

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2015



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2015



CONTENIDO* /

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	29
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	33
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	39
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42
RECUADROS	
Desempeño y perspectivas para América Latina	17
Algunos elementos tras de la baja tasa de desempleo	27
Medidas de inflación subyacente	37

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 25 de marzo de 2015.

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 26 de marzo de 2015 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 30 de marzo de 2015.

El Consejo

RESUMEN

En los últimos meses, la inflación ha sido superior a la prevista, con lo que persiste por sobre 4%. El escenario base de este IPoM contempla, además, un retorno más lento al rango meta que el proyectado en diciembre. La depreciación del peso sigue siendo el principal factor detrás de la dinámica de los precios, lo que, sumado a la indexación y a un mercado laboral menos holgado que lo esperado, llevó a la medida subyacente —IPCSAE— desde 4,3 a 4,7% anual entre noviembre y febrero. No obstante, el menor precio del petróleo en el mercado internacional y su traspaso a los precios internos contribuyó a reducir el crecimiento anual de la inflación del IPC, que pasó de 5,5% en noviembre a 4,4% en febrero.

Las cifras recientes de inflación han sorprendido al mercado, que había tomado una posición marcadamente a la baja respecto de la evolución de los precios; incluso por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre. La inflación esperada por el mercado para fines del 2015 se ha corregido hacia cifras algo por sobre 3%, al igual que la inflación a un año plazo. Las expectativas a dos años plazo se mantienen en 3%. La actividad y el gasto, en cambio, han evolucionado de acuerdo con lo previsto en diciembre. En consonancia con este escenario y con la comunicación del Consejo, las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) han eliminado nuevos recortes y, en algunos casos, apuntan a que un ciclo de alzas comenzaría a fines del 2015.

El entorno externo y sus riesgos continúan determinados, en parte importante, por el inminente proceso de normalización monetaria en EE.UU. Los cambios en las perspectivas sobre el momento en que este proceso comenzará y la velocidad del mismo han tenido efectos significativos en los mercados financieros internacionales. Por el contrario, en la Eurozona y otras economías desarrolladas y emergentes la expansividad de la política monetaria ha aumentado, en gran parte como repuesta a las menores cifras efectivas de inflación y sus reducidas perspectivas de mediano plazo. Este panorama de menor inflación contrasta con lo observado en Chile y América Latina en general.

La mayor fortaleza relativa de EE.UU. ha llevado a una significativa apreciación del dólar. En las últimas semanas esta tendencia ha tenido vaivenes importantes, asociados a información sobre la evolución coyuntural de la economía estadounidense y a la propia comunicación de la Reserva Federal (Fed). Ello se ha reflejado en movimientos relevantes de gran parte de las monedas. En el caso del peso chileno, a mediados de marzo se cotizó por sobre \$640 por dólar, reduciéndose luego a niveles más cercanos a \$620 al cierre estadístico de este IPoM.

El ciclo de depreciación del peso iniciado el 2013, ha destacado pues ha sido el más prolongado de la última década, y se ha dado en el contexto de una desaceleración



gradual de la economía y no de una recesión abrupta. Este es uno de los principales factores que explican el que la inflación se mantenga por tanto tiempo por sobre 4%. Los datos indican que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación ha estado en línea con los patrones históricos, aunque en la parte superior de las estimaciones disponibles.

Además, la depreciación del peso ha tenido una temporalidad distinta a la de la mayoría de las economías emergentes o exportadoras de materias primas. El ajuste más temprano que realizó la economía chilena, tanto en términos de gasto privado como de reacción de política monetaria, llevó a que durante gran parte del 2014 la moneda chilena fuera una de las más depreciadas a nivel global. Luego, en la medida que el resto de las economías emergentes ingresó a un ciclo de ajuste más marcado, dichas diferencias se redujeron e incluso el peso se apreció multilateralmente. De hecho, a marzo el tipo de cambio real (TCR) se ubica algo por sobre su promedio de las últimas dos décadas.

La actividad interna ha evolucionado acorde con lo previsto en diciembre, aunque el 2014 cerró con un crecimiento algo mayor que el proyectado entonces: 1,9%. Revisiones de cifras antes publicadas y un cuarto trimestre con algo de mayor expansión explicaron este resultado. Los datos parciales del primer trimestre siguen indicando un moderado crecimiento anual de la actividad, aunque sin duda superior a las tasas que mostró a mediados del 2014.

Por el lado de la demanda tampoco se aprecian mayores novedades respecto de fines del 2014. Descontados factores puntuales, el consumo y la inversión siguen con un desempeño débil. El consumo durable y la inversión en maquinaria y equipos persisten con incrementos anuales bajos o negativos, y con niveles que, aunque dejaron de caer, no dan señales evidentes de una recuperación. Destaca, de todos modos, el mayor impulso del gasto fiscal, en particular en inversión pública, y el efecto positivo de la depreciación del peso en el desempeño productivo de algunos sectores transables.

El mercado laboral sigue mostrando una fortaleza mayor que la prevista. La tasa de desempleo, aunque con un aumento en el margen, continúa en niveles bajos. Si bien esto parece discordante con el estado del ciclo económico, hay algunos factores de tipo estructural como cambios en la composición demográfica de la fuerza laboral que podrían explicar tasas de desempleo menores que los promedios históricos. El crecimiento anual del empleo asalariado ha vuelto a aumentar en los últimos meses, aunque la creación de empleo en los sectores más sensibles al ciclo ha seguido baja. Los salarios nominales siguen creciendo a tasas elevadas, en parte por estar indexados a la inflación pasada.

Respecto de las proyecciones, en el escenario base el crecimiento del PIB en el 2015 será superior al del 2014 y se situará entre 2,5 y 3,5%, rango idéntico al considerado en diciembre. En esta proyección, el crecimiento seguirá por debajo del de mediano plazo de la economía, que el Consejo estima entre 4 y 4,5%. Además, considera que en la primera mitad del año la economía tendrá tasas de expansión similares al promedio de los últimos meses, con un proceso de recuperación que se hará más evidente hacia fines del 2015.

Esta proyección considera que el crecimiento de los socios comerciales para el bienio 2015-2016 será mayor que el de años previos. Los términos de intercambio

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2013	2014	2015 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	4,2	1,9	2,5 - 3,5
Ingreso nacional	3,6	1,9	3,5
Demanda interna	3,7	-0,6	2,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	4,6	0,5	2,2
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	1,2
Consumo total	5,5	2,5	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	3,4
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,3
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,5
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	24,3	21,4	21,8
FBCF (% del PIB Nominal)	23,8	22,0	21,5
FBCF (% del PIB Real)	26,1	24,0	23,7
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-10.125	-2.995	-650
Balanza comercial	1.820	7.767	9.700
Exportaciones	76.477	75.675	70.350
Importaciones	-74.657	-67.908	-60.650
Servicios	-3.402	-3.757	-4.500
Renta	-10.730	-8.857	-7.700
Transferencias corrientes	2.187	1.851	1.850

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

mejorarán, de la mano de una caída del precio del petróleo que supera el ajuste del precio del cobre. En el escenario base, el precio del cobre promediara US\$2,8 la libra en el 2015 y el 2016, mientras que el precio promedio del crudo Brent y WTI será de US\$62 y US\$55 el barril, respectivamente.

Asimismo, se prevé que la depreciación cambiaria seguirá dando impulso a los sectores transables y que los menores precios de los combustibles cooperarán en reducir los costos de las empresas y mejorar los ingresos de las familias. La política monetaria ha agregado un impulso significativo en los últimos trimestres y se encuentra en una fase expansiva relevante. La política fiscal también aportará al crecimiento del gasto, en particular a la inversión.

Estas proyecciones tienen como punto crítico el supuesto de una recuperación de las expectativas de consumidores y empresas, que según los datos más recientes, si bien siguen en terreno negativo, han repuntado algo. La información recogida en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) apunta a expectativas de un acotado desempeño de los negocios en el 2015, con planes de inversión enfocados mayormente a la reposición de capital. Se añade que el catastro de la CBC volvió a recortar los planes de inversión.

En cuanto a la inflación, en el escenario base el IPC seguirá convergiendo a la meta, pero se mantendrá por sobre 4% anual por algunos meses más, acercándose a 3% en el curso del 2016. Para el IPCSAE, se espera que durante el 2016 se ubique en torno a 3% y fluctúe alrededor de ese valor hasta el fin del horizonte de proyección.

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses estará en la parte alta de los patrones históricos; que los salarios reales tendrán ajustes acordes con la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Sobre el TCR, se utiliza como supuesto metodológico que seguirá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con el estado del ciclo económico y sus fundamentos de largo plazo. Respecto de la TPM, las expectativas de mercado muestran diferencias sobre su evolución en el 2015. Las encuestas indican que se mantendrá en 3% durante todo el año, para subir durante el 2016. Por su parte, los precios de los activos financieros apuntan a que comenzará a subir en el segundo semestre del 2015. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre la implícita en las encuestas.

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

En lo externo, existen varios elementos que podrían generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros mundiales, con importantes efectos en el costo de financiamiento, la paridad cambiaria, y el panorama de inflación de corto plazo. Por un lado, sorpresas relevantes sobre el momento o la velocidad con que la Fed aumente su tasa de referencia pueden provocar volatilidades significativas en los mercados financieros globales, con alzas de las tasas de interés y una apreciación aún más marcada del dólar. Se agrega el riesgo de una recomposición abrupta de portafolios, dado el bajo nivel de las tasas de largo plazo y el elevado valor bursátil en EE.UU. Por otro lado, está la situación por la que atraviesan algunas economías

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00 - 07	Prom. 10 - 12	2014	2015 (f)	2016 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	1,4	-0,2
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,3	3,4	3,8
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,3	3,5	3,8
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,2	2,7	2,9	3,3
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,8	1,7	2,2	2,5
PIB emergentes PPC	7,4	5,9	4,6	4,5	5,0
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-6,0	1,6
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	368	311	275	285
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	51	58
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	58	65
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³)	367	742	731	503	521
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,6	1,9

(*) Para su definición ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)**

(variación anual, porcentaje)

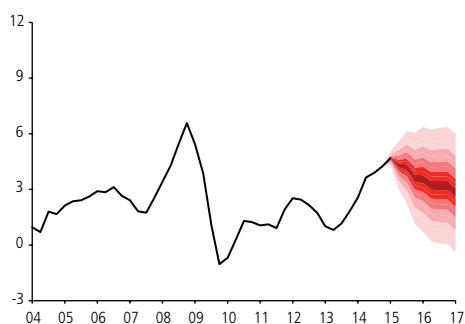


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre la implícita en las encuestas.

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

emergentes, cuyo escenario macroeconómico se podría complicar más si se prolongan los bajos precios de sus materias primas. Para América Latina este riesgo toma mayor relevancia, toda vez que se agregan factores económicos y políticos complejos. Además, persisten los altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. No es el caso de Chile, cuyo marco de políticas le ha permitido un oportuno ajuste macroeconómico en el último año y medio.

Se agregan los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y parte de Europa. En esta última destaca Grecia, y el avance en los acuerdos para el financiamiento de su deuda. También puede ser que el proceso de recuperación tome más fuerza en la Eurozona, dando un mayor impulso a la economía mundial y la chilena. Del mismo modo, es posible que el efecto positivo del menor precio del petróleo sobre la economía global supere lo previsto y/o que el precio del crudo permanezca en niveles bajos. Por otro lado, persiste el riesgo de un menor crecimiento de China y sus implicancias en el precio del cobre. El estado de su sistema financiero y su sector inmobiliario son los principales focos de atención.

En el ámbito local, el principal riesgo dice relación con la evolución de la inflación, en particular por la sostenida depreciación cambiaria y su efecto acumulado en los costos. Esto, en un contexto de márgenes que parecen más acotados dado el alto crecimiento anual de los salarios nominales y que en algunos sectores el traspaso de los menores precios de los combustibles ha sido acotado. De este modo, la concreción de un escenario de riesgo externo que provoque una depreciación significativa adicional del peso puede tener efectos de importancia en el panorama de inflación de corto plazo, cuya magnitud dependerá del estado cíclico de la economía.

Por otro lado, también es posible que pese al mejor desempeño de la actividad y el gasto interno en comparación con trimestres anteriores, las expectativas privadas no mejoren lo suficiente para estimular un mayor gasto, especialmente en la inversión. Por el contrario, un escenario donde las expectativas se recuperen con mayor fuerza que la prevista permitiría una recuperación más rápida de la actividad. Lo mismo sucedería si el aumento del ingreso nacional tiene mayores efectos en el gasto, en un contexto de cuentas externas holgadas.

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que, aunque los riesgos locales se han moderado, el balance de riesgos para la actividad sigue siendo a la baja. Por su parte, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

En los últimos meses, la inflación ha sido mayor que la prevista y en el escenario base de este IPoM se mantendrá por sobre 4% por un tiempo más prolongado. La actividad interna ha repuntado, aunque sus perspectivas de expansión siguen acotadas producto del débil gasto interno privado. Las políticas monetaria y fiscal han cooperado para sentar las bases hacia una recuperación más consolidada. Las expectativas privadas siguen en la zona de pesimismo, aunque han repuntado en el margen. El Consejo ha mantenido la TPM en 3% y ha señalado que cambios futuros en ella dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, ha reafirmado su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM Y REUNION DICIEMBRE 2014

En los últimos meses del año pasado, la inflación había aumentado por sobre lo previsto, en un contexto en que la actividad había crecido menos que lo esperado. Los altos registros de inflación, que llevaron la variación anual del IPC a 5,7% en octubre, habían respondido, en gran medida, a la significativa depreciación nominal del peso. Hacia fines del año, también habían estado influidos por elementos puntuales y de carácter transitorio. La actividad y demanda interna seguían desacelerándose y las perspectivas de crecimiento para el 2015 se habían revisado a la baja, pese a que los impulsos monetario y fiscal habían sido relevantes y, el impulso externo algo mayor.

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

El escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre consideraba que la inflación cerraría el 2014 algo por debajo de 5% y que se ubicaría en torno a 3% a mediados del 2015. Las expectativas apuntaban a una reducción más rápida de la inflación durante el 2015 y, a dos años plazo, se mantenían en 3%. Esta trayectoria del IPoM consideraba que el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses ocurriría de acuerdo con los patrones históricos; que los salarios tendrían ajustes acordes a la productividad; y que se mantendrían las holguras de capacidad en el horizonte de proyección. En este contexto, el Consejo estimaba que en el 2015 la actividad crecería entre 2,5 y 3,5%, superior a lo estimado para el 2014, aunque corregido a la baja con respecto al IPoM previo debido a los peores datos efectivos, el escenario internacional menos dinámico y la perspectiva de un gasto interno más acotado. Con todo, se seguía considerando que el rápido e importante ajuste que la economía había hecho durante el 2014, la situación financiera de los agentes —menos holgada, pero percibida aún como adecuada—, el aumento de la inversión pública y la presencia de un importante impulso monetario, configuraban un marco propicio para la recuperación del dinamismo económico. Esto, en la medida en que la confianza de consumidores y empresas mejoraran en lo venidero.

Para la economía global, el escenario base consideraba un panorama de actividad algo menos dinámico, pero que seguía

apuntando a expansiones para el 2015 y 2016 superiores a las del 2014, y condiciones externas aun favorables.

El escenario base reflejaba los eventos que tenían mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre de ese IPoM. Sin embargo, existían riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria. En esa ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la inflación estaba equilibrado, y para la actividad estaba sesgado a la baja.

En el plano externo, se mantenían los riesgos previstos en IPoM previos. Por un lado, estaba el riesgo de cuándo y con qué velocidad la Reserva Federal comenzaría a aumentar su tasa de referencia, y cómo impactaría el precio de los activos financieros. El riesgo de una mayor volatilidad en los mercados había subido por la discrepancia entre expectativas privadas y anuncios de la Reserva Federal, y por la divergencia de la política monetaria en las principales economías desarrolladas. Se sumaban los riesgos relativos al débil desempeño de la economía china, su sistema financiero y sector inmobiliario, y el riesgo aún latente de una desaceleración mayor de la Eurozona.

En el ámbito local, un primer riesgo se relacionaba con el desempeño de la actividad, en especial de la demanda interna, cuyas perspectivas de recuperación se habían retrasado sucesivamente, y su materialización había ido perdiendo fuerza. Así, se había estimado que, de prolongarse el menor crecimiento del gasto y la actividad, ello se traduciría en holguras de capacidad más duraderas y menores presiones inflacionarias. Un segundo riesgo se relacionaba con la posibilidad de que el tamaño de las holguras de capacidad fuera menor al estimado. De ser así, contribuiría menos que lo previsto a la desaceleración de la inflación. El bajo desempleo y el alto crecimiento de los salarios nominales ponían una nota de cautela en este sentido.

Dados estos antecedentes, en la Reunión de diciembre la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3%. Ello, dada la necesidad de continuar proveyendo a la economía de un estímulo monetario importante. Se consideraba que el estímulo de entonces era coherente con la convergencia de la inflación a los niveles deseados dentro del horizonte habitual de proyección. Así, la alternativa de reducir el impulso monetario no parecía relevante para la discusión, mientras que el alto nivel de inflación que todavía persistía en la economía, la reciente depreciación del peso, la evolución del mercado laboral y el hecho de que no era evidente que



La economía necesitaba un impulso monetario adicional, también habían llevado a descartar la opción de nuevos recortes. El Consejo acordó de manera unánime mantener la TPM en 3%.

