

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2013



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2013



CONTENIDO*/

| | |
|--|----|
| PREFACIO | 5 |
| RESUMEN | 7 |
| DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES | 11 |
| I. ESCENARIO INTERNACIONAL | 13 |
| II. MERCADOS FINANCIEROS | 17 |
| III. ACTIVIDAD Y DEMANDA | 21 |
| IV. PRECIOS Y COSTOS | 25 |
| V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN | 29 |
| GLOSARIO Y ABREVIACIONES | 49 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 53 |
| RECUADROS | |
| Salarios e indexación | 28 |
| Cambios en el escenario base de proyección en el último año | 33 |
| Ciclo mundial de inversión minera | 35 |
| ANEXOS | |
| BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE | 37 |
| ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES | 39 |
| PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2013 | 44 |

PREFACIO

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 28 de agosto de 2013 para presentarse ante el Senado el 04 de septiembre de 2013.

El Consejo

RESUMEN

Desde el IPoM de junio, la actividad y la demanda interna han proseguido con el proceso de normalización gradual iniciado este año, manteniendo tasas de expansión inferiores a las del 2012 por segundo trimestre consecutivo. La inflación ha evolucionado en línea con lo anticipado y volvió al rango de tolerancia, mientras las expectativas a dos años plazo siguen en valores cercanos a 3%. En el ámbito externo, se ha consolidado un panorama de recuperación gradual de las economías desarrolladas y perspectivas de mayor desaceleración de las emergentes, especialmente de China. Además, los mercados anticipan el pronto inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos. Este cambio del escenario externo ha afectado la dirección de los flujos de capital y ha generado algunas turbulencias en los mercados emergentes. El precio del cobre detuvo su caída y de hecho volvió a subir en las últimas semanas, pero se mantiene en un nivel inferior al promedio observado durante el primer semestre del año. Todo ello redunda en un menor impulso externo que el contemplado en junio. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%, pero ha señalado que la consolidación de estas tendencias podría requerir de ajustes en esta variable.

En Chile, el PIB del segundo trimestre se expandió 4,1%, confirmando la desaceleración de la actividad. El sector de recursos naturales redujo su tasa de crecimiento anual en algo más de dos puntos en comparación con el trimestre anterior, asociada principalmente a una menor producción minera al principio del trimestre, pero también a la importante caída de la pesca. Los sectores distintos de recursos naturales mantuvieron un desempeño inferior a su tendencia en el segundo cuarto. El crecimiento estuvo impulsado esencialmente por comercio y construcción, mientras las demás ramas ligadas a la inversión se desaceleraron. Con ello, el uso de la capacidad instalada ha disminuido.

La demanda interna continuó con su desaceleración en el segundo trimestre. Sin embargo, la demanda final, que excluye las existencias, mantuvo una tasa de crecimiento anual similar a la del primer trimestre. La formación bruta de capital fijo registró una expansión anual equivalente a la del primer trimestre de este año, aunque por debajo de cifras de la segunda mitad del 2012. Como se ha indicado, su desaceleración tiene relación especialmente con la maduración del ciclo de inversiones mineras, después de tres años de crecimiento muy superior al PIB. También con un contexto externo de menor precio del cobre y expectativas de un crecimiento mundial, y especialmente de China, más moderado, que incrementan la cautela a la hora de evaluar inversiones. Por otro lado, el consumo privado mostró mayor dinamismo, especialmente en su componente habitual, mientras que el durable permaneció en niveles elevados. Las condiciones del mercado laboral no han continuado estrechándose, pero siguen siendo el principal impulsor de este componente. Los salarios nominales y reales han moderado su variación anual,



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

| | 2012 | 2013 (f) | 2014 (f) |
|--|---------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | |
| PIB | 5,6 | 4,0-4,5 | 4,0-5,0 |
| Ingreso nacional | 6,3 | 5,6 | 4,6 |
| Demanda interna | 7,1 | 4,9 | 4,9 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 7,3 | 5,7 | 4,8 |
| Formación bruta de capital fijo | 12,3 | 5,7 | 4,5 |
| Consumo total | 5,8 | 5,6 | 5,0 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 1,0 | 4,0 | 3,3 |
| Importaciones de bienes y servicios | 4,9 | 5,6 | 4,5 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,5 | -4,5 | -4,8 |
| Ahorro nacional (% del PIB) | 21,4 | 20,4 | 19,9 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 24,1 | 24,7 | 24,7 |
| FBCF (% del PIB real) | 26,8 | 27,2 | 27,2 |
| (millones de dólares) | | | |
| Cuenta corriente | -9.497 | -12.550 | -13.260 |
| Balanza comercial | 3.422 | -1.600 | -3.000 |
| Exportaciones | 78.277 | 77.300 | 77.850 |
| Importaciones | -74.855 | -78.900 | -80.850 |
| Servicios | -2.435 | -2.900 | -2.600 |
| Renta | -12.676 | -9.700 | -9.160 |
| Transferencias corrientes | 2.192 | 1.650 | 1.500 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

mientras la tasa de desempleo sigue cercana a sus mínimos históricos. Se continúa verificando que, a diferencia de ciclos anteriores, el crédito ha acompañado el crecimiento del ingreso privado, pero no ha sido el principal motor del gasto personal. El último trimestre dio cuenta de una importante desacumulación de inventarios, la que corresponde a la reversión del fenómeno opuesto que se dio en el primer trimestre del año, entre otros, debido a los efectos del paro portuario.

Según lo anticipado, la inflación del IPC ha vuelto a ubicarse dentro del rango de tolerancia, a medida que los factores transitorios que la habían afectado se han ido diluyendo. En particular, el precio de la electricidad y la gasolina aumentaron, considerando el término de las reliquidaciones de tarifas en el caso del primero y la evolución del precio internacional y, en menor medida, la depreciación cambiaria en el segundo. Con todo, la medida subyacente —IPCSAE, que excluye alimentos y energía— ha permanecido cerca de 1% anual, afectada por la incidencia negativa que sigue teniendo su componente de bienes.

Si bien el Consejo ha mantenido la TPM, se han producido cambios en las tasas de interés internas y el tipo de cambio real que facilitan el ajuste de la economía ante un escenario de menor impulso externo y de moderación de las presiones sobre los recursos internos. Las tasas de mercado se han reducido en lo que va del año. El tipo de cambio real (TCR) se ha depreciado a valores cercanos a sus promedios de los últimos 15-20 años y se estima que está dentro de los rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

En el escenario internacional se han asentado las tendencias destacadas en junio. Las noticias provenientes de las economías desarrolladas, y en particular de Estados Unidos, confirman un panorama de recuperación gradual. La revisión de cifras de la economía norteamericana redujo la proyección de crecimiento para el año en su conjunto, pero dio cuenta de que la recuperación de esta economía se había iniciado antes de lo previsto. En el segundo trimestre dicha economía aumentó su velocidad de expansión de la mano de un incremento de la inversión en activos fijos, una mejora paulatina del mercado laboral y expectativas más auspiciosas de consumidores y empresas. El repunte de la economía japonesa prosigue, pero siguen las dudas en cuanto a su sustentabilidad. La Eurozona anotó un crecimiento positivo el segundo trimestre del año, impulsada por Alemania y Francia, y ayudada además por las economías de la periferia que moderaron sus contracciones. Sin embargo, aún es prematuro concluir un cambio en la tendencia. El mundo emergente, por el contrario, ha seguido desacelerándose de manera bastante generalizada. En China se consolidó un crecimiento más bajo, sin perjuicio de algunas señales de estabilización de las cifras de actividad y las señales de sus autoridades de sostener una expansión de 7% de su economía. Así, el escenario base ajusta las proyecciones de crecimiento mundial y de los socios comerciales levemente a la baja para el 2013 y el 2014.

El reacomodo de portafolios que está generando el tránsito hacia una configuración más balanceada del escenario externo no ha estado exento de volatilidad, algo que nuevamente se hizo evidente en las semanas previas al cierre de este IPoM. Si bien las autoridades de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) han señalado que el retiro del programa de estímulo no convencional será gradual, lo que contribuye a calmar la reacción de los mercados, más recientemente la volatilidad ha vuelto a aumentar, mientras

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

| | 2012 | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|--|------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Términos de intercambio | -4,1 | -5,2 | 0,1 | -1,2 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,4 | 3,3 | 3,6 | 4,0 |
| PIB mundial PPC (*) | 3,1 | 3,0 | 3,5 | 3,9 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 2,5 | 2,3 | 2,9 | 3,5 |
| Precios externos (en US\$) | -0,2 | -0,1 | -1,5 | 0,2 |
| (niveles) | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb) | 361 | 330 | 305 | 290 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/baril) | 94 | 100 | 96 | 89 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/baril) | 112 | 108 | 104 | 97 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*) | 824 | 815 | 787 | 736 |
| Líbor US\$ (nominal, 90 días) | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 1,1 |

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

que los flujos de capitales a las economías emergentes se han replegado y encarecido, especialmente en las economías más vulnerables. El dólar se depreció frente a las monedas de las economías desarrolladas, pero se apreció con respecto a las del mundo emergente. Esto último ha complicado el manejo macroeconómico en algunos países por sus efectos inflacionarios y financieros y ha llevado a revertir las intervenciones cambiarias adoptadas con anterioridad. En los mercados desarrollados, las tasas de interés de largo plazo han vuelto a aumentar, incorporando el pronto inicio de una reducción de las compras de activos por parte de la Fed. En cuanto a los precios de las materias primas, el cobre, aunque con vaivenes, detuvo la tendencia a la baja constatada en el IPoM anterior. El precio del petróleo y sus derivados subió más marcadamente hacia el cierre de este IPoM ante la agudización de las tensiones en Medio Oriente. Así, el escenario base considera precios del cobre similares a los proyectados en junio y algo superiores para el petróleo. Con ello, los términos de intercambio seguirán descendiendo en el horizonte de proyección.

El escenario base proyecta que el PIB de la economía chilena crecerá este año entre 4,0 y 4,5%. Este rango está dentro de lo considerado en el IPoM de junio. Para el 2014, se estima que el crecimiento estará en un rango entre 4,0 y 5,0%. El escenario base refleja la desaceleración de la actividad en lo que va del año. Además contempla que la inversión continuará moderándose en la medida que culmine el ciclo de inversiones, en coherencia con los ajustes observados en encuestas empresariales y catastrós de proyectos de inversión. Se prevé que la desaceleración del consumo ocurrirá en forma gradual considerando la fortaleza que aún mantiene el mercado laboral y la relativa estabilidad del ahorro de las personas durante la fase expansiva del ciclo. Las expectativas de los consumidores se han vuelto menos optimistas en los últimos meses y se aproximan al valor neutral, lo que ayudará a moderar este componente del gasto. También lo hará el menor ritmo de creación de empleos en el margen, en particular de los asalariados, y el crecimiento más bajo de los salarios reales. Se suma, la depreciación del tipo de cambio real que incidirá en el consumo de bienes durables. Asimismo, la moderación de la inversión contribuirá a quitar presión al mercado laboral. Finalmente, se debe sumar el menor impulso externo previsto.

Se estima que la inflación seguirá aumentando gradualmente hasta ubicarse en 3% durante el primer semestre del 2014 y permanecer en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2015. El IPCSAE tendrá una trayectoria algo más lenta hacia ese valor. Ello supone que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, incorpora como supuesto metodológico que el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la implícita en las encuestas de expectativas vigentes al cierre de este IPoM.

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

INFLACIÓN

| | 2012 | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|--|------|----------|----------|-------------------------------|
| | | | | (variación anual, porcentaje) |
| Inflación IPC promedio | 3,0 | 1,9 | 2,8 | |
| Inflación IPC diciembre | 1,5 | 2,6 | 2,8 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*) | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 2,2 | 1,2 | 2,6 | |
| Inflación IPCSAE diciembre | 1,5 | 1,7 | 2,8 | |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) | | | | 2,8 |

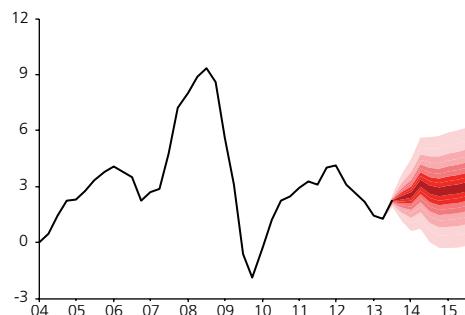
(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)**

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

En el ámbito internacional, un primer riesgo dice relación con China, entre otros por la fragilidad de su sistema financiero. La intermediación financiera fuera del balance de los bancos ha ido en aumento y el crédito ha acumulado un crecimiento muy elevado durante los últimos años, factores que en la experiencia de otras economías han ido asociados a un deterioro de la calidad de los préstamos bancarios. Así, un escenario de dificultades en el sistema financiero chino podría redundar en un crecimiento más bajo de esta economía por un tiempo prolongado, con consecuencias negativas sobre la actividad mundial y el precio de las materias primas y, en particular, del cobre.

Un segundo riesgo del escenario internacional se relaciona con la forma en la cual las economías emergentes se acomoden al escenario de retiro de los estímulos monetarios en los países desarrollados. Las condiciones de financiamiento que enfrentan las emergentes se han tornado más restrictivas lo que está generando dificultades financieras, cambiarias y de inflación en las economías que incubaron vulnerabilidades durante el período de bonanza. Especial atención merecen las economías con elevadas necesidades de financiamiento externo, entre las cuales no solo se encuentran emergentes, sino también algunas de la periferia europea. Finalmente, persiste el riesgo asociado a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona.

Se agrega la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente que podría afectar significativamente el precio del petróleo, con efectos negativos sobre el crecimiento mundial y mayores presiones en la inflación de combustibles.

En Chile, si bien la desaceleración de la economía está en marcha, no puede descartarse que la demanda final, y particularmente el consumo privado, se sigan ajustando a un ritmo más lento que el deseado, aumentando el riesgo de una inflación más alta y una mantención o ampliación del déficit de cuenta corriente. El riesgo de una ampliación del déficit en cuenta corriente se acentuaría en un escenario de un deterioro mayor de los términos de intercambio. Sin embargo, como se ha mencionado en ocasiones anteriores, el déficit en cuenta corriente corresponde en gran medida a flujos de inversión hacia el sector transable, financiados por inversión extranjera directa, y la desaceleración reciente de la inversión y la depreciación cambiaria forman parte de los ajustes necesarios para corregir esta situación.

La economía internacional está transitando por un proceso de normalización que incide sobre la economía chilena. Esto implica un menor impulso externo, con un crecimiento mundial más balanceado entre economías desarrolladas y emergentes, términos de intercambio más cercanos a su nivel de largo plazo y condiciones financieras internacionales que se acercan a sus patrones históricos. Asimismo, cabe esperar un menor empuje de la inversión extranjera —especialmente en minería—, lo que reducirá las presiones sobre el déficit de la cuenta corriente y la utilización de los recursos internos. La depreciación del tipo de cambio real y la reducción de las tasas de interés locales han ido en la dirección correcta para facilitar la adecuación de la economía chilena a este nuevo escenario internacional. La política monetaria está disponible para apoyar este proceso de ajuste. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM DE JUNIO 2013

Desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, se habían producido cambios tanto en el escenario interno como en el externo. En lo interno, la actividad y la demanda se habían desacelerado, aunque algo más rápido que lo previsto en marzo. Las medidas de inflación total y subyacente habían permanecido con variaciones anuales cercanas a 1%, pero las expectativas a dos años plazo habían seguido en torno a 3%. Las condiciones externas, desde una perspectiva de mediano plazo, habían transitado hacia una configuración más normal. Algunas economías desarrolladas habían mostrado un mayor crecimiento, en tanto que en el mundo emergente la actividad se había desacelerado de manera generalizada, incluida China. Esto, junto a expectativas de un retiro más temprano del estímulo monetario en Estados Unidos, había redundado en una mayor volatilidad de los mercados internacionales y condiciones financieras externas más restrictivas, en particular para las economías emergentes. Además, acompañado por menores precios internacionales de materias primas, en especial del cobre.

La desaceleración de la actividad interna había sido más visible en los sectores distintos de recursos naturales, mientras que en el gasto, se había dado mayormente en la inversión. La moderación de este componente era coherente con la madurez de su ciclo de expansión, aunque se había anticipado que esto ocurriría en forma más acotada a través del año, conforme culminaba una serie de proyectos mineros y energéticos. En todo caso, los indicadores parciales daban cuenta de que la desaceleración de la inversión había proseguido en el segundo trimestre, pero a un ritmo menor que en los primeros meses del año. Las importaciones de bienes de capital se habían mantenido en el menor nivel alcanzado en el primer trimestre, aunque seguían elevadas. Las ventas de viviendas habían moderado sus tasas de expansión, pero otros indicadores sectoriales habían sido menos concluyentes. En tanto, el consumo se había desacelerado en forma acotada y había mantenido fundamentos robustos relacionados con la situación del mercado laboral y el dinamismo de los salarios reales, algo que debía normalizarse conforme se desacelerase la actividad.

Así, considerando las cifras del primer trimestre del año y las perspectivas de una trayectoria más moderada de los sectores distintos de recursos naturales, parcialmente compensada por un mayor crecimiento de la minería, se revisó a la baja el rango de crecimiento proyectado para el 2013, a 4-5%. Aun cuando la demanda interna también se había corregido a la baja, un menor precio del cobre previsto llevaba a proyectar una ampliación del déficit de la cuenta corriente para el 2013.

En la inflación, las principales sorpresas provenían de la inflación total, mientras que la medida subyacente había resultado más en línea con lo previsto. La inflación total había estado baja, por algunos factores temporales cuya reversión se esperaba para los próximos meses. Entre ellos estaban el del precio de la energía —por las tarifas eléctricas y el precio de los combustibles en el mercado internacional—. Se sumaba la reciente depreciación del peso. La baja base de comparación que entregaban los registros de junio del año pasado, llevarían a que la inflación volviera a 3% durante el 2014, valor en el que se ubicaría también a fines del horizonte de proyección. Como supuesto de trabajo, se consideraba que la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguiría, en el corto plazo, una trayectoria similar a las expectativas de mercado.

