

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2023



PARQUE NACIONAL CHILOÉ
Región de Los Lagos



Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2023

Política Monetaria del Banco Central de Chile

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria del Banco Central de Chile debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable. Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar el poder adquisitivo de sus ingresos y haciendo que la economía funcione mejor. Cuando se logra que la inflación sea baja y estable, la política monetaria puede además moderar las fluctuaciones del empleo y la producción.

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

El Banco conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países del mundo que tienen, como Chile, flotación cambiaria, y se denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero y otros precios financieros, como el tipo de cambio, las tasas de interés de más largo plazo, entre otros. A su vez, estas variables afectan la demanda de bienes y servicios y, por esa vía, los precios y la inflación. Las decisiones de política monetaria toman varios trimestres para verse reflejadas por completo en la economía, lo que justifica que la política monetaria se realice con un punto de vista prospectivo, teniendo como foco primordial la proyección de inflación a dos años plazo y no solo la inflación de hoy.

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

Como el Banco Central toma sus decisiones de política monetaria autónomamente, debe dar cuenta constantemente de ellas y de sus resultados a la ciudadanía en general. Esto no solo le corresponde por ser un organismo del Estado en una sociedad democrática, sino que también por el hecho que una política monetaria creíble, y que es comprendida por las personas, permite mantener la inflación baja y estable. A través del Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco comunica al público general su visión sobre la evolución reciente de la economía, sus proyecciones para los próximos años y la forma en que, en ese contexto, manejará la política monetaria para cumplir con la meta de inflación.

El IPoM se publica cuatro veces al año (marzo, junio, septiembre y diciembre) y en su preparación participa un equipo cercano a 60 personas.



Foto Portada: Parque Nacional Chiloé, Región de Los Lagos.

Beltrán de Ramón Acevedo / Representante Legal

Gerencia de División de Asuntos Institucionales
BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl
ISSN: 0716-2219

CONTENIDO* /

RESUMEN	3
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	8
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	27
RECUADROS	
Recuadro I.1 Factores detrás de la desinflación global y perspectivas de política monetaria	20
Recuadro I.2 Evolución reciente de la economía chilena a la luz de microdatos	22
Recuadro I.3 Condiciones crediticias para empresas: evolución y heterogeneidad	24
ANEXOS	
Anexo A Balance del Banco Central de Chile	38
Anexo B Gestión de las reservas internacionales	43
Anexo C Principales medidas del Banco Central de Chile adoptadas durante el 2023	53

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 5 de septiembre. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 31 de agosto.



RESUMEN

En líneas generales, el escenario macroeconómico ha evolucionado acorde con lo previsto en el IPoM de junio. La inflación ha continuado bajando, aunque sigue alta, en un contexto donde la actividad y la demanda han seguido avanzando en su proceso de ajuste, las presiones de costos se han reducido y las expectativas de inflación a dos años plazo se ubican en 3%. Esto ha permitido al Consejo reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 175 puntos base (pb) desde julio, ubicándola en 9,5%. Si bien la disminución de la inflación es un fenómeno global, las perspectivas difieren entre países. Así, mientras en algunos la política monetaria está siendo menos contractiva, en otros se prevé una restricción más prolongada que lo anticipado, particularmente en el mundo desarrollado. Estas divergencias han ido permeando a los mercados financieros globales, con movimientos opuestos de sus tasas de interés y la depreciación de un grupo importante de monedas, incluido el peso chileno. Las proyecciones del escenario central contienen pocos cambios respecto del IPoM anterior. El PIB tendrá una variación de entre -0,5 y 0% este año, para retomar tasas de expansión positivas en los dos ejercicios siguientes. El consumo privado se ha estabilizado y su proyección se mantiene, mientras la inversión se contraería este año algo menos que lo previsto. Se espera que la inflación total continúe disminuyendo, para alcanzar el 3% en la segunda mitad de 2024. La inflación subyacente lo haría a inicios de 2025. De materializarse las proyecciones del escenario central de este IPoM, en el corto plazo la TPM continuará la trayectoria delineada en la Reunión de julio. De todos modos, la magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación. Si bien los escenarios de riesgo más extremos han ido perdiendo relevancia, el proceso de convergencia inflacionaria continúa presentando desafíos significativos.

La inflación ha seguido disminuyendo, no obstante, continúa en niveles altos. En julio, la variación anual del IPC total y subyacente llegó a 6,5 y 8,5%, respectivamente, por debajo de los máximos que ambas mediciones alcanzaron durante 2022. En los últimos meses, el descenso de la inflación ha sido algo más rápido que lo previsto, lo que obedece al comportamiento de la parte subyacente de la inflación de bienes. Se suma el retroceso que han tenido los componentes volátiles, sobre todo la energía. La inflación de servicios ha tenido una baja más lenta.

La inflación se ha reducido en un contexto en que han ido disminuyendo las presiones de costos que se observaron en trimestres previos. Más allá de su aumento reciente, el tipo de cambio nominal se ubica bastante por debajo de sus niveles de mediados del año pasado, lo que se ha reflejado en la evolución de la inflación de bienes. También han contribuido otros factores de costos. Las tarifas del transporte se han reducido, se han restituido las cadenas de valor global y los precios externos han bajado tras las alzas que anotaron con el inicio de la guerra en Ucrania.

Un factor fundamental tras la baja de la inflación ha sido el avance en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos. Este proceso ha continuado dándose conforme a lo anticipado en informes previos. Descontada la estacionalidad, el PIB no minero se redujo 0,5% en el segundo trimestre respecto del anterior. A nivel de sectores, se observó una evolución dispar. Al dinamismo de varios rubros de servicios, se opone el desempeño más bajo del comercio y la construcción, entre otros. Ello concuerda con el panorama por el lado de la demanda, donde el consumo de bienes es el que más ha disminuido frente a la resiliencia del de servicios. El Imacec de julio dio cuenta de un desempeño más positivo de la actividad, aunque en parte ligado a factores transitorios que favorecieron a los servicios personales y la generación eléctrica, entre otros.



La reducción del consumo privado se ha ido moderando con el correr del año. Luego de una fuerte contracción a inicios de 2023, en el segundo trimestre tuvo un comportamiento mucho más estable, en línea con lo proyectado en el IPoM de junio. Indicadores parciales del tercer trimestre —como las ventas del comercio minorista y las importaciones— confirman esta tendencia. El componente de bienes durables sigue acumulando la mayor caída luego de su máximo de 2021, aunque su nivel tuvo un leve repunte en el segundo trimestre.

El comportamiento del consumo ocurre a la par de ingresos laborales que han ido estabilizándose. La creación de empleo se mantiene acotada, con débiles expectativas sobre su desempeño futuro. El desempleo ha oscilado entre 8,5 y 8,8% por varios meses, en medio de la recuperación que ha mostrado la fuerza de trabajo. El crecimiento de los salarios reales ha ido aumentando. En ello ha incidido el alza del salario mínimo y el impacto de la reducción de la inflación.

En el margen, la formación bruta de capital fijo (FBCF) mostró una mejora en su componente transable, aunque sigue dando cuenta de un desempeño acotado. En su serie desestacionalizada, la inversión en maquinaria y equipos creció 3,6% trimestre a trimestre, resultado que provino desde varios sectores, aunque con mayor incidencia de la minería y la energía. En paralelo, el componente de construcción y obras viene contrayéndose desde fines de 2022, en línea con lo anticipado.

En cuanto a las condiciones de financiamiento bancario, la reducción de la TPM ha comenzado a transmitirse a las tasas de interés de mercado. Las tasas de interés de las colocaciones comerciales muestran descensos, aunque su nivel difiere dependiendo del tamaño y/o clasificación de riesgo (Recuadro I.3). De este modo, los datos disponibles sugieren que los canales de transmisión de la política monetaria están operando de forma habitual.

En lo externo, el escenario continúa marcado por una alta incertidumbre. Por un lado, los riesgos financieros siguen vigentes, en medio de expectativas de que la política monetaria se mantendrá restrictiva en las economías desarrolladas y el inicio de ciclos de recorte en varias emergentes. La inflación ha seguido cediendo a nivel global. Sin embargo, las perspectivas son dispares entre países, lo que ha influido en el actuar de las autoridades monetarias (Recuadro I.1). Así, mientras la Reserva Federal de EE.UU. no ha descartado la posibilidad de nuevas alzas de su tasa —lo mismo que en Europa e Inglaterra—, varios bancos centrales de economías emergentes ya comenzaron un proceso de reducción, entre ellos el de Chile. Esto mantiene latentes los riesgos asociados a la permanencia de elevados niveles de tasas de interés en las principales economías. Se suman aquellos ligados a la delicada situación de los bancos regionales y las implicancias de la rebaja de la calificación crediticia en EE.UU., entre otros.

Por otro lado, las dudas en torno al desempeño de China se han acentuado en los últimos meses. Los datos de actividad del segundo trimestre dieron cuenta de una desaceleración algo mayor que la esperada, tras el impulso transitorio que provocó el levantamiento de las restricciones sanitarias asociadas al Covid. Varios fundamentos coyunturales lucen débiles. Entre ellos, su compleja situación inmobiliaria, el deterioro de la confianza de hogares y empresas y la recomposición del consumo mundial hacia servicios en desmedro de bienes. Estos elementos interactúan con vulnerabilidades más estructurales que se han incrementado en los últimos años, como el alto nivel de endeudamiento de empresas y gobiernos locales. Todo ello ocurre en un escenario donde el espacio para políticas macroeconómicas expansivas es más estrecho que en el pasado.

En este contexto, las tasas de interés han reaccionado con alzas en los mercados desarrollados y movimientos mixtos en los emergentes, una apreciación global del dólar y, en las últimas semanas, una reducción del apetito por riesgo. El peso chileno ha tenido una depreciación importante desde junio a la fecha. Esto se explica tanto por los cambios en el diferencial de tasas de interés como por la mayor aversión al riesgo asociada a diversas noticias recientes, como la situación en China, las perspectivas fiscales en EE.UU. y la incertidumbre sobre el proceso de desinflación a nivel global. Otras variables financieras locales han tenido desempeños más favorables, como la bolsa o los premios por riesgo, en el marco de una menor incertidumbre interna.



Proyecciones

Las proyecciones del escenario central no tienen grandes cambios respecto del IPoM pasado. La inflación total continuará disminuyendo y se prevé que cerrará el año en 4,3% anual (4,2% en junio), para converger a 3% en la segunda mitad de 2024. Esta proyección considera las cifras algo menores que lo previsto de los últimos meses —particularmente en junio—, el impacto de la depreciación reciente del peso y precios externos de los combustibles más altos. Estos dos últimos elementos ayudan a explicar una inflación promedio algo mayor durante 2024. El escenario central supone que el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en torno a los niveles actuales durante el horizonte de proyección.

La inflación subyacente terminará 2023 en 6,3% anual (6,5% en junio) y llegará a 3% a comienzos de 2025. El descenso del componente de servicios será lento, por el impacto de los procesos de indexación de salarios y tarifas. En el de bienes, más allá del efecto de la depreciación del peso, su disminución continuará determinada por presiones de demanda más moderadas y el alivio de los factores de costos externos e internos.

En la actividad, las revisiones son menores y se centran en el sector minero. El crecimiento previsto para este año se ubica entre -0,5 y 0,0% (-0,5/0,25% en junio). Esta proyección considera el impacto de los problemas operacionales que han afectado la producción minera en los últimos meses, cuyos incrementos programados a lo largo de 2023 se harán efectivos a partir del cuarto trimestre del año. La actividad no minera, en tanto, retomará variaciones trimestrales positivas a partir de fines de este año, para luego ir acercándose de manera gradual a una tasa de expansión coherente con su nivel potencial. Así, para 2024 y 2025 se esperan rangos de expansión del PIB total de 1,25-2,25% y 2,0-3,0%, respectivamente.

La proyección considera que la brecha de actividad continuará cerrándose en lo que queda del año, acorde con las condiciones que son necesarias para la convergencia inflacionaria. La evolución de la economía local ha llevado a un descenso de la brecha de actividad, tras varios trimestres en valores positivos. Hacia 2024 y 2025, se sigue proyectando que la brecha se ubicará en valores negativos, lo que permitirá completar el proceso de convergencia inflacionaria dentro del horizonte de política.

En los próximos meses, el consumo privado permanecerá en niveles similares a los actuales. Para 2023 se prevé un retroceso del consumo privado de 4,9% (al igual que en junio), determinado en su mayoría por la fuerte baja del primer trimestre. Para 2024 y 2025, se proyectan aumentos de 1,7 y 1,9%, respectivamente, similares a las proyecciones previas.

Hacia el mediano plazo, la evolución prevista para el consumo privado es coherente con ingresos reales que irán recuperándose gradualmente y condiciones financieras que serán más favorables conforme avance el proceso de reducción de la TPM. Los salarios reales seguirán incrementándose en lo que viene, en un contexto donde el mercado laboral se comportará acorde con el ciclo económico. A su vez, la transmisión del relajamiento monetario a las tasas de interés irá disminuyendo la carga financiera de los hogares.

La FBCF total se contraerá 1,2% este año y 0,6% el próximo. La debilidad se dará particularmente en el componente de construcción y obras, tal como viene observándose desde hace unos trimestres. De todos modos, destaca la diferencia en las proyecciones para 2023 respecto de lo estimado en junio (-3%), explicada, principalmente, por un mejor desempeño de maquinaria y equipos durante el segundo trimestre.

Hacia 2025, se estima que la FBCF retomará tasas de crecimiento positivas. Ese año se anticipa un crecimiento de 2,4% de esta parte de gasto (2,2% en junio). Esto ocurrirá en medio de condiciones financieras internas que irán relajándose, las que apoyarán el impacto positivo de la menor incertidumbre local que se ha observado desde fines del año pasado. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital reportó un aumento de los montos de inversión previstos para 2024 y 2025, sobre todo en la minería, aunque estos aún son más bajos que los del bienio anterior.



El déficit de la cuenta corriente continuará bajando durante este año, en línea con la progresiva recuperación del ahorro privado. Acumulado en doce meses, este déficit descendió hasta 4,5% del PIB en el segundo trimestre (6,6% en el primero). El continuo restablecimiento del balance ahorro-inversión provocará que el déficit de la cuenta corriente alcance 3,4% del PIB este año y se ubique en 4% en los dos siguientes.

La economía chilena seguirá recibiendo un impulso externo acotado. Al igual que en el IPoM de junio, se prevé que el crecimiento de los socios comerciales será de 2,8% en promedio entre 2023 y 2025. Esto considera una recomposición del desempeño entre países. Por un lado, por un recorte de las perspectivas para China durante este año y, por otro, porque se estima que EE.UU. tendrá una recesión más moderada y tardía. Los términos de intercambio tampoco tienen cambios sustantivos.

Política monetaria

El escenario macroeconómico ha evolucionado acorde con lo anticipado, proyectándose que la inflación convergerá a la meta de 3% en la segunda parte de 2024. De materializarse las proyecciones del escenario central de este IPoM, en el corto plazo la TPM continuará la trayectoria delineada en la Reunión de julio. Esto significa que, a fines de año, la TPM se ubicaría entre 7,75 y 8%. De todos modos, la magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM seguirán sujetas a la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria inflacionaria y el logro de meta de 3% dentro del horizonte de política.

Respecto de los escenarios de sensibilidad, el borde superior del corredor refleja escenarios en que el proceso de convergencia inflacionaria es menos favorable que lo previsto. Por ejemplo, esto podría darse en una situación en que la economía mundial muestre una mayor resiliencia, en particular en EE.UU., y se observen nuevos aumentos en los precios de las materias primas. Esto generaría mayores presiones inflacionarias a nivel global, que se transmitirían a la inflación local. Sus efectos inflacionarios de mediano plazo podrían ser más persistentes si se diera una corrección de las expectativas de inflación.

El borde inferior del corredor refleja escenarios en que la convergencia inflacionaria es más rápida que lo anticipado. Esto podría darse si la economía enfrenta presiones de demanda menores que las previstas. Una situación como esta se daría si la actividad está sometida a *shocks* que reducen el impulso externo; si se da un deterioro de la confianza de empresas y hogares que perjudique el desempeño de la inversión y el consumo; o si el impacto de las condiciones crediticias es mayor al inicialmente considerado.

En cuanto a los riesgos, estos siguen asociados mayormente a la situación macrofinanciera global. Al igual que en junio, sigue resaltando la posibilidad de que un deterioro mayor de ella desencadene episodios de alta volatilidad, reducción de la liquidez e incentivos a la salida de capitales desde el mundo emergente. A las fuentes de riesgo previamente identificadas, se suman las dudas sobre China, en especial por la evolución de su economía y mercado financiero. Las implicancias de estos escenarios para la política monetaria dependerán de cómo la combinación y magnitud de dichos elementos afecten las perspectivas de convergencia inflacionaria de mediano plazo.



TABLA 1: INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Jun.23	Sep.23	Jun.23	Sep.23	Jun.23	Sep.23
IPC promedio	4,5	11,6	7,7	7,6	3,3	3,5	3,0	3,0
IPC diciembre	7,2	12,8	4,2	4,3	2,9	3,0	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)							3,0	3,0
IPC subyacente promedio	3,8	9,3	9,1	8,7	4,0	3,8	3,0	3,0
IPC subyacente diciembre	5,2	10,7	6,5	6,3	3,0	3,1	3,0	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)							3,0	3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.

(2) Para el IPoM de junio 2023 corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2025, para el de septiembre 2023 a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2025.

(f) Proyección.

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

TABLA 2: SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Jun.23	Sep.23	Jun.23	Sep.23	Jun.23	Sep.23
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	11,9	-7,7	1,7	1,9	-2,4	-2,9	-3,1	-1,6
PIB socios comerciales	6,7	2,8	3,0	3,1	2,3	2,3	3,0	2,9
PIB mundial PPC	6,3	3,3	2,6	2,9	2,2	2,2	3,1	3,0
PIB desarrolladas PPC	5,4	2,7	0,5	1,3	0,3	0,1	2,2	1,7
PIB emergentes PPC	7,5	3,7	3,8	3,8	3,4	3,5	3,7	3,7
			(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	423	400	385	385	365	370	350	355
Precio del petróleo, promedio	69	97	75	79	71	78	68	73
WTI-Brent (US\$/barril)								

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Jun.23	Sep.23	Jun.23	Sep.23	Jun.23	Sep.23
PIB	11,7	2,4	-0,5 / 0,25	-0,5 / 0,0	1,25 - 2,25	1,25 - 2,25	2,0 - 3,0	2,0 - 3,0
Demanda interna	21,7	2,3	-4,2	-4,3	1,0	1,5	2,0	2,2
Demanda interna (sin var. de existencias)	18,5	3,0	-3,3	-3,1	0,8	1,1	1,9	2,0
Formación bruta de capital fijo	15,7	2,8	-3,0	-1,2	-1,0	-0,6	2,2	2,4
Consumo total	19,3	3,1	-3,4	-3,7	1,4	1,6	1,8	1,9
Consumo privado	20,8	2,9	-4,9	-4,9	1,5	1,7	1,8	1,9
Exportaciones de bienes y servicios	-1,4	1,4	2,4	0,9	4,4	4,0	2,5	2,4
Importaciones de bienes y servicios	31,8	0,9	-8,3	-9,8	2,2	3,1	0,6	1,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-7,5	-9,0	-3,7	-3,4	-4,0	-4,0	-3,9	-4,0
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	17,0	16,4	19,1	19,3	18,7	19,0	19,2	19,1
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,1	24,8	23,0	23,3	23,0	23,1	23,2	23,1

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

La actividad global ha mostrado un desempeño acotado y sus perspectivas siguen debilitadas para los próximos años. La inflación mundial ha continuado descendiendo, aunque la evolución de algunos indicadores subyacentes ha mostrado mayor persistencia, especialmente en los países desarrollados. Esto ha repercutido en que en estas economías existan expectativas de que la política monetaria se mantendrá contractiva por varios meses más. En contraste, en América Latina se prevé una pronta disminución en la restrictividad monetaria, con algunos países, como Chile y Brasil, que ya comenzaron el ciclo de recortes. Esta divergencia de las políticas monetarias ha impactado sobre las tasas y las monedas de un conjunto importante de países, incluido el peso chileno. En lo interno, la inflación ha continuado bajando, aunque sigue alta. Este descenso ha sido impulsado por los bienes subyacentes y algunos precios volátiles. La economía nacional continúa con su proceso de ajuste acorde con lo anticipado, con un consumo que se muestra algo más estable y una inversión que se mantiene débil, aunque con mejoras en el margen. El mercado laboral exhibe una trayectoria coherente con el ciclo, mientras que el déficit de la cuenta corriente sigue reduciéndose. Las expectativas de inflación y de crecimiento no han variado sustancialmente, y las expectativas sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM) apuntan a que las reducciones continuarán en los próximos trimestres.

ESCENARIO INTERNACIONAL

La economía mundial sigue mostrando un desempeño acotado, con débiles perspectivas para los próximos dos años. Por un lado, resalta la debilidad de la economía china. Los datos de actividad del segundo trimestre dieron cuenta de una desaceleración algo mayor a la esperada en ese país, tras el impulso transitorio que significó el levantamiento de las restricciones sanitarias asociadas al Covid-19. Los fundamentos del comercio exterior, el consumo interno y la inversión apuntan a un bajo dinamismo. Esta última continúa fuertemente afectada por la compleja situación de su sector inmobiliario, lo que también estaría impactando la confianza de los consumidores. Se agrega el acotado espacio de maniobra con que cuentan la política fiscal y monetaria. Por su lado, la Eurozona continúa dando señales de estancamiento y sus perspectivas siguen afectadas por una política monetaria restrictiva, la debilidad del sector externo y los efectos de la crisis energética. En América Latina, la actividad se ha desacelerado en varios países, con la excepción de México. A la estrechez de las condiciones financieras se añaden los bajos niveles de confianza de los consumidores y factores de incertidumbre local en varios países.