REUNIONES DE ENERO Y FEBRERO

En enero, las principales noticias provenían de la economía internacional. La baja del precio de los productos básicos había continuado, en particular del petróleo. Lo anterior, unido a los acontecimientos en Rusia y Grecia, había afectado negativamente las condiciones financieras para las economías emergentes, y sus monedas se habían depreciado respecto del dólar. Por otra parte, se había observado una baja de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas que, si bien ayudaban a mitigar los mayores premios soberanos, acrecentaban el riesgo asociado a reversiones abruptas de esta variable. Por otra parte, el menor precio de los combustibles había generado menores inflaciones efectivas y esperadas en el mundo, lo que, unido a la cada vez más probable implementación de un programa de relajamiento cuantitativo en la Eurozona, había contribuido a un mayor fortalecimiento del dólar. En este contexto era muy probable que en el corto plazo se observaran episodios de mayor volatilidad financiera y nuevas depreciaciones de las monedas en las economías emergentes. A pesar de lo anterior, los datos recientes sugerían que las proyecciones de actividad mundial contenidas en el IPoM seguían siendo válidas.

En el plano local, la actividad había evolucionado en línea con lo anticipado, dando cuenta de un fin del 2014 con tasas de crecimiento anual bajas, pero superiores a las de trimestres previos. El impulso asociado a la política monetaria expansiva de los últimos meses parecía adecuado y, sin dudas, había contribuido a que el proceso de ajuste fuera más gradual. El mercado laboral había sorprendido por su dinamismo, lo que parecía contradecir, en parte, los datos de actividad. Sin embargo, la mayor parte de los empleos creados correspondían a cuenta propia y sin contrato escrito, y la tasa de crecimiento de los salarios reales iba en descenso. No obstante lo anterior, el crecimiento de los salarios nominales se había acelerado.

La mayor caída del precio de los combustibles había llevado en diciembre a una inflación del IPC algo por debajo de las proyecciones. También había influido en que las perspectivas de inflación se ajustaran a la baja para fines del 2015. Por su parte, la inflación subyacente (IPCSAE), más relacionada con la evolución de la inflación en el mediano plazo, se había mostrado algo más dinámica que lo esperado, en parte por los efectos de la mayor depreciación del peso y en parte por la inercia propia de esta variable. La evolución del precio del petróleo había ayudado a que la inflación anual se corrigiera en más de un punto porcentual en pocos meses.

En este contexto, la División Estudios presentó como única opción relevante mantener la TPM en 3%. Ello, reconociendo que la coyuntura —ante los efectos contrapuestos del bajo nivel de actividad y de la evolución del tipo de cambio sobre la inflación; un nivel relevante de incertidumbre respecto de las brechas de actividad; posibles cambios abruptos en las condiciones financieras internacionales; y ante sorpresas en la evolución del precio internacional de los combustibles y otras materias primas— hacía particularmente compleja la proyección de la inflación y otras variables macroeconómicas. Así, no se identificaban elementos que sugirieran la necesidad de introducir cambios en la trayectoria de la TPM en el corto plazo. El Consejo decidió mantener la TPM en 3%.

En febrero, el escenario internacional no había registrado cambios significativos. Los bajos niveles de inflación y crecimiento habían dado paso al inicio del programa de relajamiento cuantitativo en la Eurozona, y otras economías también habían decidido ampliar sus estímulos monetarios. Una excepción era EE.UU., donde las condiciones de actividad e inflación sugerían la cercanía del inicio gradual de aumento de la tasa de política monetaria. Las monedas de la mayoría de los países se habían depreciado respecto del dólar y, a pesar de la agudización de ciertos eventos geopolíticos, no se observaban cambios relevantes en los mercados financieros, ni en materia de actividad. En cuanto al precio del petróleo, aunque había aumentado respecto del cierre de la Reunión previa, continuaba bajo desde una perspectiva de largo plazo, y todo indicaba que permanecería en niveles similares por un tiempo.

En el plano local, la inflación de enero había sorprendido al alza, algo por sobre la estimación interna y bastante por encima de las expectativas del mercado. El IPCSAE también sorprendía, acumulando una diferencia relevante respecto de la estimación del IPoM previo. Se estimaba que ello estaría ligado principalmente a la evolución del tipo de cambio y su mayor incidencia en un escenario posible de menores holguras de actividad, tal como lo sugería la evolución del mercado laboral. Si bien la trayectoria del IPCSAE haría que la convergencia de la inflación total hacia la meta fuese más lenta, las condiciones eran coherentes con su convergencia a 3% hacia fines del 2015.

En este contexto de mayor inflación, y sin que la actividad se alejara del escenario del IPoM de diciembre, la opción de introducir recortes adicionales a la TPM no parecía relevante. Por otra parte, no se consideraba que la desviación observada en la inflación afectara la convergencia a la meta, y los riesgos de mediano plazo en el escenario de actividad seguían mayormente a la baja, por lo que la opción de aumentar la TPM tampoco parecía relevante. Por ello, y en concordancia con lo que se había discutido en la Reunión de enero y en el IPoM de diciembre, la División de Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3%. El Consejo decidió mantener la TPM en 3%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

El escenario externo sigue mayormente determinado por el inminente ajuste de la tasa referencial de la Fed. Los cambios en las perspectivas acerca del inicio de este proceso y la dinámica que tendrá han afectado las condiciones financieras internacionales e imponen un grado de incertidumbre sobre de su desarrollo futuro. El dólar continuó apreciándose desde el IPoM anterior, apoyado en la consolidación de la fortaleza relativa de EE.UU. a nivel global. Las proyecciones de crecimiento mundial continúan apuntando a una recuperación para el bienio 2015-2016, aunque algo más acotada que la estimada en diciembre (tabla I.1).

Los precios de las materias primas, en general, disminuyeron desde el IPoM previo (gráfico I.1). Más allá de los factores de oferta y demanda de cada mercado, un elemento común ha sido la apreciación del dólar. La fortaleza que este sostendrá en lo próximo, *ad portas* del inicio de alza de tasas en EE.UU., contribuirá a que estos precios sigan en niveles bajos en el corto plazo. El precio del cobre, con importantes vaivenes, cayó algo menos de 9% comparado con diciembre, transándose en torno a US\$2,8 la libra al cierre estadístico. Mirando hacia adelante, los fundamentos de este precio son mixtos. Por un lado, las perspectivas de expansión de China se han moderado y la acumulación de inventarios en bolsa es alta. Por otro, se prevé que el balance para este mercado sea estrecho. En el escenario base, el precio del cobre promediará US\$2,8 la libra en el 2015 y el 2016.

El petróleo, aunque con vaivenes, sigue bajo desde una perspectiva de largo plazo. A fines de enero, el WTI llegó a mínimos de los últimos seis años, en torno a US\$45 el barril. Las sucesivas sorpresas positivas de los inventarios en EE.UU., dado que la producción ha persistido dinámica pese al cierre de plataformas petroleras, llevaron a que desde diciembre este acumulara un descenso de 30%. El escenario base reduce el precio proyectado para el 2015-2016. En contraste, la gasolina subió cerca de 4% desde diciembre, en lo principal por problemas en algunas refinerías de EE.UU.

En cuanto a la actividad, EE.UU. sigue mostrando un desempeño favorable. Con todo, algunos datos conocidos en el último tiempo han sido algo menos auspiciosos que lo esperado, lo que sugiere que su dinamismo podría ser más acotado en el primer cuarto de este año. El consumo personal continúa como el principal motor, apoyado en la mejora del mercado laboral, del ingreso disponible de los hogares —que también ha fomentado el ahorro— y de la

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

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2012 (e)	2013 (e)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,2	3,0	3,1	3,3	3,5	3,8
Mundo a TC de mercado	2,7	3,3	2,5	2,4	2,7	2,9	3,3
Socios comerciales	3,1	3,6	3,4	3,5	3,3	3,4	3,8
Estados Unidos	3,2	2,7	2,3	2,2	2,4	3,0	3,0
Eurozona	1,6	2,2	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,9
Japón	1,5	1,7	1,7	1,6	0,0	1,1	1,5
China	10,0	10,5	7,7	7,7	7,4	7,0	6,7
India	5,8	7,1	4,7	5,0	7,0	7,2	7,3
Resto de Asia	5,6	5,1	3,8	3,9	3,6	4,2	4,6
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	2,7	2,3	0,7	0,8	2,1
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	2,5	2,2	2,6	2,4	2,6

(e) Estimación.

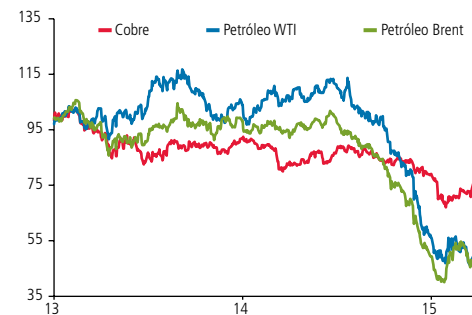
(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

GRÁFICO I.1
Materias primas

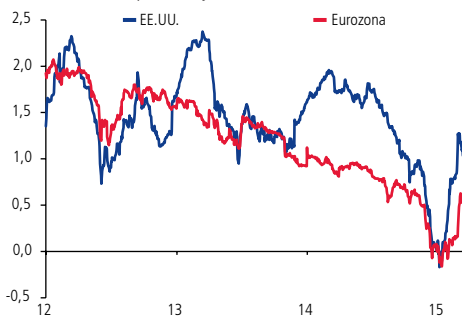
(índice enero 2013 = 100)



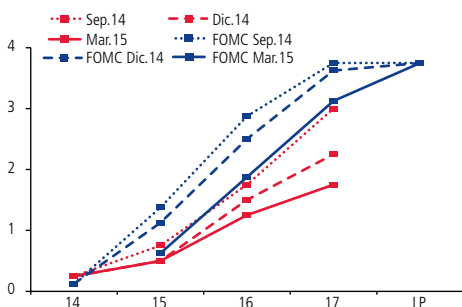
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 1.2**Formación bruta de capital fijo en EE.UU.**
(porcentaje del PIB)

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

GRÁFICO 1.3**Expectativas de inflación a dos años (*)**
(variación anual, porcentaje)(*) Para EE.UU. corresponde a la compensación inflacionaria y para la Eurozona a las expectativas que se extraen de la curva *swap*.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 1.4**Evolución de expectativas de tasa Fed *funds* (*)**
(porcentaje)

(*) Líneas rojas corresponden a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés y las azules a lo proyectado por el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en sus respectivas reuniones.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

confianza de los consumidores. En febrero, la desocupación cayó a 5,5% y la creación de empleo persistió dinámica. Esto, junto con el bajo costo de los créditos hipotecarios, ha favorecido en parte al mercado inmobiliario.

En la inversión, el avance ha sido más moderado. La formación bruta de capital fijo hace seis años que no sobrepasa el 20% del PIB, pese al históricamente bajo nivel de las tasas de interés y el significativo impulso monetario de esta economía en los últimos años (gráfico 1.2). Por su parte, el comercio exterior empeoró, por la fortaleza del dólar y la acotada demanda externa.

En cuanto a la inflación, a febrero la variación anual del IPC fue nula. Las expectativas de mercado han subido a la luz de las favorables cifras económicas, en particular del mercado laboral (gráfico 1.3). La Fed se apronta a comenzar la normalización de su tasa referencial. La mayoría de los agentes sigue esperando que el inicio sea en la segunda mitad de este año. Con todo, tras conocerse el comunicado de su última reunión, se redujo la diferencia entre lo sugerido por la Fed y el mercado respecto de la velocidad del ajuste (gráfico 1.4).

Aunque ha disminuido en lo más reciente, la divergencia antes señalada sobre el ritmo de normalización de tasas podría gatillar correcciones abruptas en los mercados financieros. En particular, su incremento podría presionar al alza los rendimientos de mediano y corto plazo. El impacto en las tasas de largo plazo, que globalmente están en mínimos históricos, es más incierto. Principalmente, es discutible cuánto de este bajo nivel responde a la compresión de los premios por plazo y cuánto a un factor estructural ligado a un nivel de largo plazo menor para dichas tasas. De todas formas, es evidente que un aumento significativo de las tasas de largo plazo en EE.UU. afectaría los costos de financiamiento del resto de las economías, especialmente emergentes, y causaría una apreciación del dólar mayor a la ya observada.

En otras economías desarrolladas, la política monetaria se ha movido a instancias más expansivas, en reacción al panorama de menor inflación que enfrentan (tabla 1.2). Destaca el inicio de un plan de relajamiento cuantitativo del Banco Central Europeo (BCE), que superó las expectativas. Este contempla la compra de bonos soberanos por 18 meses a partir de marzo o hasta que la inflación vuelva a una trayectoria en línea con su meta de 2% anual. El anuncio del programa dio cierto impulso a las perspectivas inflacionarias en la Eurozona (gráfico 1.3). En todo caso, a febrero, estos registros seguían negativos. La principal preocupación se centra en la medida subyacente, que está en mínimos históricos. Canadá, Dinamarca y Suiza —que además eliminó el límite cambiario mínimo— también sorprendieron con recortes de tasas.

La actividad en la Eurozona mostró una trayectoria más estable hacia fines del 2014. En el cuarto trimestre creció 0,9% t/t anualizado (0,7% en el tercero), liderada por Alemania (2,8% t/t anualizado; 0,3% en el tercero). En gran parte de la región, el consumo privado y el sector externo estuvieron entre los principales aportes a la expansión, apoyados en los menores costos energéticos y la depreciación del euro, respectivamente. Cifras adelantadas del primer cuarto auguran que Alemania seguirá siendo el principal impulsor del bloque. A enero, en términos anuales, aumentaron la producción industrial y las ventas minoristas, estas últimas alentadas por mejoras de las expectativas de

los consumidores y del mercado laboral. La confianza empresarial (IFO) muestra alzas continuas desde fines del 2014.

En España, la actividad siguió robusteciéndose, aumentando 1,4% en el 2014, luego de tres años de decrecer. La demanda interna mostró un mayor dinamismo en el último cuarto del 2014, tanto en el consumo como en la inversión —en equipos especialmente—. Por el contrario, buena parte de los magros resultados de Italia y Francia, que decepcionaron en ese lapso, se explican por la inversión fija.

Los datos recientes más favorables de la Eurozona elevaron las perspectivas de crecimiento para la región. No obstante, hay ciertos riesgos sobre su desempeño dada la coyuntura política. Destaca Grecia, donde las promesas del nuevo gobierno de poner fin a las políticas de austeridad, que le permitieron acceder a los programas de rescate financiero, abrieron espacio para un posible *default* y salida del bloque. Si bien las autoridades griegas flexibilizaron su postura y acordaron la prórroga del plan de salvataje, en las últimas semanas han recrudecido los temores de falta de liquidez del país.

Japón mantuvo su plan de estímulo no convencional, en línea con el débil comportamiento de su economía. Esta avanzó 1,5% t/t anualizado en el cuarto trimestre (-2,3% en el tercero), reflejo de que la demanda interna aún resiente en algún grado los efectos del alza del IVA de abril pasado. La inversión privada nuevamente se contrajo, en medio de expectativas empresariales más bajas en el margen, especialmente las de servicios que retornaron a terreno contractivo. En tanto, respaldadas por la depreciación del yen, las exportaciones netas estuvieron entre los principales aportes al crecimiento.

La expansión prevista para el mundo emergente es menor que en el IPoM previo, en gran parte por el impacto del menor precio de las materias primas. Esto es especialmente visible en América Latina, donde el auge de estos productos facilitó la incubación de importantes desequilibrios fiscales en algunas economías (Recuadro I.1). Al respecto, destaca Brasil, donde las autoridades están aplicando varios ajustes para mejorar el erario público. Estas medidas han mermado las perspectivas de crecimiento, a lo que se suma el escenario de sequía y posible racionamiento eléctrico, las investigaciones de corrupción de Petrobras y la política monetaria más contractiva. Expectativas de mercado actualizadas prevén que Brasil se contraiga 0,7% el 2015, siendo la principal incidencia en las proyecciones regionales (gráfico I.5).

En México el gobierno anunció recortes del gasto fiscal, por la menor recaudación de impuestos dada la caída del precio del crudo. En Perú, la política fiscal contracíclica ha ayudado a la suavización del ciclo, pero siguen los riesgos por el elevado déficit de cuenta corriente.