Los riesgos, en el plano externo, se relacionaban con la posibilidad de una desaceleración más marcada del mundo emergente, especialmente de China. Además, con la forma en que se materializaría el retiro de las medidas no convencionales y convencionales de estímulo monetario en Estados Unidos. La falta de precedentes generaba una interrogante en el mercado respecto del proceso del retiro y sus efectos financieros. La posibilidad de una agudización de las tensiones en la Eurozona se había mantenido plenamente vigente en este IPoM, considerando la complejidad de su situación política y financiera. En lo interno, los riesgos se relacionaban con una desaceleración más marcada del gasto, y en particular de la inversión. Por otro lado, no se podía descartar un escenario en que la demanda interna se mantuviera dinámica y que las condiciones de financiamiento externo se deterioraran, junto a una caída más marcada del precio del cobre, en cuyo caso el déficit en cuenta corriente adquiriría mayor relevancia. Evaluados los escenarios, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la actividad y para la inflación estaban equilibrados.

REUNIONES DE JULIO Y AGOSTO

En julio, los antecedentes conocidos eran coherentes con el escenario base contenido en el IPoM. En el plano externo, los indicadores continuaban mostrando mayor dinamismo en algunas economías desarrolladas, en particular Estados Unidos, y una desaceleración de las emergentes. Para China, los antecedentes de comercio exterior y de la industria no anticipaban una reversión de esta tendencia en los meses siguientes. Además, se habían observado algunas fricciones en su mercado financiero local. Los desarrollos en el plano externo habían generado mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, además acompañados por un descenso generalizado de los precios de materias primas, a excepción del petróleo.



En lo interno, el gasto había seguido moderándose, principalmente en la inversión, aunque en menor medida que en el primer trimestre. Los indicadores parciales del segundo trimestre siguieron reflejando un comportamiento mixto. Destacaba en todo caso que en el sector construcción algunas cifras de actividad mostraban una mejora, además acompañadas por una mayor creación de empleo en el sector, pero que las expectativas habían caído bajo el umbral neutral. El consumo privado en su parte durable había proseguido con un dinamismo relevante. Además, las importaciones de este tipo de bienes seguían creciendo. De todas maneras, la confianza de los consumidores había vuelto a moderarse y las condiciones financieras se habían estrechado. La inflación de junio se había aproximado a 2%, mientras la medida subyacente permanecía en niveles acotados.

Lo anterior llevó a la División de Estudios a proponer como opciones de política monetaria mantener la TPM en 5% o reducirla en 25 puntos base (pb) a 4,75%. Ambas opciones eran coherentes con un ajuste acotado de la TPM en el segundo semestre de este año. La opción de recortarla se podría justificar ante un mayor riesgo de mediano plazo y evidencia de un menor impulso sobre la economía chilena como consecuencia del menor crecimiento proyectado de los socios comerciales de Chile, en particular el de China, la reducción de los términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo menos favorables. Por otra parte, las señales recientes para Estados Unidos habían confirmado mejores perspectivas de crecimiento y la posible reducción del programa de compra de activos en lo que restaba del año. No obstante, sin perjuicio de la volatilidad que esto había generado en el mercado, era probable que los ajustes de la política monetaria en las economías avanzadas fueran graduales, lo que acotaba sus riesgos a mediano plazo.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, la decisión era coherente con la expectativa de consenso del mercado para esta reunión, por lo que no debería afectar la evolución de la curva de tasas. Esta opción podría justificarse en que, hasta el momento, la desaceleración de la actividad y la demanda interna había sido gradual y la demanda final —inversión fija y consumo— mostraba dinamismo. Asimismo, el empleo seguía creciendo a tasas de tendencia y las condiciones en el mercado laboral se mantenían estrechas. También, los resultados de las encuestas de confianza y perspectivas de empresas y consumidores, así como la Encuesta de Crédito Bancario, indicaban que la desaceleración continuaría de acuerdo con el escenario base planteado en el IPoM. Por su parte, la inflación se había aproximado al rango de tolerancia, en línea con lo previsto, y las expectativas se habían mantenido en torno a la meta. Además, pese a la mayor volatilidad internacional, las condiciones financieras en los mercados internos habían permanecido relativamente estables en términos de tasas y tipo de cambio. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 5%, indicando que la consolidación de las tendencias señaladas en el IPoM de junio podría requerir de ajustes en la TPM en los próximos meses.

En agosto, los antecedentes recopilados fueron validando el cambio en el escenario de riesgos. Aquellos sobre la evolución de la demanda interna se fueron moderando y los externos se volvieron más adversos. Las perspectivas para las emergentes seguían deteriorándose, algunas incluso habían exhibido problemas en sus sistemas financieros. En China, aunque sus cifras de actividad y comercio exterior habían presentado una leve mejora, se estaba consolidando un panorama de bajo crecimiento. Las cifras más coyunturales de Estados Unidos habían sido coherentes con un proceso de recuperación y con ello las expectativas de mercado se habían asentado en cuanto a un próximo inicio del retiro de los estímulos monetarios en ese país. Con ello, los mercados financieros, aunque habían mostrado una mayor calma, seguirían normalizándose, con condiciones más restrictivas. En lo interno, la actividad y la demanda habían validado un ritmo de crecimiento moderado durante el segundo trimestre, algo inferior a lo proyectado en el IPoM de junio. Sin embargo, la demanda final continuaba mostrando dinamismo y creciendo más de lo anticipado, en particular en su componente de consumo privado, apoyado por las condiciones del mercado laboral. No obstante, las expectativas de consumidores y empresas habían vuelto a moderarse por lo que la desaceleración de la actividad y demanda debería continuar en los próximos trimestres.

Lo anterior llevó a la División de Estudios a proponer como opciones mantener la TPM en 5% o reducirla en 25pb a 4,75%. La opción de recortar la tasa podría justificarse ante un menor impulso externo. Además, la maduración del ciclo de inversiones en la minería, tanto en Chile como en el plano externo contribuiría a reducir las presiones de demanda sobre la capacidad instalada y el mercado laboral. El resto de los sectores del PIB estaba creciendo a una tasa menor que su tendencia, lo que estaba contribuyendo a reducir las presiones sobre la utilización de los recursos internos. La inflación había evolucionado en línea con lo proyectado en el último IPoM. La medida subyacente continuaba por debajo de la meta y otros indicadores, como la inflación de servicios, salarios nominales y expectativas inflacionarias, habían mantenido una evolución coherente con esta. En este contexto, la reducción de la TPM sería un movimiento apropiado para facilitar el ajuste de la economía y mantener la inflación alineada con la meta. Por su parte, la opción de mantener la TPM podría justificarse en que las condiciones en el mercado laboral aún eran estrechas y que el uso de la capacidad instalada todavía era alto. La desaceleración de la actividad era suave y la demanda final continuaba mostrando un dinamismo relevante, sustentado en el consumo privado por fundamentos que aún eran sólidos. La acumulación de mayor información permitiría dilucidar hasta qué punto las tendencias recientes de desaceleración eran sostenibles y se profundizaban, como estaba implícito en las proyecciones del último IPoM. Así, el Consejo decidió mantener la tasa en 5% y no innovar en el sesgo.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

CRECIMIENTO MUNDIAL

Las noticias recientes de actividad mundial reflejaron una recuperación gradual de las economías desarrolladas. Así, se observa un mayor dinamismo en Estados Unidos, Japón y Reino Unido, mientras la Eurozona, principalmente impulsada por Alemania y Francia, está comenzando a salir de la recesión. Las economías emergentes han continuando desacelerándose y las perspectivas de crecimiento ajustándose a la baja, en particular en China, a pesar de algunas señales de estabilización de las cifras de actividad en esa economía. Con todo, el crecimiento de los socios comerciales de Chile se ajusta a la baja en una décima en 2013 y en 2014 a 3,3% y 3,6%, respectivamente (tabla I.1).

Estados Unidos aumentó su velocidad de expansión en el segundo trimestre. Esto, principalmente por el consumo de servicios e inversión no residencial, apoyado por aumentos de los salarios reales y el empleo, así como por aumentos de los precios de viviendas y acciones, lo que ha mantenido elevada la confianza de los consumidores. Respaldan estas tendencias las condiciones de oferta de crédito más relajadas y mayor demanda durante el segundo trimestre. A diferencia del IPoM anterior, las expectativas manufactureras auguran un repunte de la producción industrial. La revisión de cifras de la economía norteamericana redujo la proyección de crecimiento para el año en su conjunto, pero dio cuenta de que la recuperación de esta economía se había iniciado antes de lo previsto.

Japón creció 2,6% trimestral anualizado (3,8% el trimestre previo). Este desempeño fue principalmente visible en el consumo, mientras que la inversión privada continuó decayendo, aunque a una menor velocidad. El mayor crecimiento del consumo se reflejó en particular en las ventas minoristas y las importaciones. Además, ha ido de la mano de una mejora en el mercado laboral. El desempleo bajó a 3,9% desde el 4,1% registrado los tres meses anteriores, acompañado por un mayor crecimiento de los salarios. Las expectativas manufactureras se han moderado en los últimos meses, pero siguen señalando expansión en lo venidero, apoyadas en la depreciación del yen y exportaciones dinámicas. El IPC mostró su primer aumento anual desde junio del 2012. Con todo, la normalización del estímulo fiscal y las señales que han entregado sus autoridades en cuanto a un posible aumento del impuesto al consumo en el 2014, acotarán el crecimiento ese año.

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

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

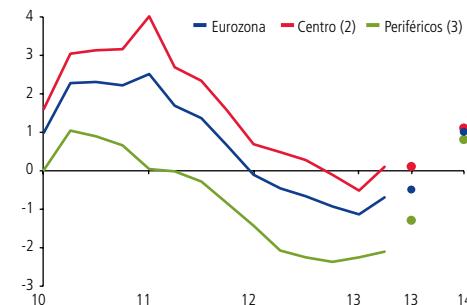
(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

GRÁFICO I.1
Crecimiento del PIB en la Eurozona (1)
(variación anual, porcentaje)

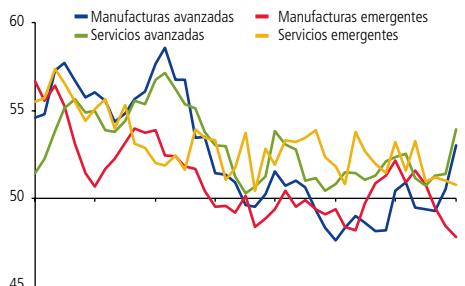


(1) Los puntos corresponden a la proyección para el año 2013 y 2014.

(2) Corresponde a Alemania, Austria, Finlandia, Francia, Holanda y Luxemburgo.

(3) Corresponde a Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Malta y Portugal.

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

**GRÁFICO I.2**Expectativas de gerentes de compra: PMI (*)
(índice de difusión, pivote= 50)

(*) Un valor sobre (abajo) 50 indica expansión (contracción).

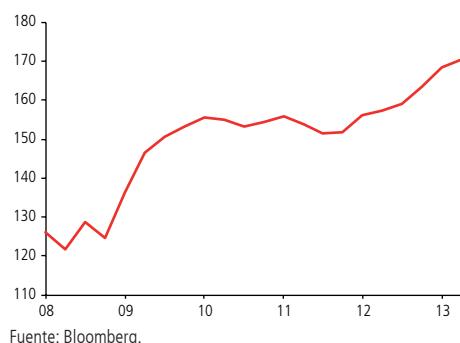
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

La Eurozona creció 1,1% trimestral anualizado en el segundo cuarto, lo que constituye la primera expansión desde fines del 2011. Esto obedece principalmente al mejor desempeño de Alemania y Francia. En las periféricas, la contracción de la actividad se moderó y se observan mejoras en sus tasas de desempleo, aunque estas permanecen altas. Las expectativas de los consumidores y gerentes de compra han repuntado. Con todo, aún es prematuro concluir un cambio de tendencia, pues los riesgos para esta región se mantienen, considerando la compleja situación política, fiscal y financiera por la que atraviesa. En particular, la debilidad de las economías periféricas podría generar tensiones, principalmente en lo financiero, que afecten la evolución de las economías del centro (gráfico I.1).

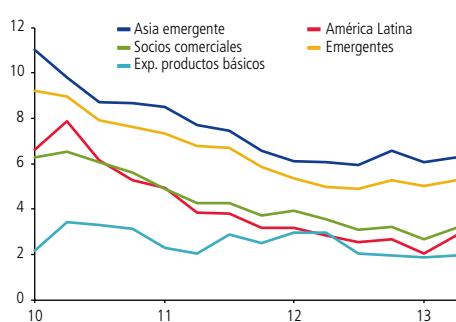
En el mundo desarrollado, las expectativas del sector servicios y manufacturero se ubicaron en niveles de expansión. En las emergentes, en tanto, han vuelto a caer, lo que se viene observando desde marzo de este año. El sector de servicios se encuentra prácticamente en su nivel neutral y el sector manufacturero en la zona de contracción (gráfico I.2). Con todo, la mejora en el mundo desarrollado, en particular en Estados Unidos, ha ido de la mano de un aumento de sus importaciones, lo que podría contribuir al crecimiento de otras regiones del mundo, incluyendo países emergentes que tienen mayor relación comercial con la economía norteamericana.

En China, la actividad creció 7,5% anual el segundo trimestre del año (7,7% el primero), completando dos trimestres de desaceleración. Datos más recientes mostraron una mayor estabilidad, como la producción y las expectativas manufactureras, las importaciones y las exportaciones. Las expectativas de consenso de mercado, de todas formas, han vuelto a ajustar a la baja las proyecciones de crecimiento para esta economía, esperándose que su expansión anual sea similar a la actual los próximos dos años. Estas perspectivas se apoyan en los anuncios de estímulo por parte de sus autoridades, tales como mayor inversión en ferrocarriles y reducción de impuestos a las empresas de menor tamaño, con la intención de que la actividad no se desacelere a menos de 7%. Además, por las medidas de inyección de liquidez en el mercado financiero para no permitir tensiones que eleven las tasas de interés internas. De todas maneras, existen riesgos que, de materializarse, podrían provocar tasas de crecimiento más bajas por un tiempo prolongado. Estos dicen relación, entre otros, con la importancia de la intermediación financiera fuera del balance de los bancos en el fuerte crecimiento del crédito interno. Parte de este crédito ha estado financiando el gasto de los gobiernos locales y alentando el dinamismo del sector inmobiliario (gráfico I.3).

América Latina siguió con tasas de expansión inferiores al promedio de los últimos tres años (gráfico I.4). En algunas economías de la región, el crecimiento se ha visto afectado por situaciones de ajuste interno relacionados con la tendencia inflacionaria. En otras, la actividad se ha moderado lo que ha respondido a la maduración del ciclo de inversión, principalmente ligado a las materias primas. La vulnerabilidad de algunas economías de la región ha aumentado ante el estrechamiento de las condiciones financieras externas y la caída de los precios de las materias primas. Brasil, enfrenta dificultades en el manejo económico, con limitado espacio para implementar un estímulo fiscal, y una política monetaria más restrictiva. En México, la actividad se contrae con respecto al primer trimestre. Argentina muestra incipientes signos de recuperación, mientras Perú continúa creciendo a tasas elevadas.

GRÁFICO I.3China: crédito doméstico interno
(porcentaje del PIB)

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4Crecimiento del PIB por regiones (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

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

(2) Para sus definiciones, ver Glosario.

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

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Los mercados financieros, aunque con vaivenes, prosiguen en una senda de normalización. Esta tendencia, continúa reflejándose en un reacomodo de los portafolios entre el mundo desarrollado y el emergente. Ello no ha estado exento de volatilidad, algo que nuevamente se hizo evidente en las semanas previas al cierre de este IPoM (gráfico I.5). Si bien las autoridades de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) han señalado que el retiro del programa de estímulo no convencional será gradual, la falta de precedentes lleva a que su proceso de retiro esté sujeto a incertidumbre, especialmente por los efectos que condiciones financieras más restrictivas puedan tener para las emergentes con mayores vulnerabilidades externas.

Las bolsas de las economías desarrolladas y emergentes aumentaron, aunque más marcadamente en las primeras (gráfico I.6). En tanto, las primas por riesgo de crédito soberano y corporativo se han mantenido en niveles similares, en relación al IPoM pasado (gráfico I.7). Las tasas de los bonos de gobierno de largo plazo siguieron subiendo, tanto en las desarrolladas como en las emergentes (gráfico I.8). Además, en este último grupo los flujos de capitales se replegaron y encarecieron, especialmente en las economías más vulnerables con mayor dependencia de financiamiento externo o abultados déficit de cuenta corriente o situaciones fiscales complejas (gráfico I.9). Así, el dólar se depreció frente a las monedas de las economías desarrolladas, pero se apreció frente a las del mundo emergente. Esto último ha motivado intervenciones en los mercados cambiarios de algunos países para moderar la depreciación cambiaria y sus efectos inflacionarios y financieros. Con tal fin, Turquía aumentó su tasa interbancaria. Esto contrasta con lo acontecido un tiempo atrás, cuando varias de estas economías intervinieron los mercados cambiarios con el propósito inverso. Un claro ejemplo es Brasil, que desde junio acumula una depreciación cercana a 10% de su moneda y luego de haber adoptado medidas para contener la apreciación cambiaria anunció un plan para vender US\$60 mil millones de aquí a fin de año.