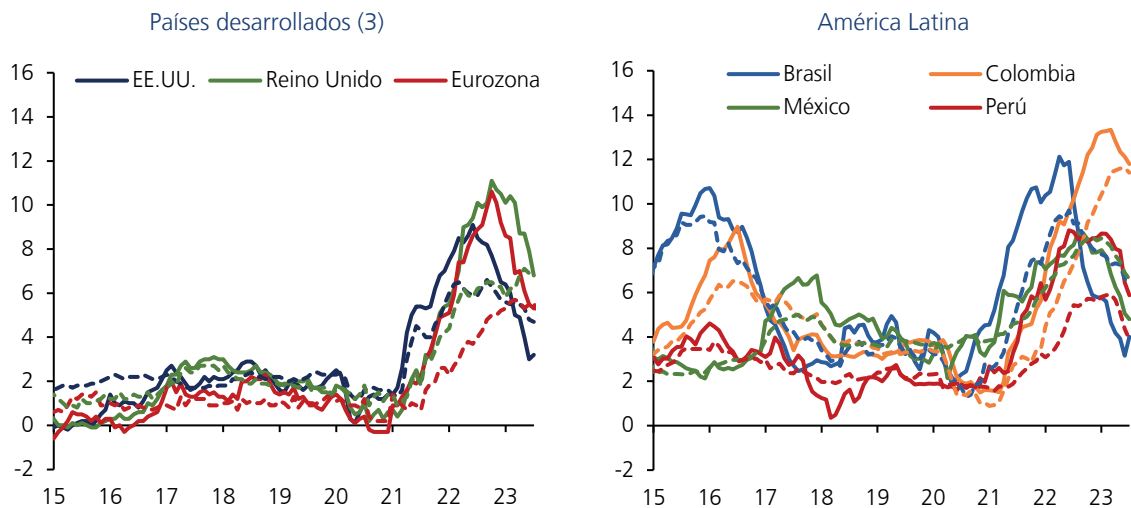
Por el contrario, la economía de EE.UU. ha exhibido una mayor resiliencia, aunque se sigue proyectando que, eventualmente, enfrentará una recesión. Las cifras económicas del segundo trimestre superaron lo previsto. En esto incidió la fortaleza del consumo —especialmente el de servicios—, así como una aceleración de la inversión no residencial y un mayor impulso fiscal. Todo lo anterior en un escenario en que el mercado laboral ha dado señales de estar reduciendo lentamente su estrechez. Hacia adelante, las altas tasas de interés y la continua caída de los niveles de ahorro acumulados en la pandemia anticipan un bajo dinamismo del consumo. A su vez, el estrechamiento de las condiciones de crédito bancario augura un magro desempeño de la inversión.



La inflación ha continuado disminuyendo a nivel global, aunque su descenso ha sido dispar tanto entre componentes como entre economías (Recuadro I.1). Destaca un mayor avance relativo en América Latina, donde el proceso de restrictividad monetaria comenzó antes. Esto último también explica la divergencia de las trayectorias esperadas para la política monetaria respecto de economías desarrolladas (gráficos I.1 y I.2). De manera transversal, los componentes de bienes lideran la caída de la inflación global, en línea con el restablecimiento de las cadenas de valor, la baja de los costos de transporte globales y el traspaso de la apreciación cambiaria en distintas economías. En varios países de América Latina, el comienzo más temprano de las alzas de la TPM y la reversión más rápida de los estímulos fiscales (gráfico I.3), contribuyeron en forma importante a normalizar la actividad y la demanda, lo que explica en cierta medida la caída más rápida de la inflación desde sus niveles del año pasado. En este contexto, las expectativas apuntan a una disminución de la restrictividad monetaria en la región. Incluso algunos países ya han efectuado recortes de sus tasas, como Brasil y Chile.

En el mundo desarrollado, si bien la inflación total cayó, la evolución de algunos indicadores subyacentes, las presiones del mercado laboral, junto con los mensajes entregados por los bancos centrales, hacen prever que estos mantendrán la restrictividad monetaria por un tiempo prolongado (gráficos I.1 y I.2). La estrechez de los mercados laborales ha continuado presionando los salarios, lo que explica, en parte, la elevada inflación de los servicios en los países desarrollados. En este contexto, la Reserva Federal (Fed) reanudó la subida de tasas en su reunión de julio citando que la inflación se mantiene elevada. Sus autoridades han enfatizado que la tasa permanecerá alta por varios meses más y que sus próximas decisiones seguirán condicionadas a la nueva información disponible, sin descartar la posibilidad de nuevas alzas. Situación similar ocurre en la Eurozona, en donde el Banco Central Europeo nuevamente subió sus tasas de referencia y ha continuado comunicando que evaluará sus movimientos reunión a reunión. Por su parte, el Banco de Inglaterra acumuló un alza de 75 puntos base (pb) en sus últimas dos reuniones.

GRÁFICO I.1 INFLACIÓN MUNDIAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

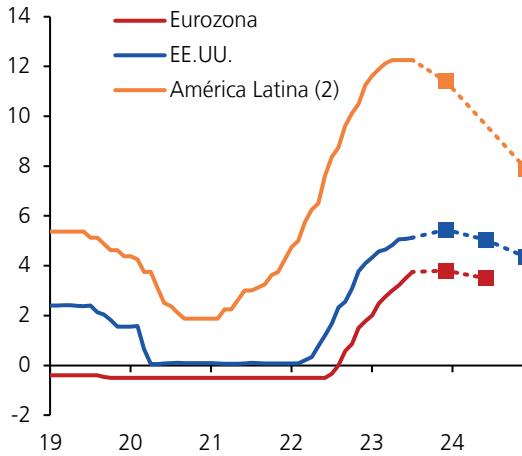


(1) Líneas segmentadas corresponden a la inflación subyacente. (2) Medidas subyacentes excluyen alimentos y energía. (3) Para la Eurozona, la cifra de agosto es preliminar.
Fuente: Bloomberg.

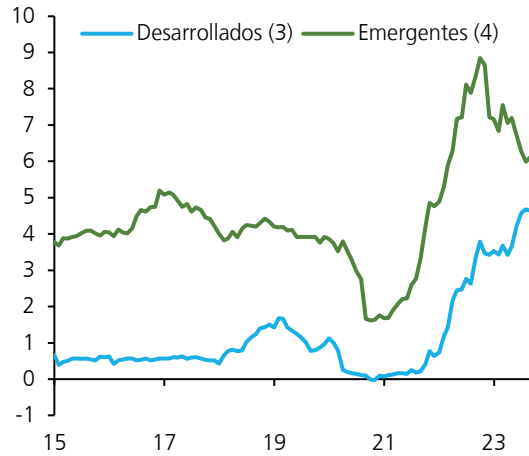


GRÁFICO I.2

TPM mundial y expectativas (1)
(puntos porcentuales)

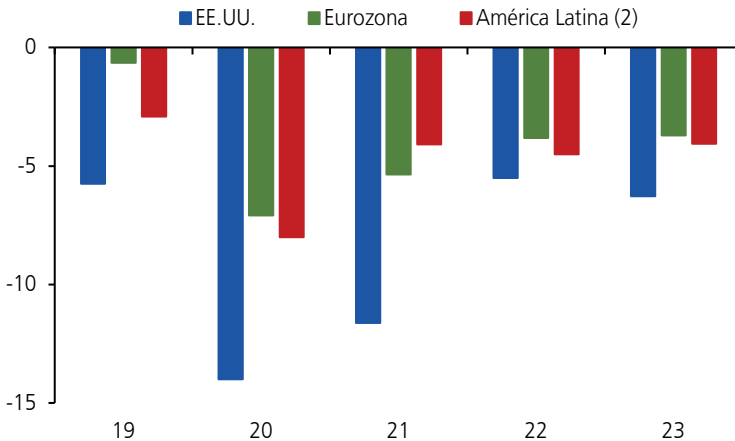


Tasas de interés a 2 años
(porcentaje)



(1) Las expectativas para EE.UU. y la Eurozona corresponden a las implícitas en los precios de activos. Para EE.UU. a dic.23, jun.24 y dic.24. Para la Eurozona a dic.23 y jun.24. (2) Se utiliza la mediana entre Brasil, México, Perú y Colombia. Las expectativas a dic.23 y dic.24 se obtienen de las encuestas de los respectivos bancos centrales, con excepción de Perú, obtenidas de Bloomberg. (3) Corresponde a la mediana entre EE.UU., Eurozona, Canadá, República Checa, Australia, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Noruega. (4) Corresponde a la mediana entre Chile, Brasil, México, Colombia, Perú, Indonesia, Polonia y Tailandia. Fuentes: Bloomberg y encuestas de expectativas de los respectivos bancos centrales.

GRÁFICO I.3 BALANCE FISCAL POR ECONOMÍAS (1) (porcentaje del PIB)

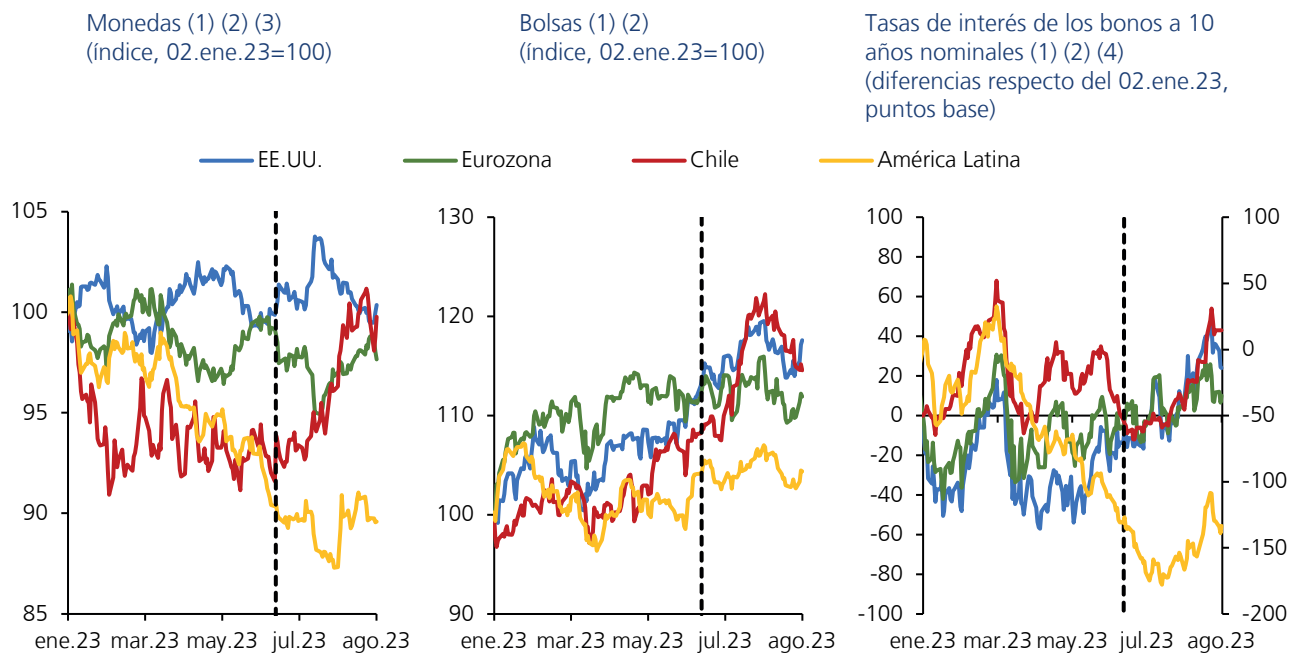


(1) Proyección 2023 de acuerdo a WEO, abril 2023 (FMI). (2) Corresponde a la mediana entre Brasil, Colombia, México y Perú. Fuente: WEO, abril 2023 (FMI).



Los mercados financieros han respondido a este escenario con evoluciones dispares de las tasas de interés de corto plazo —alzas en los desarrollados y movimientos mixtos en los emergentes— y la depreciación de un conjunto importante de monedas, en medio de riesgos financieros que siguen vigentes (gráficos I.2 y I.4). El aumento de las tasas cortas en los países desarrollados se contrapone con las caídas en varios emergentes, coherente con la divergencia de las trayectorias esperadas de sus políticas monetarias. Este diferencial ha influido en el fortalecimiento del dólar a nivel global desde hace varias semanas, tendencia que se ha visto reforzada por una reducción del apetito por riesgo en el último mes, lo que también habría presionado al alza la tasa de largo plazo de EE.UU. En el menor apetito por riesgo han contribuido distintos factores, entre ellos, la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de EE. UU. y de algunos bancos regionales de ese país, y la mayor incertidumbre sobre la actividad y la situación inmobiliaria en China. Por su parte, los mercados bursátiles presentan movimientos mixtos y los indicadores de riesgo disminuyeron en América Latina desde el cierre estadístico del IPoM pasado, pese a aumentos en las últimas semanas. Con todo, continúan vigentes los riesgos de una reversión de los precios de los activos financieros y de salidas de capitales desde las economías emergentes, en un entorno en que las tasas de interés permanecen elevadas y la liquidez global se sigue reduciendo.

GRÁFICO I.4 CONDICIONES FINANCIERAS

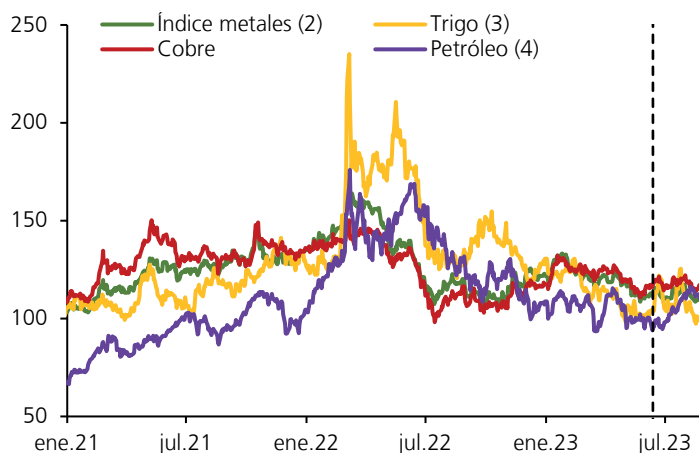


(1) Para América Latina considera el promedio simple de los índices de Brasil, México, Colombia y Perú. (2) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de junio 2023. (3) Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral. (4) América Latina corresponde al eje derecho.
Fuente: Bloomberg.



Respecto de las materias primas, destaca el importante aumento del precio del petróleo desde el IPoM anterior (gráfico I.5). Este fue impulsado por los anuncios de recortes de producción por parte de Arabia Saudita, en medio de una demanda global que se ha mantenido sólida. Al cierre estadístico, el valor del barril (promedio Brent-WTI) fluctuaba en torno a US\$83 (+14% desde el IPoM previo). El precio del cobre se ubicaba alrededor de US\$3,8 la libra, similar al del cierre estadístico anterior. Su comportamiento ha mostrado cierta volatilidad en los últimos meses, en lo que se contrapesa el bajo desempeño de la construcción en China con expectativas optimistas asociadas al uso del cobre para la transición energética, en un contexto en que los inventarios siguen estrechos. Los precios de los alimentos continuaron cayendo, influidos por las mejores perspectivas de oferta y los menores costos de producción. El retiro de Rusia de la Iniciativa de Granos del Mar Negro impactó transitoriamente en los precios de los cereales. En julio, el índice de la FAO cayó 12% anual, con descensos mensuales en la mayoría de sus componentes.

GRÁFICO I.5 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2023=100)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2023. (2) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (3) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes. (4) Promedio WTI-Brent.
Fuente: Bloomberg.

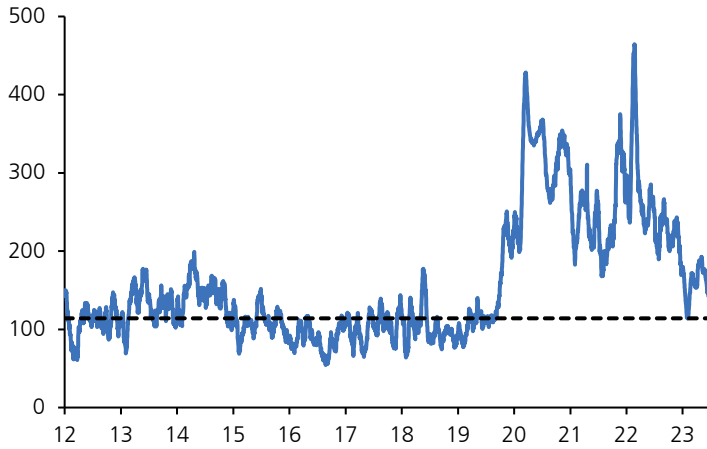
ESCENARIO NACIONAL

En el mercado financiero local, el inicio del ciclo de reducción de la TPM y la expectativa sobre sus recortes futuros también han afectado el diferencial de tasas con el exterior. Este es uno de los principales factores detrás de la depreciación del peso en meses recientes (gráfico I.4). Considerando el promedio de los 10 días previos al cierre de este IPoM, la paridad peso/dólar se ubicaba alrededor de \$860 (+8% respecto del cierre del IPoM de junio). Esta alza también se explica por la mayor aversión al riesgo global, vinculada a distintos eventos, como la situación de China, las perspectivas fiscales en EE.UU. y la incertidumbre sobre el proceso de desinflación mundial.

Otras variables financieras locales han tenido un mejor desempeño, como la bolsa o los premios por riesgo, en el marco de una menor incertidumbre interna. Desde el IPoM de junio, el IPSA ha aumentado en torno a 8%, acumulando ganancias cercanas a 20% desde comienzos de año (gráfico I.4). El Índice de Incertidumbre Económica y Política (DEPUC) se ha reducido y se ubica cerca de los niveles previos a la crisis social de 2019 (gráfico I.6).



GRÁFICO I.6 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA (DEPUC) (*)
(índice)

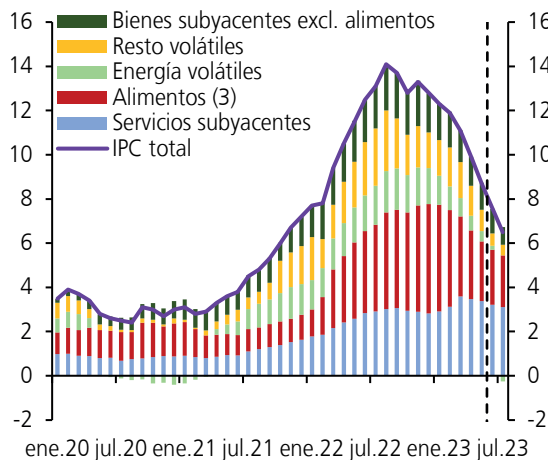


(*) Línea horizontal segmentada corresponde al promedio entre 2012 y 2019.
Fuentes: Banco Central de Chile.

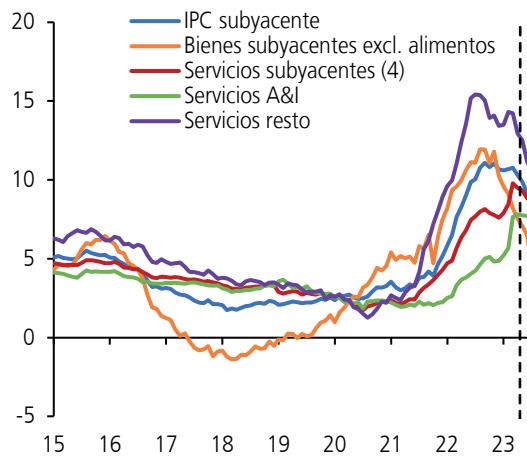
La inflación ha seguido disminuyendo, aunque continúa en niveles altos. Las mediciones total y subyacente (IPC sin volátiles) se redujeron hasta 6,5 y 8,5% anual en julio, respectivamente (gráfico I.7). Desde el IPoM anterior, destaca la importante reducción de la inflación subyacente de bienes y de los componentes volátiles, en especial la energía. Esto vuelve a contrastar con la caída más pausada de la inflación de servicios. Si bien esta última se ha moderado respecto de inicios de año, el componente de servicios administrados e indexados (A&I) continúa mostrando variaciones anuales significativas, ítems que en muchos casos siguen sujetos a reajustes a las altas tasas de inflación pasada.

GRÁFICO I.7

Indicadores de inflación (1) (2)
(incidencias en la var. anual, puntos porcentuales)



Inflación subyacente (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de junio 2023. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#). (3) Considera la suma de alimentos volátiles y no volátiles. (4) Considera la suma de Servicios Administrados e Indexados (A&I) y Servicios resto.

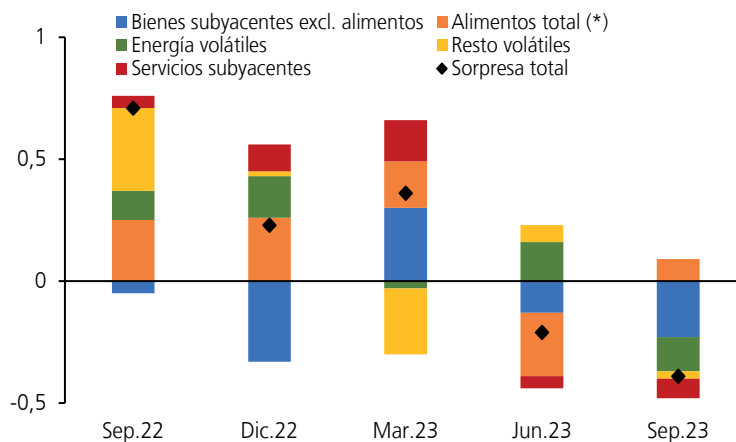
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El descenso de la inflación ha ido de la mano con la continua reducción de las presiones de demanda y oferta de trimestres anteriores. Un elemento clave ha sido la disminución del excesivo gasto interno, en especial del consumo privado. El traspaso de la apreciación que acumuló el tipo de cambio hasta la primera mitad del año también ha contribuido y explica parte del rápido retroceso de la inflación de bienes. Se suman la resolución de los cuellos de botella, la baja de las tarifas del transporte a nivel global y la normalización de los precios externos luego del fuerte *shock* que significó la pandemia y la guerra en Ucrania. En línea con esto, tanto la [Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios \(EDEP\)](#) como el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de agosto](#) dan cuenta de las menores presiones de costos y su favorable impacto en la evolución de los precios.

En todo caso, la inflación acumulada entre junio y julio fue algo menor que la prevista en el IPoM previo (gráfico I.8). La variación del IPC acumulada en dicho lapso fue 0,39 puntos porcentuales menor que lo proyectado en el último IPoM. Cerca del 60% se explicó por los menores precios de los bienes subyacentes —descontados los alimentos— y se concentró en bienes durables. Una parte de esta divergencia se explicaría por un traspaso a precios de la apreciación cambiaria de la primera parte del año más rápido que el anticipado. Entre los ítems que más incidieron se encuentran el equipamiento para la vivienda, automóviles, y vestuario y calzado. En la inflación de servicios y en la de los ítems volátiles, las diferencias fueron acotadas.