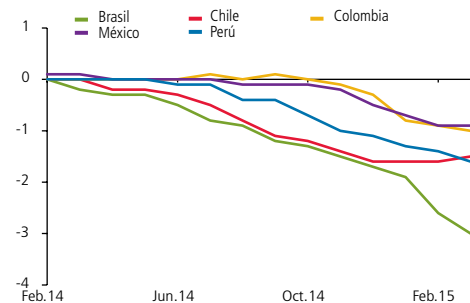
Pese al magro desempeño de América Latina, la alta inflación en el bloque y el temor a las consecuencias del inicio del alza de tasas en EE.UU. han limitado el espacio para ajustes contracíclicos de la política monetaria. Las principales economías exhiben un sesgo más contractivo. Brasil subió su tasa y se prevé que en el futuro México realice alzas para contener la depreciación de su moneda —además realizó una intervención cambiaria—. En Perú, en cambio,

TABLA I.2
TPM en economías seleccionadas
(puntos base; porcentaje)

	Variación Período		Nivel
	En 2014	En 2015	
EE.UU.	0	0	0,25
Eurozona	-20	0	0,05
Canadá	0	-25	0,75
Reino Unido	0	0	0,50
Suecia	-75	-25	-0,25
Noruega	-25	0	1,25
Australia	0	-25	2,25
Nueva Zelanda	100	0	3,50
China	-40	-25	5,35
India	25	-50	7,50
Rep. de Corea	-50	-25	1,75
Indonesia	25	-25	7,50
Malasia	25	0	3,25
Tailandia	-25	-25	1,75
Rusia	1150	-300	14,00
Hungría	-90	-15	1,95
Rep. Checa	0	0	0,05
Polonia	-50	-50	1,50
Israel	-75	-15	0,10
Turquía	-375	-75	7,50
Brasil	175	100	12,75
Chile	-150	0	3,00
México	-50	0	3,00
Colombia	125	0	4,50
Perú	-50	-25	3,25

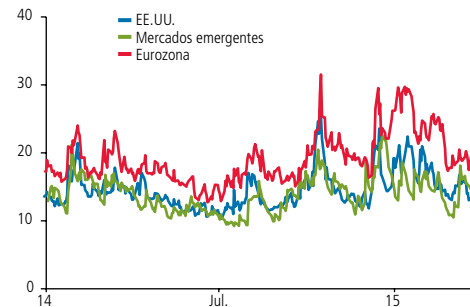
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.5
Correcciones en proyecciones de crecimiento 2015
(respecto de la proyección vigente en enero 2014, puntos porcentuales)



Fuente: Consensus Forecasts.

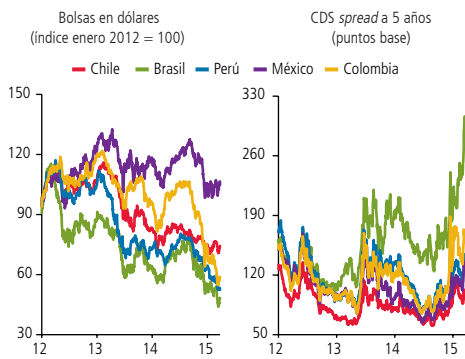
GRÁFICO I.6
Volatilidad de mercados bursátiles (*)
(porcentaje)



(*) EE.UU. corresponde al VIX y Eurozona al Vstoxx. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI en dólares.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7
Mercados financieros en América Latina



Fuente: Bloomberg.

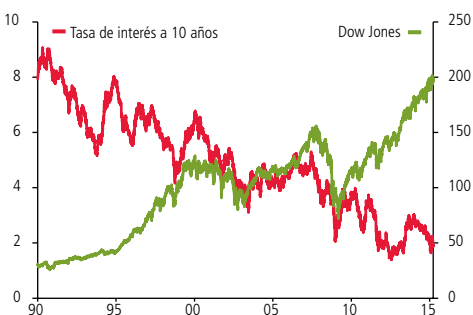
GRÁFICO I.8
Dólar multilateral real (*)
(índice 1973-2015 = 100)



(*) Aumento indica una depreciación respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU.

Fuente: Reserva Federal de EE.UU.

GRÁFICO I.9
Bolsa y tasa de interés en EE.UU.
(porcentaje; índice 1990-2015 = 100)



Fuente: Bloomberg.

las autoridades redujeron la tasa, entre otras medidas, y han continuado interviniendo en el mercado cambiario.

En el resto del mundo emergente, el panorama inflacionario ha sido opuesto, por lo que primaron medidas de política monetaria más expansivas. China, entre otras disposiciones, redujo sorpresivamente su tasa de referencia en marzo. La baja inflación habría elevado la tasa de interés real en los últimos meses y, junto con otros factores, estarían frenando el repunte de la actividad. En el 2014, China creció 7,4%, algo menos que la meta oficial (7,5%), con un ritmo de avance que se moderó a fines de año. En línea, el objetivo de expansión para el 2015 fue rebajado a 7%. El sector inmobiliario sigue como uno de los principales lastres del crecimiento, con precios de viviendas que continuaron cayendo a inicios del 2015. Otros datos de demanda interna, como ventas minoristas e inversión en activos fijos, también decepcionaron en ese lapso. Así, no se descartan nuevos estímulos.

Desde el IPoM pasado, los mercados financieros internacionales han estado marcados por ciertos episodios de mayor volatilidad, que podrían exacerbarse si las próximas acciones de la Fed sorprenden a los agentes (gráfico I.6). Ello, en un contexto en el que los efectos de los acontecimientos en Grecia, Ucrania y Rusia han sido, esencialmente, locales. En el mundo emergente, los *spreads* soberanos y corporativos se sitúan, en general, por sobre lo observado al cierre estadístico previo (ver Capítulo II). La mayor aversión al riesgo también se verifica en la moderación de los flujos de capital. Los índices bursátiles muestran movimientos acotados, aunque sobresale la caída en América Latina, explicado, principalmente, por Brasil y su compleja coyuntura actual. Este muestra los indicadores financieros más deteriorados en la región (gráfico I.7). Respecto de las tasas de interés de largo plazo, que en el mundo emergente tuvieron desarrollos mixtos, Brasil destacó entre las variaciones de mayor magnitud. Su tasa a 10 años subió 107 puntos base (pb) desde diciembre, en línea con su política monetaria más contractiva.

La mayor volatilidad también se dio en términos cambiarios, determinada por el progresivo robustecimiento del dólar derivado de la disparidad entre las perspectivas de EE.UU. y el resto del mundo desarrollado. Su fortaleza se disipó parcialmente luego de la última reunión de la Fed. En términos multilaterales, el dólar se apreció cerca de 7% desde diciembre (gráfico I.8). En el mismo lapso, las monedas que más se depreciaron respecto del dólar fueron el real brasileño, la lira turca y el euro (tabla II.2).

En las economías desarrolladas, las bolsas mejoraron, destacando EE.UU., donde están en máximos históricos (gráfico I.9). Ello, en parte influido por sus bajas tasas de interés de largo plazo, que han elevado el valor actual de las utilidades por acción. Cabe mencionar que esta última ha alcanzado niveles solo comparables con eventos previos de crisis (1929 y 2000). Si bien la discrepancia entre la Fed y las expectativas de mercado señalada se ha acortado, aún impone un riesgo de reversión rápida de los precios de los activos financieros de renta fija y variable. En la Eurozona, las tasas de los bonos a 10 años cayeron con mayor fuerza (casi 50pb en Alemania), relacionado con la compra de bonos soberanos del BCE. A plazos más cortos, estas son aún más negativas que en diciembre.

RECUADRO I.1 DESEMPEÑO Y PERSPECTIVAS PARA AMÉRICA LATINA

El fin del ciclo de elevados precios de las materias primas y la inminente normalización de la política monetaria en EE.UU., han dado paso a reducciones generalizadas del crecimiento efectivo y proyectado en la mayoría de las economías emergentes. Resalta el marcado deterioro del panorama económico de América Latina, que, tras expandirse en promedio cerca de 4% entre el 2010 y 2013, avanzó solo 1,1% en el 2014 y se prevé crecerá 1,4% en el 2015^{1/}. Este Recuadro da cuenta de algunos de los factores que explican esta evolución y cómo se ubica la economía chilena en este escenario.

Las peores perspectivas para América Latina contrastan con lo que se esperaba hace solo algunos trimestres. Según las proyecciones de consenso, el crecimiento previsto para la región en el 2015 se ha corregido a la baja en cerca de 2 puntos porcentuales (pp) desde comienzos del 2014. En el mismo lapso, el crecimiento de China bajó del orden de 0,5pp y el del resto de las economías emergentes en algo más de 1pp.

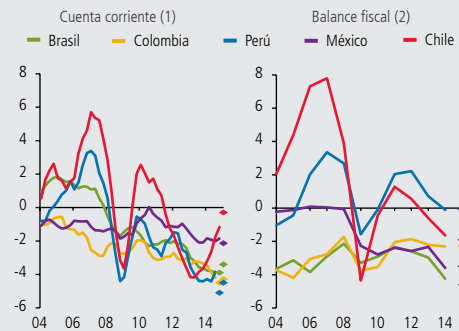
Por países, el mayor ajuste se observa en Brasil (-3pp), economía para la que el mercado proyecta una caída de 0,7% del PIB durante este año, su peor desempeño desde 1990. Le siguen Chile y Perú, con revisiones cercanas a 1,5pp. Colombia y México han tenido correcciones menores, que partieron con posterioridad y se han acentuado en lo más reciente (gráfico I.5).

El menor precio de las materias primas —de las que América Latina es exportador neto— ha sido un elemento muy relevante detrás de la desaceleración de la región. Su efecto se ha dejado sentir en varios frentes, incluyendo un impacto negativo en las condiciones de financiamiento externo, la moderación del otrora abundante influjo de capitales, la reducción de los ingresos fiscales, una moderación del crecimiento del ingreso disponible privado y, especialmente en países mineros como Chile y Perú, en un descenso de la inversión en el sector, cuyo ciclo de todas maneras se acercaba a la etapa de maduración.

El deterioro de los términos de intercambio también ha dejado en evidencia un mayor grado de debilidad fiscal en algunas de estas economías, las que habían aumentado su gasto público durante el ciclo de altos precios de las materias primas. Además, en varias el déficit de cuenta corriente se ha incrementado (gráfico I.10), constituyendo una fuente de vulnerabilidad relevante y, por lo pronto, limitando la capacidad para llevar adelante políticas contra

cíclicas. La débil posición financiera del sector público y privado en estas economías es particularmente relevante en un escenario de reversión parcial de los flujos de capital a América Latina y de

GRÁFICO I.10
Cuenta corriente y balance fiscal en América Latina
(porcentaje del PIB)



(1) Rombo corresponden a proyecciones para los años 2014 y 2015, a excepción de México y Chile que para el 2014 tienen datos efectivos.

(2) Rombo corresponden a proyecciones para el 2015.

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

menor expansividad de las condiciones financieras globales.

Con todo, el panorama de la región sigue siendo muy heterogéneo. Brasil enfrenta un escenario bastante complejo. En medio de un fuerte proceso de desaceleración, la política fiscal y monetaria ha debido adoptar una posición pro cíclica para mejorar las finanzas públicas y reducir la inflación. Todo esto, en un contexto en el que se discute su calificación de riesgo, el ambiente político/social se ha vuelto ruidoso y la demanda interna se ha ajustado de modo importante.

México y Colombia han sido afectados de modo relevante por la caída del precio del petróleo. Respectivamente, cerca de 30 y 15% de la recaudación del Fisco proviene de esta fuente. Además, las perspectivas para la inversión también se han visto resentidas por el menor precio del crudo. En ambas economías, tanto el déficit fiscal como de cuenta corriente empeoraron el año pasado. Las políticas fiscal y monetaria no han adoptado una posición contra cíclica. Las autoridades redujeron el gasto presupuestado para el 2015 y la política monetaria no ha tenido cambios. En México, la tasa de política permanece en 3% desde hace varios trimestres y en Colombia se observó un proceso de reducción del estímulo monetario en buena parte

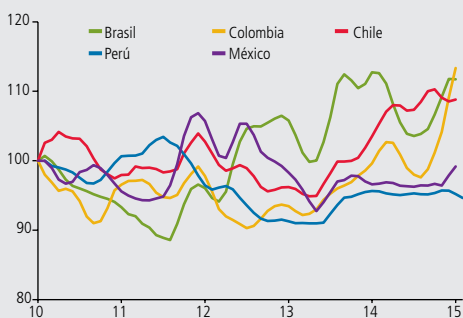
^{1/} Estimaciones incorporan a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. En el escenario base (tabla I.1) se considera una muestra más amplia de países y se excluye a Chile. Para mayor detalle, ver Glosario.

del 2013 y 2014. México, en todo caso, se debería beneficiar más directamente del buen desempeño de EE.UU., aunque estos lazos más estrechos también lo hacen más vulnerable a los efectos que tengan las decisiones de la Fed en los mercados. Así ha sido reconocido por sus propias autoridades.

Perú, en cambio, muestra una posición fiscal más sólida y ha implementado varias medidas de impulso fiscal para dinamizar su economía. Del mismo modo, su política monetaria ha comenzado a relajarse, con una reducción de 25pb de su tasa objetivo durante enero. En todo caso, su déficit de cuenta corriente es elevado y su política cambiaria limita los espacios para la política económica.

Con todo, hay algunos factores mitigadores que podrían ayudar a la región a navegar en estas aguas turbulentas. En primer lugar, la mayoría de los países ha aumentado considerablemente su grado de flexibilidad cambiaria, lo que ha posibilitado absorber de mejor manera los *shocks* a través de la depreciación real de sus monedas (gráfico I.11). Por otra parte, la adopción de esquemas de política monetaria basados en metas de inflación permite una mayor estabilidad macroeconómica. Por último, si bien en varias economías todavía hay niveles importantes de exposición a cambios bruscos en el valor de la divisa, los mercados financieros de la región se han profundizado y mostraron una mayor resiliencia a la crisis financiera del 2008.

GRÁFICO I.11
Tipo de cambio real (*)
(índice 2010 = 100)



(*) Aumento indica una depreciación.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Argentina y Venezuela son un caso distinto. En estos países, la escasez de reservas internacionales amenaza la sostenibilidad de sus esquemas de tipo de cambio. De hecho, en ambas economías los niveles de inflación superan los dos dígitos y se proyectan caídas del PIB este año. Además, tienen un acceso muy restringido a los mercados de capitales internacionales.

¿Cómo se sitúa Chile en este contexto? La economía chilena no muestra desequilibrios relevantes en materia de gasto público o privado. La regla de balance estructural aísla a la política fiscal de los efectos cíclicos y permitió acumular importantes ahorros en los años en que el precio del cobre se mantuvo en niveles elevados. De hecho, el presupuesto fiscal para el 2015 considera un aumento relevante del gasto, mientras que los datos de fines del 2014 ya dieron cuenta del efecto expansivo de la política fiscal. La política monetaria, por su parte, comenzó una fase expansiva en octubre del 2013, con bastante antelación respecto de lo que hicieron otros países de la región, apoyando a la economía en el proceso de ajuste necesario para enfrentar las nuevas condiciones externas e internas. Este proceso ha implicado una depreciación significativa del peso, contribuyendo a contener el gasto en bienes importados y a mejorar el desempeño productivo de los sectores transables. Esto ha ayudado a revertir el déficit de la cuenta corriente, que se proyecta prácticamente nulo para el 2015. La corrección del gasto interno más centrada en bienes transables, también ha colaborado a que el ajuste del mercado del trabajo haya sido suave, en un contexto en que el crecimiento se ha reducido de manera importante.

El costo de este proceso ha sido el rápido aumento de la inflación, fuertemente influida por una depreciación del peso que ha sido mayor y más persistente que lo estimado. En el escenario base, el tipo de cambio debería estabilizarse, de modo que sus efectos sobre la inflación tiendan a disminuir, permitiendo que esta converja lentamente hacia la meta.

Todo lo anterior otorga a Chile una menor vulnerabilidad externa. Esto es importante ante un escenario internacional que estará sujeto a los vaivenes asociados al inminente inicio del proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. Además, el riesgo de que los precios de las materias primas tengan descensos adicionales o que el entorno financiero de la región se tense ante mayores complicaciones en Brasil no son descartables.

En suma, las proyecciones de crecimiento para América Latina han tenido un deterioro importante, tanto por el efecto negativo de los menores precios de las materias primas como por el reducido o nulo espacio para implementar políticas anti cíclicas, dado los desequilibrios de gasto público y/o privado que acumulan. El marco de política económica le ha dado a Chile una posición relativa más fuerte dentro de la región, por lo que la reciente corrección de sus perspectivas ha sido menos pronunciada que para otras economías del bloque. Además, el ajuste macroeconómico llevado a cabo en el último año y medio da cuenta de una economía sana, con la capacidad y los instrumentos para retomar mayores tasas de crecimiento. Con todo, es importante recalcar que Chile no está ajeno a los cambios en el escenario económico y financiero global, de modo que cambios bruscos en él constituyen un riesgo relevante que se debe monitorear con cuidado.