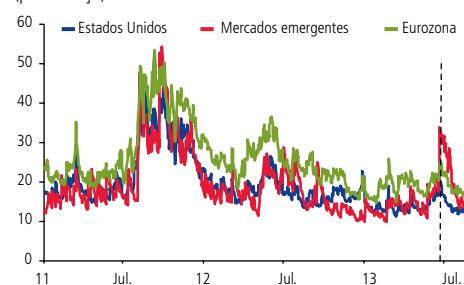
INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

El escenario de recuperación en el mundo desarrollado ha estado acompañado por acotados registros de inflación y perspectivas estables para esta variable ante la persistencia de las holguras de capacidad. Por ello, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido sus medidas de estímulo monetario. Además, las expectativas siguen anticipando que el proceso de retiro en Estados Unidos se hará de manera gradual y se iniciará en la próxima reunión de la Reserva Federal a mediados de septiembre de este año.

Otros bancos centrales del mundo desarrollado, en particular el Banco de Inglaterra, han entregado además una mayor comunicación en cuanto al curso futuro de su política monetaria. Así, este anunció que mantendrá la tasa de política monetaria en 0,5%, siempre que la inflación esté controlada y la tasa de desempleo se ubique sobre 7%. El objetivo de estos anuncios ha sido reducir la volatilidad en el mercado y también evitar que el aumento de las tasas de interés de largo plazo termine afectando una recuperación aún no consolidada.

GRÁFICO I.5

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



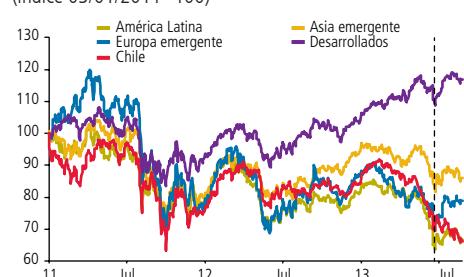
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2013.

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

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6

Indicadores bursátiles (1) (2)
(índice 03/01/2011=100)



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

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

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7

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



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

(2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región.

(3) Incluye a Chile, Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia.

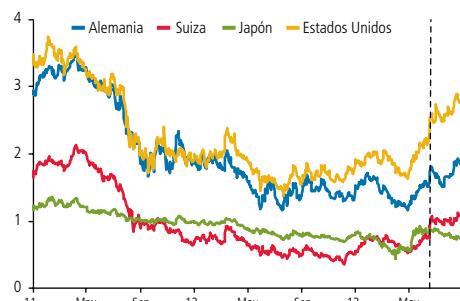
(4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia.

(5) Incluye a República Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.8**

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



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

Fuente: Bloomberg.

En la Eurozona, en tanto, a pesar de una incipiente mejora en la actividad regional, la comunicación y las señales entregadas por el Banco Central Europeo han mantenido las perspectivas de mercado respecto de la permanencia de las medidas de estímulo monetario por un tiempo prolongado.

En el resto del mundo, en los últimos meses ha primado la mantención de las tasas de interés. Un grupo pequeño de economías desarrolladas exportadoras de materias primas y también emergentes ha seguido disminuyendo las tasas de política. Ello, principalmente por la desaceleración de la actividad, mientras el panorama de la inflación para los próximos dos años ha permanecido estable o a la baja. La excepción la constituyen Brasil e Indonesia, que aumentaron la tasa de política ante elevados registros de inflación y la depreciación de sus monedas.

El escenario base reduce la estimación de la inflación externa relevante para Chile en el 2013. Esto, principalmente por la mayor apreciación del dólar, a lo que se suman menores registros de inflación en el mundo.

MATERIAS PRIMAS

Las materias primas tuvieron movimientos mixtos. Los aumentos de los precios de la energía y los metales fueron parcialmente compensados por bajas de los precios de productos agrícolas. Las tensiones geopolíticas y el repunte del mundo desarrollado asociado, entre otros, al sector manufacturero, explica en parte esta evolución (gráfico I.10).

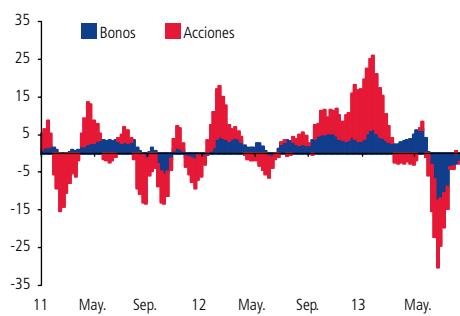
El precio del petróleo subió desde junio. El WTI y el Brent lo hicieron en 10,3 y 7,7%, respectivamente. Esto, debido principalmente al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Además, la demanda energética global se corrigió al alza para el 2013 ante el repunte de las expectativas y la producción industrial, lo que redujo los inventarios. La gasolina también aumentó: 6,6% desde junio, a pesar de la mayor producción en las refinerías. Basados en los precios implícitos de los contratos futuros de los últimos diez días hábiles anteriores al cierre de este IPoM, se sigue proyectando una trayectoria descendente de los precios de los combustibles, aunque en un nivel superior al proyectado anteriormente.

El precio del cobre se ubica en un nivel 5,0% mayor que el registrado en junio. Desde entonces, su valor osciló con gran volatilidad entre US\$3,01 y US\$3,33 la libra, transándose cerca de la parte alta de dicho rango hacia el cierre de este IPoM. El aumento de la producción manufacturera y de las importaciones de cobre en China, junto con anuncios de sus autoridades de nuevas inversiones en infraestructura, incidieron en su evolución reciente. Además, los inventarios de cobre en bolsa han caído. Así, el escenario base de este IPoM eleva la proyección del precio del cobre a US\$3,30 la libra para este año, y la mantiene en US\$3,05 para el próximo.

Los precios de los productos agrícolas disminuyeron. El maíz y el trigo retrocedieron en torno a 19% y 10%, respectivamente, principalmente por la buena evolución de los cultivos en Estados Unidos.

GRÁFICO I.9

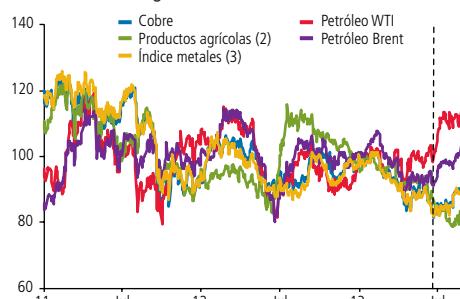
Flujos de capitales a economías emergentes (miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO I.10

Precios de materias primas (1) (índice ene.2011-agosto.2013=100)



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

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

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

Fuente: Bloomberg.

II. MERCADOS FINANCIEROS

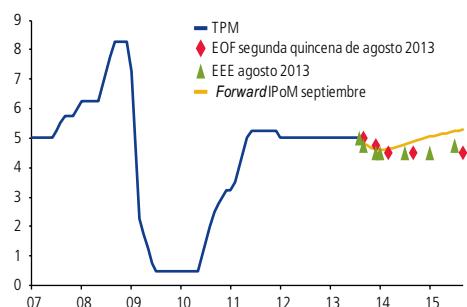
Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

De acuerdo con lo esperado, durante los últimos meses la actividad y la demanda interna han proseguido con el proceso de normalización gradual iniciado este año, manteniendo tasas de expansión inferiores a las del 2012 por segundo trimestre consecutivo. La inflación total volvió al rango de tolerancia, mientras que las medidas subyacentes siguieron con registros acotados y las expectativas inflacionarias se han mantenido en torno a la meta en el horizonte de política. En el ámbito externo, se ha consolidado un panorama de recuperación gradual de las economías desarrolladas y perspectivas de mayor desaceleración de las emergentes, especialmente China. Además, los mercados anticipan el pronto inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos. Este cambio del escenario externo ha afectado la dirección de los flujos de capital y ha generado algunas turbulencias en los mercados emergentes. Las tasas de interés internas y el tipo de cambio real se han movido en la dirección adecuada para facilitar el ajuste de la economía ante un escenario de menor impulso externo y de moderación de las presiones sobre los recursos internos. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5% pero ha señalado que la consolidación de estas tendencias podría requerir de ajustes en esta variable.

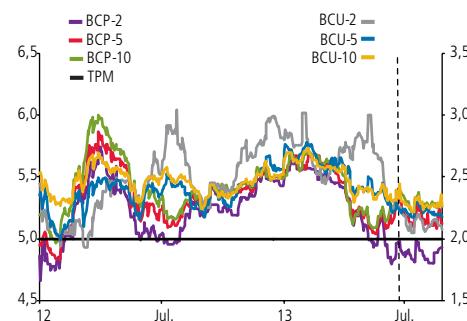
Las expectativas de mercado, aunque con vaivenes, continúan anticipando recortes de la TPM. En comparación con el cierre estadístico del IPoM anterior, las expectativas a un año que se desprenden de las distintas encuestas se han mantenido, mientras que en el horizonte de política, se han ajustado levemente a la baja (gráfico II.1). Por su parte, las expectativas que se desprenden de los precios de activos financieros se ubican prácticamente en el mismo nivel a uno y a dos años plazo (tabla II.1). Así, considerando las distintas medidas de expectativas a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 4,5 y 4,9% (igual que en el IPoM de junio) y a dos años plazo entre 4,5 y 5,3% (4,8 y 5,3% en junio). El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la implícita en las encuestas de expectativas vigentes al cierre de este IPoM.

GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

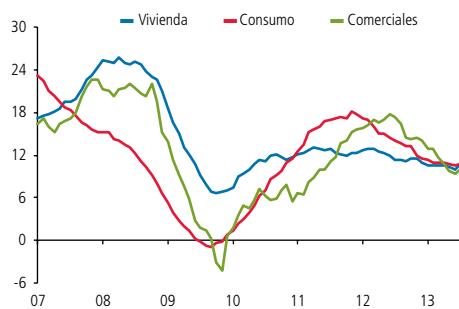


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

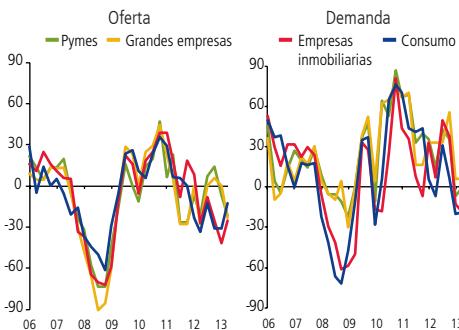
Colocaciones nominales por tipo de crédito
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

GRÁFICO II.4

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

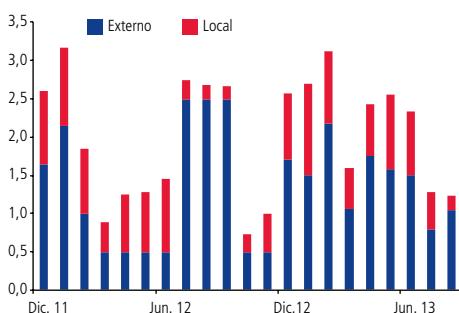


(*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5

Colocaciones de bonos sociiedades no financieras (*)
(trimestre móvil acumulado, miles de millones de dólares)



(*) Cifra de agosto de 2013 incluye información hasta el 27 del mes.

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

TABLA II.1

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

| | A diciembre 2013 | | A un año | | A dos años | |
|---------------------|------------------|-----------------|------------|-----------------|------------|-----------------|
| | IPoM junio | IPoM septiembre | IPoM junio | IPoM septiembre | IPoM junio | IPoM septiembre |
| EEE (1) | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 5,00 | 4,75 |
| EOF (2) | - | 4,75 | 4,50 | 4,50 | 4,75 | 4,50 |
| Curva forward (3) | 4,57 | 4,63 | 4,87 | 4,88 | 5,33 | 5,27 |
| Contratos swaps (4) | 4,52 | 4,66 | 4,47 | 4,50 | 4,81 | 4,83 |

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

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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central y la Tesorería han bajado algo desde el cierre estadístico del IPoM anterior. Respecto de junio, las tasas de los documentos reajustables (BCU) entre 2 y 10 años han disminuido entre 5 y 15 puntos base (pb), caída similar a la que tuvieron las tasas de interés nominales (BCP) entre 5 y 10 años. Desde julio se han observado algunos vaivenes acotados como consecuencia de variaciones en la composición de los portafolios de los fondos de pensiones ante cambios de fondo de sus afiliados. (gráfico II.2). Parte de los movimientos registrados en los últimos meses de las tasas no reajustables a 2 años han estado determinados por las expectativas de recortes a la TPM. De todas maneras, en el caso de las tasas nominales se mantuvo la brecha entre las de corto y más largo plazo. Con todo, el movimiento a la baja de las tasas nominales en Chile contrasta con las alzas que se observaron en los mercados internacionales y en muchas economías emergentes ante la expectativa de retiro gradual del programa de compra de activos de la Reserva Federal.

CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones financieras de la banca local, tanto para empresas como para personas, no han mostrado cambios significativos en los últimos meses. El crédito interno se ha mantenido estable en términos de crecimiento anual. Las condiciones de financiamiento externo han continuado normalizándose, luego de un período en que estuvieron excepcionalmente favorables.

Las condiciones crediticias para las personas no han mostrado mayores cambios respecto del IPoM anterior. A julio, la tasa de crecimiento anual de los créditos de consumo se mantiene en torno a 11% nominal (gráfico II.3). Las tasas de interés de dichos créditos de consumo subieron en promedio 37pb en el mismo período. Las colocaciones de vivienda mantienen su tasa de crecimiento anual en niveles similares a los del IPoM anterior: 10,8% (10,3% en mayo). Las tasas de interés para la vivienda se han mantenido similares (-5pb). En cuanto a las condiciones de acceso al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre de este año reportó nuevamente condiciones exigentes para los préstamos de consumo (gráfico II.4), mientras que para los préstamos hipotecarios se observan condiciones más expansivas que el trimestre anterior. Por el lado de la demanda, las entidades bancarias percibieron que la demanda

por créditos de consumo continúa debilitada y, a diferencia de trimestres previos, que hay menos solicitudes de créditos hipotecarios.

Respecto del crédito a empresas, el crecimiento anual de las colocaciones comerciales se ha mantenido en torno a 10%, mientras las tasas de interés para estos créditos aumentaron levemente: en promedio 18pb. Comparada con la del trimestre previo, la ECB del segundo trimestre de este año mostró condiciones de otorgamiento más exigentes para todos los sectores. Para las grandes empresas, esto se refleja en mayores requerimientos de garantías o en la imposición de otras condiciones contractuales. Para las constructoras e inmobiliarias, esto se debe a las perspectivas menos favorables para el sector, como también a un aumento del riesgo de crédito de clientes, lo que implica mayores requerimientos de garantías y restricciones al porcentaje máximo de los proyectos a financiar. Igualmente, información recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios*, indica mayores exigencias para los créditos comerciales en comparación con el cuarto anterior. Según la ECB, por el lado de la demanda, al igual que en el trimestre anterior, se percibe un debilitamiento de las solicitudes de crédito por parte de empresas tanto inmobiliarias como constructoras.

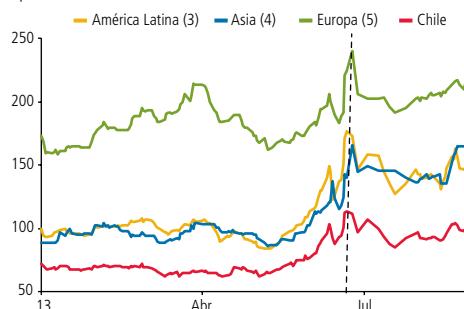
Con respecto a otras fuentes de financiamiento de las empresas, las colocaciones de bonos de sociedades no financieras tanto en el mercado interno como en el externo han disminuido desde junio. Esto último parece responder a que las condiciones de financiamiento externo han seguido encareciéndose (gráfico II.5). La tasas de los bonos de gobierno de largo plazo de Estados Unidos han continuado aumentando en los últimos meses. En Chile, el premio soberano a 5 y a 10 años, medidos a través del *Credit Default Swap (CDS)*, aunque con vaivenes, se ha mantenido en niveles similares de junio, lo que también se ha observado en otras economías emergentes. Así, continúan en niveles superiores a los de principios de año (gráfico II.6). Con todo, los de las empresas chilenas que se financian en el exterior, aunque con vaivenes, han aumentado en torno a 16pb en el mismo período.

Las bolsas mundiales, aunque con vaivenes, se ubican en niveles mayores a los del cierre estadístico del IPoM de junio (gráfico II.7). El desempeño de las plazas desarrolladas ha sido, en promedio, superior al de emergentes: medidas por el MSCI subieron 3,8% en moneda local (3,4% en dólares). Mientras que los mercados bursátiles emergentes han mostrado una recuperación en el mismo período, de 2,4% en moneda local (0,4% en dólares). La bolsa chilena, medida por el IPSA, ha caído 6,3% en moneda local, desde el cierre estadístico del IPoM anterior, y 8,2% en dólares, dada la depreciación del peso. Si bien esta caída se explica en forma importante por factores propios de algunas empresas, existe una baja general en las distintas empresas de la plaza bursátil local. Con todo, desde una perspectiva de más largo plazo, el comportamiento del IPSA no difiere sustancialmente respecto del promedio de las plazas bursátiles de América Latina. Así, estas últimas y el IPSA han disminuido desde principios de 2012, 15,7 y 14% en dólares, respectivamente. El desempeño del IPSA también ha estado en línea con la relación precio/utilidad de la bolsa nacional. Esta razón se ubica cercana a sus valores promedio, mientras que otras bolsas emergentes se encuentran bajo sus medias.

Respecto de los agregados monetarios, con información disponible a julio, el M1, conformado mayormente por pasivos bancarios no remunerados, aumentó

GRÁFICO II.6

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



(1) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región.

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

(3) Incluye a Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia.

(4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia.

(5) Incluye República Checa, Croacia, Bulgaria y Turquía.

Fuente: Bloomberg

GRÁFICO II.7

Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 03/01/2011)



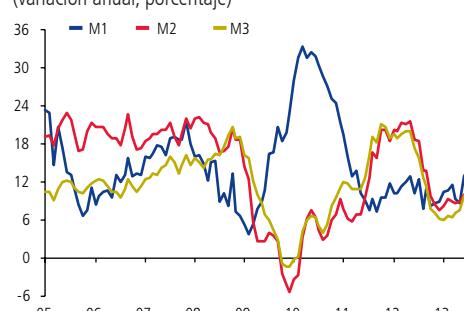
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2013.

