre otros, en las condiciones financieras externas, las paridades de las economías emergentes y, a través de ellos, en el panorama de actividad e inflación local.

Otro ámbito de riesgos dice relación con las perspectivas de actividad mundial. En el lado negativo, hay dudas sobre la capacidad de crecimiento en China, a lo que suma los cuestionamientos sobre la fortaleza de la recuperación de Estados Unidos. Además, el debate electoral en varios países de Europa

GRÁFICO V.7
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. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

y Estados Unidos da cuenta de una mayor probabilidad de un viraje hacia políticas más proteccionistas. En el lado positivo, es posible que las medidas de impulso, particularmente en el mundo avanzado y China, sean más efectivas en lograr un mayor crecimiento global.

Por último, la situación de América Latina también es una fuente de riesgos importante, que de materializarse podrían llevar a efectos negativos tanto en las condiciones financieras como en la demanda externa que enfrente Chile. Preocupa la mayor exposición de la región a China y la necesidad de varias economías de realizar un ajuste adicional. Todo esto en un contexto donde en varios países la inflación ha aumentado, las expectativas de inflación están por sobre la meta y se ha reducido el espacio para un mayor impulso monetario y/o fiscal. Se suma que en Brasil y Venezuela han aumentado los riesgos políticos.

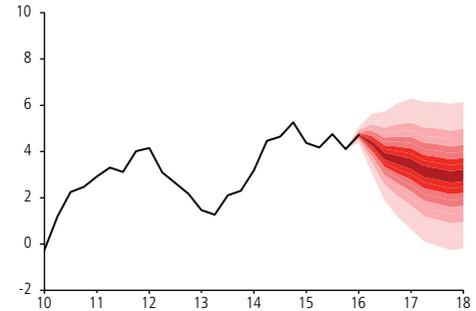
En lo interno, los últimos datos dan cuenta de que la actividad y la demanda perdieron fuerza, de que el mercado laboral se ha resentido y que las expectativas de consumidores y empresas siguen en niveles pesimistas. En este contexto, no es descartable un crecimiento menor al esperado en el escenario base, por ejemplo si se intensifica algunos de estos fenómenos. Sin embargo, dado que la economía se encuentra bien balanceada desde un punto de vista macro, posee una política fiscal responsable, expectativas de inflación bien ancladas y un sistema financiero estable y bien regulado, es posible que noticias más favorables generen una recuperación del crecimiento que podría ser más rápida que lo proyectado en el escenario base.

En cuanto a los riesgos para la inflación, esta se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos en la formación de expectativas. En el corto plazo, su dinámica seguirá muy ligada a lo que ocurra con el tipo de cambio. Por ello, en línea con los escenarios antes expuestos, existen riesgos en ambas direcciones.

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

La inflación continuará por sobre 4% por algunos meses más y retornará a 3% en el 2017. El crecimiento de la actividad y la demanda se ha debilitado y en el horizonte de proyección se recuperará paulatinamente. El escenario externo se ha vuelto menos favorable. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

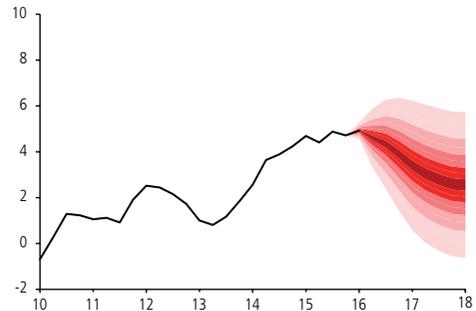
GRÁFICO V.8
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.9
Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO V.1 PROYECCIONES INCLUIDAS EN EL IPOM

Cada trimestre, en el IPoM, el Consejo presenta su visión sobre el estado de la economía. Parte importante de esta, son las proyecciones de inflación y crecimiento del PIB, que conforman la base del escenario de proyección. Este Recuadro describe la forma en que se presentan las proyecciones.

Proyecciones de inflación y crecimiento del PIB

Las proyecciones de estas variables se reportan de dos maneras. La primera, una estimación de su valor en el escenario base. Para la inflación, corresponde al valor promedio y a diciembre del año en curso y del siguiente, así como su valor esperado a fines del horizonte de política: en torno a dos años. Las proyecciones de crecimiento del PIB se presentan de manera similar, excepto que, en vez de una estimación punto, se entrega un rango. Esto responde al hecho que el error histórico en la proyección de crecimiento del PIB es mayor que el de la inflación y, por lo tanto, es más incierta.

Respecto del período de proyección del crecimiento del PIB y del tamaño del rango, el Consejo decidió que, a partir de este IPoM, se incorpore el rango de crecimiento previsto para un segundo año en los IPoM de marzo y junio. Además, decidió que el rango para el año en curso será 1 punto porcentual (pp) en marzo, 0,75pp en junio, 0,5pp en septiembre y una estimación punto en diciembre. Para el año siguiente se usará siempre un rango de 1pp (tabla V.1). La disminución del rango a medida que se acorta el horizonte de proyección responde al comportamiento del error de proyección. Estimaciones entre 4 y 8 trimestres tienen errores de proyecciones similares, y a plazos más cortos disminuye paulatinamente (tabla V.2).