GRÁFICO I.8 SORPRESAS INFLACIONARIAS ACUMULADAS EN CADA IPoM
(puntos porcentuales)



(*) Suma de alimentos volátiles y no volátiles.

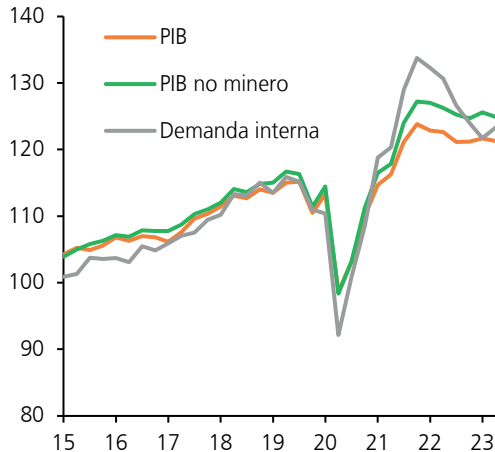
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La economía ha evolucionado en línea con lo anticipado en el IPoM de junio (gráfico I.9). En el segundo trimestre, la serie desestacionalizada del PIB no minero cayó 0,5% trimestre a trimestre (t/t) (-1,1% anual), en tanto la del Imacec no minero de julio tuvo un avance de 0,6% mensual (1,5% anual), aunque principalmente asociado a factores transitorios. Por su parte, descontada la estacionalidad, la demanda interna del segundo trimestre creció 1,3% t/t (-5,6% anual). A nivel desagregado se destaca alguna heterogeneidad en la intensidad del ajuste, con caídas en comercio, construcción e industria, un sector de transportes sin variación trimestral, y una actividad minera debilitada, más allá de un incremento en el último trimestre. Esto contrasta con el sector de servicios, que se mantiene dinámico.



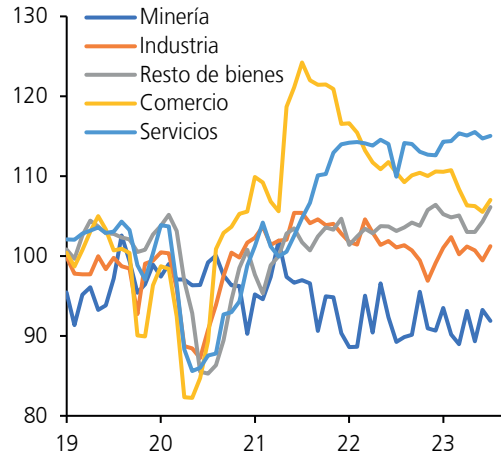
GRÁFICO I.9

Actividad
(índice, primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Ímacec sectorial
(índice promedio 2018 = 100, desestacionalizado)

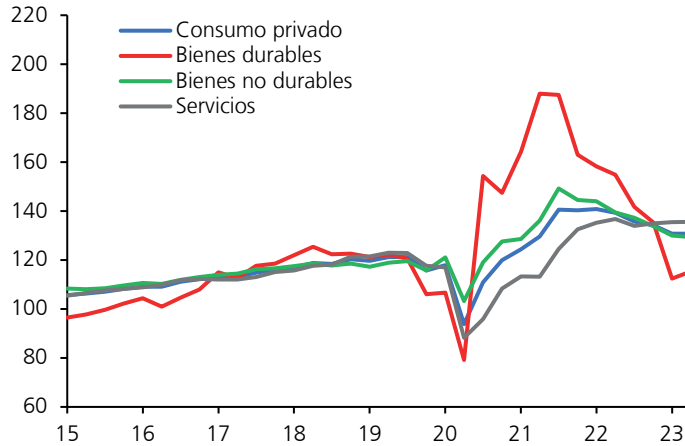


Por el lado de la demanda, el ajuste del consumo privado ha ido perdiendo intensidad a medida que avanza el año, en línea con lo proyectado en el informe anterior. Corregido por estacionalidad, este tuvo una variación trimestral nula en el segundo trimestre (-2,5% en el primer trimestre). Por componentes, destaca la estabilidad de servicios y el leve repunte de bienes durables (gráfico I.10). Indicadores parciales del tercer trimestre ratifican el desempeño más estable del consumo privado. Las ventas del comercio minorista según distintas fuentes (IACM, IVDCM y Boleta Electrónica), las de automóviles (ANAC) y las importaciones de consumo de julio mantienen una trayectoria descendente, aunque con alguna moderación en lo más reciente.

Los fundamentos del consumo reafirman un comportamiento más estable de esta parte del gasto hacia adelante, en particular por la estabilización de los ingresos laborales. La evolución del mercado laboral ha sido coherente con el estado del ciclo económico. La tasa de desempleo llegó a 8,8% en el trimestre móvil terminado en julio (8,5% en el trimestre móvil anterior y 8,7% reportado en el IPoM de junio). Esto está en línea con la recuperación de la fuerza de trabajo y con niveles de ocupación que no han variado en el último tiempo (gráfico I.11). En términos de género, el empleo y la tasa de participación femenina han registrado una recuperación notoria en lo que va del año, sobre todo en el segmento entre 25 y 54 años. Las remuneraciones reales continúan al alza, en lo que ha incidido el aumento del salario mínimo y el descenso de la inflación. En tanto, la carga financiera de los hogares se ha mantenido relativamente estable luego del fuerte aumento que tuvo durante 2022. La confianza de los consumidores (Índice de Percepción de la Economía) ha tenido algún repunte, aunque de todos modos se mantiene en terreno pesimista.



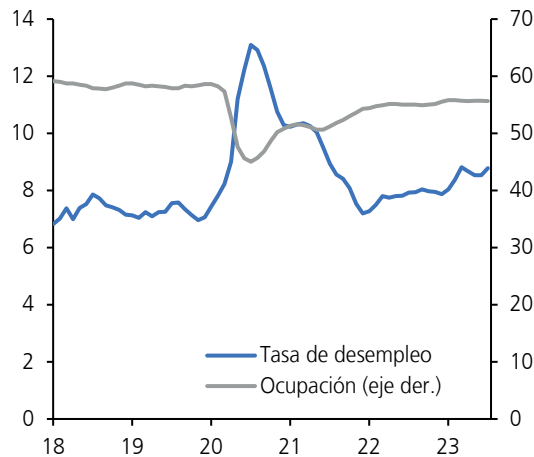
GRÁFICO I.10 CONSUMO PRIVADO POR COMPONENTES
(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



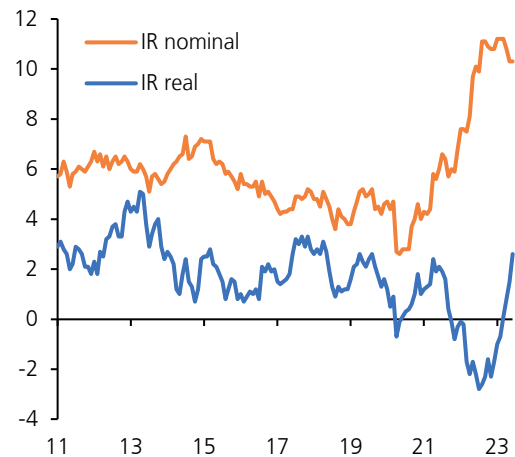
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.11

Tasa de desempleo y ocupación
(porcentaje)



Índice de Remuneraciones
(variación anual, porcentaje, series empalmadas,
base 2016 = 100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

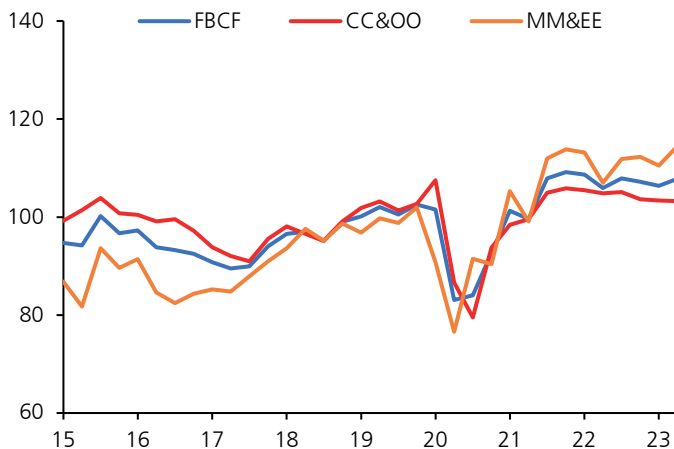
La inversión mantiene un bajo crecimiento, más allá de cierta mejora del componente de maquinaria y equipos en el margen (gráfico I.12). En términos desestacionalizados, este creció 3,6% t/t, lo que se vincula a un mayor impulso desde varios sectores, aunque primordialmente del minero y del de energía. Su evolución explica la totalidad del avance de la formación bruta de capital fijo (FBCF) en ese trimestre (1,4% t/t). Esto es refrendado por la revisión al alza en las proyecciones de ambos sectores en el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC). Por su parte, construcción y otras obras se contrajo levemente (-0,1% t/t), tal como ha sido la tendencia de los últimos meses. Todo



esto sucede en un contexto de menor incertidumbre interna (DEPUC), coherente con lo que reportan los entrevistados del IPN de agosto. El Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) ha mostrado una leve recuperación en los últimos meses, aunque sigue dando cuenta de una percepción negativa del ambiente económico para los negocios.

GRÁFICO I.12 INVERSIÓN

(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit de la cuenta corriente acumulado en un año continuó disminuyendo (gráfico I.13). En el segundo trimestre, este llegó a 4,5% del PIB (6,6% en el trimestre previo). Todo esto ha ido de la mano con una recuperación del ahorro nacional que, durante el segundo trimestre, alcanzó 18,6% del PIB en la suma acumulada anual. Dicho aumento responde, fundamentalmente, a un mayor ahorro privado, lo que está en línea con el ajuste del gasto. En cuanto a las incidencias por componente de la cuenta corriente, destacaron un mejor saldo de la balanza comercial y de servicios, además de una caída de las rentas remitidas al exterior por parte de las empresas.

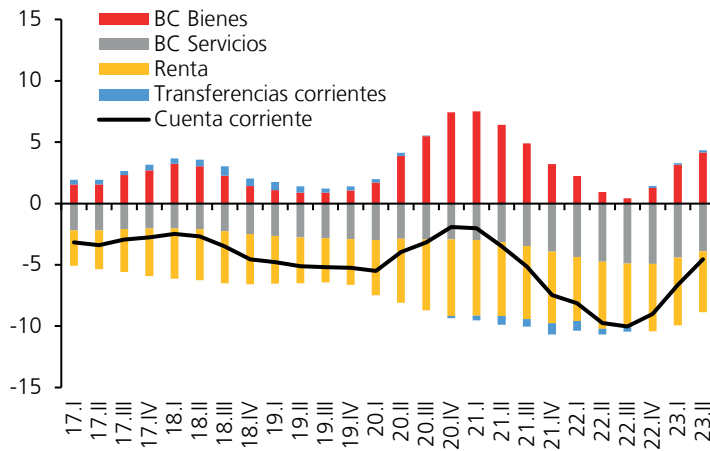
Las expectativas de inflación a dos años plazo siguen alineadas con la meta de 3% (gráfico I.14). Tanto la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) como la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se mantienen en ese valor. De las compensaciones inflacionarias se desprenden expectativas de inflación en torno a 2,6% a fines del horizonte de política monetaria ^{1/}. A un año, la EEE y la EOF se sitúan en 3,5 y 3,65%, respectivamente, mientras las encuestas a empresas se mantienen por sobre ese nivel. La EDEP correspondiente al trimestre móvil terminado en julio muestra expectativas de inflación de 6% a un año y 4,5% a dos años.

Las expectativas de crecimiento para 2023 no se han modificado sustancialmente. La EEE de agosto sigue previendo una contracción del PIB de 0,5% este año, y para 2024 anticipa un crecimiento de 2%. Por su parte, Consensus Forecasts mantuvo su proyección para 2023 en -0,3% (al igual que en el cierre estadístico de junio) y la corrigió a 1,9% para 2024.

^{1/} Se debe recordar que estas expectativas están afectadas por premios que dificultan su lectura (Recuadro IV.1, IPoM diciembre 2016; Recuadro V.1, IPoM marzo 2022).



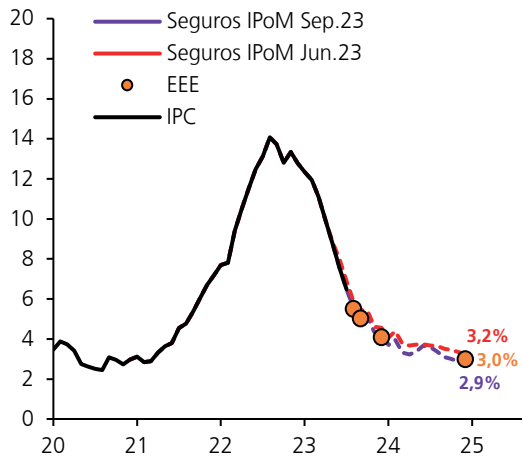
GRÁFICO I.13 CUENTA CORRIENTE: INCIDENCIAS POR COMPONENTE
(porcentaje del PIB, suma móvil anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.14

Inflación anual efectiva y esperada (1)
(variación anual, porcentaje)



Expectativas de inflación a dos años (2) (3) (4)
(variación anual, porcentaje)



(1) Los seguros consideran los precios promedio de 10 días al cierre estadístico de cada IPOM (IPOM de junio: 13 de junio; IPOM de septiembre: 30 de agosto). (2) Para las encuestas se muestran las medianas de las respuestas. (3) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de septiembre 2023. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (4) La compensación inflacionaria considera el promedio de los precios de los últimos 10 días de cada mes. Para agosto 2023 toma en cuenta el promedio de los últimos 10 días al cierre estadístico de este IPOM.

Fuente: Banco Central de Chile.



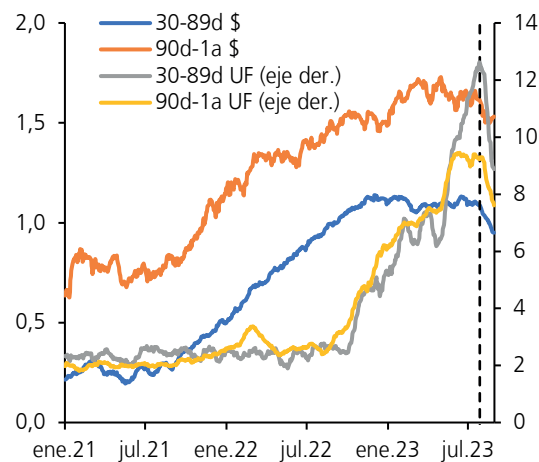
Las trayectorias esperadas para la TPM reflejan la continuación del proceso de normalización de la política monetaria. Las expectativas implícitas en las tasas swap promedio cámara (SPC) reflejan que la TPM llegaría a 7,75% a finales de año, lo mismo que reportó la mediana de las expectativas de la EOF de agosto, en tanto la EEE de agosto anticipa una tasa de 7,5% a fines de año. La TPM se ubicaría entre 4,0 y 4,75% hacia el final del horizonte de política monetaria, considerando las encuestas y las tasas SPC (al cierre estadístico de este IPoM).

Los movimientos de las tasas de interés en el mercado financiero local están en línea con las expectativas para la política monetaria. Desde el último IPoM, las tasas de corto plazo descendieron. Considerando el promedio de los 10 días previos al cierre de este informe, las tasas SPC a 1 y 2 años plazo han caído en alrededor de 160 y 100pb, respectivamente. Las tasas de largo plazo tuvieron aumentos acotados, influidos además por los desarrollos externos. La tasa de los bonos nominales a 10 años se incrementó algo más de 30pb, por debajo del alza en torno a 50pb exhibido por los bonos del Tesoro estadounidense al mismo plazo.

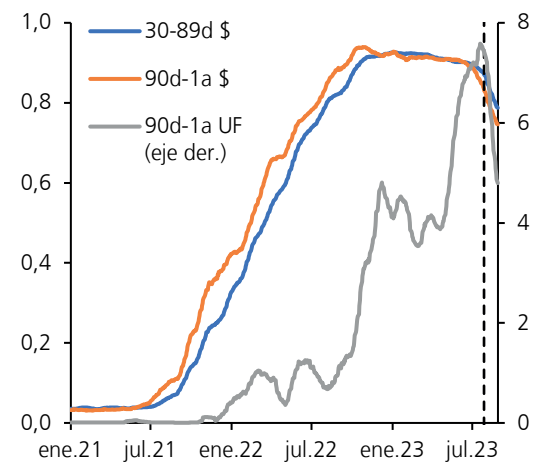
En general, las tasas de captación y colocación han comenzado a reaccionar a la rebaja de la TPM, dando cuenta del normal funcionamiento del canal de transmisión de la política monetaria (gráfico I.15). Las tasas de captación de corto plazo —30 días a un año— han disminuido desde la última RPM, mostrando variaciones mes a mes negativas tanto las nominales como las reajustables. Lo mismo ocurre con las tasas de colocación para los plazos señalados (ver Recuadro I.3). Datos semanales más recientes sugieren, a su vez, que las tasas de colocación por segmento —comercial y de consumo— han comenzado a descender después de la RPM de julio.

GRÁFICO I.15

Tasas de colocación (*)
(promedio móvil a cuatro semanas; porcentaje)



Tasas de captación (*)
(promedio móvil a cuatro semanas; porcentaje)



(*) Línea vertical segmentada indica la fecha de la RPM de julio de 2023.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.1:

Factores detrás de la desinflación global y perspectivas de política monetaria

Si bien la inflación ha caído de manera transversal entre países, la magnitud de la disminución varía de economía a economía. Varias de América Latina y otras emergentes muestran un descenso mayor que las desarrolladas. En este recuadro se analizan los factores detrás de estas diferencias, los que respaldan la posibilidad de que las trayectorias de política monetaria diverjan en el corto plazo.

Más allá de que la inflación ha descendido a nivel global, las diferencias entre economías se mantienen en niveles que no se observaban desde comienzos de este siglo. Comparado con su *peak* en la segunda mitad de 2022, destaca que en las emergentes se observa un mayor descenso en la inflación sin alimentos y energía —SAE— en comparación con las desarrolladas, lo que contrasta con la diferencia histórica entre ambos grupos de economías. La diferencia entre emergentes y desarrolladas se observa en la dinámica de la inflación de bienes desde el segundo semestre de 2022 y, en menor medida, en la de servicios en los últimos meses (gráfico I.16).

Como sucedió cuando aumentaba, la caída de la inflación se explica tanto por factores globales como locales^{1/}. Los factores globales son aquellos comunes a la mayoría de los países. Destacan la disminución en los precios de las materias primas, la normalización del comercio global de bienes y los costos de transporte asociados, y la depreciación del dólar. En varias economías, estos explican la totalidad de la caída de la inflación reciente. Con todo, las perspectivas menos favorables de algunos de estos sugieren que su incidencia en el descenso inflacionario será menor en los próximos meses. Por un lado, los precios de los combustibles han vuelto a aumentar^{2/}. Por otro, la depreciación del dólar se ha revertido parcialmente en las últimas semanas.

Entre los factores locales, destacan la corrección de los desbalances macroeconómicos. Estos procesos de ajuste han mostrado velocidades e intensidades distintas entre países, acordes con las respuestas de política monetaria y fiscal. En los emergentes, especialmente en América Latina, la política monetaria alcanzó mayores niveles de restrictividad y de forma más temprana (gráfico I.17). Al mismo tiempo, tras la expansión inicial, en general se realizaron ajustes más pronto y/o significativos del gasto fiscal (gráfico I.3). En otros países, especialmente desarrollados, los avances han sido menores, observándose un consumo aún dinámico y/o mercados laborales estrechos, lo que debiese dificultar la convergencia inflacionaria^{3/}.

Respecto de las implicancias para la política monetaria, en las desarrolladas se espera que las tasas de interés se mantengan en los niveles actuales o sigan aumentando. En EE.UU., más allá de la reducción de la inflación total, el consumo sigue resiliente y el mercado laboral más estrecho que en el resto de las economías. En este contexto, la Fed ha descartado recortes en el corto plazo y ha dejado la puerta abierta a nuevas alzas de la *fed funds rate*, condicional a la evolución futura de la inflación y la actividad. Los mensajes de los bancos centrales de otras economías desarrolladas han ido en la misma línea. Entre las emergentes, algunos bancos centrales han comenzado el ciclo de recortes, mientras que en otros se iniciaría pronto. No obstante, y a diferencia de lo que se observa en Chile, las expectativas de inflación de mediano plazo en varios de estos países permanecen por encima de la meta de inflación, representando un riesgo para la convergencia inflacionaria, lo que podría influir en las decisiones futuras de política monetaria.

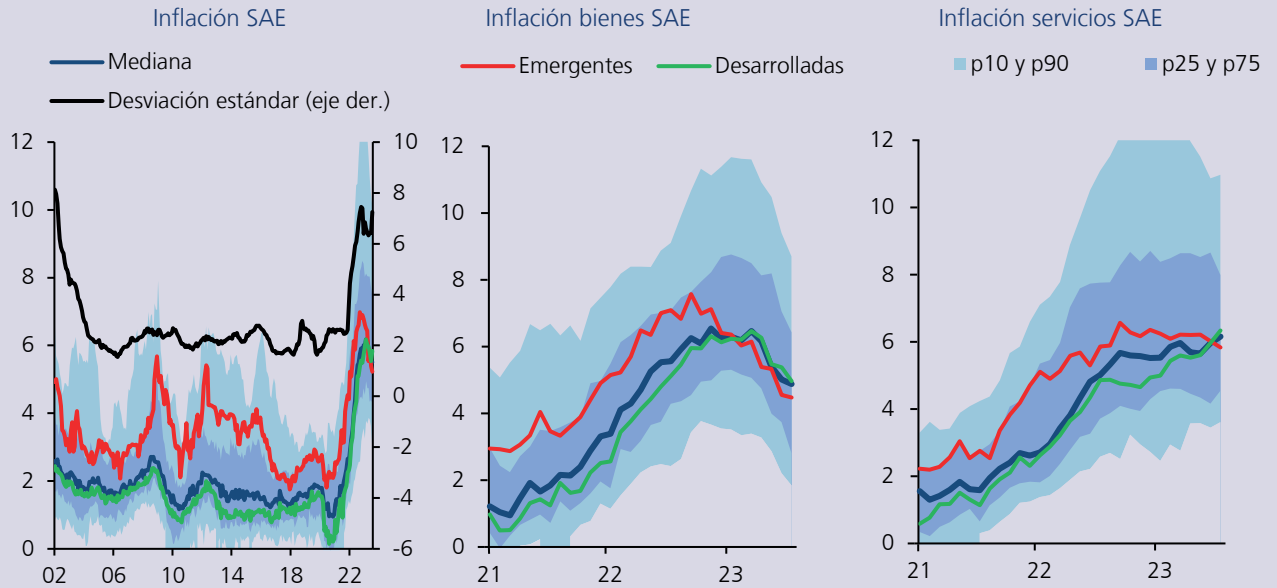
^{1/} Ver [Recuadro IV.1, IPoM diciembre 2021](#).