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

Fuente: Bloomberg

GRÁFICO II.8

Agregados monetarios nominales
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA II.2
Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(variación anual, porcentaje)

| País | Variación TCN entre IPoM mar. 2013 e IPoM iun. 2013 (2) | Variación TCN entre IPoM jun. 2013 (2) e IPoM sep. 2013 (2) | Variación TCN respecto a 01/01/2013 | Spot respecto del mínimo del 2012 |
|----------------|---|---|-------------------------------------|-----------------------------------|
| Brasil | 9,7 | 9,1 | 16,0 | 39,9 |
| Indonesia | 2,1 | 8,1 | 15,7 | 27,6 |
| Malasia | 1,4 | 4,3 | 8,8 | 11,2 |
| Turquía | 4,5 | 3,9 | 14,1 | 16,9 |
| Australia | 10,6 | 3,8 | 15,7 | 20,3 |
| Tailandia | 5,2 | 2,5 | 5,2 | 6,1 |
| Chile | 6,3 | 2,5 | 7,3 | 9,7 |
| Perú | 6,2 | 2,0 | 10,2 | 10,4 |
| Sudáfrica | 8,7 | 1,4 | 22,8 | 39,6 |
| Canadá | 0,4 | 1,4 | 5,4 | 8,1 |
| Hungría | -5,6 | 0,8 | 2,1 | 6,2 |
| Colombia | 5,1 | 0,4 | 9,9 | 10,5 |
| Méjico | 4,9 | 0,2 | 2,7 | 5,4 |
| Reino Unido | -3,1 | -0,1 | 4,5 | 4,7 |
| Suiza | -2,2 | -0,2 | 0,2 | 2,5 |
| Rep. Checa | -2,6 | -0,3 | 1,1 | 4,2 |
| Nuevo Zelandia | 4,7 | -0,3 | 6,2 | 8,5 |
| Suecia | 1,1 | -0,4 | -0,2 | -0,2 |
| Eurozona | -2,6 | -0,5 | -1,4 | 0,5 |
| Israel | -1,5 | -0,9 | -2,1 | -1,3 |
| Polonia | 0,1 | -1,6 | 2,8 | 3,6 |
| Rep. Corea | 2,4 | -1,8 | 5,0 | 4,9 |

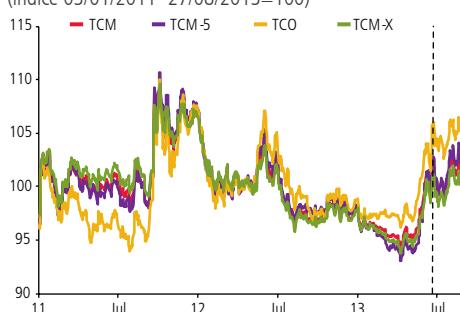
(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.9

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 03/01/2011- 27/08/2013=100)



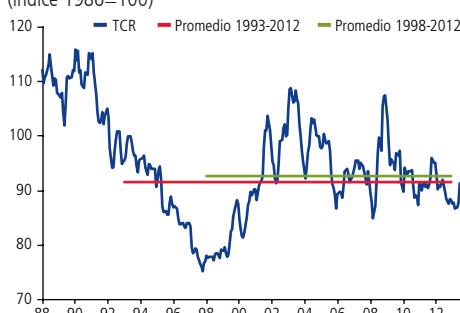
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10

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



(*) Cifra de agosto de 2013 incluye información hasta el 27 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

su tasa de variación anual de 14,3% nominal (8,7% en mayo). Ello se explica por una expansión de la tasa anual de los depósitos y ahorro a la vista debido a operaciones puntuales. El M3 también subió su tasa de crecimiento anual a 10,2% nominal (7,6% en mayo), lo cual responde a, entre otros factores, el efecto de la depreciación cambiaria en la tenencia de depósitos en moneda extranjera, mientras el M2 redujo su tasa de crecimiento anual a 7,9% (8,8% en mayo), destacando la reducción de los depósitos a plazo (gráfico II.8).

TIPO DE CAMBIO

En el mercado cambiario, el dólar multilateral se mantiene prácticamente estable a nivel global. No obstante, esta moneda se ha apreciado principalmente en relación con países emergentes, mientras que frente a monedas de países desarrollados se ha depreciado. La depreciación de las monedas de algunas economías emergentes ha alcanzado niveles importantes y ha complicado su manejo macroeconómico por sus efectos inflacionarios y financieros, lo que ha llevado a revertir las intervenciones cambiarias adoptadas con anterioridad. La depreciación del peso chileno ha sido de menor magnitud que en economías como Brasil, Indonesia o Turquía donde la actual coyuntura ha dejado en evidencia vulnerabilidades macro (tabla II.2). Con todo, la apreciación del peso que se dio hace unos meses fue menos intensa que la experimentada por otras monedas, por lo que ahora tampoco la depreciación ha sido tan marcada como en los países mencionados anteriormente. Al cierre estadístico de este IPoM se sitúa en torno a \$515 por dólar, aunque en el curso de agosto aumentó hasta \$517 por dólar. Así, el peso se depreció 2,5% desde junio. Su evolución a lo largo del año ha estado influenciada por los cambios en la valoración del dólar a nivel global y el aumento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales. En comparación con la canasta de monedas de los principales socios comerciales —tipo de cambio multilateral—, la depreciación del peso fue de 1,3%. Descontando de esta canasta el dólar estadounidense, la depreciación fue levemente menor 1,0% (gráfico II.9).

En línea con el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real (TCR) se ha depreciado: 0,9% desde junio. Considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el TCR se ubica en 92,1. Con ello, el nivel actual del TCR es similar a su promedio de los últimos 15 a 20 años y se estima que está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo (gráfico II.10). Considerando esta última evaluación, el escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

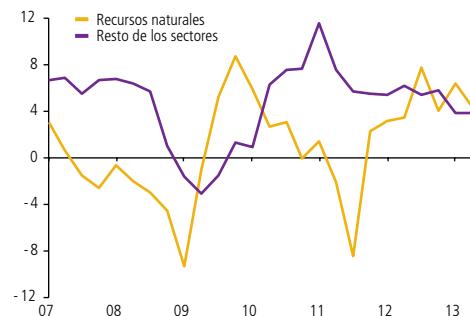
ACTIVIDAD SECTORIAL

En el segundo trimestre, la actividad siguió moderándose. Medido en términos anuales, el PIB creció 4,1% (4,5% en el primer trimestre), cifra que se enmarca dentro del proceso esperado de normalización de la tasa de crecimiento de la actividad. Con todo, esta baja fue algo mayor que lo anticipado en el último IPoM, relacionado principalmente con una caída del desempeño de los sectores de recursos naturales, cuya tasa de expansión en todo caso ha mostrado vaivenes en los últimos trimestres. El resto de los sectores, en tanto, mantuvo el menor dinamismo ya visible en el primer cuarto, en línea con la senda de desaceleración que estos iniciaron hace varios períodos. Con ello, el uso de la capacidad instalada ha disminuido (gráfico y tabla III.1). Por otro lado, se sumó la corrección al alza de la tasa de variación del PIB en el primer cuarto.

En los sectores de recursos naturales, la caída de la producción minera a inicios del segundo cuarto —en particular de cobre— fue la principal causa del débil comportamiento en el trimestre: 4,3% anual (6,4% en el primero). En todo caso, este descenso fue temporal, asociado a paralizaciones en algunas faenas, y en junio se observó un significativo repunte impulsado por la extracción de mineral de mayor ley así como por mejoras de eficiencia en un importante yacimiento. Por su parte, el volumen de exportaciones de cobre se recuperó con fuerza luego del paro portuario de fines de marzo y ha permanecido en esos mayores niveles. Esto dio origen a un menor acopio de existencias mineras, que fue el determinante principal de la desacumulación de inventarios en la demanda interna durante el segundo trimestre. La pesca se contrajo con mayor fuerza debido a la escasez de recurso pelágico, al igual que en el cuarto previo. En contraste, el sector de electricidad, gas y agua (EGA) siguió repuntando de la mano del uso de centrales de generación térmica que operan a menores costos de mercado que otras empleadas con anterioridad, aunque la generación hidráulica continuó cayendo como consecuencia de la sequía que afecta al país.

El resto de los sectores creció 3,9% anual, al igual que en el primer trimestre, con lo que mantuvo un ritmo de expansión inferior al observado a lo largo del 2012. El crecimiento de estos sectores estuvo liderado en gran parte por el comercio, que recuperó vigor principalmente en las ramas minoristas. La construcción también mostró mayor dinamismo, explicado por la mejora

GRÁFICO III.1
Crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

21

**TABLA III.2****Demandra interna (1)**

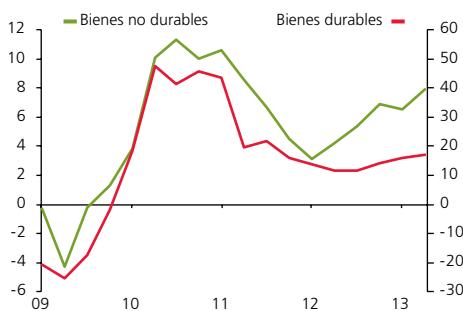
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

| | Pond. | 2012 | | | | 2013 | |
|---------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|
| | | I | II | III | IV | I | II |
| Demandra Interna | 99,6 | 4,9 | 6,9 | 8,3 | 8,2 | 7,2 | 4,5 |
| Demandra interna (s/existenias) | 98,8 | 5,2 | 6,4 | 7,3 | 9,8 | 6,9 | 7,1 |
| Formación Bruta Capital Fijo | 24,1 | 7,3 | 9,8 | 13,4 | 18,1 | 9,5 | 9,3 |
| Construcción y otras obras | 14,6 | 9,2 | 9,0 | 8,6 | 9,1 | 5,4 | 5,7 |
| Maquinaria y Equipo | 9,5 | 3,7 | 10,8 | 20,6 | 31,3 | 16,3 | 15,0 |
| Consumo Total | 74,7 | 4,6 | 5,4 | 5,4 | 7,3 | 6,1 | 6,4 |
| Consumo Privado | 62,5 | 5,1 | 5,7 | 6,0 | 7,3 | 6,8 | 7,0 |
| Bienes Durables | 6,5 | 13,9 | 11,5 | 11,4 | 14,1 | 16,1 | 17,0 |
| Bienes No Durables | 25,9 | 3,1 | 4,2 | 5,3 | 6,9 | 6,6 | 7,9 |
| Servicios | 30,2 | 5,0 | 5,7 | 5,5 | 6,3 | 5,0 | 4,3 |
| Consumo Gobierno | 12,1 | 1,6 | 4,2 | 2,5 | 7,2 | 1,9 | 3,6 |
| Variación de existencias (2) | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,3 | 0,9 | 0,9 | 0,3 |
| Exportación Bienes y Servicios | 34,2 | 3,5 | -0,2 | -4,3 | 4,7 | -0,3 | 7,2 |
| Importación Bienes y Servicios | 33,9 | 2,9 | 2,4 | 2,3 | 11,9 | 6,6 | 8,4 |
| PIB Total | 100,0 | 5,1 | 5,7 | 5,8 | 5,7 | 4,5 | 4,1 |

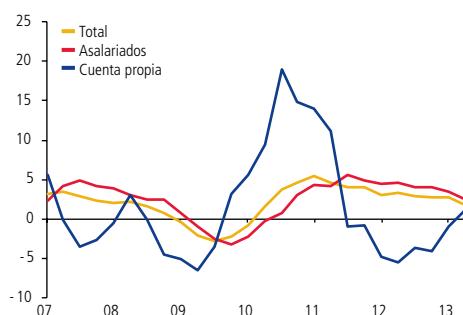
(1) Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Consumo privado
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Creación de empleo (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) Promedio año móvil.

Fuente: Universidad de Chile.

de algunos indicadores del sector inmobiliario. Con todo, las demás ramas vinculadas a la inversión sostuvieron un bajo desempeño, en especial los servicios empresariales. La industria, si bien exhibió cierta recuperación, persiste débil, fundamentalmente en aquellas líneas de producción destinadas a la inversión. Las expectativas empresariales (IMCE) para el sector industrial han reflejado este comportamiento y descendieron bajo el umbral neutral.

El escenario base considera que el PIB se expandirá entre 4,0 y 4,5% este año, dentro del rango previsto en junio (4,0-5,0%). Esto, en un contexto donde la desaceleración observada en el primer trimestre ha proseguido en forma gradual. Para el 2014, el escenario base prevé un crecimiento de entre 4 y 5%. Las perspectivas de mercado reportadas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se ajustaron nuevamente a la baja a 4,3% para este año (4,6% en junio), al igual que para el 2014, a 4,5% (4,7% en junio).

DEMANDA INTERNA

En el segundo trimestre, la demanda final —descontadas las existencias— continuó creciendo en torno a 7% anual, similar al cuarto previo. Aun cuando este desempeño estuvo por sobre lo previsto, el gasto interno siguió mostrando una expansión anual por debajo de lo registrado en la segunda mitad del 2012. El principal impulso provino del consumo privado, que consignó un repunte en su componente habitual, a la vez que, en línea con lo esperado, la desaceleración de la inversión fue menos pronunciada que en el trimestre anterior. En tanto, la demanda interna continuó moderándose de manera gradual y se expandió 4,5% anual (7,2% en el primer trimestre), resultado que en todo caso estuvo determinado por la desacumulación de inventarios ya señalada (tabla III.2). Por otro lado, las exportaciones netas han mejorado su crecimiento anual, especialmente apoyadas en el aumento de los volúmenes exportados en gran parte de los sectores económicos.

El consumo privado exhibió un desempeño algo mejor al del trimestre precedente, atribuible en su mayoría a la recuperación del consumo de bienes no durables, cuya tasa de expansión anual aumentó a 7,9% (6,6% en el primero). El consumo durable mantuvo altas tasas de crecimiento, como ha sido la tónica hace ya varios trimestres (gráfico III.2). Resaltan las ventas de automóviles, las que se han reflejado en los elevados niveles de sus importaciones. El alto dinamismo de las ventas de bienes de consumo, en general, fue coherente con las condiciones del mercado laboral. La tasa de desempleo, en sus distintas mediciones (Universidad de Chile e INE), continúa en sus mínimos históricos, mientras los salarios nominales siguieron creciendo en torno a 6% anual. Así, el ingreso disponible de los hogares persiste en altos niveles, lo cual ha permitido incluso un incremento del ahorro de estos agentes en el primer trimestre.

Con todo, existen elementos que hacen prever una moderación del consumo en lo sucesivo. En términos desestacionalizados, el índice de confianza de los consumidores elaborado por la Universidad de Chile muestra un declive en el segundo cuarto del año. Asimismo, las expectativas medidas por el IPEC siguieron moderándose e información a julio señala que estas se sitúan virtualmente en el nivel neutral. Para el trimestre móvil terminado en junio,

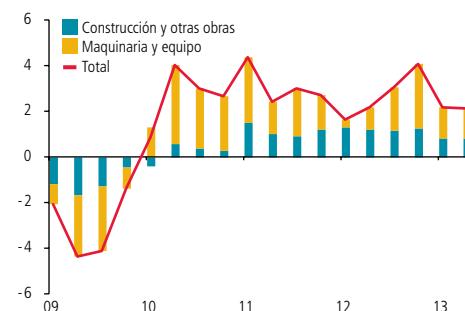
descontada la estacionalidad, no hubo creación de empleo y la fuerza de trabajo disminuyó en relación al trimestre móvil precedente. Por otro lado, en coherencia con el carácter cíclico de la economía, resalta la recomposición del empleo hacia trabajadores por cuenta propia en desmedro de los asalariados, lo cual podría tener un impacto negativo sobre las decisiones de consumo debido a la inestabilidad de ingresos inherente a esta categoría ocupacional (gráfico III.3). Los salarios reales disminuyeron su tasa de variación anual a cerca de 4%, concordante con la normalización de la inflación. Así, los ingresos laborales reales han mostrado menor dinamismo en lo más reciente. Según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre, las condiciones crediticias continuaron restrictivas —a excepción del financiamiento hipotecario—, coincidente con tasas de interés algo más altas para los préstamos de consumo, mientras que la expansión anual de las colocaciones en este segmento persistió en niveles similares a los del último IPoM. Así, el canal del crédito tampoco se vislumbra como un mecanismo de reemplazo de los menores ingresos laborales.

En términos anuales, la inversión mantuvo un crecimiento inferior al observado durante el segundo semestre del 2012, aunque continúa expandiéndose a tasas elevadas: 9,3% en el segundo trimestre (9,5% anual en el primero). La principal incidencia provino del componente de maquinaria y equipos, cuya trayectoria se condice con la evolución que han tenido las importaciones de bienes de capital. Estas últimas han seguido reduciendo su variación anual, considerando su promedio móvil trimestral a julio. Si bien en términos de niveles, las internaciones mostraron un repunte en ese mes, hay que considerar que estas están sujetas a una elevada volatilidad. De todos modos, se prevé que su tasa de expansión anual en la segunda mitad del 2013 seguirá reduciéndose, en parte por la alta base de comparación con igual período del 2012, en virtud de las mayores importaciones de material de transporte que se registraron en ese lapso (gráfico III.4).