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

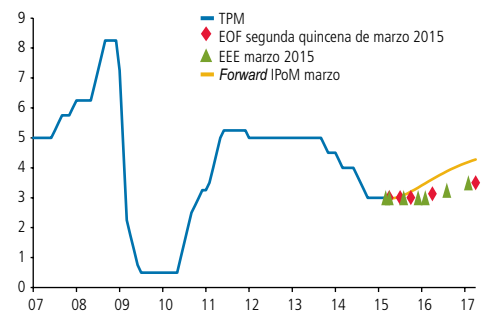
POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses, la inflación anual ha sido mayor que lo esperado en diciembre y en el escenario base de este IPoM se prevé que demorará más tiempo que el previsto en retornar a la meta. La inflación esperada por el mercado a un año plazo se ha corregido hacia cifras algo por sobre 3%, pero a dos años plazo se ha mantenido en 3%. Por su lado, la evolución de la actividad y la demanda se enmarca dentro de lo previsto a fines del 2014. El entorno externo y sus riesgos continúan determinados, en parte importante, por el inminente proceso de normalización monetaria en EE.UU. Los cambios en las perspectivas sobre el momento en que este proceso comenzará y la velocidad del mismo han tenido efectos significativos en los mercados financieros internacionales, en particular se ha reflejado en el movimiento de las monedas. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%, señalando que cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

La comunicación de la política monetaria por parte del Consejo y las cifras de actividad e inflación han ajustado al alza las expectativas de mercado para la trayectoria de la TPM. Así, para febrero ya se habían descartado los recortes previstos por el mercado anteriormente e incluso, en marzo, se incorporó la posibilidad de un alza de la TPM en la segunda mitad de este año (gráfico II. 1). De acuerdo con las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,0 y 3,6% (2,75 y 3,1% en el IPoM de diciembre) y a dos años plazo, entre 3,5 y 4,3% (3,25 y 3,9% en el IPoM de diciembre) (tabla II.1). De todos modos, las expectativas de mercado muestran diferencias sobre la evolución de la TPM en el 2015. Las que se derivan de los precios de los activos financieros sugieren un aumento de la TPM, que se daría a fines del 2015. En tanto, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de marzo y la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo, anticipan que la TPM se mantendrá en 3% durante todo el año, para subir el 2016. Como supuesto de trabajo, el escenario base de este IPoM se considera que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre la implícita en las encuestas.

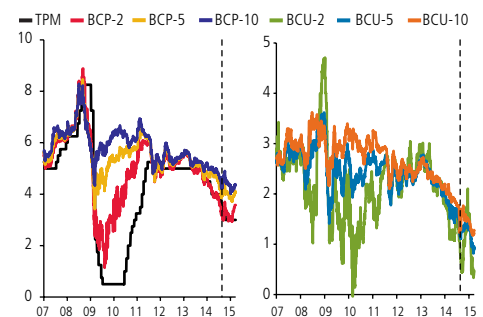
La sorpresa inflacionaria de corto plazo afectó la estructura de tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería. Por un lado, el aumento de las expectativas de inflación provocó que las tasas en UF disminuyeran, al tiempo que aumentaron las en pesos en los tramos más cortos (gráfico II.2). Así, al

GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



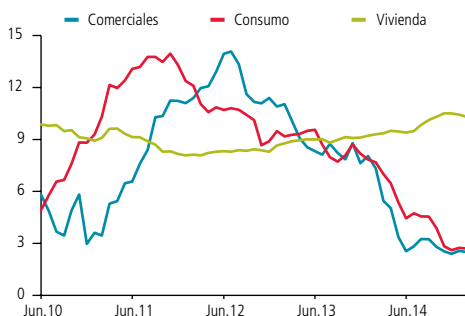
Fuente: Banco Central de Chile.

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



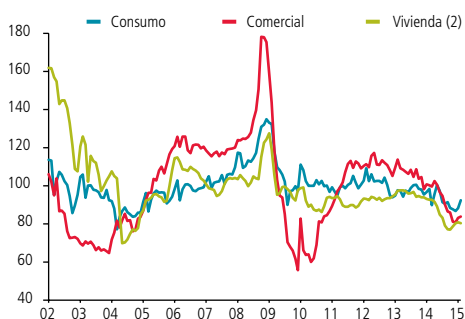
(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**Crecimiento real anual de las colocaciones (*)
(porcentaje)

(*) Las cifras de febrero del 2015 son provisionarias.

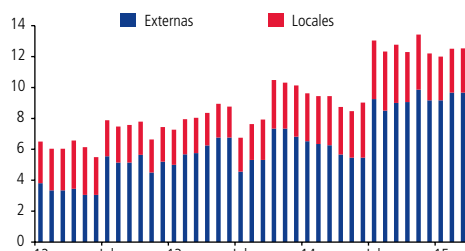
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO II.4Tasa de interés de las colocaciones (1)
(índice 2002-2015=100)

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

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

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

GRÁFICO II.5Colocaciones de bonos de sociedades no financieras (*)
(miles de millones de dólares acumulados en 12 meses)

(*) Cifra de marzo del 2015 incluye información hasta el día 25.

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

considerar los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y del anterior, las tasas de interés de los bonos en UF a dos años plazo cayeron en 125 puntos base (pb), y a diez y cinco años plazo lo hicieron entre 10 y 50pb, con lo cual alcanzaron nuevamente niveles históricamente bajos. Por su parte, los BCP a dos años se encuentran alrededor de 30pb por sobre su nivel de diciembre, en tanto que los BCP a 5 y 10 años se ubican entre 4,1 y 4,4% (3,9 y 4,4% en el IPoM anterior), manteniéndose en niveles bajos desde una perspectiva histórica.

TABLA II.1Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A diciembre 2015		A un año		A dos años	
	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo
EEE (1)	2,75	3,00	2,75	3,00	3,50	3,50
EOF (2)	2,75	-	2,75	3,13	3,25	3,50
Curva forward (3)	3,10	3,34	3,10	3,62	3,92	4,28
Contratos swaps (4)	2,82	3,21	2,82	3,39	3,36	3,94

(1) Corresponde a la encuesta de diciembre 2014 y marzo 2015.

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de diciembre 2014 y la segunda quincena de marzo 2015.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones de financiamiento local reflejan tanto el impacto del estímulo monetario como el de un acceso a los créditos en los mercados financieros internacionales que se ha mantenido favorable a pesar del mayor riesgo en el entorno externo.

En cuanto a las personas, las condiciones crediticias no han mostrado mayores cambios respecto del IPoM previo. Según cifras preliminares de febrero, las colocaciones para la vivienda mantienen su tasa de crecimiento real anual similar al del IPoM anterior: 10,3% (10,5% en noviembre) y las tasas de interés para estos créditos se ubican en valores prácticamente iguales a los de noviembre (+8pb). Las colocaciones de consumo mantienen una variación real anual por debajo de 3% (gráfico II.3). Por su parte, las tasas de interés nominales de dichos créditos, en promedio, han aumentado 130pb desde el IPoM previo. Con todo, siguen en niveles bajos desde una perspectiva de más largo plazo (gráfico II.4). En cuanto a las condiciones de acceso al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre del 2014 reportó nuevamente condiciones más exigentes para los préstamos de consumo e hipotecarios que en períodos previos. Por el lado de la demanda, las entidades bancarias percibieron que aquella por créditos de consumo redujo su debilitamiento y, a diferencia de trimestres anteriores, apreciaron un fortalecimiento de las solicitudes de créditos para la vivienda.

Respecto del crédito a empresas, el crecimiento real anual de las colocaciones comerciales se ha mantenido en torno a 2,5%, mientras que las tasas de interés para estos créditos aumentaron levemente: +23pb en promedio. Comparada

con la del trimestre previo, la ECB del último trimestre del 2014 siguió dando cuenta de una oferta más restrictiva que en períodos previos. Igualmente, en el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de febrero, los entrevistados percibían que las condiciones crediticias seguían siendo restrictivas en cuanto a los requisitos, pero que las tasas de interés cobradas eran menores. Esta visión era refrendada por los bancos consultados. Por el lado de la demanda, los créditos comerciales disminuyeron su debilidad excepto para el segmento de empresas constructoras, donde el nivel de restrictividad aumentó respecto de la ECB del tercer trimestre, lo cual coincide con el deterioro de las perspectivas económicas del sector.

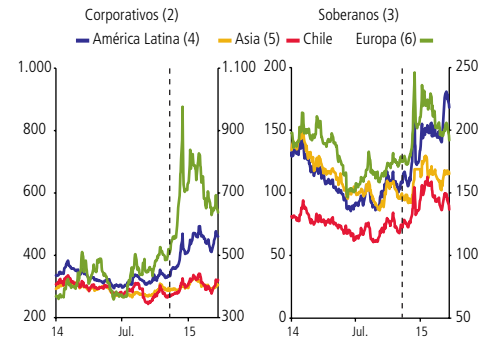
Con respecto a otras fuentes de financiamiento para las empresas, el ritmo de colocaciones en el mercado de bonos locales se ha mantenido estable en los últimos meses. Con todo, desde una perspectiva de largo plazo, los montos continúan altos (gráfico II.5).

Las condiciones de financiamiento externo han estado marcadas por un aumento de la volatilidad en los mercados internacionales y en la percepción de riesgo soberano y corporativo de las economías emergentes. En el caso de Chile, el soberano aumentó 15pb, ubicándolo en torno a 95pb al cierre de este IPoM (gráfico II.6). Resalta el aumento del premio por riesgo soberano de Brasil y Rusia. Los premios de empresas chilenas que se financian en el exterior, aunque con vaivenes, se encuentran en niveles algo mayores a los del IPoM previo. Con todo, las colocaciones de bonos de sociedades no financieras en el mercado externo siguen altas.

A partir del 2013, el desempeño de las bolsas de economías desarrolladas ha sido, en promedio, superior al de las emergentes. Comparando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, medidas en moneda local, las bolsas desarrolladas y emergentes subieron 4,5 y 2,4%, respectivamente. El buen desempeño relativo de EE.UU. respecto del resto del mundo ha aumentado la preferencia por sus activos, lo que ha llevado el valor de los activos de renta fija y variable a máximos históricos (gráfico II.7). Las posibles reversiones de estos precios, asociadas al inicio del proceso de normalización de política monetaria en EE.UU., constituyen un riesgo relevante. En otro ámbito, los mercados bursátiles internacionales, en general, reaccionaron con relativa calma a los eventos del ámbito político y/o económico en Grecia, Ucrania, Rusia y Brasil, restringiéndolos a los respectivos mercados locales. El mercado accionario local, aunque con vaivenes, ha presentado un desempeño menos favorable: -1,7% en moneda local.

En cuanto a los agregados monetarios, según información disponible a febrero, el M1, constituido mayormente por pasivos bancarios no remunerados, aunque con vaivenes, mantuvo su tasa de crecimiento anual nominal en torno a 15%. El M2 redujo su tasa de variación anual a 7,2% (9,1% en noviembre). En tanto, el M3 tuvo una variación anual de 9,4% (9,8% en noviembre).

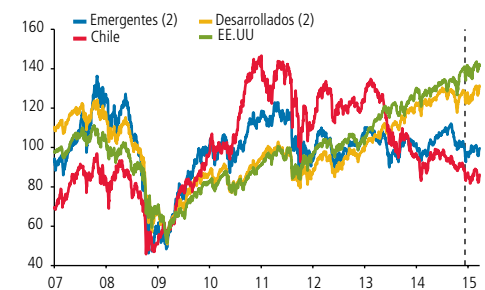
GRÁFICO II.6
Premios por riesgo en economías emergentes (1)
(puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2014. (2) Medidos por el índice CEMBI. (3) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (4) Incluye a Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia. (6) Incluye a Rusia, Rep. Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria, Rusia y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.7
Mercados bursátiles (1)
(índice 2007-2015=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2014.

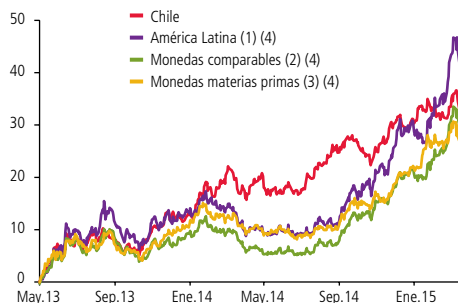
(2) Corresponde a los índices accionarios medidos en dólares por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.



GRÁFICO II.8

Tipo de cambio nominal
(variación acumulada, porcentaje)



(1) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (2) Incluye a Brasil, México, Colombia, Rep. Corea Filipinas, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Economías emergentes y monedas con tipo de cambio flotante según "Statistical Handbook", Moodys mayo 2012. (3) Incluye a Sudáfrica, Nueva Zelanda, Canadá y Australia. (4) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2014.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.9

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 02/01/2013-25/03/2015=100)

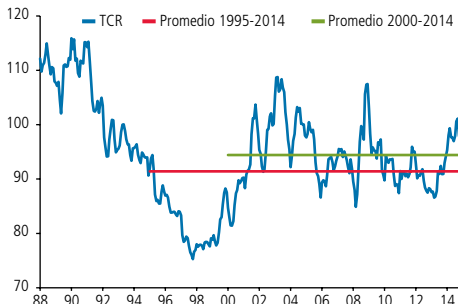


(1) Para su definición, ver Glosario. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10

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



(*) Cífra de marzo del 2015 incluye información hasta el día 25.

Fuente: Banco Central de Chile.

TIPO DE CAMBIO

La mayor fortaleza relativa de EE.UU. ha llevado a una significativa apreciación del dólar. Desde el IPoM de diciembre, esta tendencia ha tenido vaivenes importantes, conjugando las cifras coyunturales de la economía estadounidense con la propia comunicación de la Reserva Federal (Fed). Ello se ha reflejado en movimientos relevantes de gran parte de las monedas. En el caso del peso chileno, a mediados de marzo se cotizó por sobre \$640 por dólar, reduciéndose luego a niveles más cercanos a \$620 al cierre estadístico de este IPoM.

Desde una perspectiva más amplia, el peso ha tenido una depreciación importante desde mayo del 2013, cercana a 36% (tabla II.2). Parte importante responde a la apreciación del dólar a nivel global. En todo caso, la temporalidad de la depreciación ha sido distinta en Chile que en otras economías emergentes y exportadoras de materias primas. Un rol relevante en estas diferencias ha sido el rápido ajuste del gasto interno y una política monetaria que inició un ciclo expansivo con anterioridad y mayor profundidad que otras economías comparables. Respecto de otras economías emergentes, la pérdida de valor del peso fue más intensa en el 2014 (gráfico II.8). Luego, en la medida que el resto de las economías emergentes ingresó a un ciclo de ajuste más marcado, dichas diferencias se redujeron, e incluso el peso se apreció multilateralmente, lo que fue mas evidente en lo que va del 2015. Así, respecto del IPoM previo, el peso chileno se depreció 4% mientras que las distintas medidas multilaterales se apreciaron entre 1,4 y 2,6% (grafico II.9).

TABLA II.2

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

País	Variación TCN	
	IPoM Mar.15/IPoM Dic.14	Spot/ mínimo del 2013
Brasil	23,9	62,7
Turquía	15,1	47,4
Colombia	12,8	45,0
Sudáfrica	7,4	40,2
Chile	4,0	35,9
Suecia	14,5	35,1
Australia	8,2	35,0
Indonesia	6,5	35,0
Rep. Checa	14,1	33,9
Hungría	13,8	28,6
Canadá	10,6	27,4
Eurozona	15,2	25,7
México	6,4	24,7
Polonia	14,1	24,0
Malasia	6,9	23,7
Perú	4,7	20,7
Israel	1,3	13,9
Tailandia	-0,5	13,5
Nueva Zelanda	4,0	13,3
Reino Unido	5,5	11,1
Suiza	1,4	8,3
Rep. Corea	1,0	4,9

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En este contexto, el tipo de cambio real (TCR) disminuyó 3% con respecto del IPoM anterior. Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades, el TCR en marzo se ubicaría en 95,9 en su base 1986=100, considerado un nivel algo por sobre su promedio de las últimas dos décadas (gráfico II.10). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR seguirá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con el estado del ciclo económico y sus fundamentos de largo plazo.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

ACTIVIDAD Y DEMANDA

En los últimos meses, la actividad ha mostrado tasas de crecimiento mayores al promedio del 2014. De hecho, el cierre de las Cuentas Nacionales para dicho año mostró un incremento del PIB de 1,9% anual, por sobre el 1,7% previsto en el IPoM de diciembre (tabla III.1). Este resultado estuvo determinado por un cuarto trimestre en que la actividad creció 1,8% anual, a lo que se agregaron revisiones de las cifras de trimestres previos. Por su lado, la demanda interna se contrajo 0,6% anual el 2014 (tabla III.2). Este registro consideró una variación anual que dejó de caer el cuarto trimestre, luego de una profundización de sus reducciones anuales durante los tres trimestres previos. Así, la disparidad entre la expansión del PIB y la demanda interna sigue reflejando la debilidad de esta última (gráfico III.1). Coherente con lo anterior, la actividad ha sido apuntalada por el buen desempeño del sector externo y, hacia fines del año pasado, por el mayor gasto público, principalmente en inversión.