^{2/} Aún sin considerar el aumento reciente de precios, en varios países la inflación anual subirá en los próximos meses por los efectos base negativos acumulados en el segundo semestre del año pasado asociados al inicio de las caídas en los precios de los combustibles.

^{3/} Ver [Recuadro I.2, IPoM diciembre 2022](#).



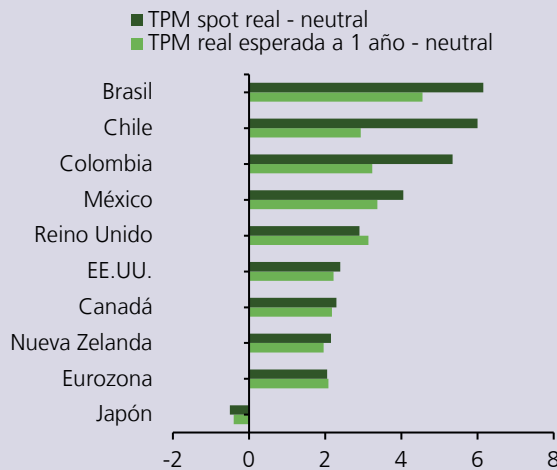
GRÁFICO I.16 INFLACIÓN PARA UN CONJUNTO DE 49 ECONOMÍAS (*)
(porcentaje)



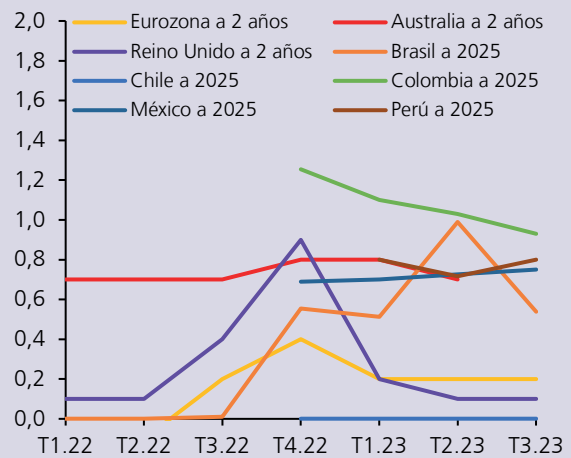
(*) El cálculo de la inflación para cada país considera ponderadores de la canasta de consumo iguales para todas las economías. Así, las diferencias entre los niveles de inflación capturan los cambios en el movimiento de los precios y no en el peso de los productos. Economías emergentes corresponde a un grupo de 19 economías de América Latina, Asia, Europa y África. Economías desarrolladas corresponde a un grupo de 30 economías de Europa, Asia y Norteamérica.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a [Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk \(2023\)](#).

GRÁFICO I.17 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA REAL Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desvíos de tasa de política monetaria real respecto a tasa neutral real (*)
(porcentaje)



Desvíos de expectativas de inflación de analistas respecto a las metas de inflación
(puntos porcentuales)



(*) TPM real calculada como la diferencia entre la TPM y las expectativas de inflación al 2T24. TPM real esperada a 1 año calculada como la diferencia entre el promedio de las TPM esperada entre 3T23 y 2T24 y las expectativas de inflación al 2T24.
Fuentes: Encuestas de expectativas económicas de cada banco central (para América Latina), Bloomberg (para el resto de los países) y estimaciones de tasa neutral de cada banco central.



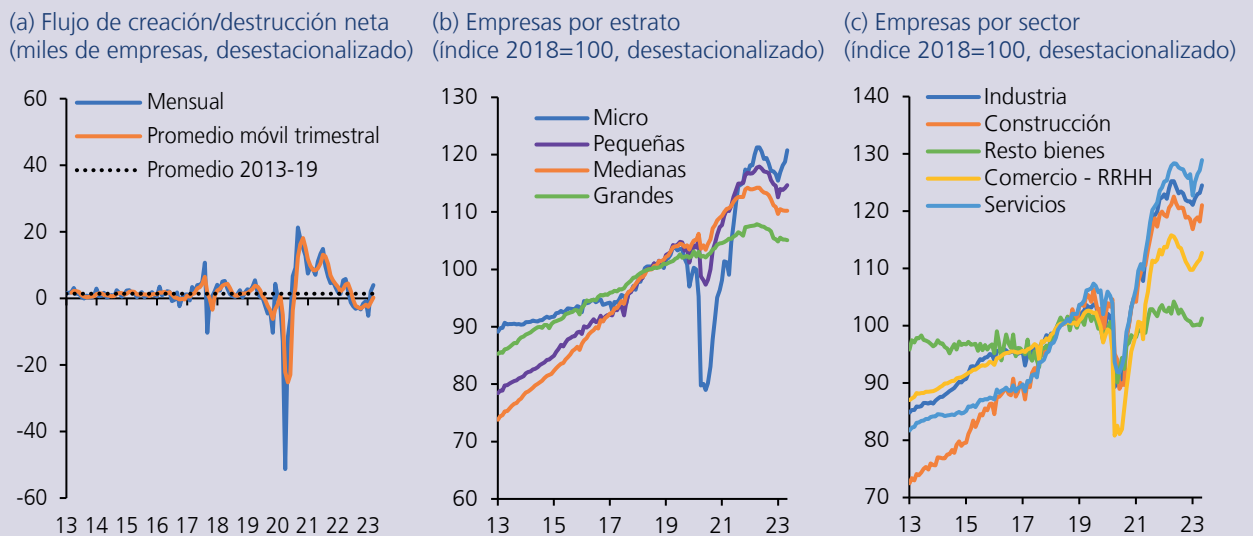
RECUADRO I.2:

Evolución reciente de la economía chilena a la luz de microdatos

Durante los últimos trimestres la economía chilena ha ido paulatinamente resolviendo los fuertes desbalances macroeconómicos que acumuló en años previos. Coherente con ello, el gasto interno ha ido reduciéndose, la brecha de actividad se ha ido cerrando y la inflación ha bajado desde los máximos que alcanzó en 2022. La política monetaria ha jugado un rol significativo en este proceso, apoyada por la reducción del gasto fiscal que se materializó el año pasado. La información disponible al cierre de este IPoM sugiere que la economía ha evolucionado de acuerdo con lo proyectado. Este recuadro provee evidencia sobre este ajuste cíclico a partir de datos administrativos de empresas y empleo, y los resultados de la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN). Esta evidencia granular complementa el análisis con datos agregados que habitualmente presenta el IPoM.

Un primer antecedente es la evolución de la creación neta de empresas y del número de empresas que reporta ventas positivas por estrato y por sector. Respecto del flujo de creación neta de empresas, en lo más reciente se encuentra en niveles casi nulos, luego de un peak de destrucción neta durante 2020 seguido de un periodo de dos años con tasas de creación neta altamente positivas (gráfico I.18a)^{1/}. El número de empresas que reporta ventas positivas experimentó una fuerte caída durante la pandemia, seguida de una recuperación en 2021 y 2022. En lo más reciente, se observa un aumento del número de empresas. Esto, si bien es más marcado para micro-empresas y empresas del sector servicios, se evidencia para casi todos los estratos y sectores productivos (gráfico I.18b y I.18c)^{2/}.

GRÁFICO I.18 INDICADORES DE EMPRESAS (*)



(*) Últimos datos: marzo 2023 para el flujo de creación neta; mayo 2023 para el número de empresas.

Fuentes: Banco Central de Chile y Servicio de Impuestos Internos.

Respecto del mercado laboral, las cartas de término de relaciones laborales, expresadas como la diferencia respecto al mismo mes del año anterior, se encuentran en valores cercanos a cero en lo más reciente, tras un aumento en los últimos años (gráfico I.19a)^{3/}. Las solicitudes al seguro de cesantía están retornando a valores normales, tras algunos meses de registros elevados (gráfico I.19b).

^{1/} En [Bauducco et al. \(2023\)](#) se muestra la evolución desagregada de la entrada y salida de empresas.

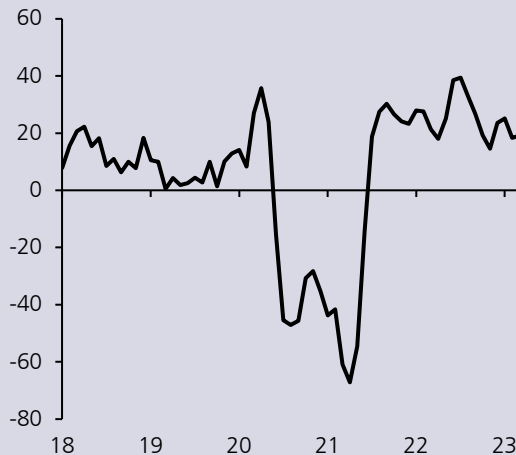
^{2/} Si bien la extensión de la imposición del IVA a actividades de servicios puede haber fomentado la creación de sociedades profesionales, el aumento reciente en el número de empresas ha sido generalizado en todos los sectores y, por lo tanto, es poco probable que se deba completamente a un cambio impositivo. Además, como se muestra en [Bauducco et al. \(2023\)](#), las salidas de empresas, que están libres de los efectos de entradas por temas impositivos, también muestran una moderación en lo más reciente.

^{3/} A lo largo de 2020, las cartas de término muestran una caída, a la que probablemente contribuyeron políticas de apoyo a empresas durante la crisis del Covid-19, como la Ley de Protección del Empleo.

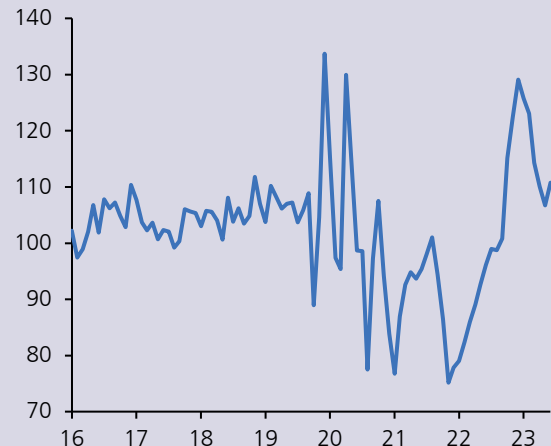


GRÁFICO I.19 INDICADORES DEL MERCADO LABORAL

(a) Cartas de término de relaciones laborales
(diferencia anual, miles, media móvil trimestral)



(b) Solicitudes al seguro de cesantía (*)
(miles, desestacionalizado)



(*) Último dato: junio 2023.

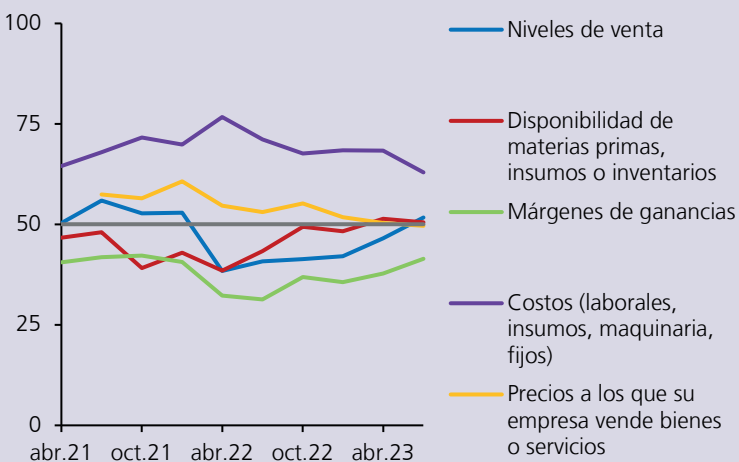
Fuentes: Dirección del Trabajo, Banco Central de Chile y AFC.

En cuanto a las expectativas empresariales, los datos del [Informe de Percepciones de Negocios de agosto](#) muestran que estas estarían retornando a niveles neutros. Por un lado, se evidencia una menor preocupación de las empresas sobre la evolución de los costos y disponibilidad de insumos, al mismo tiempo que mejoran las perspectivas sobre los niveles de ventas y márgenes de ganancias (gráfico I.20a). Por otro lado, aumenta la proporción de empresas que esperan tener un desempeño superior al actual, y superior a lo habitual, en un año plazo (gráfico I.20b).

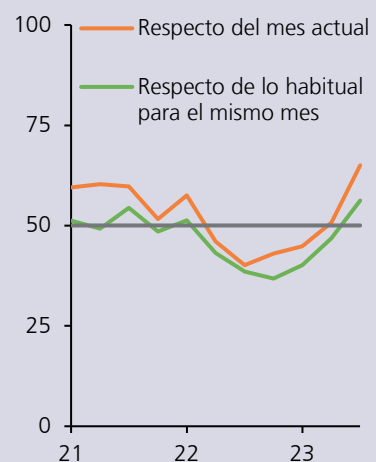
En resumen, de acuerdo a la información con datos desagregados y de alta frecuencia, no se observa que se estén materializando escenarios más adversos respecto al escenario central de este IPoM.

GRÁFICO I.20 PERCEPCIONES DE EMPRESAS (*)

(a) Evolución de factores en los próximos tres meses
(índice de difusión)



(b) Desempeño esperado a un año plazo
(índice de difusión)



(*) Para definición metodológica, ver [Informe de Percepciones de Negocios de Agosto 2023](#).

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.3:

Condiciones crediticias para empresas: evolución y heterogeneidad

El Consejo comenzó a reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en julio pasado. A la fecha, se ha acumulado un descenso de 100 puntos base (pb). Una pregunta que surge de forma natural es cómo será el proceso de traspaso de esta menor TPM a las tasas de interés de mercado. Este recuadro contrasta las rebajas de tasas observadas con sus patrones históricos y, además, utiliza microdatos de créditos comerciales para entender con mayor detalle cómo ha sido la evolución de las condiciones crediticias en los últimos años para distintos grupos de empresas. Con la información disponible hasta el momento, los resultados muestran que las tasas de mercado han caído de acuerdo con lo esperado desde que se decidió el primer recorte de la TPM, dando cuenta de que los mecanismos de transmisión de la política monetaria están funcionando adecuadamente.

Evolución agregada del costo del crédito comercial

El gráfico I.21 muestra la evolución efectiva de la tasa comercial para créditos en cuotas y su proyección en base a un modelo que considera como variables clave la TPM y la tasa swap promedio de cámara (SPC) a dos años^{1/}. Se observa que la tasa ajustada por el modelo sigue de cerca a la tasa efectiva, lo que da cuenta de que la transmisión de la política monetaria está ocurriendo de acuerdo con patrones históricos.

Análisis a partir de microdatos

Además de poder describir la evolución agregada del costo del crédito comercial, los microdatos con que dispone el Banco Central hacen posible caracterizar las operaciones de crédito que cada empresa ha realizado en los últimos años^{2/}. Dicha información permite diferenciar si el cambio observado en el promedio de tasas de interés está siendo conducido por variaciones efectivas en el costo promedio del crédito que enfrentan las empresas, dado su nivel de riesgo u otras características —margen intensivo—, o, alternativamente, por cambios en la composición de las empresas que reciben los créditos —margen extensivo. Por ejemplo, si sube la proporción de empresas de categorías más riesgosas en la cartera total (margen extensivo), las tasas promedio subirán, aunque se hayan mantenido inalteradas las tasas que se le cobran a cada empresa, dado su nivel de riesgo (margen intensivo).

El análisis de microdatos se realiza utilizando dos agregaciones. En la primera, se agrupan a las empresas en base a su tamaño, definido según estratos de ventas. En la segunda, en base a la clasificación de riesgo que le otorga cada banco a su cartera, conforme a la normativa vigente. En ambos casos, se observa que el margen intensivo es el principal factor detrás de los cambios en el costo promedio del crédito durante los últimos dos años, período que comprende tanto el ciclo de alza de tasas de 2021-2022 como el recorte que el Consejo decidió en julio de 2023 (gráfico I.22a y I.22b). Es decir, cambios de composición en la cartera de crédito han jugado un rol menor en comparación al cambio de tasas promedio cobradas a distintos grupos de crédito.

Los microdatos también permiten realizar un seguimiento del costo del crédito enfrentado para cada subgrupo. Como es de esperar, las empresas de menor riesgo se endeudan a tasas de interés menores (gráfico I.23a). El análisis, además, revela que los diferenciales de tasas a las cuales se endeudan empresas de distinta categoría de riesgo se han estrechado desde inicios de la pandemia (gráfico I.23b).

Conclusiones

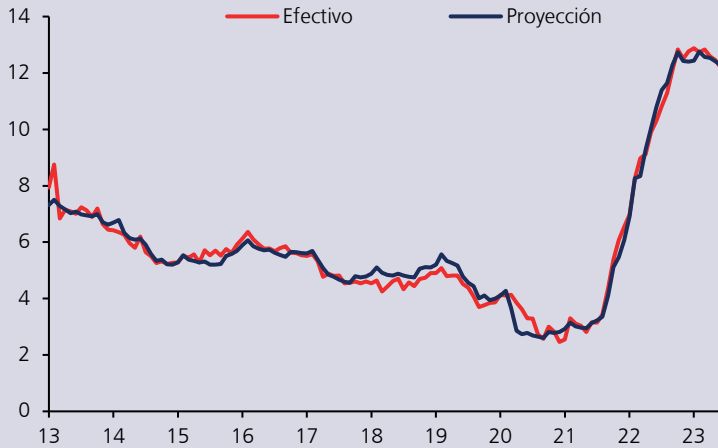
El análisis de las tasas de interés de los créditos comerciales a nivel de empresas muestra que su evolución responde mayormente a cambios en el costo del crédito a nivel general —margen intensivo. En lo más reciente, se observan caídas de las tasas cobradas en línea con los patrones usuales, lo que es indicativo de que el sector bancario está traspasando los cambios efectivos y esperados en la TPM.

^{1/} La tasa swap promedio de cámara (SPC) captura el costo de fondeo de los bancos.

^{2/} La información presentada en este Recuadro solo considera créditos en cuotas. Toda la información usada en el análisis se encuentra anonimizada, lo que garantiza su confidencialidad.



GRÁFICO I.21 TASA COMERCIAL PARA CRÉDITOS EN CUOTAS (1) (2) (3)
(porcentaje)

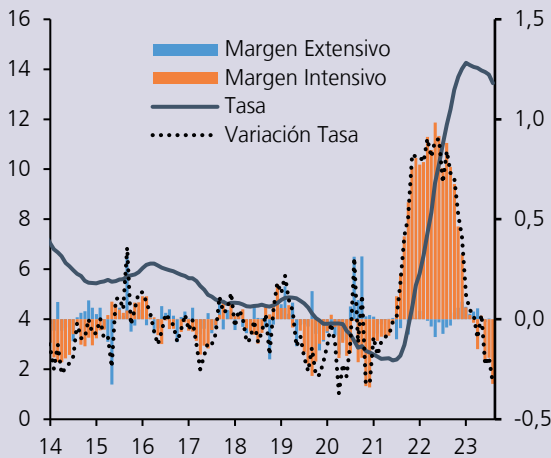


(1) Datos mensuales. (2) La línea roja describe la tasa de interés promedio efectiva por los créditos nuevos en cuotas que perciben las empresas. La línea azul corresponde a la proyección de dicha tasa efectiva sobre la tasa de política monetaria (TPM) y la swap promedio de cámara (SPC) a dos años. (3) Datos desde enero del 2013 a julio del 2023.

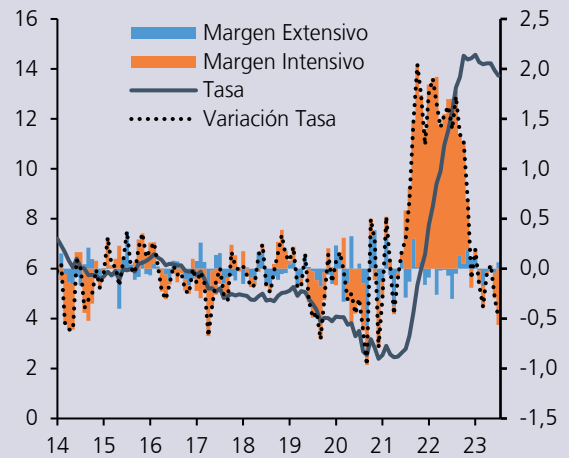
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.22 DESCOMPOSICIÓN DE TASAS EN MÁRGENES (1) (2) (3)

(a) Agrupación según estrato de ventas
(porcentaje)



(b) Agrupación según calificación de riesgo
(porcentaje)



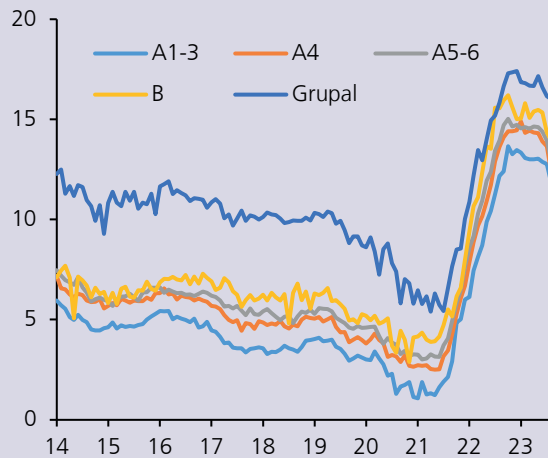
(1) Para plazos menores a 12 meses. (2) Datos desde enero del 2014 al 8 de agosto del 2023. (3) En ambos gráficos las columnas anaranjadas (intensivo) representan los cambios de las tasas que se deben a ajustes de la tasa dentro de cada subgrupo, manteniendo las participaciones en el crédito de cada subgrupo constantes. Las columnas azules (extensivo) representan los cambios de las tasas que se deben a ajustes de las participaciones de cada subgrupo en el crédito total, fijando una tasa cobrada a cada grupo. La suma de las dos columnas corresponde al cambio exacto en la tasa de interés ponderada, el cual queda representado por la línea punteada. La línea negra sólida corresponde al nivel de la tasa promedio, tras aplicársele una media móvil de 3 meses. Se excluyen créditos por un plazo inferior a 0,1 meses. Se eliminaron operaciones con tasas inusualmente bajas.