El desempeño del componente de construcción y obras fue similar al del trimestre anterior. Se observó un leve repunte explicado por mejoras de algunos indicadores puntuales, especialmente del sector inmobiliario, que no modifican las perspectivas de normalización del crecimiento de la inversión acorde con la madurez de su ciclo. El catastro de inversiones mineras elaborado por la Comisión Chilena del Cobre, si bien elevó sus estimaciones para el período 2015-2021, acotó los montos previstos para este año y el próximo. Asimismo, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de junio corrigió al alza las proyecciones de inversión en obras de ingeniería para el período 2014-2016, no obstante redujo las proyecciones para este año debido principalmente a la paralización y/o postergación de proyectos mineros y energéticos (gráfico III.5). De acuerdo con información recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios*, la suspensión de estas iniciativas mineras ha redundado, especialmente en el norte del país y, en menor medida, en la zona centro, en un descenso de las expectativas de inversión y actividad de manera transversal en los distintos sectores, incluyendo empresas no relacionadas al rubro. En cuanto al sector inmobiliario, las señales son mixtas. Según la Cámara Chilena de la Construcción, en términos desestacionalizados, las ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago permanecieron en niveles similares a los del trimestre anterior —aunque las cifras nacionales decrecieron durante el período (Collect)— y siguen destacando aquellas en etapa de construcción,

GRÁFICO III.4

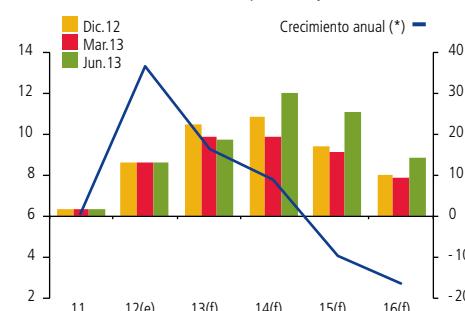
Contribución al crecimiento anual de la inversión (variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.5

Inversión en obras de ingeniería (miles de millones de dólares; porcentaje)



(e) Estimación.

(f) Proyección.

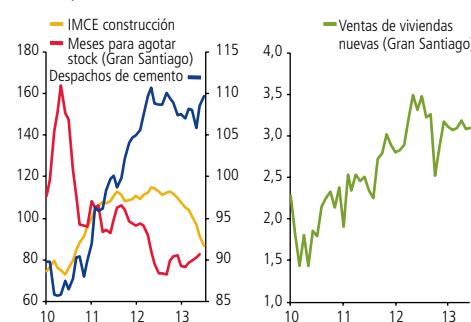
(*) Corresponde al promedio de los últimos tres catastros.

Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

GRÁFICO III.6

Sector inmobiliario (1)

(índice promedio 2010-2013 = 100 (2); miles de unidades)



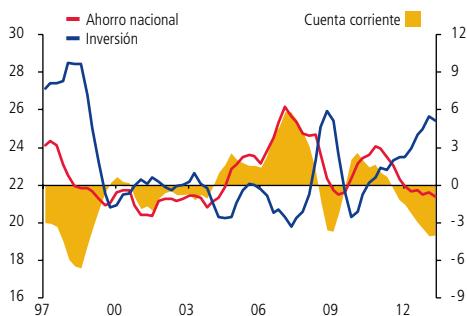
(1) Series desestacionalizadas.

(2) Promedio móvil trimestral.

Fuentes: Cámara Chilena de la Construcción, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez e Instituto del Cemento y del Hormigón.

**GRÁFICO III.7**

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



Fuente: Banco Central de Chile.

mientras que los despachos de materiales se recuperaron en el segundo cuarto, especialmente en el mes de junio. El empleo del sector construcción continuó dinámico, creciendo en los últimos meses a tasas cercanas a 8% anual, en conformidad con la mayor disponibilidad de mano de obra asociada al reciente declive de la inversión minera. Por el contrario, los meses para agotar stock han aumentado en lo último (gráfico III.6). La confianza empresarial para el sector construcción cayó bajo el umbral neutral a fines del segundo trimestre y siguió descendiendo a inicios del tercero. Las condiciones para el otorgamiento de créditos reportadas en la ECB son más restrictivas para las empresas inmobiliarias y constructoras, al igual que para el resto de las empresas. Las tasas de interés y las colocaciones comerciales se han mantenido con relativa estabilidad.

CUENTA CORRIENTE

La cuenta corriente acumuló en el segundo trimestre un saldo negativo de US\$1.631 millones, correspondiente a 4,0% del PIB en el último año móvil (4,1% en el primer trimestre del 2013). En este resultado incidió el saldo más deficitario de la balanza comercial y de servicios, que fue compensado por la menor remisión de rentas al exterior, en particular de la minería. En la evolución de las rentas se observa el impacto de los mayores costos alcanzados en este sector que se han sumado al menor precio del cobre en el último tiempo (gráfico III.7). Esto último ha redundado en una corrección marginal a la baja del déficit proyectado para el 2013 a 4,5% del PIB (4,7% en el IPoM de junio), mientras que para el 2014 se mantiene en 4,8%.

El Consejo sigue con atención la evolución del déficit de la cuenta corriente. El dinamismo de la inversión acumulado en años anteriores, así como el retroceso del ahorro nacional, imponen una nota de cautela en un escenario en el que las condiciones financieras internacionales podrían ser menos favorables y el precio del cobre más bajo. Con todo, la consolidación de la tendencia de moderación del gasto interno, junto con una depreciación del tipo de cambio real, son factores que debieran contribuir a reducir el déficit externo. Además, como ya se ha resaltado con anterioridad, el endeudamiento no ha sido la fuente principal de financiamiento del déficit, sino la inversión extranjera directa, lo cual mitiga en parte los riesgos asociados a este déficit.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

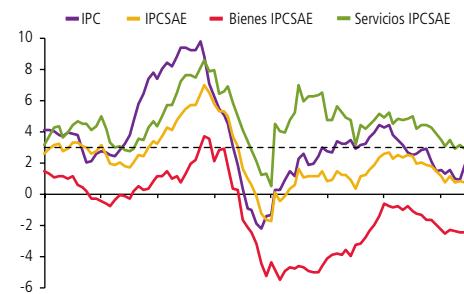
EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación anual del IPC, en línea con lo anticipado en el IPoM de junio, retornó al rango de tolerancia, ubicándose en 2,2% en julio. En tanto, el crecimiento anual de la medida subyacente que excluye los alimentos y la energía (IPCSAE) sigue en torno a 1% (gráfico IV.1). En este escenario las expectativas de inflación a uno y dos años plazo no mostraron mayores cambios respecto de junio, y hacia fines del horizonte de proyección continúan en torno a 3%.

Entre mayo y julio, el IPC acumuló un incremento de 0,9 puntos porcentuales (pp), lo que contrasta con la nula variación que tuvo entre febrero y abril (gráfico IV.2). La evolución de la inflación estuvo determinada por el aumento del precio de la energía y de los alimentos. Por su parte, en los últimos tres meses el IPCSAE acumuló un incremento similar al que registró en el trimestre terminado en abril. Por componente, la inflación de bienes siguió aportando negativamente, y la de servicios positivamente. En términos anuales, la inflación también se explica por la contribución positiva del precio de la energía, los alimentos y los servicios del IPCSAE y el aporte negativo de la inflación de bienes del IPCSAE (gráficos IV.3 y IV.4).

En cuanto a la energía, tal como se había anticipado en el IPoM anterior, tanto el precio de la electricidad como el de los combustibles tuvieron un aporte positivo en la inflación acumulada en los últimos tres meses, a diferencia de lo ocurrido entre febrero y abril (gráfico IV.5). La incidencia positiva de la electricidad se debe a la reversión de las reliquidaciones que operaron en el bimestre previo. El precio de los combustibles subió por el incremento del precio del petróleo y sus derivados a nivel internacional y, en menor medida, por la depreciación del peso (+2,5% respecto del IPoM de junio). En particular, la gasolina del Golfo de México, aunque con vaivenes, se ubica 6,6% por sobre los valores registrados al cierre estadístico del IPoM pasado. En el mercado interno, la entrada en funcionamiento del Sistema de Protección al Contribuyente (SIPCO) aminoró en parte estas alzas. La trayectoria esperada para la gasolina en el mercado local está por sobre la considerada en el IPoM anterior, principalmente por el incremento de las tensiones en Medio Oriente que ha elevado el precio internacional de los combustibles. Cabe señalar que la

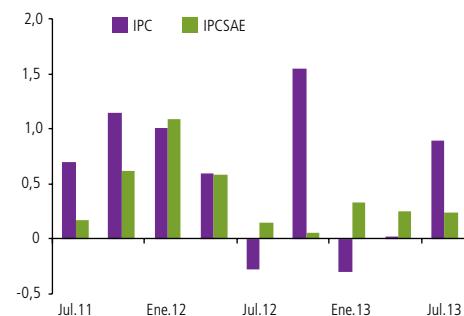
GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

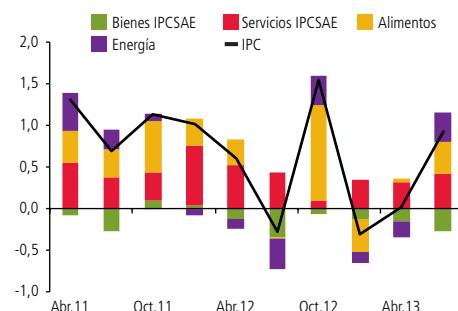
GRÁFICO IV.2
Inflación mensual
(acumulada en tres meses, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

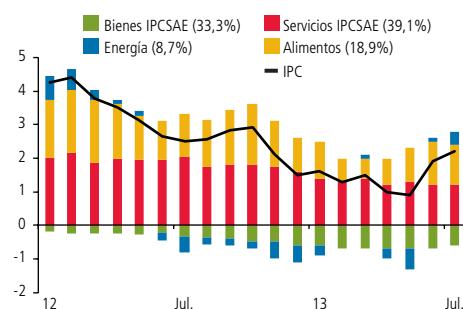


GRÁFICO IV.3
Incidencias en la inflación mensual del IPC
(acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



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

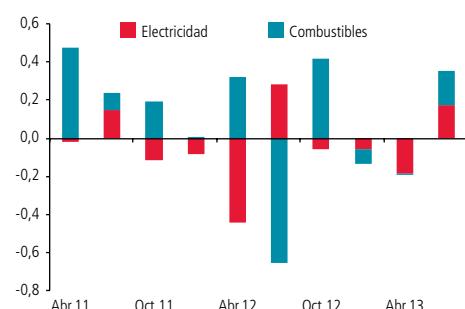
GRÁFICO IV.4
Incidencias de la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



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

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

GRÁFICO IV.5
Incidencia de la energía en la inflación mensual del IPC
(acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



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

mayoría de los combustibles contribuyeron positivamente a la inflación, como el gas licuado, principalmente por aumentos del precio de importación.

Los alimentos tuvieron una contribución positiva a la inflación entre mayo y julio, que superó la acumulada entre febrero y abril. Ello se explica principalmente por el incremento del componente de frutas y verduras frescas (gráfico IV.6). De acuerdo con el INE, a la estacionalidad habitual de este componente en algunos casos se agregaron problemas de oferta, como heladas, y también mayores costos de transporte por el aumento del precio de los combustibles. Los precios de los alimentos no perecibles no han mostrado un cambio relevante en su trayectoria. En los últimos tres meses tuvieron una contribución positiva, similar a la registrada entre febrero y abril. A diferencia de lo ocurrido en el mercado interno, el precio de los alimentos a nivel internacional, medido por el índice agregado de la FAO, descendió en torno a 4% en julio respecto de abril. Ello, principalmente, por la caída del precio de los cereales del orden de 8%, por la buena evolución de los cultivos en Estados Unidos. De acuerdo con información recolectada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios*, las empresas que utilizan como insumo cereales señalan que estas disminuciones ya han comenzado a reflejarse en el mercado interno en el último mes. En este contexto, la trayectoria de los precios futuros a nivel internacional se ajusta a la baja respecto del IPoM anterior.

La inflación de bienes del IPCSAE acumuló una incidencia negativa en los últimos tres meses, mayor que la registrada entre febrero y abril. Ello, principalmente debido a la caída del precio de prendas de vestir, por las liquidaciones de término de temporada, y de automóviles. De todas maneras, en julio el IPCSAE de bienes aumentó levemente su tasa de crecimiento anual de -2,4 a -2,2%. En el segundo trimestre los precios en pesos de los bienes de consumo importados aumentaron respecto del cuarto previo. Esto se explica en gran parte por la depreciación del peso, ya que en dólares estos precios disminuyeron. Tal como se señaló en el IPoM anterior, el INE introdujo a partir de julio mejoras metodológicas para la medición de los precios de prendas de vestir y calzado, con el fin de solucionar los problemas relacionados a la comparabilidad de precios entre meses por efectos de estacionalidad y moda ^{1/}.

La inflación de servicios del IPCSAE tuvo un aporte positivo mayor al acumulado entre febrero y abril. La principal incidencia correspondió al servicio de transporte de bus interurbano, que aumentó especialmente en julio por la mayor demanda estacional. En términos anuales, el IPCSAE de servicios disminuyó su tasa de crecimiento desde 3,1 a 2,9%. Si bien ello refleja una menor contribución de los precios de los servicios a la inflación anual en comparación con la primera mitad del 2012, gran parte de estos sigue sin mostrar un cambio de tendencia relevante o distinta a lo habitual. La excepción son los servicios financieros, que debido a la reducción del impuesto de timbres y estampillas en enero de este año, han contribuido negativamente a la inflación anual. A este factor se agregó en julio la disminución de los valores de las primas de seguros que aplican algunos bancos a sus créditos hipotecarios y de consumo (gráfico IV.7).

Las presiones sobre la inflación de servicios provenientes del costo de la mano de

^{1/} Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1: "Cambios metodológicos en el IPC", IPoM junio 2013, página 33.

obra se han moderado con respecto al IPoM anterior. La tasa de crecimiento anual de los salarios nominales disminuyó y se ubica, dependiendo de su medida, en 6,2 y 5,7% (6,6 y 6,2% en abril). Los salarios reales también redujeron su tasa de variación anual, en línea con el incremento de la inflación (gráfico IV.8). Cabe señalar que la sensibilidad de las variaciones de los salarios nominales a las fluctuaciones transitorias de la inflación total ha disminuido en la última década respecto de lo que se observaba en períodos en que la inflación era más alta y volátil. Esto puede reflejar una reducción del grado de indexación de los salarios (Recuadro IV.1). Además, en el margen, las presiones sobre el mercado laboral se han aminorado, lo que se observa en el descenso de la tasa de crecimiento de la creación de empleos y de la fuerza de trabajo. Ello coindice con información recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios*, que indica, en distintos sectores y regiones del país, una menor dificultad para encontrar mano de obra en los últimos meses, especialmente en las zonas norte y central del país. Cabe señalar que la moderación observada en el dinamismo del mercado laboral y de los salarios reales, tal como se señaló en el IPoM de junio, está dentro de un proceso de normalización acorde con la desaceleración gradual de la actividad.

En cuanto a los márgenes, de acuerdo con diferentes medidas, se observa una cierta compresión en el agregado y en algunos sectores económicos en particular. Un ejemplo es la relación entre el IPCSAE y el costo laboral unitario ajustado por productividad, que ha disminuido en los últimos meses. Algo similar sucede al analizar la relación entre el precio de los bienes del IPCSAE y el tipo de cambio, que recientemente muestra una compresión adicional por la depreciación del peso. La normalización de estos márgenes es compatible con una convergencia de los indicadores de inflación subyacente hacia el 3% anual.

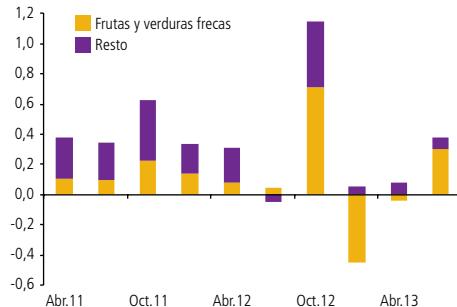
PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En este contexto, las expectativas de inflación a uno y dos años plazo no mostraron grandes cambios desde el IPoM anterior. Así, las expectativas de inflación hacia fines del horizonte de proyección se mantienen en torno a 3%. Las perspectivas de inflación para los próximos meses se ajustaron levemente al alza, principalmente luego del aumento del precio de la gasolina en los mercados internacionales (gráfico I.10).

Las expectativas privadas que se derivan de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) siguen proyectando que la inflación anual se ubicará a uno y dos años plazo en 2,8 y 3,0%, respectivamente. Con todo, para diciembre la EEE de agosto corrige la proyección de inflación desde 2,4% a 2,5%. La perspectiva para la inflación a un año plazo, extraída del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), sigue en 2,8%. En cuanto a las perspectivas de los consumidores, el porcentaje de personas que creen que la inflación "subirá mucho los próximos doce meses" disminuyó, respecto del IPoM de junio, de 51 a 49%. Las compensaciones inflacionarias hacia fines del horizonte de proyección también apuntan a valores próximos a 3%.

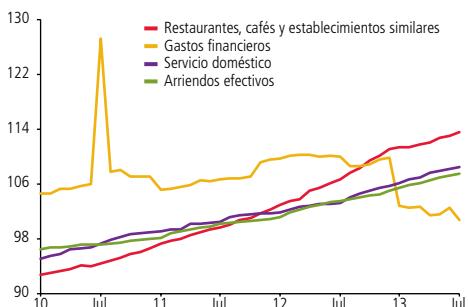
En el escenario base se considera que la inflación seguirá aumentando gradualmente hasta ubicarse en 3% durante el primer semestre del 2014 y permanecer en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2015. El IPCSAE tendrá una trayectoria algo más lenta hacia ese valor.

GRÁFICO IV.6
Incidencia de los alimentos en la inflación
mensual del IPC
(acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



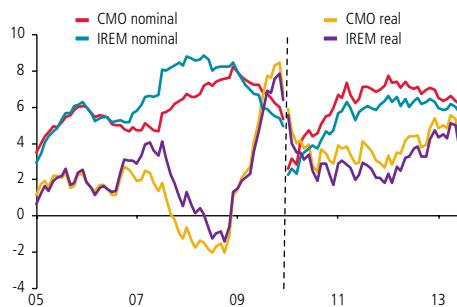
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.7
Precios de servicios
(índice 2009-2012=100)



Fuente: Instituto Nacional Estadísticas.

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



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

(2) Para su definición, ver Glosario.