En cuanto a los sectores económicos, los distintos de recursos naturales — PIB resto— crecieron 2,2% anual en el cuarto trimestre (1,3% el tercero). Los servicios persisten como los de mejor desempeño. Destaca el marcado incremento de la administración pública y de comunicaciones. Parte de los otros servicios, como los personales, financieros y transportes, siguen contribuyendo de manera importante a la actividad, con variaciones anuales superiores a la de la actividad agregada. Resalta, además, el sector silvoagropecuaria que, tras contraerse los dos trimestres anteriores, anotó una expansión de 4,9% anual en el último trimestre del 2014, en razón de las reducidas bases de comparación impuestas por las heladas de la temporada pasada. Asimismo, el desempeño de la construcción y el comercio pasó de variaciones anuales negativas en el tercer cuarto a cifras positivas en el último trimestre. En el caso de la construcción, contribuyó un importante aumento de los permisos de edificación, además de una baja base de comparación. La industria manufacturera moderó su descenso en el cuarto trimestre, toda vez que las ramas orientadas a la exportación siguieron con un buen desempeño. Lo mismo ocurrió, aunque de manera más incipiente, con las divisiones que son sustitutos de importaciones.

En los sectores de recursos naturales, la tasa de crecimiento anual se mantuvo baja en el cuarto trimestre. La minería se contrajo 0,4% anual, principalmente

TABLA III.1

Producto interno bruto (1)

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

	Pond.	2013				2014			
		2014	I	II	III	IV	I	II	III
Agropecuaria-Silvícola	2,7	3,8	3,2	-0,2	2,0	2,9	-5,6	-3,4	4,9
Pesca	0,3	-18,3	-16,1	-13,3	-16,4	21,8	34,0	10,7	3,4
Minería	11,2	9,4	3,1	9,0	2,6	1,2	4,8	0,0	-0,4
Industria	11,3	1,8	0,7	2,7	-0,9	0,2	-0,7	-0,7	-0,1
EGA	2,3	12,6	9,7	6,9	10,2	1,3	9,4	3,4	5,7
Construcción	7,3	5,0	5,1	5,0	0,8	3,1	1,1	-1,4	3,2
Comercio	8,0	7,9	7,0	7,8	4,7	2,2	-0,4	-0,2	0,7
Restaurantes y hoteles	1,8	4,2	3,4	4,3	0,6	1,0	0,3	0,9	0,9
Transportes	4,2	7,2	6,3	3,3	0,3	3,4	1,5	1,3	3,1
Comunicaciones	1,8	6,2	6,7	9,8	8,1	7,6	7,5	5,7	5,8
Servicios Financieros	5,1	8,6	6,6	5,8	3,7	3,9	2,2	2,2	3,6
Servicios Empresariales	13,9	1,7	2,6	2,6	3,5	3,4	2,1	1,2	0,9
Servicios de Vivienda	5,2	2,2	1,8	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8
Servicios Personales (2)	11,7	5,9	4,9	4,2	4,8	3,4	3,7	4,6	3,9
Administración pública	4,6	3,6	3,1	4,9	3,8	3,3	3,0	2,7	5,4
PIB Total	100,0	5,4	4,0	4,8	2,8	2,7	2,1	1,0	1,8
PIB Resto (3)	77,5	4,4	4,0	4,1	2,7	2,8	1,4	1,3	2,2
PIB RRNN (3)	13,9	9,2	3,4	8,1	3,7	1,6	6,4	0,9	0,7

(1) Cifras preliminares.

(2) Incluye educación, salud y otros servicios.

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2

Demanda interna (1)

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

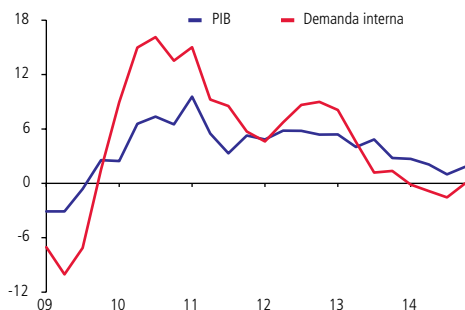
	Pond.	2013				2014			
		2014	I	II	III	IV	I	II	III
Demanda Interna	98,5	8,1	4,6	1,2	1,4	-0,1	-0,9	-1,5	0,0
Demanda interna (sin existencias)	99,1	7,6	7,3	3,9	0,6	2,1	-0,2	-1,4	1,5
Formación Bruta Capital Fijo	22,0	11,4	11,7	-0,2	-10,9	-4,9	-7,8	-12,1	0,5
Construcción y otras obras	14,9	6,5	7,3	6,8	2,3	3,0	0,1	-1,6	2,2
Maquinaria y Equipo	7,2	20,2	19,0	-9,5	-28,2	-19,3	-21,4	-29,6	-3,1
Consumo Total	77,1	6,3	5,9	5,3	4,5	4,4	2,3	2,0	1,8
Consumo Privado	64,2	6,9	6,3	5,4	5,1	3,9	2,2	1,9	1,0
Bienes Durables	6,2	15,6	14,7	14,4	12,5	3,6	-1,5	-3,9	-4,6
Bienes No Durables	26,4	7,2	6,3	4,6	4,4	4,1	1,2	1,6	0,6
Servicios	31,6	4,9	4,7	4,3	4,1	3,7	3,6	3,3	2,7
Consumo Gobierno	12,9	3,0	4,3	4,7	1,7	8,2	2,6	2,3	5,5
Variación de existencias (2)	-0,6	1,7	1,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,6
Exportación Bienes y Servicios	33,8	0,0	5,8	11,1	-2,5	4,1	-0,4	-2,6	1,7
Importación Bienes y Servicios	32,3	7,1	7,3	0,4	-6,3	-4,7	-9,4	-9,8	-3,9
PIB Total	100,0	5,4	4,0	4,8	2,8	2,7	2,1	1,0	1,8

(1) Cifras preliminares.

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

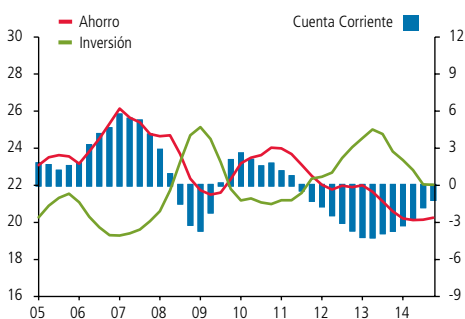
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.1
Crecimiento del PIB y de la demanda interna
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

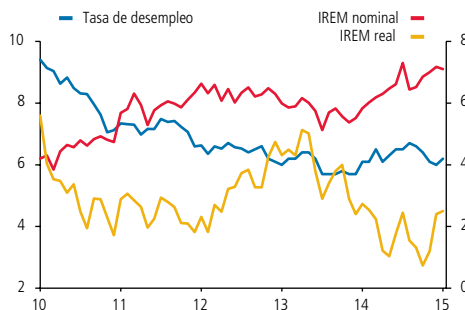
GRÁFICO III.2
Cuenta corriente (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Tasa de desempleo y salarios nominal y real
(porcentaje; variación anual, porcentaje)



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

por la reducción de las leyes de cobre y cierres temporales de algunas faenas. Sobresalió EGA, expandiéndose 5,7% anual (3,4% el tercer trimestre), por el mayor valor agregado que imprimió la hidrología.

En tanto, la demanda interna se mantuvo débil en el cuarto trimestre. El consumo total acotó sutilmente su tasa de crecimiento. Ello, debido a que la importante expansión del consumo de gobierno no compensó totalmente la continua moderación del consumo privado. Los bienes durables agudizaron su contracción a -4,6% anual el cuarto trimestre, a la vez que los habituales redujeron su expansión a 0,6% anual. Coherente con el dinamismo de los servicios en la actividad, el crecimiento de esta parte del consumo se redujo en una magnitud menor.

Aunque sin cambios pronunciados en su tendencia, la variación anual de la FBCF exhibió su primer registro positivo luego de varios trimestres secuenciales de reducción. Por un lado, cooperaron las reducidas bases de comparación y, por otro, un mayor gasto fiscal por este concepto: 0,5% anual (-12,1% el tercer cuarto). Ello fue particularmente visible en la expansión anual del componente de construcción y obras. El de maquinarias y equipos, si bien se contrajo, no lo hizo a tasas de dos dígitos como en trimestres previos.

El significativo ajuste del gasto interno y el efecto positivo que la depreciación del peso ha tenido en las exportaciones han llevado a una reducción relevante del déficit de cuenta corriente. En el 2014 llegó a 1,2% del PIB (3,7% el 2013). Ello se compuso de un superávit de balanza comercial de US\$8,5 mil millones en el 2014, comparado con US\$2 mil millones en el 2013 (gráfico III.2). En su estructura, resaltó la notoria caída de las importaciones, mientras que las exportaciones permanecieron en montos similares, pese a los menores precios.

DETERMINANTES DEL GASTO

La evolución de los determinantes de la demanda interna sigue mostrando disparidad. Por un lado, las expectativas de consumidores y empresas —aunque con algunas mejoras en el margen— persisten en terreno pesimista. La creación de puestos de trabajo privados sigue débil. El crecimiento real anual de las colocaciones bancarias se mantuvo o cayó levemente y la depreciación nominal del peso continuó encareciendo los bienes importados y afectando los ingresos reales de las familias vía una mayor inflación. Por otro lado, la tasa de desempleo se mantiene en niveles cercanos a sus mínimos históricos, con salarios nominales que siguen creciendo a tasas anuales elevadas, a lo que se agrega que las tasas de interés de las colocaciones bancarias se mantienen en niveles reducidos desde una perspectiva histórica.

En relación con el mercado laboral, si bien la tasa de desempleo aumentó marginalmente (6,2% en el trimestre móvil finalizado en enero), sigue resaltando su permanencia en torno a niveles mínimos de los últimos años. Los salarios nominales mantuvieron un crecimiento anual elevado, mientras que en términos reales han recuperado tasas de variación anual mayores, por la menor inflación año a año en estos últimos meses (gráfico III.3).

La evolución del mercado laboral sigue dando cuenta de una fortaleza algo mayor de la que se esperaría dado el estado cíclico de la economía, alimentando cierta incertidumbre respecto del estado de las brechas de capacidad. Sin embargo, hay algunos factores cíclicos que se deben tener en cuenta a la hora de analizar los datos. En primer lugar, parte del bajo nivel de la tasa de desempleo radica en el acelerado crecimiento del empleo en la minería que se dio en años previos (gráfico III.4). Esto, de la mano del importante ciclo de inversión en ese sector. A ello se suma el mayor empleo agrícola —influido además por la baja base de comparación del año previo— y del sector público. Por último, también hay factores de corte más estructural que apuntan a una tasa de desempleo menor que en décadas previas. En particular, lo que se refiere a la menor ponderación de los menores de 24 años en la fuerza de trabajo y a la mayor preponderancia de los mayores de 50 años (Recuadro III.1).

Más allá de los elementos mencionados, también se debe considerar que, de acuerdo con el INE, la creación del empleo asalariado desde mediados del 2014 se ha caracterizado por una participación relevante de jornadas de tiempo parcial, la carencia de contratos y, en algunos casos, sin cotización previsional (gráfico III.5). Todo ello señala una relativa disminución de la calidad de este empleo, lo que ayuda a explicar el acotado crecimiento del consumo privado en los últimos meses.

Los ingresos laborales reales, que habían mostrado una pronunciada tendencia decreciente en el último año, han comenzado a dar cuenta de tasas de variación anual mayores en lo más reciente. Esto, principalmente por un mayor aporte de los salarios reales, más que de la creación de empleo. Con todo, el crecimiento del ingreso laboral supera al del consumo privado, lo que sugeriría un aumento del ahorro por parte de los hogares.

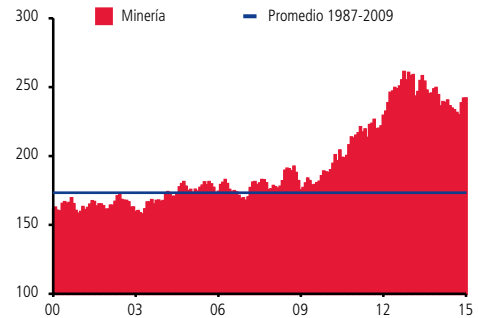
El crecimiento real anual de las colocaciones bancarias se mantuvo o cayó levemente, pese a que siguen primando tasas de interés reducidas desde una perspectiva histórica.

Las expectativas de las personas y las empresas permanecen en zona de pesimismo y, aunque con vaivenes, muestran alguna mejora en el margen. De todos modos, ha sido más evidente en el caso del IMCE que en el IPEC (gráfico III.6). Para el IPEC, parte de ese aumento corresponde a leves alzas en la evaluación de la situación para comprar bienes durables, principalmente artículos para el hogar —no así autos y casas—. Para el IMCE, se refleja en una evaluación menos negativa del stock de inventarios que, en todo caso, se siguen considerando excesivos (gráfico III.7).

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

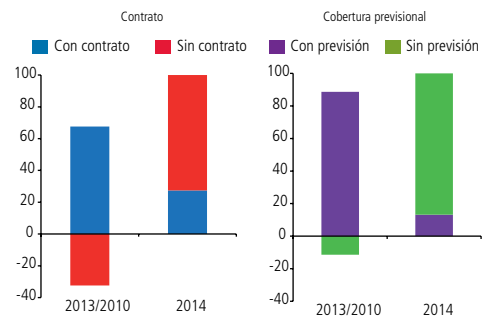
Para el 2015, el Consejo estima un rango de crecimiento entre 2,5 y 3,5% anual. Ello considera un primer semestre similar al crecimiento promedio de los últimos meses y una segunda mitad del año en que el crecimiento anual de la actividad será mayor. Esto, resultado de la culminación de los ajustes internos, un efecto más notorio de la ejecución del gasto fiscal, el efecto positivo que el menor precio del petróleo tiene en los ingresos de las familias y de que

GRÁFICO III.4
Empleo de la minería
(miles de personas)



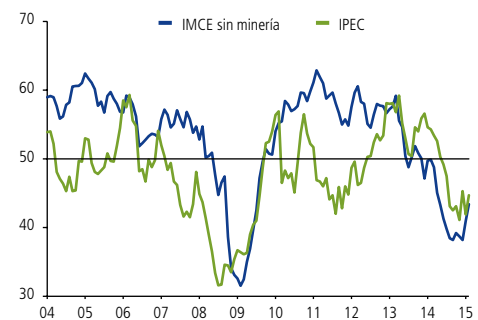
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.5
Calidad del empleo asalariado
(participación en el crecimiento total del empleo, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

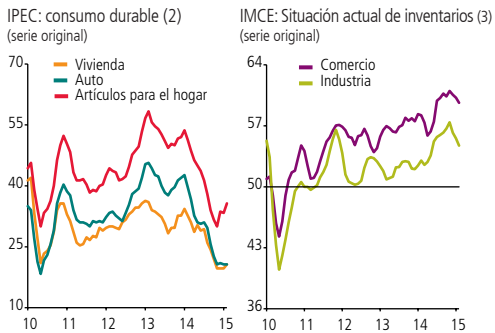
GRÁFICO III.6
Expectativas de las empresas y consumidores (*)
(serie original)



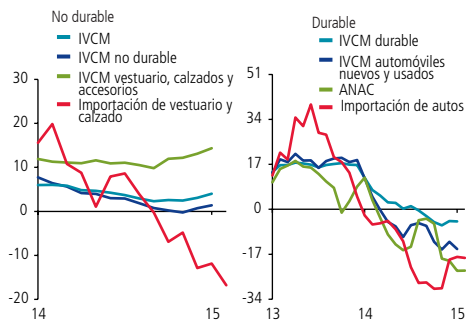
(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO III.7**Indicadores de percepción (1)**

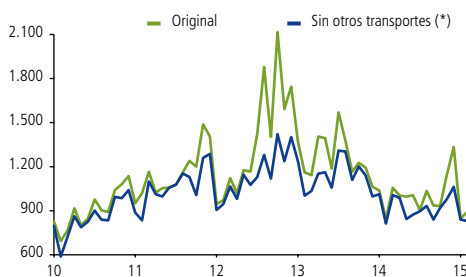
(serie original)

**GRÁFICO III.8****Indicadores de consumo (*)**

(variación anual, porcentaje)

**GRÁFICO III.9****Importaciones de bienes de capital**

(millones de dólares)



las expectativas de empresas y consumidores se recuperarán. Se suma que la política monetaria ha agregado un impulso significativo en los últimos trimestres y el efecto positivo de la depreciación del peso en el desempeño productivo de algunos sectores transables. Las expectativas de mercado contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se han corregido marginalmente al alza en los últimos meses, estimando en marzo un crecimiento de 2,8% anual para el 2015 (2,7% en diciembre). Para el 2016, la EEE considera una expansión de 3,5%.

Los indicadores agregados de consumo disponibles a enero, dan cuenta de cierta estabilización. Las ventas minoristas del comercio (IVCM) repuntaron levemente en diciembre y enero, aunque no de manera generalizada y en gran parte se debió a la importante expansión de los bienes no durables, como vestuario y calzado. No obstante, en febrero llamó la atención el pronunciado retroceso de este tipo de importaciones. Los durables, en cambio, siguieron con un débil desempeño. Ello, de la mano del magro resultado del sector automotriz, cuyas ventas en enero y febrero cayeron en torno a 30% anual (ANAC). En línea, se sigue reduciendo la internación de autos (gráfico III.8). Así, las importaciones de bienes continúan descendiendo en términos anuales de forma algo más generalizada.