Fuentes: CMF, SII y Banco Central de Chile.

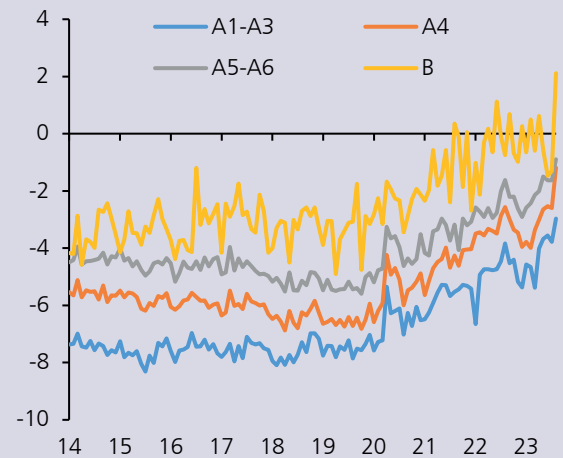


GRÁFICO I.23 COMPORTAMIENTO DE TASAS DE INTERÉS SEGÚN CLASIFICACIÓN DE RIESGO (1) (2)

(a) Tasas de interés por clasificación de riesgo (porcentaje)



(b) Diferencial de tasas promedio entre firmas de acuerdo con clasificación de riesgo (diferencial respecto a cartera grupal, porcentaje)



(1) Para plazos menores a 12 meses. (2) En el gráfico de la izquierda se describe la tasa de interés promedio percibida por las firmas por los créditos nuevos que toman dentro de cada clasificación de riesgo, ponderada por la participación de las firmas pertenecientes a una categoría de riesgo en el crédito total. Se eliminaron operaciones con tasas inusualmente bajas. En el gráfico de la derecha se describe el diferencial promedio de acuerdo a una estimación econométrica entre las tasas cobradas por un mismo banco, por un mismo plazo crediticio y en un mismo mes a firmas con una clasificación de riesgo determinada respecto a las tasas cobradas a las firmas pertenecientes a la cartera grupal. Se excluyen créditos por un plazo inferior a 0,1 meses y firmas con menos de 5 trabajadores. Los resultados correspondientes a agosto sólo consideran los primeros días del mes. Para los últimos meses se utilizan datos preliminares de clasificación de riesgo que están sujetos a revisión.
Fuentes: CMF, SII y Banco Central de Chile.



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En líneas generales, el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo proyectado en junio: la economía ha seguido avanzando en su proceso de reducción de los desequilibrios macroeconómicos y la inflación ha continuado disminuyendo, aunque aún sigue elevada. La reducción del consumo privado se ha ido moderando, en tanto que la formación bruta de capital fijo (FBCF) ha mejorado algo en el margen, particularmente en maquinaria y equipos. En los próximos dos años, el impulso externo que recibirá la economía chilena continuará siendo acotado. Las perspectivas de crecimiento para los socios comerciales se mantienen débiles y los términos de intercambio para los próximos trimestres son menores tras el aumento reciente del precio del petróleo. Esto, en medio de condiciones financieras externas que permanecerán estrechas. Con ello, la actividad se contraerá entre -0,5 y 0,0% este año, para volver a mostrar tasas de crecimiento positivas en 2024 y 2025: entre 1,25 y 2,25% y entre 2,0 y 3,0%, respectivamente. Se proyecta que la inflación total continuará disminuyendo, para alcanzar el 3% en la segunda mitad de 2024. Por su parte, la inflación subyacente —IPC sin volátiles— lo haría a inicios de 2025. De materializarse las proyecciones del escenario central de este IPoM, en el corto plazo la Tasa de Política Monetaria (TPM) continuará la trayectoria delineada en la Reunión de Política Monetaria (RPM) de julio. Con todo, si bien los escenarios de riesgo más extremos han ido perdiendo relevancia, el proceso de convergencia inflacionaria continúa presentando desafíos significativos.

PROYECCIONES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

La actividad del segundo trimestre resultó levemente por debajo de lo anticipado en junio, producto de factores puntuales. La mayor diferencia se concentró en la minería debido a dificultades operacionales en algunos yacimientos que afectaron la producción. En la actividad no minera, destacó el desempeño menor a lo esperado que mostró la industria y el comercio. Esto fue compensado parcialmente por un mejor resultado del sector de electricidad, gas y agua (EGA), que se vio favorecido por una mayor generación hidroeléctrica como consecuencia de la mayor cantidad de agua que dejaron las lluvias en los embalses. El Imacec de julio reportó un desempeño más positivo de la actividad, aunque en parte ligado a factores transitorios que favorecieron a sectores como los servicios personales y la generación eléctrica, entre otros.

En cuanto a la demanda interna, el desempeño del segundo trimestre estuvo en línea con lo proyectado. El consumo se mantuvo en niveles similares a los del trimestre previo, mientras la inversión fue algo mayor. En el primer caso, se observó un crecimiento trimestral nulo tanto en el consumo de bienes como en el de servicios, después de la fuerte caída del componente de bienes —especialmente durables— en el primer trimestre. Indicadores parciales del tercer trimestre —como las ventas del comercio minorista y las importaciones— confirman esta tendencia. En el componente de bienes, los durables siguen acumulando la mayor caída luego de su máximo de 2021, aunque su nivel tuvo un leve repunte en el segundo trimestre. A su vez, los servicios han sido más resilientes. Por su parte, la inversión resultó por sobre lo previsto, en respuesta al dinamismo de maquinaria y equipos.



Respecto de las proyecciones, el escenario central contempla que el consumo privado permanecerá sin mayor variación en lo que resta del año. Para 2024 y 2025 se prevé que vuelva a crecer, en línea con sus fundamentos. Así, el consumo privado cerrará este año con una contracción de 4,9% anual, proyección idéntica a la realizada en junio, mayormente determinada por la caída de inicios de 2023. La proyección para los próximos dos años no sufre mayores cambios respecto de lo previsto en junio (1,7 y 1,9% anual, respectivamente) (tabla II.1). El comportamiento esperado para el consumo responde a diversos factores. En primer lugar, se prevé que los salarios reales seguirán recuperándose de forma paulatina, en medio de un mercado laboral que seguirá comportándose acorde con el ciclo económico. También se explica por condiciones financieras que se volverán más favorables, a medida que avance el proceso de reducción de la TPM. Finalmente, la proyección también considera el menor pesimismo que han mostrado las perspectivas de los consumidores (IPEC).

TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
		(variación anual, porcentaje)		
PIB	2,4	-0,5 / 0,0	1,25-2,25	2,0-3,0
Ingreso nacional	1,5	1,3	1,4	2,5
Demanda interna	2,3	-4,3	1,5	2,2
Demanda interna (sin var. de exist.)	3,0	-3,1	1,1	2,0
Formación bruta de capital fijo	2,8	-1,2	-0,6	2,4
Consumo total	3,1	-3,7	1,6	1,9
Consumo privado	2,9	-4,9	1,7	1,9
Exportaciones de bienes y servicios	1,4	0,9	4,0	2,4
Importaciones de bienes y servicios	0,9	-9,8	3,1	1,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-9,0	-3,4	-4,0	-4,0
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	16,4	19,3	19,0	19,1
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,4	22,7	23,0	23,1
FBCF (% del PIB nominal)	24,8	23,3	23,1	23,1
FBCF (% del PIB real)	23,6	23,4	22,8	22,8
		(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-27.102	-11.100	-13.600	-14.500
Balanza comercial	3.807	14.400	11.100	10.000
Exportaciones	98.548	96.900	99.000	101.900
Importaciones	94.741	82.500	87.900	91.900
Servicios	-14.824	-10.500	-10.000	-10.100
Renta	-16.520	-15.500	-15.400	-15.100
Transferencias corrientes	434	500	700	700

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los determinantes de la FBCF apuntan a que se mantendrá débil este y el próximo año, para retomar tasas de crecimiento positivas en 2025. El escenario central considera que este año la FBCF seguirá con un bajo dinamismo debido al componente de construcción y otras obras, como viene observándose desde hace un tiempo. No obstante, se espera una contracción menor que la anticipada en junio (-1,2% en comparación con un -3% en junio). Esto se explica, principalmente, por el mejor desempeño de maquinaria y equipos en el segundo trimestre, impulsado por inversiones del sector energético, entre otros. Hacia adelante, el avance del ciclo de bajas de la tasa de interés irá relajando las condiciones financieras, en un contexto de menor incertidumbre



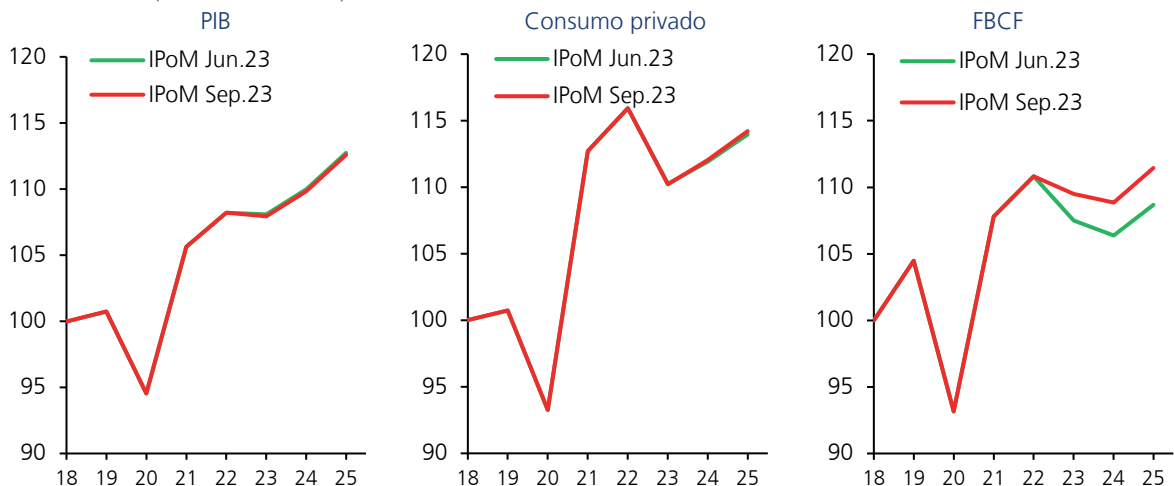
local y una reducción del pesimismo de las empresas (IMCE). El último catastro de la Corporación de Bienes de Capital reportó mayores montos de inversión para los dos próximos años, en particular de proyectos mineros y energéticos. Así, se prevé que la caída de la FBCF se reduzca a -0,6% en 2024 (-1% en junio), mientras que para 2025 se anticipa un crecimiento de 2,4% (2,2% en junio) (tabla II.1).

En el agregado, la proyección para la actividad de este y los próximos dos años no tiene mayores cambios respecto de junio. Las principales revisiones se centran en el sector minero. Dada la evolución menos dinámica que tuvo el PIB de este rubro en el segundo trimestre respecto de lo esperado en junio, el escenario central contempla una menor actividad de la minería en 2023. No obstante, se proyecta un repunte de la producción a partir del cuarto trimestre de este año, favorecido por la entrada en operación de algunos proyectos.

En el caso del PIB no minero, las cifras del segundo trimestre y la información parcial del tercero no implican mayores cambios para lo contemplado en el horizonte de proyección. A partir del cuarto trimestre de este año, se espera que retome variaciones trimestrales positivas, para luego ir acercándose de forma gradual a tasas de crecimiento acordes con su nivel potencial. De este modo, el rango de crecimiento previsto para este año se ubica entre -0,5 y 0,0% (-0,5 y +0,25% en junio). Para 2024 y 2025 las proyecciones no sufren cambios respecto de junio: entre 1,25 y 2,25% y entre 2 y 3%, respectivamente (tabla II.1, gráficos II.1 y II.2).

El escenario central sigue considerando que el gasto público tendrá un leve crecimiento anual en 2023. En el [último Informe de Finanzas Públicas \(IFP\)](#) se estima que este aumentará 0,7% real anual (0,6% en el IFP del primer trimestre), mientras que para el próximo año se revisó a la baja hasta 5,1% real anual (6,2% en el IFP anterior). Por su parte, si bien el balance estructural tendría una posición algo más deficitaria durante este año (-2,1% versus -1,9% en el IFP anterior), en 2024 y 2025 se sigue estimando que se irá reduciendo (hasta -1,8 y -1,1% del PIB, respectivamente).

GRÁFICO II.1 ACTIVIDAD, CONSUMO PRIVADO Y FBCF (*)
(índice 2018 = 100)

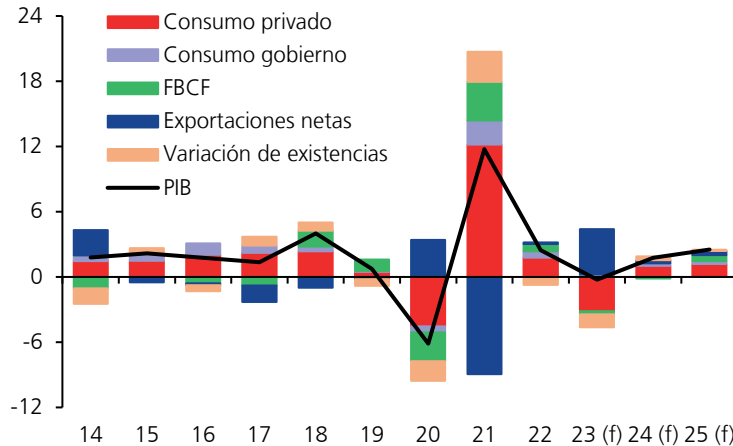


(*) Para 2023, 2024 y 2025 corresponden a las proyecciones contenidas en este IPoM. Las proyecciones para el PIB consideran el punto medio de los rangos proyectados.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.2 CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS DE COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA (*)
(variación anual, puntos porcentuales)



(*) Para 2023, 2024 y 2025, considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM.

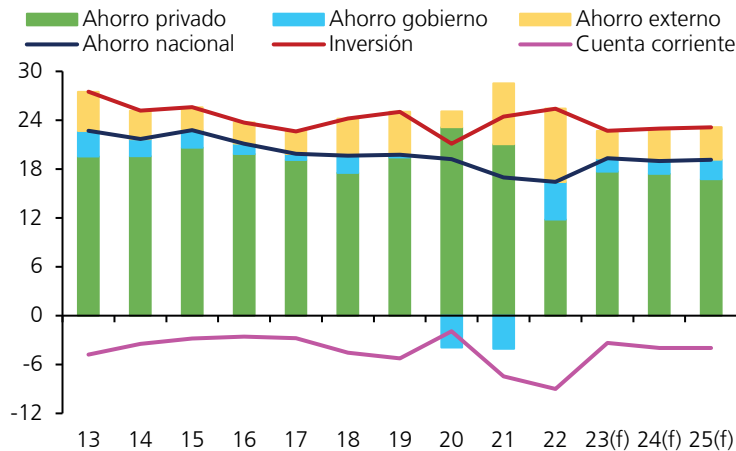
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit de la cuenta corriente será menor este año, gracias a la recuperación del ahorro privado.

La tasa de ahorro privado alcanzará 17,7% del PIB en 2023, para ubicarse algo por debajo de 17% del PIB en 2025. Así, el escenario central considera que el déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB será algo menor en 2023 (3,4% versus 3,7% en el IPoM de junio). Este ajuste se explica por una balanza comercial más superavitaria que lo anticipado en junio, en línea con la mejora de la tasa de ahorro ya mencionada, en conjunto con menores rentas, coherente con la evolución del sector minero. Para 2024 y 2025 la proyección para el déficit de cuenta corriente se mantiene en torno a 4,0% (gráfico II.3).

GRÁFICO II.3 CUENTA CORRIENTE: AHORRO E INVERSIÓN (*)
(porcentaje del PIB anual)



(*) El componente de ahorro de gobierno considera como dato efectivo hasta 2022 el balance del gobierno general, para 2023 hasta 2025 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central.

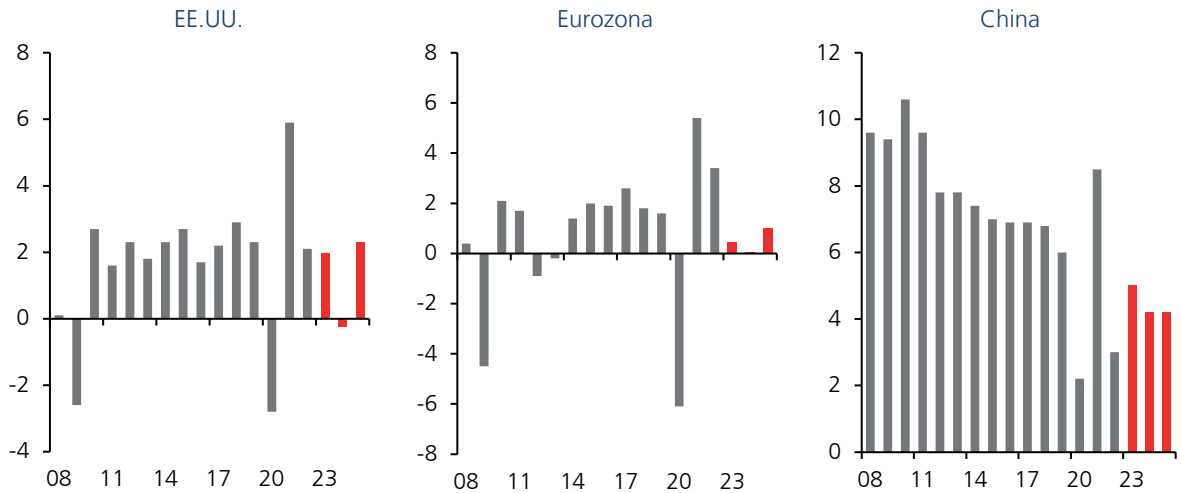
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El escenario externo continuará entregando un impulso acotado a la economía chilena. Entre 2023 y 2025, las perspectivas de crecimiento para los socios comerciales se mantienen débiles y dan cuenta de un rebalanceo entre algunos países. Por un lado, considera el menor desempeño reciente de China, cuyos datos sorprendieron a la baja y donde los fundamentos del consumo, el comercio exterior y la inversión siguen apuntando a un bajo dinamismo. Entre estos últimos, resaltan las dificultades que enfrenta su mercado inmobiliario, el deterioro de la confianza de los consumidores y un débil impulso global. Más aún, el elevado nivel de deuda privado y público limita el rango de acción para la política fiscal. Por otro lado, pese a que la economía de EE.UU. se ha mostrado más resiliente (Capítulo I), se sigue previendo que tenga una recesión. Esto, por el impacto sobre el consumo de las altas tasas de interés y la continua caída de los niveles de ahorro acumulados en la pandemia. También se espera un bajo desempeño de la inversión a raíz del estrechamiento de las condiciones de crédito bancario. En todo caso, se espera que la recesión sea más moderada y tardía que lo contemplado en junio (gráfico II.4 y tabla II.2).

GRÁFICO II.4 CRECIMIENTO DE LOS SOCIOS COMERCIALES (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Barras rojas corresponden a la proyecciones del escenario central de este IPoM.
Fuente: Banco Central de Chile.

Los términos de intercambio para los próximos trimestres serán similares a lo previsto en junio (gráfico II.5 y tabla II.3). El precio proyectado para el petróleo se vio impulsado recientemente por los anuncios de recortes de producción por parte de Arabia Saudita, en medio de una demanda que se ha ido recuperando y un mercado que luce estrecho. Con ello, se prevé que el precio del barril de petróleo (promedio Brent-WTI) promedie US\$79 en 2023 para pasar a US\$73 en 2025. En el caso del cobre, se proyectan precios promedio similares a los del IPoM anterior para 2023, 2024 y 2025: US\$3,85, US\$3,70 y US\$3,55 la libra, respectivamente. Más allá de los vaivenes recientes, los índices de precios internacionales de alimentos disminuyeron como se anticipó en junio y se espera que lo sigan haciendo.



TABLA II.2 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

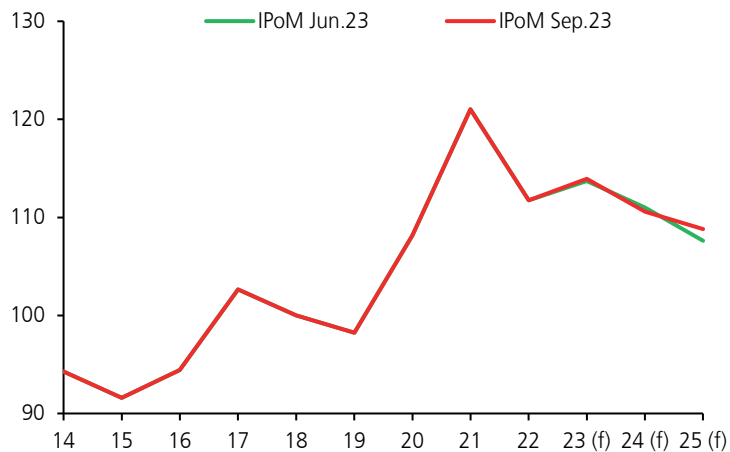
	Prom. 10-20	2021	2022 (e)	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
Mundo a PPC	3,1	6,3	3,3	2,9	2,2	3,0
Mundo a TC de mercado	2,7	6,3	2,9	2,5	1,6	2,6
Socios comerciales	3,4	6,7	2,8	3,1	2,3	2,9
Estados Unidos	1,8	5,9	2,1	2,0	-0,2	2,3
Eurozona	0,7	5,4	3,4	0,5	0,1	1,0
Japón	0,7	2,2	1,0	2,3	1,0	0,7
China	7,2	8,5	3,0	5,0	4,2	4,2
India	5,8	9,1	6,8	5,9	6,0	5,8
Resto de Asia	3,8	4,4	4,2	3,3	3,3	3,1
América Latina (excl. Chile)	1,0	6,4	3,7	1,7	0,4	1,8
Exp. de prod. básicos	1,7	5,0	3,2	0,9	0,6	2,5

(*) Para sus definiciones, ver [Glosario](#).

(f) Proyección. (e) Estimación.