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



RECUADRO IV.1 SALARIOS E INDEXACIÓN

Durante el último año los salarios reales han tenido tasas de crecimiento anual elevadas en un contexto de baja inflación y un mercado laboral estrecho. El escenario base de este IPoM contempla un paulatino incremento de la inflación hacia la meta y tasas de crecimiento de la actividad algo por debajo de su tendencia. Esto debiese implicar una moderación del ritmo de expansión de los salarios reales. En nuestra historia, dichos ajustes han resultado costosos debido a la inercia de los salarios nominales y a la incidencia de la inflación rezagada sobre los mismos, asociada en parte importante a las cláusulas de indexación automática a la inflación pasada^{1/}. Por lo mismo, resulta importante evaluar si en la actualidad se mantienen los grados de indexación agregada de los salarios observado en el pasado y cómo cambios en la trayectoria de la inflación afectan la indexación salarial.

Una forma de evaluar cuán sensibles son las series de salarios nominales agregados a cambios de la inflación pasada es a través de estimaciones de series de tiempo. Dado que la consolidación del régimen de metas de inflación, y por tanto la credibilidad en la meta, puede afectar el grado de indexación, se deben considerar dos períodos: 1991-2000 y 2001-2013. En el primer período la inflación anual promedio fue alrededor de 12%, llegando incluso en algunos meses a registrar un crecimiento por sobre 20%, mientras que en el segundo, cuando se establece formalmente el régimen de meta de inflación por parte del Banco Central, fue algo sobre 3%.

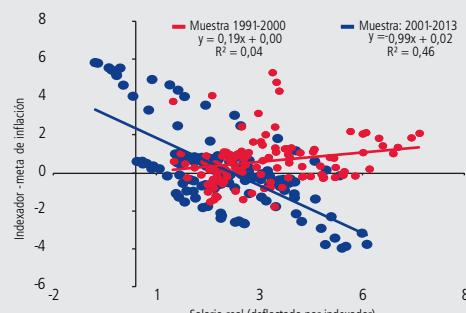
Los resultados muestran que en el período más reciente la evolución de los salarios nominales resulta menos sensible a las fluctuaciones de la inflación rezagada. En efecto, se observa una correlación negativa entre desvíos inflacionarios respecto de la meta de inflación y el crecimiento del salario real, mientras que durante el primer período la correlación era cercana a cero, reflejando que los salarios nominales se movían en línea con las sorpresas inflacionarias (gráfico IV.9).

Utilizando un modelo para la evolución de los salarios nominales que controla por la situación del mercado laboral, la evolución de la inflación acumulada desde la última revisión de contratos y la meta de inflación del Banco Central se estima que entre 15 y

35% de los cambios en la inflación pasada se transpasarían a los salarios nominales en el corto plazo en la actualidad, mientras que en el primer período estudiado era cercana al 100% en la mayoría de los casos.

Esta evidencia es coherente con una disminución en el grado efectivo de indexación de los salarios a las fluctuaciones transitorias de la inflación durante la última década respecto de lo que se observaba en períodos en que la inflación era más alta y volátil. Otros estudios, como Céspedes et al (2005) también encuentran que el grado de indexación a la inflación pasada habría caído a partir del año 2000.

GRÁFICO IV.9
Relación entre salarios e indexación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El indexador se construye considerando que los contratos se reajustan en distintos momentos del tiempo: 1/6 lo hace cada 6 meses y 1/9 cada 9 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

En resumen, desde el punto de vista macro, y desde la instauración de la actual meta para la inflación, la indexación salarial es menos de la mitad que la prevaleciente en los años noventa. Ello sugiere, por una parte, que con la adopción de la meta de inflación de 3% se introdujo una variable que ha contribuido a guiar las expectativas y ha condicionado los reajustes salariales. Por otra parte, podría indicar que la evolución agregada de los salarios estaría más determinada por los movimiento de trabajadores entre empresas y sectores que por la evolución de sus salarios a lo largo de su vida laboral en una misma empresa. Ello es coherente con la estrechez que se ha observado en el mercado laboral durante los últimos años.

^{1/} Recuadro V.1: "Salarios e indexación", IPoM enero 2008, página 48.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

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

El panorama de crecimiento para los socios comerciales se ajusta mayormente para el 2015. Ello por un cambio en la percepción de China, anticipándose que en el horizonte de proyección esta economía no crecerá más allá de la tasa que exhibió en el segundo trimestre del 2013: 7,5% anual. Esta proyección se sustenta en que sus autoridades tienen poco espacio para tomar medidas más agresivas para estimular la actividad, entre otros ante la fragilidad de su sistema financiero. Lo anterior también redundará en un menor desempeño para el resto de las emergentes, en particular exportadores de productos básicos. El proceso de recuperación gradual de las economías desarrolladas se irá asentando en el horizonte de proyección. Para la Eurozona, se hará más visible en el 2014, año en que volverá a mostrar una tasa de expansión anual positiva. En los últimos meses, las mejores cifras de actividad y de confianza empresarial indican que la recesión habría tocado fondo en esa región. En Estados Unidos, la tendencia de recuperación se ve afirmada con las cifras de actividad del segundo trimestre, que mostró un aumento de su velocidad de expansión. No obstante, las perspectivas para este año y el siguiente son menores, debido a revisiones de las series históricas de la economía norteamericana que dieron cuenta que la recuperación se había iniciado antes de lo esperado. Así, las proyecciones de crecimiento para los socios comerciales de Chile se ajustan a la baja en una décima el 2013 y el 2014, respectivamente.

Las condiciones financieras externas continuarán normalizándose en los próximos dos años y la volatilidad seguirá presente en el escenario base. Tal como se ha observado desde el último IPoM, luego de la mayor calma en los mercados, las tensiones han vuelto a intensificarse en las últimas semanas. Los precios de los activos seguirán ajustándose, en particular las tasas de interés de

TABLA V.1

Supuestos del escenario base internacional

| | 2012 | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|--|------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Términos de intercambio | -4,1 | -5,2 | 0,1 | -1,2 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,4 | 3,3 | 3,6 | 4,0 |
| PIB mundial PPC (*) | 3,1 | 3,0 | 3,5 | 3,9 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 2,5 | 2,3 | 2,9 | 3,5 |
| Precios externos (en US\$) | -0,2 | -0,1 | -1,5 | 0,2 |
| (niveles) | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb) | 361 | 330 | 305 | 290 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barrel) | 94 | 100 | 96 | 89 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barrel) | 112 | 108 | 104 | 97 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*) | 824 | 815 | 787 | 736 |
| Líbor US\$ (nominal, 90 días) | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 1,1 |

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

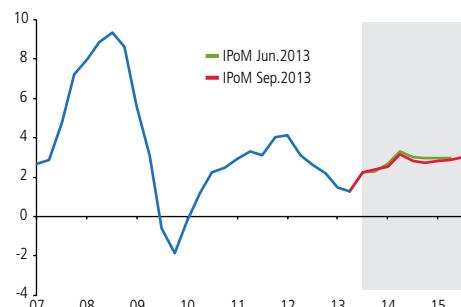
TABLA V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

| | 2012 | 2013 (f) | 2014 (f) |
|---|---------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | |
| PIB | 5,6 | 4,0-4,5 | 4,0-5,0 |
| Ingreso nacional | 6,3 | 5,6 | 4,6 |
| Demandra interna | 7,1 | 4,9 | 4,9 |
| Demandra interna (sin variación de existencias) | 7,3 | 5,7 | 4,8 |
| Formación bruta de capital fijo | 12,3 | 5,7 | 4,5 |
| Consumo total | 5,8 | 5,6 | 5,0 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 1,0 | 4,0 | 3,3 |
| Importaciones de bienes y servicios | 4,9 | 5,6 | 4,5 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,5 | -4,5 | -4,8 |
| Ahorro nacional (% del PIB) | 21,4 | 20,4 | 19,9 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 24,1 | 24,7 | 24,7 |
| FBCF (% del PIB real) | 26,8 | 27,2 | 27,2 |
| (millones de dólares) | | | |
| Cuenta corriente | -9.497 | -12.550 | -13.260 |
| Balanza comercial | 3.422 | -1.600 | -3.000 |
| Exportaciones | 78.277 | 77.300 | 77.850 |
| Importaciones | -74.855 | -78.900 | -80.850 |
| Servicios | -2.435 | -2.900 | -2.600 |
| Renta | -12.676 | -9.700 | -9.160 |
| Transferencias corrientes | 2.192 | 1.650 | 1.500 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

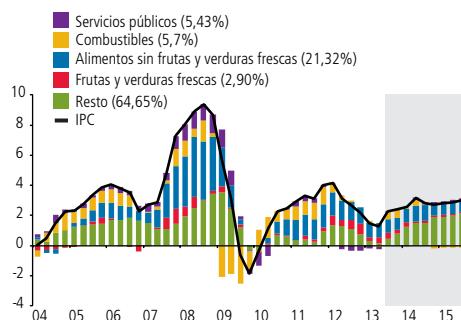
largo plazo en las economías desarrolladas continuarán subiendo, reflejando el esperado proceso de retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos. Para las economías emergentes, además, se traducirá en mayores primas por riesgo, ubicándolas en niveles cercanos a sus promedios históricos. El dólar estadounidense seguirá apreciándose mayormente frente a estas economías, lo que también aportará al mayor costo de financiamiento externo. De todos modos, los movimientos del dólar se traducirán en una menor inflación externa relevante para la economía chilena (IPE) este año y el próximo, considerando que el panorama de inflación del resto del mundo no tiene grandes cambios.

Los precios de materias primas, en general, mantendrán una trayectoria descendente en el horizonte de proyección. La mayor corrección se da en el precio del petróleo, que subió más marcadamente hacia el cierre de este IPoM ante la agudización de las tensiones en Medio Oriente. Considerando el promedio del petróleo WTI y Brent, las perspectivas de precio para el año suben a US\$104 el barril (US\$99 en junio) y para el 2014 a US\$100 el barril (US\$94 en junio). La proyección del precio del cobre el 2013 sube a US\$3,30 la libra (US\$3,25 en junio). De todas formas, este valor sigue por debajo de lo previsto a comienzos del 2013 y hace un año (Recuadro V.1). En los alimentos, el precio internacional de los cereales se revisa a la baja ante mejores condiciones de cosecha mundial. Los términos de intercambio para Chile seguirán normalizándose en lo venidero, luego de los altos niveles alcanzados en años anteriores, aunque a una velocidad algo mayor a la esperada en junio, dado el escenario de precios de materias primas.

En el escenario base, el PIB de Chile crecerá entre 4,0 y 4,5% en el 2013. Este rango está dentro de lo considerado en el IPoM de junio. Para el 2014, se estima que el crecimiento estará en un rango entre 4,0 y 5,0% (tabla V.2). Para el 2013, los sectores ligados a recursos naturales se expandirán a una tasa menor a la prevista anteriormente, respondiendo a la caída en pesca y el menor crecimiento de EGA. Para el 2014, la entrada en operación de proyectos mineros contribuirá a la expansión del sector. El resto de las actividades, más ligadas al estado de las holguras de capacidad, no mostrarán mayores cambios. En el escenario base, estas seguirán desacelerándose y el menor impulso externo contribuirá a que la actividad continúe creciendo bajo su tasa de tendencia, que el Consejo sigue estimando en torno a 5%, por lo que el uso de la capacidad instalada seguirá disminuyendo.

La demanda interna seguirá desacelerándose gradualmente. Su tasa de expansión el 2014 será similar a la del 2013: 4,9% anual, en respuesta a una acumulación de inventarios. Descontado estos, la moderación se hará más visible, pasando desde 5,7% anual el 2013 a 4,8% el 2014.

La inversión continuará moderándose en la medida que culmine el ciclo de inversiones, en coherencia con los ajustes observados en encuestas empresariales y catastrós de proyectos de inversión (Recuadro V.2). Con ello, en lo que resta del 2013 y para el 2014 la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) mantendrá una tasa de expansión anual por debajo de la registrada en el 2012. La desaceleración del consumo ocurrirá en forma gradual, considerando la fortaleza que aún mantiene el mercado laboral y la relativa estabilidad del ahorro de las personas durante la fase expansiva del ciclo. Las expectativas

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

(1) El área gris, a partir del tercer trimestre 2013 corresponde a la proyección.

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

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

de los consumidores se han vuelto menos optimistas en los últimos meses y se aproximan al valor neutral, lo que ayudará a moderar este componente del gasto. También lo hará el menor ritmo de creación de empleos en el margen, en particular de los asalariados, y el crecimiento más bajo de los salarios reales. Se suma la depreciación del tipo de cambio real que incidirá en el consumo de bienes durables. Asimismo, la moderación de la inversión contribuirá a quitar presión al mercado laboral. Se agrega el menor impulso externo previsto. Así, el consumo privado pasará de un crecimiento anual de 6,1 a 5,0% entre el 2013 y 2014. Por último, en el escenario base se considera el cumplimiento de la regla fiscal.

El déficit de la cuenta corriente alcanzará 4,5% del PIB el 2013, lo que es algo menor a lo previsto en junio (4,7% del PIB). Esta corrección responde a una menor remisión de rentas al exterior, en particular de la minería, que se compensa con una balanza comercial más deficitaria. En la evolución de las rentas se observa el impacto de los mayores costos alcanzados en el sector minero que se han sumado al menor precio del cobre en el último tiempo. En el 2014, el déficit se ampliará a 4,8% del PIB dada la caída del precio del cobre esperada. De hecho, medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit de la cuenta corriente es más bajo: 4,6% del PIB (4,9% del PIB en el 2013).

Se estima que la inflación seguirá aumentando gradualmente hasta ubicarse en 3% durante el primer semestre del 2014 y permanecer en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2015. El IPCSAE tendrá una trayectoria algo más lenta hacia ese valor. Ello supone que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, incorpora como supuesto metodológico que el TCR se mantendrá en torno a sus valores recientes. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la implícita en las encuestas de expectativas vigentes al cierre de este IPoM (gráficos V.1, V.2, V.3) (tabla V.3).

ESCENARIOS DE RIESGOS

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

En el ámbito internacional, un primer riesgo dice relación con China, entre otros por la fragilidad de su sistema financiero. La intermediación financiera fuera del balance de los bancos ha ido en aumento y el crédito ha acumulado

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

TABLA V.3

Inflación

| | 2012 | 2013 (f) | 2014 (f) | 2015 (f) |
|--|------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Inflación IPC promedio | 3,0 | 1,9 | 2,8 | |
| Inflación IPC diciembre | 1,5 | 2,6 | 2,8 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*) | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 2,2 | 1,2 | 2,6 | |
| Inflación IPCSAE diciembre | 1,5 | 1,7 | 2,8 | |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*) | | | | 2,8 |

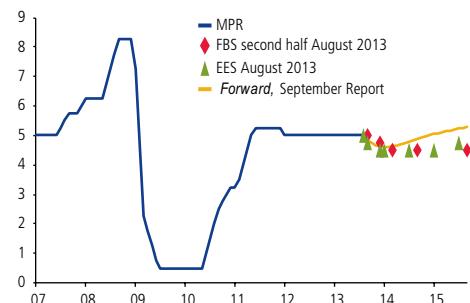
(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3

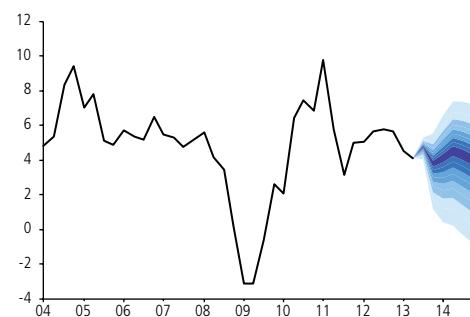
TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

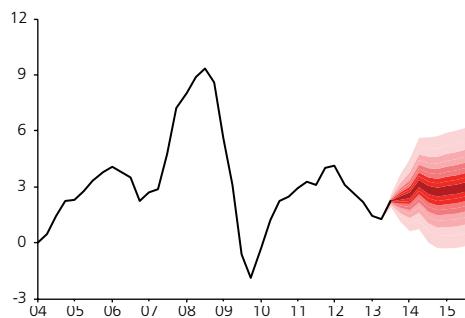
GRÁFICO V.4

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

un crecimiento muy elevado durante los últimos años, factores que en la experiencia de otras economías han ido asociados a un deterioro de la calidad de los préstamos bancarios. Así, un escenario de dificultades en el sistema financiero chino podría redundar en un crecimiento más bajo de esta economía por un tiempo prolongado, con consecuencias negativas sobre el crecimiento mundial y el precio de las materias primas y, en particular, del cobre.

Un segundo riesgo del escenario internacional se relaciona con la forma en la cual las economías emergentes se acomoden al escenario de retiro de los estímulos monetarios en los países desarrollados. Las condiciones de financiamiento que enfrentan las emergentes se han tornado más restrictivas, lo que está generando dificultades financieras, cambiarias y de inflación en las economías que incubaron vulnerabilidades durante el período de bonanza. Especial atención merecen las economías con elevadas necesidades de financiamiento externo, entre las cuales no solo se encuentran emergentes, sino también algunas de la periferia europea. Finalmente, persiste el riesgo asociado a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona.

Se agrega la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente que podría afectar significativamente el precio del petróleo, con efectos negativos sobre el crecimiento mundial y mayores presiones en la inflación de combustibles.

En Chile, si bien la desaceleración de la economía está en marcha, no puede descartarse que la demanda final, y particularmente el consumo privado, se sigan ajustando a un ritmo más lento que el deseado, aumentando el riesgo de una inflación más alta y una mantención o ampliación del déficit de cuenta corriente. El riesgo de una ampliación del déficit en cuenta corriente se acentuaría en un escenario de un deterioro mayor de los términos de intercambio. Sin embargo, como se ha mencionado en ocasiones anteriores, el déficit en cuenta corriente corresponde en gran medida a flujos de inversión hacia el sector transable, financiados por inversión extranjera directa, y la desaceleración reciente de la inversión y la depreciación cambiaria forman parte de los ajustes necesarios para corregir esta situación.