En cuanto a la inversión privada, ciertos indicadores, apoyados por efectos base de relevancia, dan cuenta de alguna estabilidad. Si bien en febrero las importaciones de bienes de capital crecieron 6% anual, en enero anotaron una contracción de 18,7% y cayeron 4,5% en el cuarto trimestre (gráfico III.9). Lo último estuvo relacionado con internaciones de material poco frecuente en diciembre. El Catastro de la Corporación de Bienes de Capital de diciembre — que mide intenciones de inversión — ajustó los montos a la baja para el 2015, principalmente de inversión minera, ratificando que habrá un nivel inferior al del 2014. Se suma que la construcción, medida a través del IMACON, decayó 1,5% anual en el cuarto trimestre y, de hecho, en diciembre se redujo 2% anual. Además, a enero, los despachos de materiales y de cemento (CChC), así como el empleo de la construcción, siguieron reduciéndose en términos anuales.

En contraposición al nulo avance de la inversión privada, se sigue contemplando que el gasto público en inversión aumente de manera relevante. En el 2014 se registró una sobre ejecución del presupuesto de inversión de 106%.

El *Informe de Percepciones de Negocios* de febrero mostró que para el 2015 en su conjunto, las expectativas de los entrevistados anticipan un crecimiento similar o algo superior al del año pasado, con resultados que serían mejores hacia el segundo semestre del año. Los planes de inversión, como fue la tónica en los últimos trimestres, apuntan a montos bajos y mayormente enfocados a la reposición de capital. Sigue resaltando la expectativa sobre los planes de inversión pública anunciados para el año, aunque persisten las dudas sobre su implementación, con un relativo consenso en que sus efectos no comenzarán a verse sino hasta los últimos meses del 2015.

RECUADRO III.1 ALGUNOS ELEMENTOS TRAS DE LA BAJA TASA DE DESEMPLEO

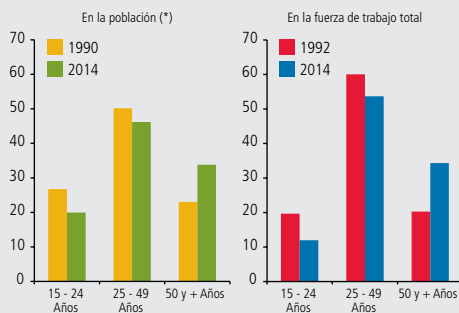
La fortaleza del mercado laboral, en un contexto de marcada pérdida de dinamismo de la actividad y la demanda interna, ha sorprendido en el último año. De hecho, durante este tiempo la tasa de desempleo ha permanecido en niveles bajos desde una perspectiva histórica y el crecimiento anual de los salarios nominales ha sido elevado. Este Recuadro da cuenta de algunos cambios estructurales en la fuerza laboral que ayudan a explicar parte del menor desempleo observado.

Similar a la evolución demográfica de otras naciones, en Chile el desarrollo ha venido aparejado de un aumento de la esperanza de vida promedio y de una menor tasa de natalidad, lo que ha llevado a cambios relevantes en la composición etaria de la población. En particular, como porcentaje del total de la población, la proporción de personas mayores de 50 años ha aumentado, mientras que la de menores de 25 años ha disminuido (gráfico III.10).

El cambio en la composición de la población se ha reflejado también en la fuerza de trabajo donde, además, se ha intensificado la disminución de la participación de los menores de 25, años producto del aumento de la escolaridad promedio. Habida cuenta de lo anterior, cuando se examina cómo ha variado la composición de la fuerza de trabajo por grupos etarios, resalta que la importancia de los jóvenes entre 15 y 24 años de edad, así como la de los mayores de 50 años ha variado en una magnitud relevante.

La proporción de jóvenes en la fuerza de trabajo total pasó de 19,7 a 12% entre 1992 y el 2014, lo que coincide con la notable expansión de la matrícula en la educación terciaria de este segmento de la población (gráfico III.11). Por su parte, en ese período, las personas mayores de 50 años pasaron de representar 20,3% de la fuerza de trabajo a 34,3% de la misma.

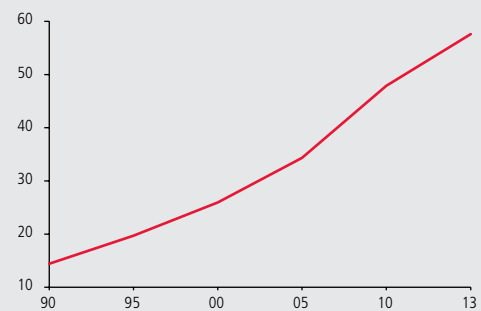
GRÁFICO III.10
Participación por tramo de edad
(porcentaje)



(*) Considera la población mayor o igual a 15 años de edad.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.11
Matrícula en la educación terciaria chilena
(porcentaje de la población entre 18 y 24 años)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Ministerio de Educación de Chile.

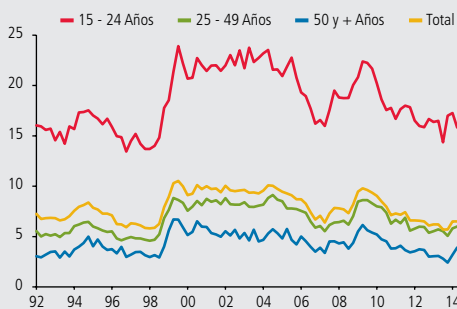
Este cambio en la composición de la fuerza de trabajo tiene efectos relevantes para la medición del desempleo total, toda vez que la tasa de desempleo de los trabajadores entre 15 y 24 años es significativamente mayor que la de los trabajadores de más de 50 años (grafico III.12). Así, la sola recomposición en favor del grupo de mayor edad y en desmedro de los jóvenes reduce la tasa de desempleo. Esto no considera el efecto que el cambio en la participación laboral de los grupos etarios puede tener sobre el desempleo de cada grupo, más allá de que la tasa de desempleo de cada grupo etario haya tendido a disminuir en los últimos años.

Adicionalmente, se debe considerar que, si el promedio de edad de la población aumenta y la tasa de natalidad disminuye, es posible que el crecimiento de la fuerza laboral se reduzca. Los datos muestran que, pese a la recomposición etaria producto del envejecimiento de la población, el crecimiento de la fuerza de trabajo no se ha reducido, permaneciendo en torno a 2% anual a partir de 1992. No obstante, es probable que la mantención de esas dinámicas haga caer su expansión anual en el futuro.

Así, Albagli y Barrero (2015) estiman el impacto de este cambio,

GRÁFICO III.12

Tasa de desocupación por tramo de edad (porcentaje)



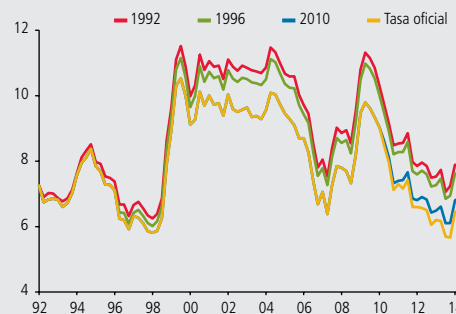
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

a través de un ejercicio que mide el efecto composición de la fuerza de trabajo en el desempleo. Para realizar este análisis, la metodología implementada considera, por un lado, la tasa de participación laboral en un año base determinado (1992), y por otro, la tasa de desempleo a diciembre del 2014 para los tres grupos de la población. Con ello, se calcula cuál sería la tasa de desempleo a fines del 2014 si, todo lo demás constante, la tasa de participación de estos grupos se hubiera mantenido fija en su nivel de 1992.

Bajo estos supuestos, se estima que la tasa de desempleo nacional sería 1,4 puntos porcentuales (pp) mayor a la efectiva en diciembre del 2014. Adicionalmente, se considera, a modo de prueba, realizar el mismo ejercicio para los años 1996 y 2010, períodos en los cuales el envejecimiento de la población estaba en curso. En ese caso, la tasa de desocupación sería 1,2 y 0,4pp. mayor a la de diciembre, considerando 1996 y el 2010, respectivamente (gráfico III.13).

GRÁFICO III.13

Tasa de desocupación estimada: diferentes años base (porcentaje)



Fuente: Albagli y Barrero (2015).

Otro factor estructural que ha cambiado en las últimas dos décadas es la mayor participación de la mujer en el mercado laboral. Su tasa de participación laboral pasó de 36,7 a 48,4% entre 1992 y 2014, lo que se reflejó en que su importancia relativa en la fuerza de trabajo total pasó de 33 a 41% en el mismo lapso. Se agrega que, en ese período, la tasa de desempleo de las mujeres muestra un descenso mayor que la de los hombres. Un ejercicio del mismo tenor al anterior, usando 1992 como año base, no muestra gran discrepancia entre la tasa desempleo estimada y la efectiva a diciembre. Y si algo, sugiere que la tasa de desocupación actual debería haber sido 0,1pp menor.

De este modo, las estimaciones sugieren que hay algunos factores de tipo estructural, específicamente, una menor participación laboral de jóvenes y una mayor de edades más avanzadas, que ayuda a explicar parte del menor nivel actual de la tasa de desempleo respecto de su promedio histórico y de la discordancia con el ciclo de la actividad.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

El escenario base de este IPoM contempla que la inflación —que ha superado lo previsto en diciembre— tardará más tiempo en converger a la meta y que los riesgos asociados a esta trayectoria se han incrementado. En términos anuales, el IPCSAE pasó de 4,3 a 4,7% desde el cierre del IPoM previo, mientras el IPC pasó de 5,5 a 4,4% —aún por sobre el rango de tolerancia— en gran medida ayudado por la baja de los precios de los combustibles (gráfico IV.1 y tabla IV.1). La evolución de los precios también superó, aunque en magnitud

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

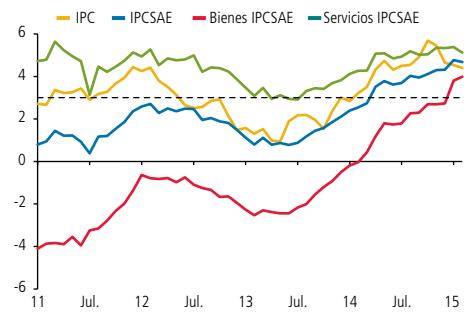
	IPC	Alimentos	Energía	IPCSAE	IPCSAE Bienes	IPCSAE Servicios
2012 Promedio	3,0	7,7	-0,4	2,2	-1,1	4,6
2013 Ene.	1,6	5,3	-2,7	1,1	-2,3	3,5
Feb.	1,3	3,7	0,1	0,8	-2,5	3,1
Mar.	1,5	3,1	1,2	1,1	-2,3	3,5
Abr.	1,0	3,8	-3,5	0,8	-2,4	2,9
May.	0,9	4,9	-6,5	0,9	-2,4	3,1
Jun.	1,9	6,3	0,7	0,8	-2,4	2,9
Jul.	2,2	5,7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

(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

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

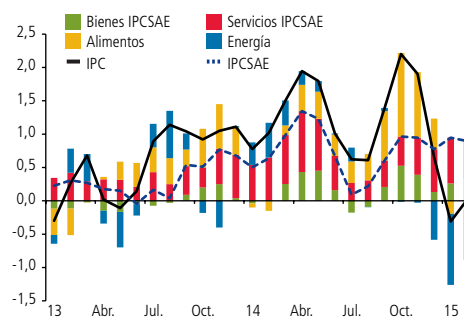


(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

GRÁFICO IV.2
Incidencias en la inflación mensual del IPC (*)
(acumulada en tres meses móviles, puntos porcentuales)

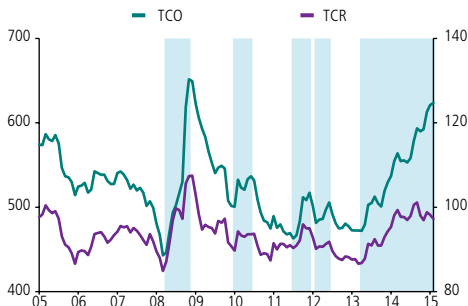


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.3

Tipo de cambio (*)
(pesos por dólar; índice 1986=100)

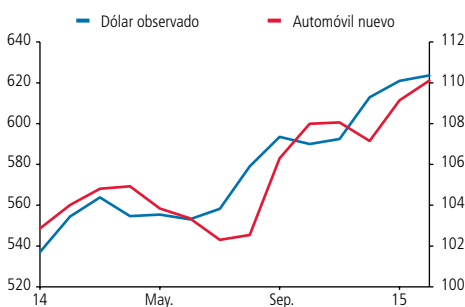


(*) Las áreas sombreadas corresponden a periodos de depreciación nominal del peso.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.4

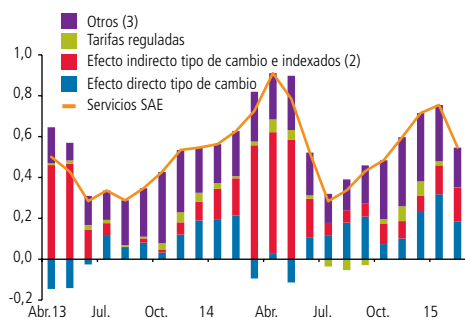
Precio del automóvil nuevo y tipo de cambio
(pesos por dólar; índice)



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

GRÁFICO IV.5

Incidencias de los servicios del IPCSAE en la inflación mensual del IPC (1)
(acumulada en tres meses móviles, puntos porcentuales)



(1) Se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100
(2) Corresponde a servicios de educación, salud, arriendo, peaje y, seguro y revisión técnica del automóvil.
(3) Corresponde a servicios de alimentación, recreación, financieros, vestuario, cuidado personal, vivienda y otros.

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

mayor, las expectativas del mercado. De este modo, el nuevo escenario para la inflación ha llevado a un ajuste en las expectativas de corto plazo, mientras que a dos años siguen ubicadas en 3%.

Desde la publicación del IPoM de diciembre, el IPC acumuló 0,01 puntos porcentuales (pp), cifra que, sin embargo, esconde una caída de 0,4% en diciembre y alzas en enero y febrero de 0,1 y 0,4%, respectivamente, estos dos últimos registros por sobre las expectativas de mercado. Otra característica de la evolución de la inflación en este lapso ha sido que la importante caída de los precios de los combustibles y la reversión de las alzas puntuales de algunas frutas y verduras frescas, contrarrestaron alzas del IPCSAE (gráfico IV.2).

De hecho, durante los últimos meses la inflación del IPCSAE acumuló 0,9pp de incidencia en el IPC. Como se ha mencionado en los últimos IPoM, una parte importante del incremento de la inflación responde al alza que ha tenido el tipo de cambio. Si en el primer trimestre del 2013 el tipo de cambio peso/dólar promedió \$472, en lo que va del año promedia \$624, totalizando una depreciación de cercana a 35%. Aunque desde el cierre del IPoM de diciembre el peso se depreció menos de 5% y en términos reales se apreció, lo distintivo de este proceso de pérdida de valor del peso ha sido su duración, lo que ha agregado incertidumbre a la dinámica de los precios. De hecho, el episodio actual corresponde a la depreciación más duradera de la década (gráfico IV.3). La persistencia de este fenómeno puede ayudar a explicar su mayor impacto en los precios y es un riesgo a la hora de evaluar las presiones inflacionarias implícitas en el escenario base.

De todas formas, la evolución de la inflación externa relevante en dólares (IPE) ha contrarrestado en alguna medida los efectos de la paridad cambiaria en la inflación local. Se estima que durante el 2014 el IPE retrocedió casi 1%, mientras que para el 2015 el escenario base de este IPoM contempla un retroceso adicional de 6%. Ello, principalmente debido a la apreciación que el dólar estadounidense ha tenido a nivel global y a la baja inflación observada en varios de nuestros socios comerciales.

En los últimos meses, 0,34pp de la inflación del IPC ha provenido de los bienes SAE. En este caso, el efecto del tipo de cambio es bastante directo, especialmente en los productos transables o importados. Un claro ejemplo de ello es el precio del automóvil nuevo, que acumuló 0,08pp de la inflación IPC desde diciembre (gráfico IV.4). Otro factor relevante para explicar el aumento de la inflación de bienes está relacionado con la Reforma Tributaria. Se estima que, en total, los nuevos impuestos a los cigarrillos, las bebidas de fantasía y las bebidas alcohólicas tendrán un efecto de 0,3pp en el IPC desde el momento de su entrada en vigencia, los que se estima ya estarían incorporados en las cifras de inflación. En particular, los cigarrillos acumularon 0,12pp entre diciembre y febrero, aunque parte de esta alza también podría estar incorporando otros efectos de costos.

Con todo, dado su peso en la canasta, el principal componente tras la inflación del IPCSAE sigue siendo el de los servicios, que ha acumulado 0,55pp del IPC desde diciembre (gráfico IV.5). Si bien en este caso es más difícil distinguir los efectos del tipo de cambio sobre la inflación local, existen precios que reflejan la evolución de la paridad de manera directa, como el transporte aéreo internacional.