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

GRÁFICO II.5 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA II.3 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-20	2021	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
				(variación anual, porcentaje)		
Términos de intercambio	1,8	11,9	-7,7	1,9	-2,9	-1,6
Precios externos (en US\$)	0,5	9,3	4,4	-0,5	3,7	4,6
				(nivel)		
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	304	423	400	385	370	355
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	69	68	94	77	76	70
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	76	70	100	82	80	75
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	585	579	850	745	666	595
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,3	1,9	5,2	4,9	3,1

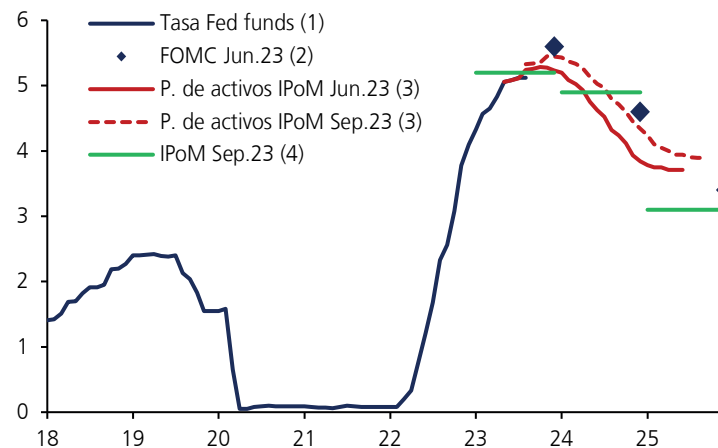
(*) Para un detalle de su definición ver [Glosario](#).

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se sigue esperando que las condiciones financieras externas permanezcan estrechas, en línea con los esfuerzos para controlar la inflación en las economías desarrolladas y riesgos financieros que continúan siendo considerables. La inflación ha retrocedido en la mayoría de las economías, aunque con diferencias en la magnitud de los descensos y sus perspectivas. Existen varios factores locales y externos que explican estas discrepancias y las divergencias entre las expectativas de política monetaria de ambos grupos para el corto plazo. De hecho, en el mundo desarrollado se espera que se mantengan los niveles de restrictividad actuales o que sigan aumentando, mientras que en las economías emergentes algunos países han iniciado el ciclo de recortes y otros lo comenzarían pronto (Recuadro I.1) (gráfico II.6).

GRÁFICO II.6 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED FUNDS
(puntos porcentuales)



(1) Tasa Fed funds efectiva. Considera información hasta agosto 2023.

(2) Proyección del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en su respectiva reunión.

(3) Consideran las fechas de los cierres estadísticos de cada IPoM.

(4) Promedio anual para la tasa Fed funds en 2023, 2024 y 2025, según escenario central de este IPoM.

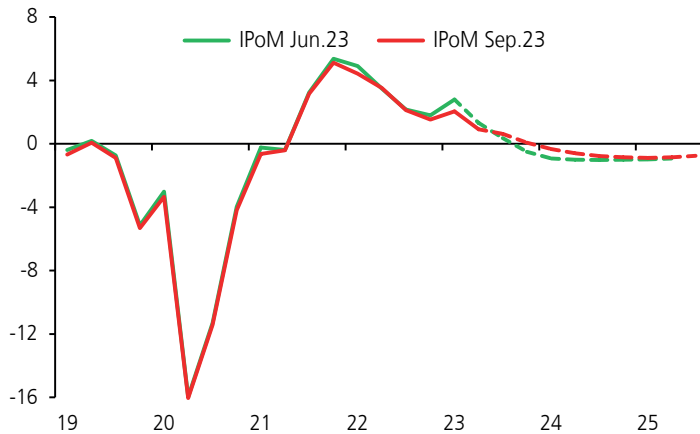
Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.



BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

El escenario central considera que la brecha de actividad se continuará cerrando en lo que resta del año, acorde con las condiciones que son necesarias para la convergencia inflacionaria (gráfico II.7). La brecha se ha reducido de forma importante, tras varios trimestres en valores positivos. Hacia 2024 y 2025 la proyección sigue contemplando que se ubique en valores negativos, lo que permitirá completar el proceso de convergencia inflacionaria dentro del horizonte de política.

GRÁFICO II.7 BRECHA DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)



(1) Líneas segmentadas corresponden a las proyecciones.

(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2022 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

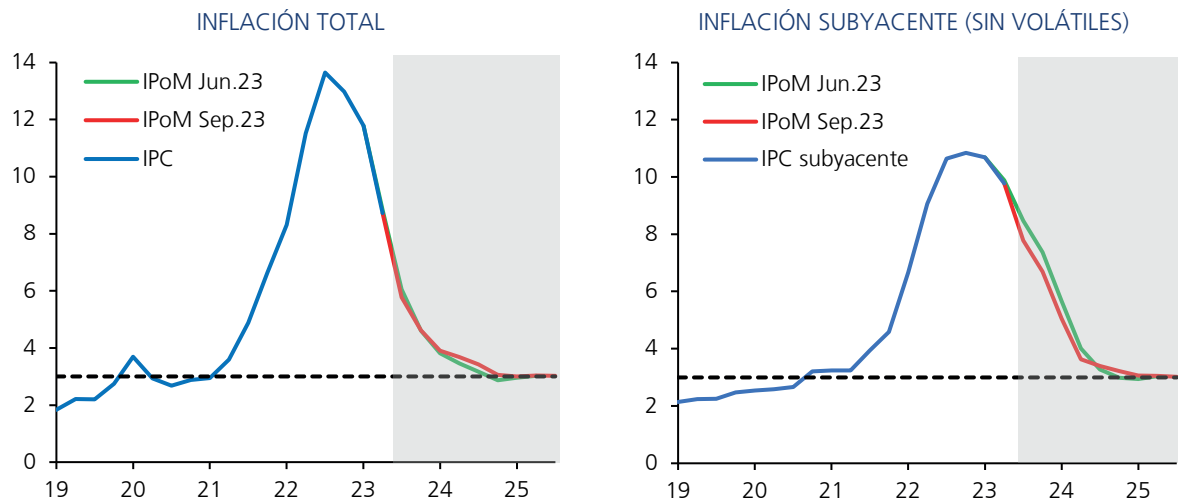
En el escenario central, la inflación total finalizará este año en 4,3% anual, para converger a 3% en la segunda parte de 2024 (gráfico II.8). Esta proyección incorpora los menores registros de los últimos meses (Capítulo I). Esto es compensado por el traspaso a precios de la reciente depreciación del peso, por los mayores precios internacionales de los combustibles, así como por el impacto de las inundaciones recientes en los precios de algunos alimentos. La combinación de estos factores explica que en 2024 la inflación promedio sea algo más alta que lo proyectado en junio.

La inflación subyacente tendrá un descenso más lento que la total. Sin embargo, durante gran parte del horizonte de proyección su trayectoria será menor que la prevista en junio. Con ello, terminará este año en 6,3% y alcanzará 3% a comienzos de 2025. En el corto plazo, el componente de servicios sostendrá tasas de variación mensual elevadas y aun por sobre sus promedios históricos, coherentes con procesos de reajuste de salarios y tarifas mediante mecanismos de indexación que aún considerarán los altos registros inflacionarios del último año. El escenario central supone que el tipo de cambio real multilateral (TCR) se mantendrá en torno a los niveles actuales durante el horizonte de proyección. La inflación de bienes seguirá cayendo, influida por la moderación de las presiones de demanda y de costos externos e internos. Estos últimos elementos, sumados a la sorpresa negativa acumulada desde el IPoM anterior (Capítulo I), explican que la trayectoria de inflación subyacente proyectada sea menor que la prevista en junio durante gran parte del horizonte de proyección.



El descenso de la inflación volátil será más lento que lo previsto en junio. En los alimentos, se considera un aumento transitorio de los precios debido a las inundaciones de agosto. En la energía, la inflación resultó menor que lo previsto en junio por la eliminación de la tarifa eléctrica de invierno que comenzó a regir desde la segunda mitad de julio. No obstante, la revisión al alza en el precio del petróleo y de la depreciación reciente del tipo de cambio son factores que limitarán un descenso más rápido de la trayectoria proyectada para la inflación volátil.

GRÁFICO II.8 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del tercer trimestre de 2023, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA II.4 INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
IPC promedio	11,6	7,6	3,5	3,0
IPC diciembre	12,8	4,3	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	9,3	8,7	3,8	3,0
IPC subyacente diciembre	10,7	6,3	3,1	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

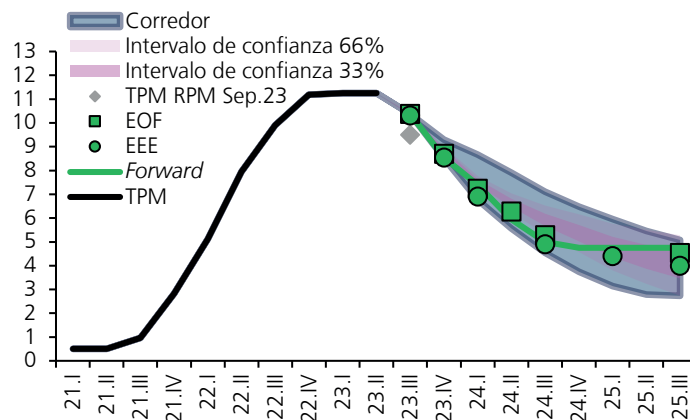
(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2025.
(f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ESCENARIO CENTRAL, SENSIBILIDADES Y RIESGOS

El escenario macroeconómico ha evolucionado acorde con lo anticipado, proyectándose que la inflación convergerá a la meta de 3% en la segunda parte de 2024. De materializarse las proyecciones del escenario central de este IPoM, en el corto plazo la TPM continuará la trayectoria delineada en la Reunión de julio. Esto significa que, a fines de año, la TPM se ubicaría entre 7,75 y 8%. De todos modos, la magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM seguirán sujetas a la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria inflacionaria y el logro de meta de 3% dentro del horizonte de política.

GRÁFICO II.9 CORREDOR DE TPM (*)
(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Incluye la EEE de agosto y EOF pre RPM de septiembre y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 30 de agosto. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes.
Fuente: Banco Central de Chile.

Los bordes del corredor de TPM reflejan escenarios de sensibilidad en los cuales la velocidad del proceso de convergencia inflacionaria da paso a ajustes de la tasa de interés distintos de los contemplados en el escenario central (gráfico II.9). En esta oportunidad, el Consejo considera que este tipo de situaciones está ligado a la evolución de la economía tanto mundial como local. En todo caso, como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos que la nueva información tenga sobre la dinámica proyectada para la inflación.

El borde superior del corredor está dado por escenarios de sensibilidad en los que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% es menos favorable que lo previsto. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si se observa una mayor fortaleza de la economía mundial, en especial en EE.UU, y se produce un alza en los precios de las materias primas. En el corto plazo, ello presionaría al alza la inflación global, lo que se transmitiría a la inflación local. Los efectos inflacionarios de mediano plazo podrían ser más persistentes si se ven afectadas las expectativas inflacionarias.

El borde inferior del corredor se relaciona con escenarios en que la convergencia inflacionaria es más rápida que lo anticipado. Esto podría darse si la economía local enfrenta presiones de demanda menores que las previstas. Una situación como esta se daría si la actividad está sometida a shocks que reducen el impulso



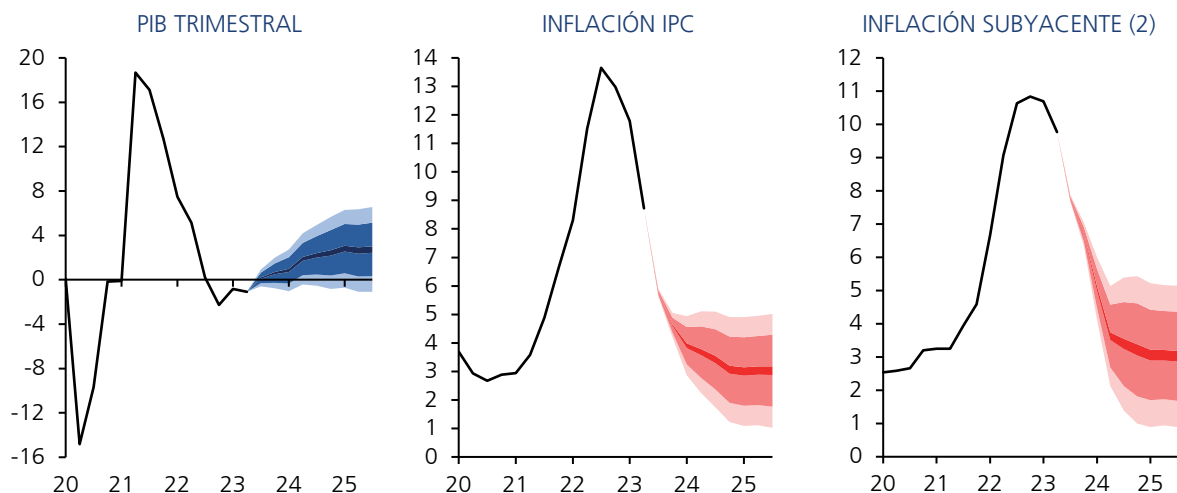
externo; si se da un deterioro de la confianza de empresas y hogares que perjudique el desempeño de la inversión y el consumo; o si el impacto de las condiciones crediticias aún restrictivas es mayor al inicialmente considerado.

En esta oportunidad, se analizó un escenario intermedio en el cual la actividad de China se ve afectada por un shock de magnitud similar al observado durante el periodo 2015-16, a causa de un empeoramiento de la crisis en el mercado inmobiliario. Esta situación reduciría de forma importante los precios de las materias primas, entre ellas el petróleo y el cobre. También se estrecharían las condiciones financieras, en particular para las economías con mayor relación comercial con dicho país, como es el caso de América Latina. Si bien en el corto plazo la depreciación del tipo de cambio aumentaría la inflación, las presiones inflacionarias de mediano plazo se verían reducidas de forma importante por la debilidad de la economía local. Esto llevaría a que, en el mediano plazo, la TPM se ubique por debajo del escenario central. En todo caso, esta trayectoria sería superior a la del borde inferior del corredor.

Además de los escenarios de sensibilidad, se analizan situaciones en las que cambios más drásticos en la economía tendrían un impacto más significativo y requerirían de una respuesta de la política monetaria que sobrepase los límites del corredor para la TPM (gráfico II.10).

El Consejo considera que, al igual que en el IPoM de junio, los riesgos siguen ligados principalmente con la situación macrofinanciera mundial. Si ocurre un mayor deterioro de ella, esto podría provocar episodios de volatilidad en los mercados financieros, disminuir la liquidez e incentivar la salida de capitales desde las economías emergentes. A esto se suman las inquietudes que han surgido sobre China, en particular por la evolución de su economía y mercado financiero. De concretarse alguno de estos riesgos, sus implicancias para la política monetaria dependerán de cómo la combinación y magnitud de dichos elementos afecten las perspectivas de convergencia inflacionaria de mediano plazo.

GRÁFICO II.10 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 a 2017. (2) Medida por el IPC sin volátiles.

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



ANEXO A:

Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile. Primero, se revisa la evolución del balance para el primer semestre del 2023. En segundo lugar, se analiza la composición del balance. Por último, se presenta la proyección para el 2023.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2023

En comparación con el cierre de 2022, durante la primera mitad de este año se observó una disminución de los activos y un aumento de los pasivos, lo que resultó en una caída del patrimonio (tabla A.1). Así, entre el 31 de diciembre de 2022 y el 30 de junio de 2023, el tamaño de los activos se redujo en \$2.558 mil millones, pasando de 26,2 a 24,2% del PIB, mientras que los pasivos aumentaron \$1.027 mil millones, cerrando el periodo en 25,9% del PIB. Como resultado, el Banco Central pasó, en 6 meses, de tener un patrimonio negativo de \$1.024 mil millones (equivalente a -0,4% del PIB) a fines del 2022 a un patrimonio negativo de \$4.609 mil millones (equivalente a -1,7% del PIB) al cierre de junio. Este resultado se explicó, principalmente, por el mayor costo asociado a la emisión de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) y a la variación del tipo de cambio en ese periodo (al 30 de junio, el peso se había apreciado 6,6% respecto del cierre de 2022).

La disminución de los activos durante el periodo fue cercana a 1,9% del PIB (tabla A.1) y se explicó, principalmente, por el menor valor de las reservas internacionales medidas en pesos, por \$1.950 mil millones. Esta variación se debió a una reducción de los depósitos *overnight* mantenidos por los bancos comerciales por \$419 mil millones y por un menor valor del portafolio de inversiones y de otros activos de reserva por \$1.531 mil millones, principalmente explicado por la apreciación del peso (6,6%)^{1/}. Por su parte, los activos en moneda local disminuyeron en \$405 mil millones por un menor stock de bonos bancarios por \$388 mil millones (vencimientos por \$549 mil millones y mayor valor por \$161 mil millones), vencimiento de Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) por \$19 mil millones, y por el mayor valor del saldo de transferencias fiscales (ley 18.401) de \$3 mil millones. Con todo, los activos en moneda local pasaron desde 13,4 a 12,6% del PIB en el primer semestre del 2023.

Como contrapartida, los pasivos disminuyeron 0,6% del PIB, donde la base monetaria se redujo en \$744 mil millones, pasando de 6,7 a 6,2% del PIB entre diciembre de 2022 y junio de 2023. Por su parte, los pagarés con mercado secundario aumentaron en \$4.798 mil millones —los PDBC se incrementaron en \$4.934 mil millones, mientras que la deuda de largo plazo se redujo en \$136 mil millones—, pasando de 14,5 a 15,7% del PIB en el mismo periodo. Además, los instrumentos de política con bancos (esencialmente la Facilidad Permanente de Depósitos, FPD) disminuyeron \$2.408 mil millones, desde 3,6 a 2,6% del PIB durante el primer semestre del 2023. Por otra parte, otros pasivos con bancos (principalmente depósitos *overnight* de bancos comerciales) disminuyeron en \$419 mil millones, desde 0,6 a 0,4% del PIB, al igual que los otros pasivos por \$200 mil millones, por el menor valor de los pasivos en el exterior, los que pasaron 1,1 a 1,0% del PIB (tabla A.1).

^{1/} Como proporción del PIB, las reservas internacionales representaron 11,6% a junio de 2023, cifra que se compara con 12,8% del cierre de 2022. El ratio se calcula convirtiendo el stock de reservas desde dólares de EE.UU. a pesos chilenos, utilizando el tipo de cambio de cierre de periodo. El PIB se contabiliza en pesos chilenos. Estas cifras pueden diferir de las que se utilizan en publicaciones donde el dólar de EE.UU. es considerado como numerario.



Al cierre del período, se registró un patrimonio negativo de \$4.609 mil millones (-1,7% del PIB), explicados a partir de un componente de capital inicial y otras reservas que resultó negativo por \$611 mil millones (-0,2% del PIB) y también por un resultado neto del ejercicio negativo de \$3.998 mil millones (-1,5% del PIB). Esta última cifra se explica, principalmente, por la variación del tipo de cambio (-\$2.099 mil millones), resultados de operaciones con derivados de monedas asociados al programa de venta de instrumentos de cobertura cambiaria (NDF) por \$644 mil millones, pago de intereses netos de -\$2.623 mil millones y por costos no financieros de -\$67 mil millones. Estos resultados negativos fueron, en parte, compensados por ganancias asociadas a la variación de la UF de \$159 mil millones (vinculadas principalmente a la inversión en bonos bancarios denominados en UF). Los costos no financieros del balance se atribuyen, principalmente, a gastos de administración y personal por -\$37 mil millones y a emisión de circulante por -\$28 mil millones.

TABLA A.1 BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE: RESUMEN DE SALDOS Y RESULTADOS
(porcentaje del PIB)

	2020	2021	2022	Jun.23	2023 (f)
ACTIVOS	29,5	32,8	26,2	24,2	27,0
Reservas internacionales (1)	13,8	18,1	12,8	11,6	14,0
Pagarés fiscales y otros créditos al gobierno	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Instrumentos de política monetaria (2)	11,0	12,0	11,0	10,6	11,0
Bonos Bancarios (3)	4,2	2,3	1,9	1,7	1,6
Depósitos a plazo	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros activos	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2
PASIVOS	30,3	31,4	26,6	25,9	29,4
Pagarés con mercado secundario	10,5	17,8	14,5	15,7	18,3
Instrumento de política con bancos	3,8	1,9	3,6	2,6	3,1
Otros pasivos con bancos	0,6	1,5	0,6	0,4	0,6
Otros pasivos excepto base monetaria (4)	0,5	1,3	1,1	1,0	1,1
Base monetaria	15,0	8,9	6,7	6,2	6,3
PATRIMONIO (A+B+C)	-0,9	1,4	-0,4	-1,7	-2,4
A. Capital inicial	-0,6	-1,0	0,7	-0,2	-0,3
B. Resultado neto	-0,2	2,4	-1,1	-1,5	-2,1
No financieros	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Intereses netos (5)	-0,2	-0,1	-1,8	-1,0	-1,6
Por variación tipos de cambio y variación de UF	0,0	2,5	0,7	-0,5	-0,4
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (6)	12,9	15,4	11,4	10,0	12,4

(1) Las reservas internacionales como porcentaje del PIB, medido en pesos, puede diferir en el margen de otras mediciones realizadas en dólares.

(2) Incluye Facilidades de Crédito Condicional al Crecimiento de las Colocaciones Bancarias (FCIC I, II y III) y Línea de Crédito de Liquidez (LCL, estuvo vigente hasta marzo 2022).

(3) Incluye operaciones de compra al contado y venta a plazo (CC-VP) de bonos bancarios.

(4) Incluye otros pasivos con el exterior (principalmente asignaciones DEG con el FMI).

(5) Corresponde a la diferencia entre los intereses ganados por las inversiones e instrumentos de política monetaria de los activos y los intereses pagados por los pagarés de deuda e instrumentos de política monetaria de los pasivos.

(6) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Los resultados asociados a los activos adquiridos como parte de las medidas especiales adoptadas por el Banco Central de Chile durante 2020 y 2021, y al programa de intervención cambiaria durante el segundo semestre de 2022, explican una parte del resultado patrimonial para el primer semestre de 2023. Respecto de los activos denominados en moneda nacional, la cartera de bonos bancarios generó ganancias totales por \$146 mil millones, lo que incluye ganancias por intereses y reajustes por \$152 mil millones y un menor valor de mercado por \$6 mil millones. Por otra parte, se registraron ingresos por intereses asociados a la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) por \$73 mil millones. Por último, las ventas *forward* de dólares (NDF) asociadas al programa de intervención cambiaria de 2022 (en abril comenzó la reducción del stock a razón de 1/10 mensual) generó ingresos por \$644 mil millones en el periodo (tabla A.2).