La economía internacional está transitando por un proceso de normalización que incide sobre la economía chilena. Esto implica un menor impulso externo, con un crecimiento mundial más balanceado entre economías desarrolladas y emergentes, términos de intercambio más cercanos a su nivel de largo plazo y condiciones financieras internacionales que se acercan a sus patrones históricos. Asimismo, cabe esperar un menor empuje de la inversión extranjera —especialmente minera—, lo que reducirá las presiones sobre el déficit de la cuenta corriente y la utilización de los recursos internos. La depreciación del tipo de cambio real y la reducción de las tasas de interés locales han ido en la dirección correcta para facilitar la adecuación de la economía chilena a este nuevo escenario internacional. La política monetaria está disponible para apoyar este proceso de ajuste. El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO V.1

CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena ha tenido algunos cambios durante el último año. En el ámbito externo, el impulso que recibía la economía chilena se fue reduciendo más allá de lo previsto. En especial, durante el 2013 se comenzó a rebalancear el crecimiento mundial, con una desaceleración más generalizada de las emergentes y una recuperación gradual del mundo desarrollado. Esto trajo consigo un reacomodo de portafolios, con una mayor volatilidad en los mercados. Las perspectivas para los precios de materias primas se redujeron y las condiciones financieras se volvieron algo más restrictivas, comenzando a normalizarse hacia sus patrones históricos. En el ámbito interno, la desaceleración prevista fue más visible en la actividad que en la demanda interna. Así, en el 2013, la inversión se fue moderando, mientras que el consumo privado ha continuado dinámico. Ello contribuyó a reducir la intensidad de uso de la capacidad instalada, partiendo de niveles altos en la segunda mitad del 2012. Las medidas de inflación mantuvieron registros acotados y por debajo de lo previsto, en lo que incidieron algunos factores puntuales y temporales. De todos modos, las perspectivas a dos años plazo se han mantenido en 3%.

Desde septiembre del 2012 las perspectivas de actividad mundial se fueron deteriorando, en respuesta a una creciente debilidad de las economías emergentes. Ello, a diferencia del mundo desarrollado, donde las cifras sorprendieron al alza en Estados Unidos y Japón, afianzando las proyecciones de una recuperación gradual, pero acotada. En la economía americana se sumó que los efectos del ajuste fiscal fueron menores que los esperados. En la Eurozona, en tanto, la recesión se prolongó hasta el 2013. Entre otros factores, por la mayor debilidad de las economías del centro de la región en buena parte del último año. De todos modos, los indicadores recientes han mostrado una mayor estabilidad. En la segunda mitad del 2012, el panorama en las economías emergentes se mantuvo heterogéneo, pero hacia el 2013, se fue generalizando un panorama de desaceleración en la mayoría de estas economías. En particular, las perspectivas de crecimiento para China se redujeron en cerca de medio punto porcentual por año en el horizonte de proyección, a 7,5%. La desaceleración de otras economías emergentes se debe tanto al impacto de la menor expansión de China sobre su comercio exterior como a condiciones financieras externas más restrictivas y presiones inflacionarias internas para algunas de ellas. Con ello, el panorama de crecimiento mundial y de los socios comerciales de Chile se ajustó a la baja en el último año, en cerca de cinco décimas el 2013 y 2014, respectivamente (tabla V.4).

Los precios de materias primas, pero en especial los de los metales, se resintieron con el mayor deterioro del panorama de China. El precio del cobre pasó de un promedio de US\$3,6 la libra en el 2012 y el primer trimestre del 2013 a US\$3,2 en los últimos meses. Con ello, las perspectivas para el 2013 se ajustaron a US\$ 3,30 (US\$3,40 en septiembre 2012). La mayor corrección se dio para el 2014: US\$3,05 la libra (US\$3,50 en septiembre 2012). En tanto, la proyección para el petróleo se mantuvo similar a lo esperado hace un año. Así, los términos de intercambio considerados en el escenario base se fueron corrigiendo a la baja, situándose en niveles más próximos a sus promedios históricos. Las proyecciones para la inflación externa relevante (IPE) de Chile el 2013 y 2014 también se fueron ajustando a la baja desde septiembre del año pasado, en respuesta a una menor inflación mundial y la apreciación del dólar estadounidense.

TABLA V.4
Principales supuestos del escenario internacional

| | Sep. 12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Sep.13 |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|
| PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje) | | | | | |
| 2013 | 3,6 | 3,3 | 3,3 | 3,1 | 3,0 |
| 2014 | 4,1 | 3,8 | 3,9 | 3,6 | 3,5 |
| PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje) | | | | | |
| 2013 | 3,8 | 3,5 | 3,6 | 3,4 | 3,3 |
| 2014 | 4,3 | 4,0 | 4,2 | 3,7 | 3,6 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/baril) | | | | | |
| 2013 | 109 | 105 | 108 | 105 | 108 |
| 2014 | 103 | 100 | 101 | 98 | 104 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/baril) | | | | | |
| 2013 | 97 | 90 | 93 | 94 | 100 |
| 2014 | 93 | 90 | 90 | 90 | 96 |
| Precio del cobre BML (US\$cent/libra) | | | | | |
| 2013 | 340 | 340 | 350 | 325 | 330 |
| 2014 | 350 | 350 | 340 | 305 | 305 |
| Términos de intercambio (v. anual, porcentaje) | | | | | |
| 2013 | -2,6 | -0,8 | -0,4 | -3,5 | -5,7 |
| 2014 | 1,3 | 1,3 | -1,6 | 0,4 | 0,1 |
| Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje) | | | | | |
| 2013 | 1,3 | 0,0 | 2,0 | 0,5 | -0,1 |
| 2014 | 2,8 | 0,4 | 1,1 | -0,7 | -1,5 |

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tensiones en los mercados financieros mundiales fueron menores en la última parte del 2012, respecto de lo que habían sido en la primera mitad de ese año. Entre otros, por las medidas que fueron tomando las autoridades europeas, como el programa de compra de bonos soberanos. De todos modos, la evolución de la Eurozona siguió siendo parte de los riesgos vigentes,



considerando su delicada situación política y las dificultades para generar un mayor crecimiento, por lo que no se podía descartar que las tensiones volvieran. En el 2013, los mercados nuevamente mostraron mayores vaivenes. Las expectativas de un adelanto del proceso de retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos gatillaron un rebalanceo de portafolios entre el mundo emergente y el desarrollado, pues también comenzaron a surgir dudas respecto de la forma en que esto se materializaría y el alcance que tendría sobre el resto de las economías. Las condiciones financieras se volvieron más restrictivas, especialmente para las emergentes, luego de la favorable situación que había prevalecido con posterioridad a la crisis del 2008-2009. Las tasas de interés de largo plazo mostraron aumentos generalizados, al igual que los premios por riesgo. Las monedas de países emergentes revirtieron su tendencia apreciativa y sus bolsas tuvieron un marcado retroceso. En algunas de estas economías, especialmente las que se han visto complicadas con los efectos derivados de la trayectoria de sus monedas, se comenzó a subir la tasa de instancia de política monetaria.

Internamente, el rango de crecimiento previsto para el 2013 se fue modificando, respondiendo a la evolución del escenario macroeconómico. Entre septiembre del 2012 y marzo del 2013, el rango se ajustó al alza, por el mayor dinamismo de la demanda interna. La inversión y el consumo privado habían retomado fuerza, a diferencia de lo esperado. Este último apoyado por las favorables condiciones del mercado laboral, con un alto crecimiento de la masa salarial y expectativas en niveles optimistas. Además, ello motivó que el balance de riesgos para la actividad estuviera sesgado al alza en marzo. En junio del 2013, el rango se corrigió a la baja, ante la moderación más marcada del crecimiento de la inversión y sus perspectivas. Los proyectos de la minería se estaban revisando a la baja, sugiriendo que este sector estaría próximo a la madurez de su ciclo de inversiones. De hecho, la proyección de la FBCF bajó más de un punto porcentual respecto de lo previsto hace un año (tabla V.5). El rango de crecimiento de la actividad de este IPoM está dentro de lo proyectado en junio y el sesgo a la baja se relaciona principalmente con los riesgos provenientes del escenario internacional.

El déficit en la cuenta corriente proyectado para el 2013 mostró vaivenes, fluctuando en torno a 4,5% del PIB. En estos ajustes incidieron mayormente los movimientos del precio del cobre, pero también el aumento de sus costos de producción y la trayectoria de la demanda interna. El mayor impulso de esta última, junto con la apreciación del peso en buena parte del último año, se fueron traduciendo en un crecimiento más alto de las importaciones de bienes de capital y de consumo.

Las proyecciones de inflación para el 2013 se revisaron la baja en el último año, tanto para la medida total como subyacente (IPCSAE). Ambas continuaron retrocediendo desde septiembre del 2012 y alcanzaron valores en torno a 1% anual a comienzos del 2013. En los meses posteriores, la inflación del IPC volvió al

rango de tolerancia, mientras que la del IPCSAE se mantuvo con registros acotados. Las medidas de inflación estuvieron por debajo de lo previsto, incidiendo la apreciación del peso, la normalización de shocks previos en los alimentos perecibles y factores puntuales como la reducción del impuesto de timbres y estampillas. De este modo, la inflación esperada para el 2013 pasó a 1,9% en este IPoM (2,9% en septiembre del 2012) (tabla V.6).

TABLA V.5

Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2013

| | Sep. 12 | Dic. 12 | Mar. 13 | Jun. 13 | Sep. 13 |
|---|-------------|-------------|---------|-------------|--------------------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | | |
| PIB | 4,0-5,0 | 4,25-5,25 | 4,5-5,5 | 4,0-5,0 | 4,0-4,5 |
| Balance de riesgos actividad | equilibrado | equilibrado | segado | equilibrado | sesgado al alza |
| Demanda interna | 5,5 | 5,7 | 6,1 | 4,9 | 4,9 |
| Demanda interna (variación existencias) | 5,8 | 6,0 | 6,1 | 5,1 | 5,7 |
| Consumo total | 5,4 | 5,5 | 5,7 | 5,0 | 5,6 |
| Formación bruta de capital fijo | 7,1 | 7,6 | 7,2 | 5,5 | 5,7 |
| Cuenta corriente | -4,4 | -4,6 | -4,4 | -4,7 | -4,5 |

Fuente: Banco Central de Chile.

En el último año, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%. Entre septiembre del 2012 y junio del 2013, el panorama y los riesgos entre el escenario externo e interno se contrapesaron. En las reuniones de julio y agosto del 2013, el Consejo decidió agregar un sesgo a la baja para la TPM en su comunicado, señalando que en caso de que las tendencias delineadas en el IPoM de junio se consolidaran, se podrían requerir ajustes en la TPM en los próximos meses. Ello, considerando que los riesgos sobre la evolución de la demanda interna se habían moderado y el escenario externo vuelto más adverso. En este IPoM, el Consejo señala que la política monetaria está disponible para apoyar el proceso de ajuste por el que estaba transitando la economía chilena. Las perspectivas de mercado se fueron ajustando en el último año desde un escenario en que se preveían alzas en el 2014 (de entre 25 y 50 puntos base) a un escenario de recortes de igual magnitud durante el 2013.

TABLA V.6

Cambios en la proyección de inflación anual IPC promedio 2013 (puntos porcentuales)

| | Dic. 12 | Mar. 13 | Jun. 13 | Sep. 13 |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Proyección inicial (1) | 2,9 | 2,3 | 2,0 | 1,8 |
| Combustibles | 0,21 | 0,07 | -0,11 | 0,11 |
| Alimentos sin frutas y verduras frescas | 0,11 | -0,08 | 0,01 | -0,01 |
| Frutas y verduras frescas | 0,05 | -0,19 | 0,06 | 0,12 |
| Servicios públicos | -0,07 | 0,10 | -0,16 | 0,02 |
| Resto de productos | -0,92 | -0,21 | -0,02 | -0,12 |
| Proyección final (2) | 2,3 | 2,0 | 1,8 | 1,9 |

(1) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM anterior.

(2) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM correspondiente.

Fuente: Banco Central de Chile.

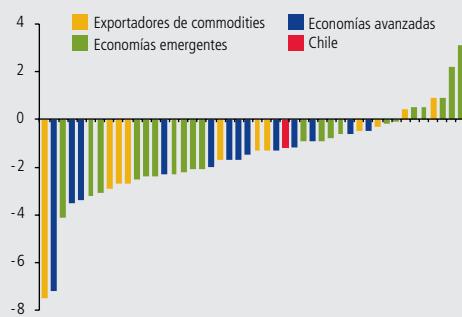
RECUADRO V.2

CICLO DE INVERSIÓN MINERA

En los últimos años las economías emergentes y, especialmente, las exportadoras de materias primas se han beneficiado de términos de intercambio elevados desde una perspectiva histórica. La persistencia de estos altos precios en un contexto de condiciones financieras internacionales favorables trajo consigo un aumento importante de la inversión. Sin embargo, en los últimos meses las proyecciones de inversión en estos países, incluido Chile, se han corregido a la baja. Este recuadro mostrará estos ajustes en perspectiva.

En los últimos meses los precios internacionales de las materias primas han experimentado bajas importantes, destacándose los metales. De acuerdo con el índice de precios de metales de Goldman Sachs, estos han caído casi 10% en lo que va del año. Las monedas de los países exportadores de materias primas han mostrado una depreciación mayor a otros países y también bajas en sus mercados bursátiles superiores (tabla II.2). Además, se han registrado correcciones a la baja en las proyecciones de consenso para la inversión, tanto para 2013 como para 2014. Estas son especialmente marcadas para países exportadores de materias primas como Australia y Perú. Chile no ha sido la excepción, aunque los ajustes han sido de menor magnitud (gráfico V.7).

GRÁFICO V.7
Cambios en proyecciones de crecimiento de la FBCF en 2013
(variación total entre enero y agosto del 2013; puntos porcentuales)



Fuente: Consensus Forecasts.

En Chile, el catastro de la CBC corrigió al alza las inversiones para el periodo 2014-2016, pero ha reducido sus estimaciones para el 2013 sucesivamente desde diciembre del 2012. Por su parte, el catastro minero de Cochilco disminuyó su estimación para las inversiones en minería del cobre tanto para el 2013 como el 2014 (gráfico V.8).

GRÁFICO V.8
Inversión en minería del cobre
(miles de millones de dólares)

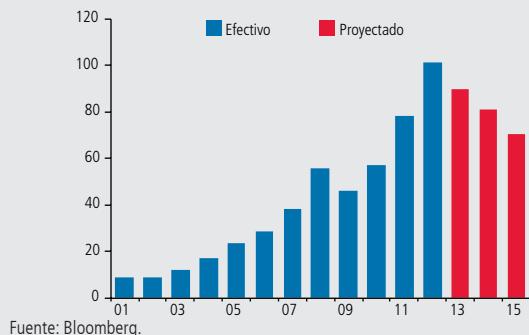


Fuente: Comisión Chilena del Cobre.

Las proyecciones mundiales de gasto de capital de las principales empresas mineras relacionadas con el cobre, luego de alcanzar un máximo en 2012, contemplan niveles inferiores en los años venideros (gráfico V.9). Este fenómeno se puede asociar a que el importante ciclo de inversión en minería motivado por la persistencia de elevados precios de materias primas y condiciones financieras internacionales muy favorables, está próximo a su madurez. La baja reciente de los precios de los metales, explicada en parte a la desaceleración de China, puede haber acentuado este fenómeno.

**GRÁFICO V.9**

Gasto de capital mundial en empresas relacionadas con el cobre
(miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg.

En Chile, las estimaciones del catastro de la CBC también dan cuenta de la maduración del ciclo de inversiones (gráfico III.5). En los últimos años se han llevado a cabo importantes proyectos que han elevado la tasa de inversión a PIB en términos reales desde 23,3% del PIB en el 2010 a valores en torno a 27% en

lo más reciente. Como se ha mencionado, parte importante de estas inversiones han estado ligadas al sector minero, para aprovechar un precio del cobre que ha permanecido en niveles históricamente elevados por varios años y también para contrarrestar los efectos de una menor ley del mineral. Este ciclo de inversiones ha generado efectos indirectos sobre otros sectores, impulsando la actividad de la construcción, la industria, el comercio y los servicios empresariales. Además, su auge se ha reflejado en la estrechez del mercado laboral no solo en las regiones mineras, sino también en el resto del país^{2/}.

La culminación de este proceso debería normalizar el crecimiento de la inversión en lo venidero, reflejándose en una moderación de la demanda interna, las presiones sobre los recursos internos y el mercado laboral, y sobre las importaciones de bienes de capital. Además, el inicio de las operaciones de los proyectos ha contribuido a elevar los volúmenes exportados. Estos efectos, en conjunto con la depreciación cambiaria que se ha observado hasta el momento, redundarán en una disminución del déficit de la cuenta corriente.

^{2/} Véase Recuadro III.1 “Implicancias del auge minero”, IPoM Junio 2012, página 27.

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 brevemente la evolución del balance en el primer semestre del 2013, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2013 y del 2014.

Los movimientos de cualquier cuenta del balance se pueden explicar por: a) flujos, relacionados con la extinción de ciertos derechos u obligaciones o nuevas transacciones, b) rentabilidad, que corresponde a los intereses ganados y c) reajustes, utilidades o pérdidas asociadas a cuentas indexadas al tipo de cambio o a la inflación. Debido a que alrededor del 90% de los activos corresponden a reservas internacionales, y 67% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el BCCh es deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera. Así, la rentabilidad del balance está determinada por la evolución del diferencial entre la tasa de interés internacional (rentabilidad de las reservas) y la tasa de interés interna o costo de la deuda. A su vez, las utilidades y pérdidas dependen también de la variación del peso frente a las monedas que constituyen las reservas internacionales. Actualmente, las monedas que constituyen el comparador se conforman principalmente de dólares de Estados Unidos (47,8%), euros (22,0%) y otras monedas como la libra esterlina, el yen, franco suizo, renminbi, won coreano, dólar australiano, dólar neozelandés y dólar de Singapur.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2013

En la primera mitad del 2013, el tamaño de los activos y pasivos se mantuvo relativamente constante y el patrimonio aumentó principalmente por ganancias de cambio derivadas de la depreciación del peso (tabla A.1).