La segunda forma de comunicación son los llamados *fancharts*^{1/} (gráficos V.7, V.8 y V.9). Estos muestran la estimación de la senda trimestral de la inflación anual del IPC, del IPCSAE y del crecimiento del PIB, junto con distintas bandas de confianza para las estimaciones. La senda trimestral del crecimiento e inflación ayuda a una mejor comprensión de las dinámicas implícitas en el escenario base. Las bandas de confianza, por su parte, dan cuenta de la incertidumbre propia de estas estimaciones, al señalar que, incluso en presencia de *shocks* de un tamaño usual,

^{1/} Alonso *et al.* (2010) describen la forma en que se construyen los *fancharts*.

las variables se pueden desviar significativamente de lo previsto. Las bandas pueden ser o no simétricas, dependiendo del sesgo de la proyección. Si la probabilidad de un desvío hacia arriba respecto del escenario base (sesgo positivo) es mayor, el gráfico tendrá una mayor porción de su abanico en esa dirección. Lo contrario sucederá si el sesgo es negativo. Asimismo, si el balance de riesgos es equilibrado, el gráfico será simétrico: igual porción del abanico en ambas direcciones.

De esta forma, una lectura correcta de las proyecciones que se publican en cada IPoM no solo debe considerar la estimación puntual para la inflación o el rango para el crecimiento, sino que también debe tener en cuenta el balance de riesgos que las acompaña. Ambas son un conjunto entre sí, no partes separadas.

La ampliación del set de información que se inicia con este IPoM lo acerca a los estándares de otros bancos centrales y ayuda a mejorar la comprensión del escenario macroeconómico y del curso más probable de la política monetaria.

TABLA V.1
Rangos de estimación del crecimiento del PIB en los IPoM (puntos porcentuales)

	Año en curso	Año siguiente
Marzo	1,0	1,0
Junio	0,75	1,0
Septiembre	0,5	1,0
Diciembre	estimación punto	1,0

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2
Raíz del error cuadrático medio de la proyección (*) (trimestres)

Horizonte	PIB	PIB Resto	IPC	IPCSAE
1	0,87	0,93	0,19	0,20
2	1,12	1,32	0,66	0,65
3	1,43	1,73	0,98	1,04
4	1,65	1,91	1,14	1,41
5	1,77	1,99	1,25	1,61
6	2,07	2,35	1,30	1,53
7	1,96	2,15	1,29	1,46
8	2,06	2,20	1,34	1,51

(*) El período de evaluación es diciembre 2009-diciembre 2015, excepto para la inflación SAE que considera desde junio 2012 a diciembre 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

GLOSARIO

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2015). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2015-2017 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para el período 2015-2017.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2015). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2015-2017.

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

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

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

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

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

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

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o



IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

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

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

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

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

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

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2015: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, Suiza y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

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

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Albagli E., A. Naudon y R. Vergara. 2015. Inflation Dynamics in LATAM: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Policy. Documento de Política Económica N°58, Banco Central de Chile.
- Alessandria, G., J. P. Kaboski y V. Midrigan. 2010. Inventories, Lumpy Trade, and Large Devaluations. *American Economic Review*, 100(5): 2304-39.
- Alonso, P., J. Fornero y A. Naudon. 2010. Nueva Calibración de Fancharts del IPoM. Mimeo. Banco Central de Chile. Junio.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2016. Informe de Percepciones de Negocios. Febrero.
- Barclays Capital. 2016. Global Economics Weekly. Varios números.
- Bertinatto L. y D. Saravia. 2015. El Rol de Asimetrías en el Pass-Through: Evidencia para Chile. Documento de Trabajo N°750, Banco Central de Chile.
- Consensus Forecasts. 2016. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Contreras G. y F. Pinto. 2016. Traspaso de Tipo de Cambio a Inflación por Subclases para Chile. Mimeo, Banco Central de Chile.
- CRU. 2016. Copper Market Outlook.
- De La Huerta C., F. Giuliano y E. Luttini. 2016. Traspaso de Tipo de Cambio a Precios de Importaciones. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Deutsche Bank. 2016a. Macro Forecast Weekly. Varios números.
- Deutsche Bank. 2016b. The Degree of Evergreening – Part I, Industry Update.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2016. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2015a. IMF Country Report No. 15/234. People's Republic of China 2015 Article IV Consultation.
- Fondo Monetario Internacional. 2015b. World Economic Outlook. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2016. World Economic Outlook Update. Enero.
- Food and Agriculture Organization. 2016. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- Gopinath, G. 2016. The International Price System. Jackson Hole Symposium Proceedings. Forthcoming.
- Justel S. y A. Sansone. 2015. Exchange Rate Pass-Through to Prices: VAR Evidence for Chile. Documento de Trabajo N°747, Banco Central de Chile.
- Institute of International Finance. 2016. EM Portfolio Flows Tracker. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2016. Global Data Watch. Varios números.
- Mckinsey Global Institute. 2015. Debt and (not much) deleveraging.
- Morgan Stanley. 2015. Global Macro Outlook, A slow slog back.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

Marzo 2016

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Marzo 2016