TABLA A.2 EFECTOS PATRIMONIALES DE MEDIDAS ESPECIALES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE (1)
(miles de millones de pesos)

	Monto realizado/stock vigente (4)	Ganancias/Pérdidas
Bonos Bancarios (2)	4.535	146
Préstamos FCIC (2)	28.930	73
Ventas <i>forward</i> de dólares (NDF) (3)	6.710	644
Total		863

(1) Corresponde a ganancias o pérdidas con impacto patrimonial de las medidas especiales implementadas por el Banco Central de Chile. Las ganancias/pérdidas son del primer semestre 2023.

(2) Medidas anunciadas a partir de marzo de 2020, por tensiones financieras relacionadas al Covid-19 y retiros de fondos de pensiones.

(3) Medida anunciada el 14 de julio de 2022 como parte del programa de intervención cambiaria del segundo semestre de 2022.

(4) Montos corresponden a stocks vigentes al 30 de junio de 2023.

Fuente: Banco Central de Chile.

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre de este año las variaciones del balance explicaron una caída de la base monetaria de \$744 mil millones y un incremento en la posición pagadera en moneda extranjera equivalente a \$385 mil millones. Esto último, resultado del programa de compra de divisas para reponer y ampliar las reservas internacionales anunciado el 9 de junio de 2023 por un total de US\$10.000 millones. Para el cierre del 2023, se proyecta que la posición pagadera en moneda extranjera aumente a \$4.303 mil millones o US\$5.360 millones (tabla A.3).

Además de la estructura y tamaño del balance, durante el primer semestre de 2023 también se observaron cambios en variables financieras relevantes. La brecha negativa de la tasa de rendimiento entre activos y pasivos aumentó a 527 puntos base (pb), desde 514 pb al cierre de 2022, por la recomposición de los pasivos (aumento de la cantidad y costo de los PDBC, y reducción de la base monetaria). Por su parte, la brecha de duración entre activos y pasivos disminuyó en 2,8 meses, por la reducción de la duración de activos en moneda local. Por último, tanto en los activos como en los pasivos, disminuyó la exposición del balance a las monedas extranjeras debido a los menores depósitos *overnight* de bancos comerciales y al menor valor de activos y pasivos en moneda extranjera por la apreciación del peso (tabla A.4).



TABLA A.3 FLUJOS DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE (1)
(miles de millones de pesos)

	2020	2021	2022	Jun.23	2023 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	-1.168	9.294	-5.730	-198	3.720
2. Instrumentos de política en moneda nacional (MN)	17.895	-14.066	3.983	-3.097	-8.125
3. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	26	-291	-2.188	1.968	3.485
4. Otras operaciones en moneda extranjera (ME) (3)	1.129	-3.737	120	583	583
Base Monetaria (variación=1+2+3+4)	17.883	-8.800	-3.815	-744	-337
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+4) (4)	-39	5.557	-5.610	385	4.303

(1) Corresponden a flujos de intercambio. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambios de precio.

(2) Servicio de deuda y otras operaciones en moneda nacional.

(3) Depósitos bancarios y fiscales, y otras operaciones en moneda extranjera.

(4) Incluye operaciones en el mercado cambiario por decisiones de política y operaciones de cambio con fines operativos del Banco Central de Chile.

(f) Proyección. Para efectos de este ejercicio, se utiliza el tipo de cambio de cierre de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA A.4 PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

	Jun.23		Dic.22	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Tasa de Rendimiento promedio (%)	3,1	8,4	3,1	8,2
Duración promedio (meses) (*)	21,3	0,8	24,1	0,7
Monedas Extranjeras (%)	48,8	5,4	50,0	6,4
Monedas Nacionales UF (%)	7,2	0,1	7,5	0,1
Monedas Nacionales CLP (%)	44,0	94,6	42,6	93,6

(*) En los pasivos se incluye la base monetaria con duración igual a cero y para activos y pasivos denominados en UF se corrige por un factor igual a 0,5.

Fuente: Banco Central de Chile.

COMPOSICIÓN DEL BALANCE

Al cierre del primer semestre de 2023, el 48,8% de los activos estaban denominados en moneda extranjera (50,0% al cierre de 2022). Estos se encuentran compuestos por dólares de EE.UU. (69,9%), Derechos Especiales de Giro del FMI (DEG) (10,2%), renminbi de China (6,8%), euros (4,4%), libra esterlina (3,6%), dólar de Australia (2,6%) y won de Corea del Sur (2,5%)^{2/}. En términos absolutos, los activos denominados en moneda extranjera disminuyeron \$2.017 mil millones, lo que se explica, principalmente, por el menor valor en pesos de las reservas internacionales y por menores depósitos de bancos comerciales en el portafolio de caja. Por su parte, los activos en moneda local representaron el 51,2% del total de activos (85,9% en pesos y 14,1% en UF), lo que equivale a una disminución de \$549 mil millones por vencimientos de bonos bancarios.

^{2/} El portafolio más importante en moneda extranjera es el portafolio de inversiones de las reservas internacionales (86,4% del total de activos). La composición de monedas del comparador referencial del portafolio de inversiones es dólar de EE.UU. (77%), renminbi de China (8%), euro (5%), libra esterlina (4%), dólar de Australia (3%), y el won de Corea del Sur (3%).



Respecto del total de los pasivos, la proporción de los pagarés e instrumentos de política aumentó desde 54,6 a 60,6%. Este movimiento fue compensado, parcialmente, por una disminución de la base monetaria desde 25,3% al cierre de 2022 a 23,9% al cierre de junio de 2023. Por su parte, la reducción de la base monetaria se explicó, principalmente, por una disminución del circulante, específicamente del saldo de billetes y monedas por \$1.391 mil millones.

PROYECCIONES DEL BALANCE 2023

La proyección de corto plazo considera dos principales supuestos de trabajo, (i) el programa de compras de divisas avanza en los términos programados (compra de cerca de US\$ 5.000 millones en 2023) y; (ii) en línea con lo anunciado, la compra de reservas es esterilizada con emisión de deuda. Respecto a los supuestos financieros, el escenario central contempla una disminución del costo de emisión de PDBC. En relación con los supuestos macroeconómicos, la proyección del PIB nominal para 2023 utiliza valores proyectados de crecimiento real del PIB e inflación promedio del IPoM de junio de 2023.

Con estos supuestos, se proyecta por concepto de pago de intereses netos una disminución del patrimonio de aproximadamente 1,6% del PIB para el 2023. Por su parte, por concepto de cambios de valoración de las reservas internacionales y de los activos en moneda local, se proyecta una disminución del patrimonio por 0,4% del PIB en el 2023. Con todo, el patrimonio aumentará su déficit a 2,4% del PIB en el 2023 y se estima un tamaño de los activos del balance de 27,0% del PIB.



ANEXO B:

Gestión de las reservas internacionales

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile y constituyen una herramienta de política para la consecución de sus principales objetivos: velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

Para que las reservas internacionales sean una herramienta efectiva que permita dar cumplimiento a los objetivos del Banco Central de Chile, estas deben contar con un nivel y una liquidez adecuada. Cuando esto se cumple, las reservas internacionales podrán variar por movimientos de precios y paridades, pero estos cambios no alterarán la capacidad del Banco para cumplir con sus compromisos. En este contexto, los objetivos de liquidez y de preservación de capital se constituyen como dos ejes centrales para la gestión de las reservas, ya que permiten asegurar que el Banco Central, con cierto nivel de confianza, podrá disponer en cualquier momento de la cantidad de recursos necesarios para la consecución de sus políticas, en un plazo acotado y a un costo razonable.

Para la gestión de las reservas internacionales, el Banco cuenta con una separación de responsabilidades en distintos niveles jerárquicos, en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos donde se revisan los distintos procesos. De esta manera, se garantiza que los procesos de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del Banco estén bien definidos y con riesgos controlados.

Para la administración de las reservas internacionales, se aplican los principios de segregación de funciones. La Gerencia de Operaciones de Mercado gestiona las reservas internacionales tomando en consideración los lineamientos establecidos en la Política de Inversión que aprueba el Consejo del Banco. La Gerencia de Gestión Estratégica del Negocio participa en el diseño de la política de inversión que se propone al Consejo, administra funcionalmente el sistema transaccional donde se realizan las operaciones y es responsable de realizar el análisis de desempeño de las inversiones. La Gerencia de Operaciones y Sistemas de Pago es responsable del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiéndose por esto su registro, contabilización y generación de todas las instrucciones de pago y/o movimientos de fondos que aseguren el cumplimiento de los derechos y obligaciones que se contraen. Estas tres unidades dependen funcionalmente de la Gerencia de División de Mercados Financieros.

Por su parte, la División de Riesgo Corporativo tiene la función de identificar, evaluar, medir y monitorear los riesgos corporativos, financieros y estratégicos del Banco Central de Chile. Conforme a ello, ejerce las funciones de *compliance* financiero, medición de riesgo aplicable a la administración de las reservas internacionales y validación de las metodologías utilizadas. A su vez, la División de Riesgo Corporativo actúa como contraparte técnica de la Gerencia de División de Mercados Financieros en los procesos de gestión de riesgos de las operaciones financieras del Banco y definición de políticas.



Por otra parte, la Contraloría reporta directamente al Consejo y se encarga de evaluar periódicamente la eficiencia y la eficacia del control interno, la administración de riesgos operacionales y el gobierno del proceso integrado de administración de reservas.

La asignación estratégica de activos o *benchmark*, que sirve de guía para la gestión de las reservas, es revisada periódicamente para asegurar que el perfil de retorno y riesgo sea coherente con el marco de política y los objetivos estratégicos que establece el Consejo. En el diseño de la Política de Inversión se consideran, entre otras variables, las potenciales necesidades de liquidez del Banco y los efectos financieros en el balance de este.

De acuerdo con la Política de Inversión, el Portafolio de Inversiones (tabla B.1) está constituido por dos portafolios: el de Liquidez (60%) y el de Diversificación (40%). El objetivo del primero es garantizar la liquidez necesaria para el cumplimiento de los mandatos de política, por lo cual dicho portafolio se encuentra invertido únicamente en bonos del Tesoro de Estados Unidos, uno de los mercados de renta fija más líquidos del mundo. Por su parte, el portafolio de Diversificación tiene como objetivo diversificar los riesgos y contribuir a la obtención de retornos en el mediano y largo plazo, que sean coherentes con la evolución esperada de la hoja de balance del Banco, aunque también tiene elevados niveles de liquidez.

TABLA B.1 ESTRUCTURA REFERENCIAL DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES (1) (2)

Estructura	Riesgo de crédito	Participación	Comparador Referencial
Portafolio de Liquidez	Soberano	60%	Índice Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasuries. (100% USD)
Portafolio de Diversificación	Soberano	40%	Índice Bloomberg Barclays: Global Inflation-Linked. (27,5% USD), (12,5% EUR), (10,0% GBP)
			Índice Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasuries. (20,0% CNY), (15,0% USD), (7,5% AUD), (7,5% KRW)
Cartera total	Soberano	100%	

(1) Índice *Global Inflation-Linked EUR*: solo incluye emisiones de Alemania, España y Francia.

(2) Índice *Global Treasury KRW*: solo incluye emisiones del Tesoro de Corea del Sur.

Fuente: Banco Central de Chile.

El Portafolio de Inversiones de las Reservas Internacionales, sumado al de Caja (saldos mantenidos en cuenta corriente por el Fisco, empresas públicas y bancos comerciales) y al de Otros Activos (Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional (DEG), oro certificado y otros), conforman el Portafolio de Reservas Internacionales.

La composición referencial del Portafolio de Inversiones contempla un total de seis monedas: dólar de Estados Unidos (77%), renminbi de China (8%), euro (5%), libra esterlina (4%), dólar de Australia (3%) y won de la República de Corea del Sur (3%). El *benchmark* del Portafolio de Liquidez se encuentra íntegramente compuesto por bonos nominales del Tesoro de Estados Unidos. Por su parte, el *benchmark* del Portafolio de Diversificación considera bonos nominales soberanos (50%) denominados en: renminbi de China (20%), dólar de Estados Unidos (15%), dólar de Australia (7,5%) y won de la República de Corea del Sur (7,5%), así como bonos indizados a la inflación (50%) denominados en dólar de Estados Unidos (27,5%), euro (12,5%) y libra esterlina (10%).



En cuanto al riesgo de crédito, el comparador referencial contempla 100% de exposición a riesgo soberano. El riesgo de tasa de interés global del *benchmark* del Portafolio de Inversiones, medido por duración, es de aproximadamente 31,3 meses. A su vez, el Portafolio de Liquidez presenta una duración de 31,9 meses y el Portafolio de Diversificación una duración de 30,4 meses (tabla B.2).

TABLA B.2 ESTRUCTURA REFERENCIAL DE MONEDAS, PLAZOS Y DURACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES
(1) (2) (3)
(porcentaje)

Moneda	Participación/ Duración	Portafolio de inversiones				Total Portafolio de Inversiones
		Portafolio de Liquidez (PL)	Subtotal PL	Portafolio de Diversificación (PD)	Subtotal PD	
USD	Participación	60,0%	100,0%	17,0%	42,5%	77,0%
	Duración (meses)	31,88		28,72		31,18
CNY	Participación			8,0%	20,0%	8,0%
	Duración (meses)			32,02		32,02
EUR	Participación			5,0%	12,5%	5,0%
	Duración (meses)			29,84		29,84
GBP	Participación			4,0%	10,0%	4,0%
	Duración (meses)			32,17		32,17
AUD	Participación			3,0%	7,5%	3,0%
	Duración (meses)			33,41		33,41
KRW	Participación			3,0%	7,5%	3,0%
	Duración (meses)			31,55		31,55
Total	Participación			40,0%	100,0%	100,0%
	Duración (meses)			30,43		31,30

(1) Portafolio de Liquidez en dólares de EE.UU. está compuesto solo por bonos nominales (100%). Portafolio de Diversificación en dólares de EE.UU. está compuesto por bonos nominales (15,0%) e indexados a inflación (27,5%).

(2) Portafolio de Diversificación en Euros (12,5%) y de libras esterlinas (10,0%) están compuestos solo por bonos indexados.

(3) Duración de bonos indexados se encuentra ajustada por factor de 0,5.

Fuente: Banco Central de Chile al 30 de junio de 2023.

Para la administración del riesgo de crédito asociado a la inversión de las reservas internacionales, esto es, definición de elegibilidad y exposición máxima permitida a países, entidades supranacionales, bancos comerciales y agencias, se utilizan variables tales como clasificación de riesgo, nivel de patrimonio de las instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas, entre otras. Por su parte, para la administración del riesgo de mercado se utiliza, principalmente, un presupuesto de riesgo (*tracking error*). Dicho presupuesto de riesgo contempla un límite de 40 puntos base (pb) de promedio mensual y un límite de 50 pb que no puede ser superado en ningún momento del tiempo.

Como complemento a la administración interna de las reservas, desde 1995 el Banco mantiene programas de administración externa para una fracción de ellas. Esto ha tenido como propósito disponer de un comparador activo para evaluar la gestión interna, agregar valor económico y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología.



Al cierre del primer semestre del 2023, una porción del Portafolio de Inversiones (3,3%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente: *BNP Paribas Asset Management USA, Inc.* (BNPP AM) y *Allianz Global Investors GmbH* (AGI). Estas firmas comenzaron su mandato en noviembre de 2021, luego de un proceso de selección que se llevó a cabo durante el segundo semestre de ese año.

En el primer semestre de 2023, el retorno obtenido en la gestión de las reservas internacionales fue de 1,11% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Medido en dólares de Estados Unidos, la rentabilidad fue 0,93% (tabla B.3), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen considera la trayectoria que tuvieron las paridades en que se invierten los activos respecto del dólar. En términos generales, el desempeño positivo expresado en dólares se explica por el devengo de intereses registrado durante el período, esto considerando el mayor nivel de tasas de interés soberanas vigente en las economías relevantes para el portafolio durante el primer semestre del 2023 (gráfico B.1). El efecto de este aumento en el valor de mercado fue compensando parcialmente por la apreciación del dólar de Estados Unidos respecto del resto de la canasta de monedas del portafolio. Cabe destacar que, medida en pesos, la rentabilidad del primer semestre fue de -5,74%, lo que se explica principalmente por el debilitamiento de la canasta de monedas en las que se invierte respecto de la moneda local. Por otra parte, el retorno diferencial del primer semestre atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue de 4,2pb bajo el comparador referencial.

TABLA B.3 RETORNOS ABSOLUTOS Y DIFERENCIALES, GESTIÓN RESERVAS INTERNACIONALES (1) (2) (3)
(porcentaje)

Periodo	En moneda de origen		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2023	1,11	1,15	0,93	0,97	-0,04
2022	-3,20	-3,32	-4,71	-4,82	0,11
2021	0,58	0,52	-0,13	-0,04	-0,09
2020	2,42	2,39	5,64	5,63	0,02
2019	5,67	6,25	5,39	6,09	-0,70
2018	1,70	1,66	-0,35	-0,32	-0,03
2017	0,77	0,62	4,17	4,06	0,11
2016	0,90	0,90	0,13	0,17	-0,04
2015	0,73	0,90	-3,74	-3,58	-0,16
2014	1,65	1,52	-2,94	-3,14	0,21

(1) Cifras del año 2023 corresponden al primer semestre, no anualizadas.

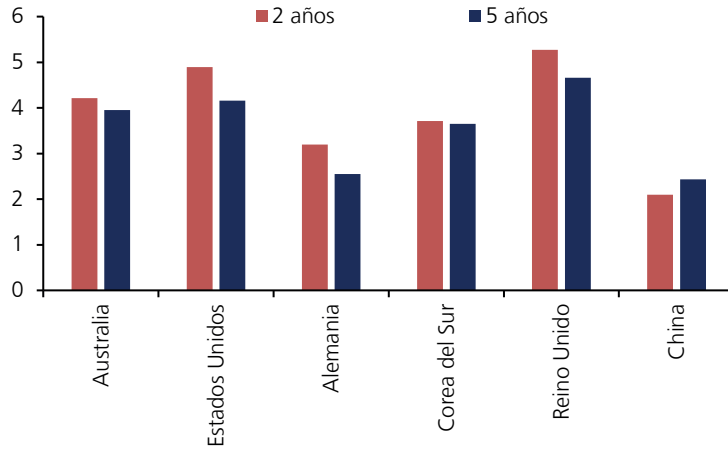
(2) Excluye tenencias en oro monetario, derechos especiales de giro, posición de reserva en FMI y otros activos de reservas.

(3) En 2019 y 2021 se realizaron ajustes a los comparadores referenciales. Los retornos mostrados para esos años no incluyen los periodos de *waiver* otorgados para la implementación de los cambios de política.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO B.1 TASAS DE REFERENCIA DE BONOS DE GOBIERNO A 2 Y 5 AÑOS PLAZO (*)
(porcentaje)

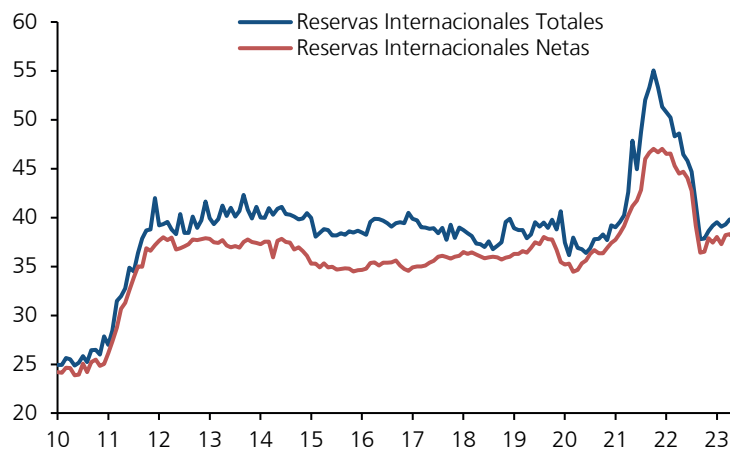


(*) Tasas de interés soberanas observadas al cierre del primer semestre de 2023.
Fuente: Bloomberg.

En junio de 2023, el Consejo del Banco Central de Chile decidió iniciar un programa gradual de reposición y ampliación de reservas internacionales para fortalecer la posición de liquidez internacional del país. El programa, que se inició el 13 de junio de 2023, contempla la compra de US\$10.000 millones, a través de compras regulares de dólares por US\$40 millones diarios en subastas competitivas. Al 30 de junio de 2023, el programa alcanzó un monto de US\$480 millones.

Al 30 de junio de 2023, las reservas internacionales alcanzaron US\$39.497,4 millones (gráfico B.2). Del total de estas reservas, US\$34.140,9 millones correspondían al Portafolio de Inversiones, US\$1.317,1 millones al portafolio de caja y US\$4.039,3 millones a otros activos. Del total de reservas internacionales, 69,9% estaban invertidas en dólares de Estados Unidos, 4,4% en euros y 25,7% en otras divisas. Se debe mencionar que dentro de las otras divisas se encuentran los DEG, con una participación del 10,2% y el renminbi de China con una participación del 6,8%.

GRÁFICO B.2 RESERVAS INTERNACIONALES TOTALES
(stock, miles de millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Chile.



Al 30 de junio de 2023, las reservas internacionales totalizaron US\$343,2 millones más que al cierre de 2022. Por una parte, se observó una disminución del portafolio de caja (US\$411,5 millones), cuya variación reflejó cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco. Por otro lado, el Portafolio de Inversiones aumentó en US\$672,8 millones respecto del cierre del año anterior, explicado principalmente por las compras realizadas en el marco del programa de ampliación y reposición de reservas (US\$480 millones) y por resultados netos positivos asociados a ganancias por intereses y variación de precios de mercado. Adicionalmente, durante el periodo se observó un aumento de US\$82 millones en el ítem otros activos, explicados principalmente por operaciones de DEG con el FMI (tabla B.4).