También existen precios que reflejan los aumentos del tipo de cambio, y de la mayor inflación en general, de manera indirecta. Estos corresponden a servicios cuyos costos o precios están indexados a la inflación pasada —y, por tanto, recogen los efectos que tuvo el tipo de cambio en la inflación algunos meses atrás—, o directamente a la evolución del precio del dólar. Entre diciembre y febrero destacan el transporte interurbano, que acumuló casi 0,2pp de inflación del IPC, y los precios de servicios indexados que acumularon 0,1pp en igual lapso. Si bien en el primero el factor estacional tiene una relevancia marcada, en esta ocasión su incremento superó lo que podría esperarse de este comportamiento. Ello probablemente porque el traspaso de los menores precios de los combustibles fue acotado.

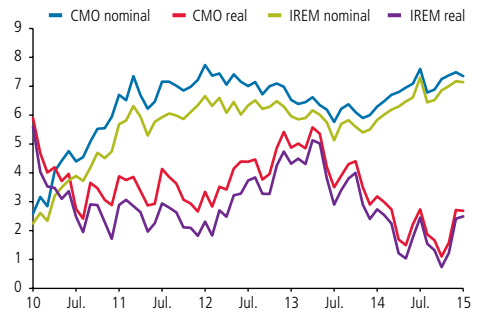
La evolución de los precios de los servicios SAE también se relaciona con el comportamiento de los salarios nominales, aunque en este caso es difícil distinguir la dirección de la causalidad entre salarios e inflación. Los salarios han seguido con variaciones anuales cercanas a sus máximos de los últimos cinco años: a enero del 2015 registran 7,1 y 7,3% dependiendo de la medida (gráfico IV.6). Ello refleja en gran parte los reajustes derivados de la elevada inflación pasada. Con todo, como se ha mencionado en IPoM anteriores, las elevadas tasas de crecimiento que mantienen los salarios en un contexto donde la tasa de desempleo permanece baja, es un riesgo a la hora de evaluar las presiones inflacionarias inherentes al escenario base. Ello, por cuanto podrían ser reflejo de que las holguras de capacidad —cuya estimación tiene un alto grado de incertidumbre— sean menores que las implícitas en el escenario base de este IPoM y, como consecuencia, contribuyan en menor medida a la convergencia de la inflación.

La energía, por el contrario, aportó negativamente a la inflación de los últimos meses (0,7pp). La principal explicación es la evolución de los precios internacionales de los combustibles. Luego del cierre del IPoM de diciembre, el precio del petróleo siguió su tendencia a la baja, alcanzando el WTI un mínimo de US\$44 el barril a fines de enero, valor que no se veía desde principios del 2009. Posteriormente, ha fluctuado entre ese valor y US\$50. Así, comparando el promedio de los diez días hábiles antes del cierre de este IPoM y el previo, el precio del WTI totaliza una baja cercana a 30%. Esta evolución, en conjunto con la operación del mecanismo de estabilización del precio de los combustibles —MEPCO— ha llevado a menores precios locales de los combustibles. Aunque la mencionada alza del tipo de cambio ha amortiguado en parte estas bajas, entre diciembre y febrero los combustibles restaron 1pp al IPC. En sentido contrario, en febrero subió el costo de la tarifa eléctrica, dando cuenta del decreto tarifario que entró en vigencia ese mes, con lo que este ítem sumó 0,3 pp al IPC desde diciembre (gráfico IV.7).

La inflación de alimentos tuvo una incidencia marcada en la inflación que se había acumulado en los meses previos al cierre del IPoM de diciembre. Destacada relevancia había tenido el precio de los tomates. Tal como se previó en ese momento, este fenómeno era de carácter temporal y se revirtió en gran parte en la medida que su oferta se normalizó. Así, los tomates restaron 0,2pp a la inflación entre diciembre y febrero. A ello se sumaron las bajas estacionales de las demás frutas y verduras frescas, con lo que este componente restó 0,3pp del IPC en estos meses (gráfico IV.8). Con todo, los precios del resto de los alimentos subieron en este lapso, reflejando también la mencionada alza del

GRÁFICO IV.6

Salarios (*)
(variación anual, porcentaje)

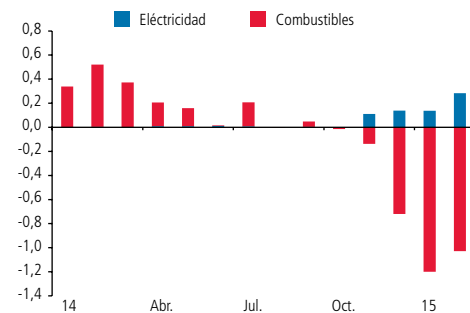


(*) Para su definición, ver Glosario.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.7

Incidencia de la energía en la inflación mensual del IPC

(acumulada en tres meses móviles, puntos porcentuales)

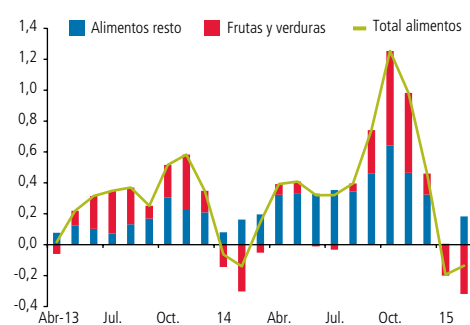


Fuentes: Banco Central e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.8

Incidencia de los alimentos en la inflación mensual del IPC (*)

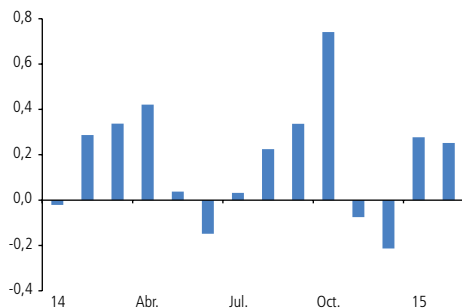
(acumulada en tres meses móviles, puntos porcentuales)



(*) Se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100
Fuentes: Banco Central e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.9

Sorpresas en la inflación mensual del IPC (*)
(puntos porcentuales)

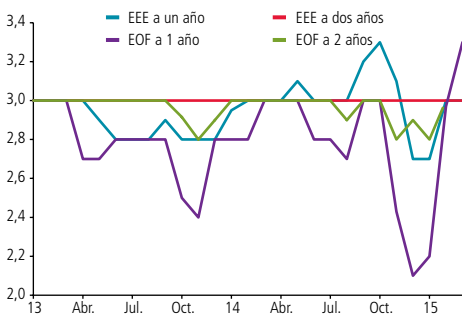


(*) Corresponde a la diferencia entre la inflación efectiva y la esperada en la Encuesta de Expectativas Económicas en el mes inmediatamente anterior.

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

GRÁFICO IV.10

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

tipo de cambio. En su totalidad, los alimentos restaron 0,1pp a la inflación del IPC entre diciembre y febrero.

La evolución de los márgenes es relevante al determinar las presiones inflacionarias que se podrían estar incubando. El acotado traspaso de las bajas de los precios de los combustibles en algunos sectores puede ser reflejo de ello. Además, antecedentes recabados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* dan cuenta de que los márgenes podrían estar más ajustados que hace unos meses. Entre otros, porque no todas las empresas han traspasado al precio final las alzas en sus costos derivadas del aumento del tipo de cambio. Ello, en combinación con la duración del actual proceso de depreciación del peso y la posibilidad de que pueda prolongarse y/o intensificarse constituyen un riesgo relevante en la evaluación de las presiones inflacionarias implícitas en el escenario base.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO PARA LA INFLACIÓN

Como se mencionó, la inflación acumulada en los últimos tres meses ha superado lo previsto en el IPoM de diciembre, y el escenario base ha postergado el momento en que la inflación convergerá al rango meta. El ajuste de las expectativas privadas ha sido importante, toda vez que hacia fines del 2014 estas anticipaban registros para los primeros meses de este año particularmente bajos (gráfico IV.9).

Más en detalle, las expectativas a un año plazo tanto de las encuestas como de los precios financieros se han corregido al alza de manera importante (gráfico IV.10). Así, si en diciembre la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) apuntaba a una inflación en 2,2% anual a un año, la encuesta de la segunda quincena de marzo ha movido ese valor hasta 3,3%. Los seguros de inflación han tenido un ajuste similar en este período. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasó de anticipar 2,7 a 3,0% a un año plazo. A dos años plazo, las distintas medidas de expectativas siguen en 3%.

El análisis de los factores que explican la inflación de los últimos meses sugiere que una parte de la inflación acumulada desde el cierre del IPoM de diciembre responde a productos específicos o refleja los efectos de la Reforma Tributaria. Sin embargo, al igual que en diciembre, la evolución del tipo de cambio ha seguido jugando un rol importante en la determinación de los precios. Ello se ha dado en un contexto en que varios de los riesgos del escenario base de este IPoM pueden desencadenar turbulencias en los mercados financieros y, con ello, movimientos más marcados en las paridades cambiarias. Un escenario de este tipo podría tener efectos muy relevantes en la inflación, considerando que, como se mencionó, el proceso de depreciación cambiaria se ha extendido por varios trimestres, los márgenes parecieran estar más ajustados y los salarios nominales siguen creciendo a tasas altas. En todo caso, su efecto también está condicionado por el estado del ciclo económico. El Consejo continuará analizando los factores que explican la evolución de la inflación con detención y conducirá la política monetaria de modo que la inflación se ubique en 3% en el horizonte de política.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

En los últimos meses, la inflación volvió a sorprender al alza y en el escenario base de este IPoM se estima que seguirá convergiendo a la meta, pero a un ritmo más lento que lo anticipado en diciembre. La actividad y la demanda interna, en cambio, han evolucionado acorde con lo previsto. Se mantiene la visión de que la economía seguirá recuperándose, pero con mayor fuerza hacia el segundo semestre del año. Se estima que el impulso externo que recibirá la economía será similar al previsto en diciembre, con un crecimiento de los socios comerciales y términos de intercambio algo menores que lo anticipado. Se sigue considerando que las condiciones de financiamiento externo serán menos expansivas que en el 2014, aunque continuarán favorables desde una perspectiva histórica.

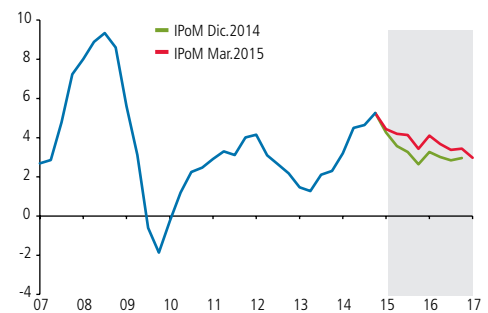
En el escenario base, la proyección de inflación se corrige al alza, especialmente para el 2015. Por componentes, la principal corrección se da en el IPCSAE y en alimentos sin frutas y verduras frescas. Esta reevaluación considera la sorpresa al alza de los últimos registros de inflación, los que estuvieron asociados a productos y servicios vinculados al tipo de cambio nominal, a la Reforma Tributaria y a la inflación pasada. Se agrega a lo anterior, un traspaso menor que el proyectado de la caída del precio de los combustibles a algunos servicios. A los datos efectivos se suma el efecto que tendrán en los meses venideros la sostenida depreciación del peso y el mayor nivel de la inflación pasada sobre la dinámica de precios (tabla V.1).

TABLA V.1
Cambios en la proyección de inflación IPC para diciembre 2015

	Jun.14	Sep.14	Dic.14	Mar.15
Proyección IPoM anterior	3,0	2,9	2,8	2,8
Combustibles	0,0	0,2	-0,1	-0,1
Alimentos sin frutas y verduras frescas	-0,1	0,1	0,0	0,4
Frutas y verduras frescas	0,0	0,0	0,1	-0,1
Tarifa eléctrica	0,0	-0,1	0,0	0,1
IPC sin alimentos y energía	-0,1	-0,2	0,2	0,5
Proyección IPoM	3,1	2,8	2,8	3,6

Fuente: Banco Central de Chile.

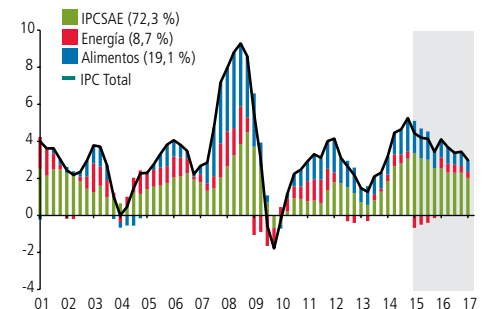
GRÁFICO V.1
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



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

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

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



(1) El área gris, a partir del primer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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

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



TABLA V.2

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Así, la inflación del IPC seguirá convergiendo a la meta, pero se mantendrá por sobre 4% anual por algunos meses más, acercándose a 3% durante el 2016 (gráficos V.1 y V.2; tabla V.2). Para el IPCSAE, se espera que durante el 2016 se ubique en torno a 3% y fluctúe alrededor de ese valor hasta el fin del horizonte de proyección (Recuadro V.1).

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses estará en la parte alta de los patrones históricos; que los salarios reales tendrán ajustes acordes con la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Sobre el TCR, se utiliza como supuesto metodológico que se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con el estado del ciclo económico y sus fundamentos de largo plazo. Respecto de la TPM, las expectativas de mercado muestran diferencias sobre su evolución en el 2015. Las encuestas indican que se mantendrá en 3% durante todo el año, para subir durante el 2016. Por su parte, los precios de los activos financieros apuntan a que comenzará a subir en el segundo semestre del 2015. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre la implícita en las encuestas (gráfico V.3).

En el escenario base, el PIB del 2015 crecerá entre 2,5 y 3,5%, rango que es idéntico al considerado en el IPoM anterior (tabla V.3). Así, la expansión de la economía continuará por debajo del crecimiento de mediano plazo, que el Consejo estima entre 4 y 4,5%. Esta proyección considera que, en la primera parte del año, la economía tendrá tasas de expansión similares al promedio de los últimos meses, con un proceso de recuperación que se hará más evidente hacia fines del 2015.

TABLA V.3

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2013	2014	2015 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	4,2	1,9	2,5 - 3,5
Ingreso nacional	3,6	1,9	3,5
Demanda interna	3,7	-0,6	2,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	4,6	0,5	2,2
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	1,2
Consumo total	5,5	2,5	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	3,4
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,3
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,5
Inversión nacional bruta (% del PIB)	24,3	21,4	21,8
FBCF (% del PIB Nominal)	23,8	22,0	21,5
FBCF (% del PIB Real)	26,1	24,0	23,7
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-10.125	-2.995	-650
Balanza comercial	1.820	7.767	9.700
Exportaciones	76.477	75.675	70.350
Importaciones	-74.657	-67.908	-60.650
Servicios	-3.402	-3.757	-4.500
Renta	-10.730	-8.857	-7.700
Transferencias corrientes	2.187	1.851	1.850

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Esta trayectoria se sustenta en un impulso externo que será mayor que el del 2014. También se proyecta que el precio del petróleo a nivel internacional permanecerá bajo, incluso inferior al proyectado en diciembre, por lo que cooperará en reducir los costos de las empresas y en mejorar los ingresos familiares. Además, contribuirá el mayor dinamismo que seguirá dando la depreciación del peso a la actividad de los sectores transables. También considera el significativo estímulo que ya agregó la política monetaria y el mayor gasto fiscal, especialmente en inversión, que ya comenzó a reflejarse en el crecimiento del PIB del cuarto trimestre del 2014. Finalmente, y un punto crítico en esta proyección, es que se continúa considerando una paulatina mejora de las expectativas de los consumidores y empresas.

El crecimiento de la demanda interna final —sin existencias— se ajusta a la baja respecto de la proyección de diciembre: 2,2% anual (2,6% en diciembre). Ello se explica por una recuperación más lenta que lo esperado del consumo privado y de la inversión. En el caso del consumo privado, se agrega un menor consumo de bienes durables, debido a la depreciación del peso, y un menor crecimiento de los salarios reales, ante la corrección al alza de la inflación proyectada. En la inversión, se añade la revisión a la baja de las intenciones de inversión para el 2015 contenidas en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital. Con ello, la formación bruta de capital fijo llegará a 21,5% del PIB nominal este año. A su vez, el crecimiento previsto para la demanda interna total se reduce a 2,5% anual (3,0% en diciembre).

Esta proyección considera que el ahorro nacional bruto aumentará a 21,5% del PIB en el 2015 (20,6% en el 2013), principalmente por un mayor ahorro privado. Ello

también está detrás de la mejora del saldo de la cuenta corriente, que se estima será cercano a 0% del PIB para este año. Medida a precios de tendencia^{1/}, la cuenta corriente también muestra un déficit menor que en años anteriores: alrededor de 2% del PIB (algo más de 4% del PIB en el 2013). A nivel de balanza comercial, el ajuste del saldo de la cuenta corriente se refleja en la disminución del valor de las importaciones, en parte importante, por el menor precio del petróleo. El valor de las exportaciones también disminuye, especialmente por un precio del cobre más bajo. Con todo, la balanza comercial mejora respecto de lo previsto en diciembre.