TABLA B.4 COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
(millones de US\$)

Tipo de Portafolio	Moneda	2022		2023	
		Dic.	%	Jun	%
Portafolio de Inversiones		33.468,2	85,5	34.140,9	86,4
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	150,0	0,4	61,3	0,2
	Euro	0,4	0,0	0,9	0,0
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dólar de Australia	0,2	0,0	0,4	0,0
	Otras Divisas	3,2	0,0	114,4	0,3
Valores	Dólar de EE.UU.	25.529,3	65,2	26.227,9	66,4
	Euro	1.679,0	4,3	1.725,9	4,4
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dólar de Australia	1.017,1	2,6	1.029,0	2,6
	Otras Divisas	5.089,1	13,0	4.981,1	12,6
Totales	Dólar de EE.UU.	25.679,3	65,6	26.289,2	66,6
	Euro	1.679,4	4,3	1.726,8	4,4
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dólar de Australia	1.017,3	2,6	1.029,4	2,6
	Otras Divisas	5.092,2	13,0	5.095,5	12,9
Portafolio Caja		1.728,6	4,4	1.317,1	3,3
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	1.728,6	4,4	1.317,1	3,3
Otros Activos		3.957,4	10,1	4.039,3	10,2
Oro Monetario	Otras Divisas	14,4	0,0	15,1	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	3.265,3	8,3	3.344,5	8,5
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	677,6	1,7	679,7	1,7
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Reservas Internacionales		39.154,1	100,0	39.497,4	100,0
	Dólar de EE.UU.	27.407,9	70,0	27.606,3	69,9
	Euro	1.679,4	4,3	1.726,8	4,4
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dólar de Australia	1.017,3	2,6	1.029,4	2,6
	Otras Divisas	9.049,6	23,1	9.134,8	23,1

Fuente: Banco Central de Chile.



En cuanto a la exposición del Portafolio de Inversiones por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio 2023, las inversiones en riesgo soberano representaban 95,7% del Portafolio de Inversiones y se encontraban, principalmente, en Estados Unidos (73,3%), China (7,5%), Reino Unido (4,4%) y Francia (3,5%). Al cierre del período, las inversiones en riesgo supranacional representaban un 2,3%, el riesgo de agencias 0,5% y el riesgo bancario un 0,5% (tablas B.5 y B.6)^{1/}.

TABLA B.5 PORTAFOLIO DE ADMINISTRACIÓN INTERNA. INVERSIONES POR PAÍS Y TIPO DE RIESGO (*)
(millones de US\$)

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supranacional	TOTAL
Alemania	396	0	5	0	400
Arabia Saudita	63	0	0	0	63
Australia	620	0	0	0	620
Canadá	65	0	0	0	65
China	2.460	0	0	0	2.460
Corea del Sur	988	0	23	0	1.012
Emiratos Arabes Unidos	42	0	0	0	42
España	298	0	0	0	298
Estados Unidos	24.365	0	1	0	24.366
Francia	1.041	83	20	0	1.144
Israel	29	0	0	0	29
Japón	205	0	0	0	205
Polonia	10	0	0	0	10
Qatar	23	0	0	0	23
Reino Unido	1.411	48	0	0	1.459
Suecia	0	0	70	0	70
Suiza	0	28	0	0	28
Supranacional	0	0	0	709	709
Otros	0	0	0	0	0
TOTAL	32.017	158	118	709	33.002

(*) La categoría Otros corresponde a operaciones FX, saldos en cuentas corresponsales y flujos por pagar/recibir.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Las tablas B.5 y B.6 muestran el detalle del portafolio de inversiones desagregado por administración interna y externa.



TABLA B.6 PORTAFOLIO DE ADMINISTRACIÓN EXTERNA. INVERSIONES POR PAÍS Y TIPO DE RIESGO
(millones de US\$)

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supranacionales	TOTAL
Alemania	40	0	5	0	45
Arabia Saudita	13	0	0	0	13
Australia	13	0	0	0	13
Austria	13	0	0	0	13
Bélgica	1	0	0	0	1
Canadá	17	0	0	0	17
China	103	0	0	0	103
Corea del Sur	34	0	6	0	40
Emiratos Arabes Unidos	6	0	0	0	6
España	13	0	0	0	13
Estados Unidos	634	0	27	0	661
Finlandia	7	0	0	0	7
Francia	35	0	0	0	35
Japón	15	0	0	0	15
Noruega	0	7	0	0	7
Polonia	8	0	0	0	8
Qatar	3	0	0	0	3
Reino Unido	53	0	0	0	53
Supranacional	0	0	0	85	85
TOTAL	1.009	7	38	85	1.139

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2023, la composición de monedas del Portafolio de Inversiones era: 77,0% en dólares de Estados Unidos, 7,8% en renminbi de China, 5,1% en euros, 4,1% en libra esterlina, 2,9% en won de la República de Corea del Sur y un 3,0% en dólar de Australia (tabla B.7).

TABLA B.7 PORTAFOLIO DE INVERSIONES POR MONEDA (1) (2)
(porcentaje)

Moneda	Participación
Dólar de Estados Unidos	77,0
Renminbi de China	7,8
Euro	5,1
Libra esterlina	4,1
Won de Corea del Sur	2,9
Dólar de Australia	3,0
Otras monedas	0,0
TOTAL	100,0

(1) Incluye posiciones en *forwards* de monedas.

(2) Excluye posiciones del portafolio caja y de otros activos.

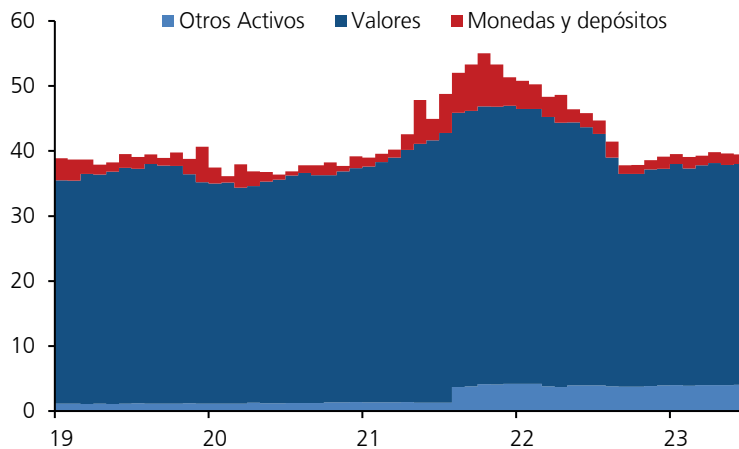
Fuente: Banco Central de Chile.



Al cierre de junio, los administradores externos BNPP AM y AGI gestionaban un total de US\$1.139 millones, pertenecientes al Portafolio de Inversiones.

El Banco Central de Chile, en sus publicaciones periódicas (Memoria Anual e Informe de Política Monetaria de septiembre) presenta de manera sistemática la información contenida en la tabla B.4 de este Informe, con el objetivo de comunicar las variaciones de las reservas internacionales atribuible a sus distintos componentes. El gráfico B.3 muestra la evolución reciente de las reservas internacionales, separando el componente de “monedas y depósitos”, el que en gran medida está asociado al portafolio de caja antes descrito. Esta desagregación puede ser encontrada en la [base estadística del Banco Central](#).

GRÁFICO B.3 DESCOMPOSICIÓN RESERVAS INTERNACIONALES
(stock, miles de millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Chile.

Es importante destacar que las reservas internacionales constituyen la principal fuente de liquidez en moneda extranjera que dispone el Banco Central de Chile. Sin embargo, el Banco cuenta con fuentes complementarias de liquidez, de distinta naturaleza. Desde el 29 de agosto de 2022 se encuentra disponible la Línea de Crédito Flexible otorgada por el Fondo Monetario Internacional (FMI - US\$18.500 millones), la que es de carácter precautorio y transitorio (2 años). A esto, se debe sumar el potencial acceso a la línea del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR - hasta US\$1.250 millones) y a los recursos que podrían ser obtenidos de la línea *swap* RMB/CLP con el Banco Popular de la República de China, por US\$6.900 millones. De este modo, los *buffers* complementarios de liquidez llegan a US\$26.650 millones, los que se suman a las tenencias propias de reservas internacionales (tabla B.8). Esto forma parte de la estrategia del Banco Central de Chile para fortalecer su posición líquida en moneda extranjera frente al riesgo de *shocks* externos.



TABLA B.8 RESERVAS INTERNACIONALES TOTALES Y LÍNEAS DE LIQUIDEZ
(millones de US\$)

Reservas internacionales (1)	39.497
Portafolio de inversiones	34.141
Portafolio de caja	1.317
Otros activos (2)	4.039
Líneas de liquidez vigentes	26.650
FMI - "Línea de crédito flexible" (3)	18.500
Banco Central RPC . "Línea <i>swap</i> "	6.900
FLAR - "Balanza de pagos"	1.250

(1) Al 30 de junio 2023.

(2) Incluye, principalmente, las posiciones mantenidas en el FMI.

(3) El acceso a la línea fue otorgado el 29 de agosto de 2022.

Fuente: Banco Central de Chile.



ANEXO C:

Principales medidas del Banco Central de Chile adoptadas durante el 2023

ENERO

23. El Banco Central de Chile (BCCh), mediante Acuerdo N° 2530-01-230119, aprobó su Plan Estratégico 2023-2027, que contiene las definiciones de la visión, misión y valores, de los cuales se desprenden objetivos, focos estratégicos e iniciativas que esta institución se propone alcanzar en el período que va entre los años 2023 y 2027, teniendo como base principal el cumplimiento del mandato establecido en su Ley Orgánica Constitucional^{1/}.

26. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 11,25%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de los Consejeros^{2/}.

MARZO

2. En el marco de sus acciones para fortalecer la posición de liquidez internacional del país, el Banco Central de Chile, mediante Acuerdo N° 2536-02-230302, aprobó un aumento del capital suscrito en el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), a pagarse mediante la capitalización de utilidades que tenga derecho a recibir^{3/}.

30. Mediante Acuerdo N°2543-01-230330, se modificó el Capítulo III.K.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile, para determinar los instrumentos financieros en los cuales podrá invertir sus recursos el Fondo de Garantías Especiales creado por la Ley N°21.543^{4/}.

ABRIL

4. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 11,25%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{5/}.

5. El Banco Central publicó el Informe de Política Monetaria correspondiente a marzo de 2023^{6/}.

^{1/} Para mayor detalle, ver: [Planificación Estratégica Banco Central de Chile](#)

^{2/} Más información en: [Comunicado de prensa de la RPM de enero 2023](#)

^{3/} Ver: [Acuerdo que aprueba aumento de capital suscrito en el Fondo Latinoamericano de Reservas](#)

^{4/} Más detalles en: [Acuerdo que modifica el Capítulo III.K.1 del Compendio de Normas Financieras](#)

^{5/} Para más información, ver: [Comunicado de prensa de la RPM de abril 2023](#)

^{6/} Más información en: [Comunicado de prensa del IPoM de marzo 2023](#)



21. El Consejo del Banco Central de Chile anunció su decisión de iniciar un proceso de reducción gradual de la posición vendedora (MM US\$ 9.110) mantenida en NDF (contratos de ventas forward por diferencia), a partir del 24 de abril^{7/}. Se determinó que el proceso se llevará a cabo a través de un mecanismo de renovación parcial del vencimiento de estas operaciones, a razón de 1/10 mensual del stock remanente, lo que es equivalente a una reducción promedio diaria de MM US\$ 50, ritmo bajo el cual la posición se cerraría en 10 meses. Esta medida fue adoptada considerando el correcto funcionamiento del mercado cambiario, incluso en momentos de shocks externos recientes. El calendario diario de renovación y reprogramación de ventas *forward* se informará cada viernes durante el periodo de reducción gradual indicado.

28. El Banco Central comenzó a publicar el Índice de Precios de vivienda trimestralmente y con nuevos desgloses, con un desfase de 4 meses.

30. El Banco Central publicó su Memoria Integrada 2022^{8/}.

MAYO

4. El Banco Central de Chile comenzó a publicar a partir de este mes y con periodicidad mensual, la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP), sondeo que indaga en las dinámicas de determinación de precios de las empresas y sus expectativas económicas, incluyendo estimaciones de inflación a 12 y 24 meses. La EDEP cuenta con información disponible desde noviembre del 2021. Sus resultados se encontrarán disponibles en el sitio web y la Base de Datos Estadísticos del Banco Central. Las fechas de publicación fluctúan entre el tercer y sexto día de cada mes. Desde el punto de vista metodológico, la EDEP está compuesta por un panel rotativo de aproximadamente 450 empresas cuya información es levantada mensualmente, pero reportada a través de trimestres móviles. Un aspecto muy importante de esta encuesta es su indagación en las expectativas de inflación de las firmas. Con esta información, la EDEP pasa a ser el único instrumento en Chile que permite conocer las expectativas de inflación de las empresas para el horizonte de política monetaria, complementando las proyecciones de otros agentes, como analistas y operadores financieros.

5. Dentro del marco de las “Estadísticas Regionales” y “Estadísticas Experimentales”, el Banco Central inició la publicación mensual de indicadores de compraventa regional (ICVR) basados en facturación electrónica. Estos indicadores proporcionan información estadística agregada relativa a las compraventas entre empresas que fijan su ámbito de acción en el territorio nacional, con desgloses relevantes tales como región de venta (emisora), región de compra (receptora), actividad y tamaño de empresa.

11. El Consejo del Banco Central de Chile designó por Acuerdo 2553E-01-230511, a don Ricardo Consiglio Fonck, como Gerente de División de Mercados Financieros^{9/}.

12. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 11,25%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{10/}.

^{7/} Para más detalles, ver: [Comunicado de prensa de inicio del proceso de reducción gradual de operaciones forward](#)

^{8/} Más información en: [Publicación de la Memoria Anual del BC 2022](#)

^{9/} Ver: [Comunicado de prensa de designación de Ricardo Consiglio como Gerente de la División de Mercados Financieros](#)

^{10/} Más detalles en: [Comunicado de prensa de la RPM de mayo 2023](#)



23. En su Reunión de Política Financiera, el Consejo del Banco Central de Chile acordó activar el Requerimiento de Capital Contracíclico en un nivel de 0,5% de los activos ponderados por riesgo, exigible en el plazo de un año. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros, contando con el informe previo favorable de CMF^{11/}.

24. El Banco Central publicó su Informe de Estabilidad Financiera correspondiente al primer semestre de 2023^{12/}.

JUNIO

5. Con el fin de promover la difusión de las estadísticas del Banco Central a un público más transversal, se creó la cuenta “Estadísticas Banco Central de Chile” en las redes sociales Instagram, X (Twitter) y LinkedIn.

8. Mediante Acuerdo N° 2559-02-230608, el Consejo aprobó realizar modificaciones a la normativa del Capítulo III.H. 6 del Compendio de Normas Financieras vinculadas a la implementación de la regulación de Cámaras de Compensación para Pagos de Bajo Valor (CPBV) y aprobó el Reglamento Operativo de la CPBV a ser operada por Centro de Compensación Automatizado CCA S.A^{13/}.

8. El Banco Central de Chile publicó los resultados y principales conclusiones de la Encuesta Nacional de Uso y Preferencias del Efectivo (ENUPE), realizada por el Instituto Emisor anualmente desde 2012, donde se exploran las preferencias de uso de las personas ante los diferentes medios de pagos^{14/}.

9. Mediante Acuerdo N° 2560E-01-230609, y en el contexto del régimen de flotación cambiaria vigente, el Consejo del Banco Central resolvió iniciar un programa de reposición y ampliación de reservas internacionales por un total de US\$ 10.000 millones para fortalecer la posición de liquidez internacional del país, el que se extenderá por un plazo de 12 meses, mediante compras regulares de dólares por MM US\$ 40 diarios, a través de subastas competitivas. Los efectos monetarios de esta medida serán esterilizados a través de emisiones de PDBC coherentes con la orientación de la política monetaria^{15/}.

15. Mediante Acuerdo N° 2562-01-230615, se aprobó la modificación de la estructura de la Gerencia de División Estadísticas, donde se cambia su denominación a Gerencia de División Estadísticas y Datos y se crea el Departamento de Estadísticas Experimentales. El cambio obedece a los nuevos roles que le han sido asignados, relacionados con promover una explotación segura de los datos dentro del Banco. Por su parte, el nuevo Departamento se enfocará en la elaboración de estadísticas experimentales y el desarrollo de la agenda de capital natural.

19. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 11,25%. La decisión fue adoptada con los votos de la Presidenta señora Costa y los Consejeros señores Naudon y Céspedes. El Vicepresidente señor García y la Consejera señora Griffith-Jones votaron por reducirla en 50 puntos base^{16/}.

^{11/} Más detalles en: [Comunicado de prensa de la RPF del primer semestre de 2023](#)

^{12/} Para más información, visita: [Comunicado de prensa del IEF del primer semestre de 2023](#)

^{13/} Más detalles en: [Acuerdo respecto de propuestas relacionadas con la implementación de la regulación de CPBV](#)

^{14/} Más información en: [Comunicado de prensa de los resultados de la Encuesta Nacional de Uso y Preferencias del Efectivo \(ENUPE\)](#)

^{15/} Para más detalles, ver: [Comunicado de prensa de programa de reposición y ampliación de reservas internacionales](#)

^{16/} Más información en: [Comunicado de prensa de la RPM de junio 2023](#)



20. El Banco Central publicó el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2023^{17/}.

22 Mediante Acuerdo N° 2564-01-230622, en su calidad de Agente Fiscal, el Banco Central acordó modificaciones a las Directrices de Monitoreo de Cumplimiento de Límites de Inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social, del Fondo de Reserva de Pensiones y del Fondo de Contingencia Estratégico; y nuevas Directrices de Ejecución asociadas a la inversión de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social^{18/}.

JULIO

6. Se designó a don Miguel Fuentes Díaz, como Gerente de Estabilidad Financiera, por Acuerdo N° 2567E-01-230706.

19. Se designó a doña Silvana Celedón Porzio como Gerente de Comunicaciones mediante Acuerdo N° 2570E-01-230719.

20. Mediante Acuerdo N°2571-01-230720, se acordó designar a don Alejandro Zurbuchen Silva como nuevo miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco Central de Chile^{19/}.

20. Mediante Acuerdo N°2571-03-230720, se acordó iniciar proceso de consulta pública de un conjunto de perfeccionamientos a la regulación sobre operación de Tarjetas de Pago y emisión de Tarjetas de Pago con Provisión de Fondos (Prepago), modificando los Capítulos III.J.1.3 y III.J.2 del CNF^{20/}. Las modificaciones se refieren a la incorporación al perímetro regulatorio y supervisor de los denominados Proveedores de Servicios de Procesamiento de Pagos -sub-Operadores - que realicen actividades de pago o liquidación a entidades afiliadas; así como la regulación de actividades de adquirencia y subadquirencia transfronteriza por Operadores y PSP sub Operadores; y los modelos de Tarjetas de Prepago cerrados o semicerrados reconocidos por la Ley Fintec. Con ello, se busca adaptar el marco regulatorio al dinámico entorno de los medios de pago minoristas, procurando que aquella resulte acorde con el desarrollo del mercado y permita velar por la seguridad y eficiencia de estos sistemas de pago, al tiempo que se aplican criterios de proporcionalidad en la carga regulatoria según el riesgo involucrado para el normal funcionamiento del sistema de pagos.

27. Mediante Acuerdo N° 2572-01-230727, el Consejo del Banco Central designó a doña Romina Torres Torres como nuevo miembro integrante del Comité Asesor de Tecnología de la Información, por tres años, designando a don Gonzalo Acuña Leiva como presidente del Comité, por un año^{21/}.

28. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos base, hasta 10,25%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{22/}.

^{17/} Más detalles en: [Comunicado de prensa IPoM de junio 2023](#)

^{18/} Para más detalles, ver: [Acuerdo de modificaciones a las Directrices de Monitoreo de Cumplimiento de Límites de Inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social, del Fondo de Reserva de Pensiones y del Fondo de Contingencia Estratégico](#)

^{19/} Conoce más información en: [Acuerdo de designación del señor Alejandro Zurbuchen Silva como miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento](#)

^{20/} Más detalles en: [Acuerdo de publicación para comentarios de propuesta normativa que modifica los Capítulos III.J.1.2 y III.J.2 sobre tarjetas de pago con provisión de fondos y operación de tarjetas de pago, respectivamente, del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile](#)

^{21/} Conoce más información en: [Acuerdo de designación de nuevo miembro integrante y de Presidente del Comité Asesor de Tecnología de la Información](#)

^{22/} Para más detalles, ver: [Comunicado RPM julio 2023](#)



AGOSTO

3. Mediante Acuerdo N° 2573-01-230803, el Banco Central de Chile dio inicio al proceso de consulta pública de modificaciones al Capítulo III.B.4 de su Compendio de Normas Financieras, que establece requerimientos normativos aplicables a la venta y adquisición de cartera de bancos a sociedades securitizadoras, a fin de incentivar y facilitar el desarrollo del mercado de instrumentos financieros securitizados y ampliar las alternativas de financiamiento y mejorar la gestión de riesgos de liquidez de los bancos^{23/}.

Esta propuesta normativa establece los requisitos y condiciones aplicables para que los bancos efectúen operaciones de “securitización retenida”, o “autosecuritización”, a través de las cuales podrán vender o ceder documentos de su cartera de colocaciones a una sociedad securitizadora, para que ésta, a través de un patrimonio separado, emita títulos de deuda securitizados a ser adquiridos por la misma institución bancaria, para su eventual uso como garantía o colateral, en lugar de colocar el bono securitizado en el mercado.

8. El Consejo del Banco Central de Chile (BCCh) aprobó la segunda edición del Informe de Sistemas de Pago (ISiP), correspondiente al año 2023. A través de este documento, el Instituto Emisor comunica al público las tendencias recientes relacionadas con el uso de los medios de pago, las infraestructuras de mercado financiero, así como perspectivas de desarrollo y política. En este informe, además, se incluye el detalle de la Agenda de Pagos del BCCh, la que forma parte de su Planificación Estratégica para el período 2023-2027^{24/}.

10. El Consejo aprobó, mediante Acuerdo N°2574-01-230810, modificar la Política de Comunicaciones, en lo referido a las reuniones con actores del mercado financiero para tratar temas de coyuntura económica^{25/}.

SEPTIEMBRE

5. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, hasta 9,5%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{26/}.

^{23/} Más información en: [Acuerdo que somete a consulta pública propuesta de modificación del Capítulo III.B.4 del Compendio de Normas Financieras para incorporar la posibilidad de adquirir instrumentos autosecuritizados por parte de las empresas bancarias](#)

^{24/} Conoce más detalles en: [Banco Central de Chile publica Informe de Sistemas de Pago del año 2023](#)

^{25/} Más información en: [Modifica la Política de Comunicaciones, en lo referido a las reuniones con actores del mercado financiero para tratar temas de coyuntura económica](#)

^{26/} Para más detalles, ver: [Comunicado RPM julio 2023](#)



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA SEPTIEMBRE 2023