En lo externo, se sigue anticipando una expansión mundial mayor para el bienio 2015-2016 respecto del 2014 (tabla V.4), con perspectivas algo mejores para las economías avanzadas. Ello, por la revisión al alza para la Eurozona (+0,5 puntos porcentuales para el promedio 2015-2016), por los efectos positivos del plan de estímulo monetario del Banco Central Europeo, un crecimiento de sus socios comerciales algo mejor y datos efectivos que muestran cierta estabilización de su crecimiento. Sigue considerándose una recuperación sostenida de EE.UU. En cambio, las perspectivas para las economías emergentes son algo menos favorables. Nuevamente la mayor corrección a la baja se da en América Latina a: 0,8 y 2,1% anual para el 2015 y el 2016. En China, el crecimiento se ajusta a la baja para el bienio 2015-2016, en línea con los datos efectivos y el objetivo planteado por las autoridades para este año. Así, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales se corrigen una décima a la baja para el 2015 y el 2016, a 3,4 y 3,8%, respectivamente.

Los términos de intercambio mejorarán, de la mano de una caída del precio del petróleo que supera el ajuste del precio del cobre. En el escenario base, el precio del cobre promediado será US\$2,8 la libra en el bienio 2015-2016, mientras que el precio promedio del crudo Brent y WTI será de US\$62 y 55 el barril, respectivamente. El menor precio del petróleo, pero en especial la apreciación del dólar a nivel internacional, reducen de manera significativa la proyección de la inflación externa relevante para Chile, a -6% anual para el 2015. Por el contrario, para el 2016 se corrige al alza a 1,6%, debido a los efectos que las depreciaciones cambiarias tendrían en la inflación de cada economía.

ESCENARIOS DE RIESGO

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

En lo externo, existen varios elementos que podrían generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros mundiales, con importantes efectos en el costo de financiamiento, la paridad cambiaria, y el panorama de inflación de corto plazo. Por un lado, sorpresas relevantes sobre el momento o la velocidad con que la Fed aumente su tasa de referencia pueden provocar volatilidades significativas en los mercados financieros globales, con alzas de las tasas de interés y una apreciación aún más marcada del dólar. Se agrega el riesgo de una recomposición abrupta de portafolios, dado el bajo nivel de las

^{1/} Este cálculo considera correcciones en precio y no en volúmenes. Se asume un precio del cobre de largo plazo de US\$2,85 la libra y del petróleo de US\$82 el barril.

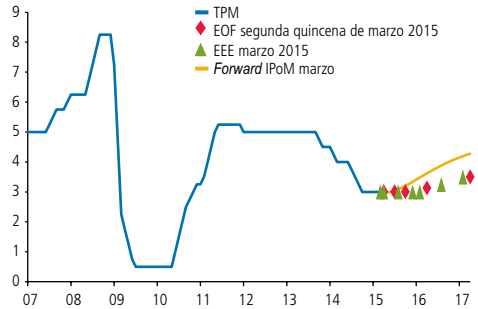
TABLA V.4
Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2014	2015	2016
			(f)	(f)	(f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	1,4	-0,2
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,3	3,4	3,8
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,3	3,5	3,8
PIB mundial a TC de mercado (**)	3,3	3,2	2,7	2,9	3,3
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,8	1,7	2,2	2,5
PIB emergentes PPC	7,4	5,9	4,6	4,5	5,0
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-6,0	1,6
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	154	368	311	275	285
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	51	58
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	58	65
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³)	367	742	731	503	521
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,6	1,9

(*) Para su definición ver Glosario.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3
TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4
Crecimiento del PIB trimestral (*) (variación anual, porcentaje)



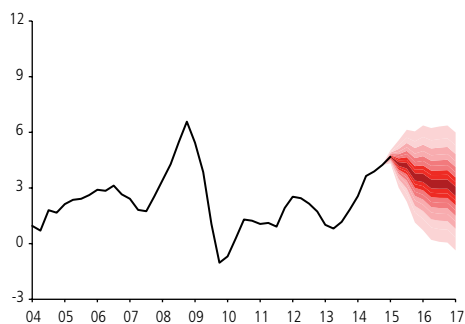
(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre la implícita en las encuestas.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre la implícita en las encuestas.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

tasas de largo plazo y el elevado valor bursátil en EE.UU. Por otro lado, está la situación por la que atraviesan algunas economías emergentes, cuyo escenario macroeconómico se podría complicar más si se prolongan los bajos precios de las materias primas. Para América Latina, este riesgo toma mayor relevancia, toda vez que se agregan factores económicos y políticos complejos. Además, persisten los altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. No es el caso de Chile, cuyo marco de políticas le ha permitido un oportuno ajuste macroeconómico en el último año y medio.

Se agregan los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y parte de Europa. En esta última destaca Grecia y el avance en los acuerdos para el financiamiento de su deuda. También puede ser que el proceso de recuperación tome más fuerza en la Eurozona, dando un mayor impulso a la economía mundial y la chilena. Del mismo modo, es posible que el efecto positivo del menor precio del petróleo sobre la economía global supere lo previsto y/o que el precio del crudo permanezca en niveles bajos. Por otro lado, persiste el riesgo de un menor crecimiento de China y sus implicancias en el precio del cobre. El estado de su sistema financiero y su sector inmobiliario son los principales focos de atención.

En el ámbito local, el principal riesgo dice relación con la evolución de la inflación, en particular por la sostenida depreciación cambiaria y su efecto acumulado en los costos. Esto, en un contexto de márgenes que parecen más acotados dado el alto crecimiento anual de los salarios nominales y que en algunos sectores el traspaso de los menores precios de los combustibles ha sido acotado. De este modo, la concreción de un escenario de riesgo externo que provoque una depreciación significativa adicional del peso puede tener efectos de importancia en el panorama de inflación de corto plazo, cuya magnitud dependerá del estado cíclico de la economía.

Por otro lado, también es posible que pese al mejor desempeño de la actividad y el gasto interno en comparación con trimestres anteriores, las expectativas privadas no mejoren lo suficiente para estimular un mayor gasto, especialmente en la inversión. Por el contrario, un escenario donde las expectativas se recuperen con mayor fuerza que la prevista permitiría una recuperación más rápida de la actividad. Lo mismo sucedería si el aumento del ingreso nacional tiene mayores efectos en el gasto, en un contexto de cuentas externas holgadas.

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que, aunque los riesgos locales se han moderado, el balance de riesgos para la actividad sigue siendo a la baja. Por su parte, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

En los últimos meses, la inflación ha sido mayor que la prevista y en el escenario base de este IPoM se mantendrá por sobre 4% por un tiempo más prolongado. La actividad interna ha repuntado, aunque sus perspectivas de expansión siguen acotadas producto del débil gasto interno privado. Las políticas monetaria y fiscal han cooperado para sentar las bases hacia una recuperación más consolidada. Las expectativas privadas siguen en la zona de pesimismo, aunque han repuntado en el margen. El Consejo ha mantenido la TPM en 3% y ha señalado que cambios futuros en ella dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, ha reafirmado su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

RECUADRO V.1 MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE

Las fluctuaciones de corto plazo de la inflación suelen estar relacionadas con cambios bruscos en algunos precios, cuyo origen, muchas veces, es difícilmente asociable al ciclo económico. Ejemplos de ello son las fluctuaciones en el precio de algunos alimentos producto de alteraciones climáticas. Lo mismo, cambios en el precio de los combustibles por movimientos en los precios internacionales. En este contexto, al momento de evaluar la trayectoria actual y futura del cambio del nivel de precios, los bancos centrales usualmente revisan la evolución de los llamados indicadores de inflación subyacente, que buscan identificar las tendencias inflacionarias de mediano plazo asociadas al ciclo económico y respecto de las cuales la política monetaria puede actuar con mayor éxito.

Un buen indicador subyacente debe ser capaz de anticipar la evolución futura de la inflación y, a la vez, ser fácil de comunicar al público. Esto, por cierto, no implica que la proyección de la inflación se base en el valor actual de la medida subyacente, sino que el análisis de esta permite entender de mejor forma las tendencias que muchas veces están ocultas tras la alta volatilidad de la inflación total.

En Chile, el Banco Central monitorea un conjunto de indicadores de este tipo. Al igual que en la mayoría de los países de la OCDE, el principal de ellos es el índice que excluye los precios de los alimentos y de la energía, el llamado IPCSAE. Este Recuadro da cuenta de la evolución reciente de estos indicadores y su relación con la evolución de la inflación.

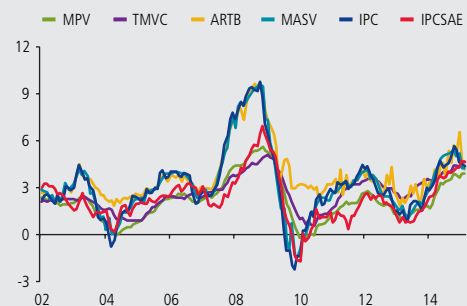
Un primer conjunto de medidas de inflación subyacente son los llamados métodos de exclusión fija. En la práctica, estos eliminan de la canasta del IPC una cantidad fija y predeterminada de productos cuyos precios tienen características volátiles o su variación responde a factores mayormente exógenos al ciclo económico. El ejemplo más habitual son los índices que descuentan parte o la totalidad de los precios de la energía y de los alimentos. Como se mencionó, con el paso de los años la mayoría de los bancos centrales —incluido Chile— han convergido a la utilización de un índice que excluye el total de los precios de los alimentos y la energía, el IPCSAE^{1/}.

Otro tipo de medida de inflación subyacente usa métodos estadísticos que eliminan de la canasta del IPC algunos precios cuyas fluctuaciones superan criterios pre definidos de volatilidad o tamaño de variación sean positivas o negativas. En este caso, los bienes que se excluyen en cada momento varían mes a mes, dependiendo de las características de los cambios en cada uno de ellos. El Banco Central de Chile también utiliza métodos de este tipo^{2/}.

Las distintas medidas de inflación subyacente reproducen de manera general los movimientos del IPC total a lo largo del tiempo. Sin embargo, ante la ocurrencia de *shocks*, la mayoría de las medidas subyacentes reacciona más suavemente, indicando que la inflación debería retornar a sus valores previos, una vez que sus efectos se disipen. Ejemplos de ello es lo ocurrido en el 2008–09 y el 2011–12, cuando el movimiento del IPC estuvo muy marcado por cambios abruptos del precio de los alimentos y/o la energía.

Durante el 2013 y parte del 2014 se observó un movimiento generalizado al alza de los distintos indicadores de inflación subyacente. No obstante, durante los últimos meses estas alzas se han atenuado, e incluso cambiado de dirección en algunas medidas (gráficos V.7 y V.8). Este comportamiento es coherente con la visión presentada en este IPoM, de una inflación que permanecerá alta por algún tiempo y que convergerá gradualmente hacia la meta de 3%.

GRÁFICO V.7
Inflación subyacente (*)
(variación anual, porcentaje)

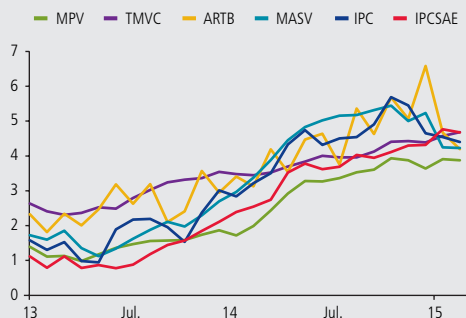


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

^{1/} En épocas previas, el Banco Central de Chile siguió otros índices de exclusión fija como el IPCX e IPCX1. Más detalle en el Recuadro I.1, IPoM mayo 2000.

^{2/} Más detalles en el Recuadro IV.1, IPoM septiembre 2003 y el Recuadro V.1, IPoM mayo 2007.

**GRÁFICO V.8**Inflación subyacente (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Más formalmente, Bertinatto *et al.* (2015) analizan la relación entre las distintas medidas de inflación subyacente y las tendencias inflacionarias de mediano plazo, evaluando la capacidad predictiva de estas medidas respecto de la inflación futura. Los resultados muestran que a plazos cortos —tres o seis meses— los indicadores subyacentes, incluido el IPCSAE, no superan al IPC en capacidad predictiva (tabla V.5). Esta evidencia no resulta extraña, toda vez que los *shocks* que afectan el precio de los bienes que se excluyen de la canasta IPC para construir las medidas subyacentes, son típicamente *shocks* de corto plazo que tienden a generar efectos relevantes, pero transitorios, en el IPC. Ejemplos de ello son los aumentos más allá de la estacionalidad habitual de frutas y verduras o cambios del precio de los combustibles. Sin embargo, para horizontes más largos, las medidas de inflación subyacente suelen interpretar mejor la evolución futura de la inflación total.

TABLA V.5

Capacidad predictiva (1) (2) (3)

	3	6	12	24
IPC	1,24	2,12	3,43	3,79
IPCX	1,66	2,43	3,43	3,68
IPCX1	1,81	2,48	3,41	3,73
IPCSAE	1,90	2,41	3,02	2,90
MPV	1,74	2,20	2,85	3,01
TMVC	1,96	2,27	2,71	2,78
ARTB	1,68	2,26	3,22	3,38
MASV	1,27	2,15	3,42	3,39

(1) Corresponde al Error Cuadrático Medio obtenido al utilizar cada indicador para proyectar la inflación anual a 3, 6, 12 y 24 meses.

(2) Considera información para el período enero 2002-febrero 2015.

(3) Para definición de los indicadores subyacentes, ver Glosario.

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

En lo que respecta al IPCSAE, los resultados del citado estudio muestran que a uno y dos años plazo su capacidad predictiva respecto de la inflación es mayor que la del IPC mismo, e incluso supera a la de algunas medidas más complejas construidas en base a criterios estadísticos. Por cierto, el desempeño del IPCSAE también supera en capacidad predictiva al de otras medidas de inflación subyacente como el IPCX e IPCX1.

Es importante notar, como lo hacen los autores, que los errores de predicción son, en general, altos, lo que no es extraño dada la volatilidad de la inflación. Por ello, estos indicadores se usan más para identificar cambios en la tendencia de la inflación que como predictores del valor puntual de la inflación.

El Banco Central de Chile, al igual que los principales bancos centrales del mundo, realiza importantes esfuerzos en pos de la transparencia y efectividad de su comunicación. Por ello, como se mencionó, junto con entregar información sobre la dinámica futura de la inflación, es deseable que las medidas de inflación subyacente sean fáciles de entender y comunicar. De este modo, para fines de explicar las acciones de política monetaria, se suele elegir un indicador subyacente que sea ampliamente entendido y aceptado por la comunidad. Típicamente, los indicadores de exclusión fija cumplen mejor con este requisito, ya que son fácilmente replicables y sencillos de entender. El IPCSAE utilizado en Chile cumple con este requisito.

Las medidas de inflación subyacente son instrumentos útiles para el análisis de proyección. De hecho, el comportamiento reciente de estas medidas fue uno de los elementos que motivó al Banco Central a mantener su visión de que la inflación permanecería en valores altos por un tiempo mayor al previsto, a pesar de que la mayoría del mercado esperaba importantes y rápidas correcciones a la baja en este indicador. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que ningún instrumento de análisis entrega siempre las señales correctas, por lo que el uso de estos indicadores debe realizarse con cautela y en conjunto con otras herramientas.

GLOSARIO

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

ARTB: Tendencia inflacionaria autorregresiva con cotas. Más detalle en Bertinatto, et al (2015).

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2014). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2014-2016 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,5% para el período 2014-2016.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2014). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2014-2016.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2013.

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

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

IPCX: IPC excluyendo los precios de combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 91% de la canasta total.

IPCX1: IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total.



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

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

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

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

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

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

MASV: Tendencia inflacionaria medias móviles. Más detalle en Bertinatto et al (2015).

MPV: Medida podada del IPC que excluye las subclases con menores y mayores variaciones mensuales. Más detalle en Bertinatto et al (2015).

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

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

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

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

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

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

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 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.

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

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

TMVC: Medida podada del IPC que excluye las subclases más volátiles. Más detalle en Bertinatto et al (2015).

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

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

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Albagli, E.y A. Barrero. 2015. Tasa de Desempleo y Cambios Demográficos en Chile. Mimeo Banco Central de Chile. Marzo.
- Banco Central de Chile. 2015. Informe de Percepciones de Negocios. Febrero.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2015. Global Economics Weekly. Varios números.
- Bertinatto, L., W. Gonzalez, I. Meneses y A. Sansone. 2015. Análisis de Distintas Medidas de Inflación Subyacente. Mimeo Banco Central de Chile. Marzo.
- Consensus Forecasts. 2015. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2015. Copper Quarterly Industry and Market Outlook. Enero.
- Deutsche Bank. 2015. Macro Forecast. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2015. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2014. World Economic Outlook. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2015. World Economic Outlook: An Update. Enero.
- Food and Agriculture Organization. 2015. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- International Energy Agency. 2014. World Energy Outlook. Noviembre.
- International Energy Agency. 2015. Oil Market Report. Marzo.
- JP Morgan Chase. 2015. Global Data Watch. Varios números.
- U.S. Energy Information Administration. 2014. Annual Energy Outlook. Mayo.
- U.S. Energy Information Administration. 2015a. Short Term Energy Outlook. Marzo.
- U.S. Energy Information Administration. 2015c. International Energy Statistics. <http://www.eia.gov>.



Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

MARZO 2015

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Marzo 2015