Entre el 31 de diciembre de 2012 y el 30 de junio de 2013, el tamaño del balance disminuyó en \$239,5 miles de millones, pasando de 17,7 a 17,1% del PIB entre ambas fechas.

En los activos, al 30 de junio las reservas internacionales aumentaron en \$726 mil millones, por la depreciación del peso respecto a las divisas que componen las reservas, y por los

mayores depósitos en dólares de bancos comerciales. Además, el uso de operaciones Repos y la Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) bajó en \$846 mil millones.

En los pasivos, disminuyó el uso de operaciones de Depósitos de Liquidez (DL) y de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) en \$ 2.776 mil millones. A su vez, aumentaron las colocaciones de PDBC en \$ 2.520 mil millones y los depósitos de bancos nacionales y del Fisco en \$ 248 mil millones.

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explican una disminución de la base monetaria de \$204 mil millones (tabla A.2).

La situación patrimonial del Banco mejoró respecto del cierre del año anterior. De acuerdo con la contabilidad, el patrimonio pasó de -\$4.479 mil millones el 31 de diciembre de 2012 (-3,4% del PIB) a -\$4.338 mil millones el 30 de junio de 2013 (-3,2% del PIB). Esto se debió principalmente a ganancias provenientes de las reservas internacionales, asociadas con la depreciación del peso respecto a las divisas por \$513 mil millones, y pérdidas por tasas de interés e inflación pagadas por la deuda por \$319 mil millones, pérdidas por tasas de las inversiones internacionales, por \$18 mil millones y gastos de administración más costos de emisión y distribución de billetes y monedas por \$33 mil millones.

PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2013 Y 2014

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) la Facilidad Permanente de depósitos permanecerá en niveles equivalentes al cierre del primer semestre del 2013; (iii) el saldo de los instrumentos de política monetaria, principalmente repos y depósitos de liquidez, se mantendrá sin uso; (iv) los depósitos del Fisco seguirán en los niveles vigentes al 30 de junio de 2013; (v) la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; y (vi) para el 2013, las operaciones de deuda de largo plazo (BCU, BCP) se proyectan de acuerdo con el plan de deuda publicado en enero de 2013. Para el 2014, se supone la renovación de los



vencimientos y cupones pagados en el período, descontado el crecimiento esperado de la base monetaria. Las operaciones con PDBC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

En el escenario base, en lo que resta de 2013 y durante 2014 la brecha entre las tasas de interés local y externa se mantendrá en torno a su nivel al cierre del primer semestre. Con estos supuestos, por concepto de intereses netos, se proyectan pérdidas patrimoniales de 0,3% del PIB para el 2013 y 2014, respectivamente.

Para la proyección del Balance del Banco, se utiliza una trayectoria del tipo de cambio nominal que, considerando la evolución proyectada de la inflación local y externa, es coherente con un tipo de cambio real que, en el horizonte de proyección, se mantendrá en torno a los valores recientes. Para el resto de las monedas, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican sus valores *forward*.

Por el lado de la inflación, el escenario base considera que esta proseguirá aumentando gradualmente hasta ubicarse en 3% durante el primer semestre del 2014 y permanecer en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2015.

Con estos supuestos, para el 2013, se proyectan ganancias asociadas a cambios de valoración por 0,5% del PIB y para el 2014, ganancias por variación cambiaria equivalentes a 0,4% del PIB.

Con todos los supuestos descritos, para fines de 2013 se prevé un tamaño del balance de 17,2% del PIB. Para 2014, se proyecta que el tamaño del balance se reducirá a 16,8% del PIB. A su vez, el patrimonio alcanzará un déficit de 3,1% del PIB el 2013 y de 3,0% del PIB el 2014.

TABLA A.1

Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados (porcentaje del PIB)

| | 2010 | 2011 | 2012 | Jun.13 | 2013 (f) | 2014 (f) |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ACTIVOS | 13,6 | 20,5 | 17,7 | 17,1 | 17,2 | 16,8 |
| Reservas internacionales | 11,8 | 18,0 | 15,3 | 15,5 | 15,6 | 15,3 |
| Pagarés fiscales y otros crédt. a gob. | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Instrumentos de política monetaria | 0,1 | 0,8 | 0,9 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Otros Activos | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| PASIVOS | 16,7 | 22,4 | 21,1 | 20,3 | 20,4 | 19,8 |
| Pagarés con mercado secundario | 8,0 | 10,9 | 9,9 | 11,4 | 10,7 | 9,9 |
| Instrumento de política con bancos | 2,3 | 3,9 | 3,7 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| Otros pasivos con bancos | 0,4 | 0,7 | 0,4 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Otros pasivos excepto base monetaria | 1,0 | 1,3 | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| Base monetaria | 5,0 | 5,6 | 6,0 | 5,8 | 6,5 | 6,8 |
| PATRIMONIO (A+B+C) | -3,1 | -1,9 | -3,4 | -3,2 | -3,1 | -3,0 |
| A. Patrimonio inicial | -1,8 | -2,8 | -1,8 | -3,4 | -3,3 | -3,0 |
| B. Resultado Neto | -1,3 | 0,9 | -1,6 | 0,1 | 0,1 | 0,0 |
| No financieros | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,1 |
| Intereses netos | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | -0,3 | -0,3 |
| Por variación tipos de cambio | | | | | | |
| y variación de UF | -1,1 | 1,2 | -1,3 | 0,2 | 0,5 | 0,4 |
| C. Aporte de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Posición pagadera en moneda extranjera (*) | 10,1 | 15,5 | 13,5 | 13,5 | 13,6 | 13,4 |

(*) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA A.2

Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

| | 2010 | 2011 | 2012 | Jun.13 | 2013 (f) | 2014 (f) |
|--|--------|--------|-------|--------|----------|----------|
| 1. Reservas Internacionales Netas | 1.306 | 6.771 | -539 | 133 | 133 | 0 |
| 2. Instrumentos de política en moneda nacional | 1.030 | -4.363 | 1.133 | -68 | 1.005 | 1.097 |
| 3. Pagarés del Banco Central en dólares | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2) | -98 | -105 | -100 | -142 | -71 | -44 |
| 5. Otras operaciones en moneda extranjera (3) | -1.295 | -977 | 546 | -126 | -120 | 7 |
| Base Monetaria (Variación = 1+2+3+4+5) | 943 | 1.326 | 1.039 | -204 | 947 | 1.060 |
| Memorándum Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5) | 11 | 5.794 | 6 | 7 | 7 | 0 |

(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 pagarés fiscales en UF, servicio de deuda subordinada y otras operaciones en moneda nacional.

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

ANEXO B:

Administración de las Reservas Internacionales

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile para apoyar su política monetaria y cambiaria. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional, cautelando el patrimonio financiero del Banco, y conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

Los objetivos de gestión de las reservas internacionales son: (i) mantener las reservas internacionales en instrumentos de alta liquidez, esto es, que puedan hacerse efectivos en el más breve plazo posible, sin incurrir en costos de transacción significativos. Este objetivo de liquidez se asocia a la cobertura de la deuda externa de corto plazo residual; (ii) que dichos instrumentos presenten riesgos financieros acotados de modo de que se limite el riesgo de generar pérdidas de capital, lo que se asocia al objetivo de preservación de capital; (iii) que la composición de activos permita minimizar la volatilidad que se produce en el valor del patrimonio del Banco producto de los cambios en las paridades de las distintas monedas en que se invierte respecto del peso. Este objetivo se asocia al principio de cobertura de balance del Banco y; (iv) reducir, en el margen, el costo de mantener las reservas. Este objetivo se asocia a la obtención, en el largo plazo, de mayores retornos absolutos, lo que es coherente con el mayor nivel de reservas disponibles.

Para la administración de las reservas internacionales, el Banco cuenta con una separación de responsabilidades a distintos niveles jerárquicos, que van en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia y que han sido evaluadas por el FMI. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos a la administración de las reservas internacionales, donde se revisan los distintos procesos de inversión. 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 acotados.

En la administración de las reservas internacionales se aplican principios de segregación de funciones. La Gerencia de Mercados Internacionales participa en la definición de la Política

de Inversión que aprueba el Consejo del BCCh y es responsable de su implementación en cuanto a la definición de estrategias de inversión, su ejecución y seguimiento. La Gerencia de Servicios Financieros es responsable del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiendo por esto su registro, contabilización y generación de todas las instrucciones de pago y/o movimientos de fondos que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que se contraen.

Para el monitoreo diario del cumplimiento de las pautas y parámetros de inversión definidos por el Consejo, el Banco cuenta con una Gerencia de Gestión y Evaluación de Riesgos Financieros, cuya dependencia jerárquica, a diferencia de los niveles anteriores, es la Gerencia General del Banco.

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, patrimonio de las instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda, garantías explícitas y otros.

Además, el área de mercados internacionales ha desarrollado indicadores que permiten realizar un seguimiento detallado a las distintas posiciones administradas, a través de informes diarios de posicionamiento, clasificaciones de riesgo implícitas, modelos de alertas tempranas y seguimiento de costos de cobertura frente a eventos de quiebra (*Credit Default Swaps*), entre otros.

Respecto de los sistemas de información, el Banco ha continuado mejorando sus plataformas tecnológicas, robusteciendo la continuidad operacional de los procesos e implementando mecanismos de alta disponibilidad. Dentro de las iniciativas contempladas, está la renovación de los sistemas de operación de reservas internacionales para los próximos años.



TABLA B.1
Estructura referencial del portafolio de inversiones de las reservas internacionales según tipo de riesgo y comparadores

| Estructura | Riesgo de crédito | Participación | Comparador referencial |
|---|---------------------|---------------|---|
| Portafolio de liquidez de corto plazo | Soberano | 24% | <i>Índice Merrill Lynch: Treasury Bills Index (unhedge)</i> Tramo de duración 0 - 1 año (USD) |
| Portafolio de liquidez de mediano plazo | Soberano | 61% | <i>Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge)</i> Tramo de duración 1 - 3 año (90%) Tramo de duración 3 - 5 año (10%) (USD, EUR, CAD, AUD) |
| Portafolio de diversificación | Soberano y Bancario | 15% | <i>Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge)</i> Tramo de duración 5 - 7 año (75%) Tramo de duración 7 - 10 año (10%) (JPY, KRW, SGD, CHF, NZD, GBP) Índice Bloomberg DPZ 3M CNH (15%) |
| Cartera total | | 100% | |

Fuente: Banco Central de Chile.

Para alcanzar los objetivos de gestión, se cuenta con una estructura referencial de portafolios definida de la siguiente manera: (a) Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (24%); (b) Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (61%) y; (c) Portafolio de Diversificación (15%). Estos portafolios constituyen el Portafolio de Inversiones de las Reservas Internacionales (tabla B.1). Dicho portafolio, sumado al Portafolio de Caja (saldos mantenidos en cuenta corriente por el Fisco, empresas públicas y empresas bancarias) y al Portafolio de Otros Activos (Derechos Especiales de Giro del FMI, oro certificado y otros), conforman el Portafolio de Reservas Internacionales.

La composición referencial del portafolio de inversiones contempla un total de once monedas: dólar de Estados Unidos (47,79%), euro (21,96%), dólar de Canadá (9,15%), dólar de Australia (6,10%), yen (3,00%), franco de Suiza (2,40%), libra esterlina (2,25%), won de la República de Corea (2,25%), dólar de Nueva Zelanda (1,80%), dólar de Singapur (1,05%) y Renminbi de China (2,25%).

En cuanto a riesgo de crédito, el comparador referencial contempla 97,75% en riesgo soberano y 2,25% en riesgo bancario, siendo este último únicamente depósitos denominados en Renminbi de China. El riesgo de tasa de interés global del Portafolio de Inversiones, medido por duración modificada, es de aproximadamente 22 meses (tabla B.2).

Como complemento a la administración interna de las reservas internacionales, 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.

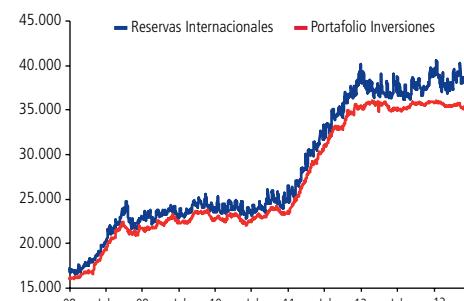
Al cierre del primer semestre del 2013, una porción del portafolio de inversiones (2,73%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente (*Pacific Investment Management Company* y *Goldman Sachs Asset Management*).

En el primer semestre del 2013, el retorno anualizado obtenido por la gestión de las reservas internacionales fue 0,26% medido en divisas. Al expresar los retornos en dólares se obtiene un retorno de -4,58% (tabla B.3), el que se explica por la apreciación del dólar de Estados Unidos respecto de las monedas del portafolio, con excepción del Renminbi de China (tabla B.4). El retorno diferencial atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue de 5 puntos base.

Al 30 de junio de 2013, las reservas internacionales totalizaron US\$41.002,9 millones, US\$646,5 millones menos que al cierre del 2012. Del total de las reservas, US\$35.060,0 millones correspondían al portafolio de inversiones, US\$4.037,0 millones al portafolio de caja y US\$1.905,9 millones a otros activos (gráfico B.1). De dicho total, 52,0% estaban invertidas en dólares de Estados Unidos; 18,0% en euros y 29,9% en otras divisas (tabla B.5).

La disminución observada en el nivel de reservas se explicó por una caída del valor de mercado del portafolio de inversiones (-US\$836,2 millones), atribuible principalmente a efecto de tipo de cambio debido a la apreciación internacional del dólar de Estados Unidos, por un menor valor de la partida otros activos (-US\$92,2 millones) y por un aumento del portafolio de caja (US\$281,9 millones). La variación del valor del portafolio de caja refleja movimientos asociados a depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco Central.

GRÁFICO B.1
Reservas internacionales (*)
(stock, millones de US\$)



(*) Excluye otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.2

Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna

| | | USD | | EUR | | AUD | | CAD | | CHF | | GBP | |
|---|---|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|
| | | Partici-pación | Dura-ción (meses) |
| Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP) | Soberano 0-1 año | | | 24,7% | 2,9 | | | | | | | | |
| | Subtotal LCP | 24,7% | 2,9 | | | | | | | | | | |
| Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP) | Soberano Tramos de madurez 1-3 años 3-5 años | 22,0% 2,5% | 22,3 45,7 | 20,3% 2,3% | 20,9 44,1 | 5,7% 0,6% | 18,0 40,7 | 8,5% 0,9% | 19,4 41,1 | | | | |
| | Subtotal LMP | 24,5% | 24,7 | 22,6% | 23,3 | 6,3% | 20,3 | 9,4% | 21,5 | | | | |
| Portafolio de Diversificación (PD) | Soberano Tramos de madurez 5-7 años 7-10 años Bancario 0-1 año | | | | | | | | | 1,8% 0,2% | 65,5 90,0 | 1,7% 0,2% | 64,1 84,7 |
| | Subtotal PD | | | | | | | | | 2,0% | 68,4 | 1,9% | 66,6 |
| Cartera total | | 49,2% | 13,7 | 22,6% | 23,3 | 6,3% | 20,3 | 9,4% | 21,5 | 2,0% | 68,4 | 1,9% | 66,6 |
| | | JPY | | KRW | | NZD | | CNY | | SGD | | Total | |
| | | Partici-pación | Dura-ción (meses) |
| Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP) | Soberano 0-1 año | | | | | | | | | | | | |
| | Subtotal LCP | | | | | | | | | | | | 24,7% 2,9 |
| Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP) | Soberano Tramos de madurez 1-3 años 3-5 años | | | | | | | | | | | | |
| | Subtotal LMP | | | | | | | | | | | | 62,7% 23,3 |
| Portafolio de Diversificación (PD) | Soberano Tramos de madurez 5-7 años 7-10 años Bancario 0-1 año | | | | | | | | | 0,8% 0,1% | 60,7 85,9 | | |
| | Subtotal PD | 2,5% | 70,9 | 1,9% | 56,9 | 1,5% | 63,3 | 1,9% | 1,5 | 0,9% | 63,6 | 12,6% | 55,9 |
| Cartera total | | 2,5% | 70,9 | 1,9% | 56,9 | 1,5% | 63,3 | 1,9% | 1,5 | 0,9% | 63,6 | 100,0% | 22,3 |

Fuente: Banco Central de Chile, Merrill Lynch y Barclays, al 28 de junio de 2013.



TABLA B.3
Retornos absolutos y diferenciales, gestión interna reservas internacionales
(porcentaje)

| Periodo | En divisas | | En dólares | | Diferencial |
|----------|------------|------|------------|-------|-------------|
| | RRII | BMK | RRII | BMK | |
| 2013 (*) | 0,26 | 0,21 | -4,58 | -4,62 | 0,05 |
| 2012 | 0,66 | 1,01 | 1,43 | 1,77 | -0,35 |
| 2011 | 2,43 | 2,41 | 1,22 | 1,20 | 0,02 |
| 2010 | 2,10 | 2,19 | -0,15 | -0,06 | -0,09 |
| 2009 | 2,15 | 1,65 | 3,34 | 2,85 | 0,50 |
| 2008 | 5,70 | 5,37 | 4,14 | 3,81 | 0,33 |
| 2007 | 4,81 | 4,78 | 8,86 | 8,83 | 0,03 |
| 2006 | 2,45 | 2,39 | 6,84 | 6,78 | 0,06 |
| 2005 | 2,90 | 2,85 | -1,72 | -1,77 | 0,05 |
| 2004 | 1,84 | 1,95 | 4,08 | 4,20 | -0,11 |
| 2003 | 2,31 | 1,78 | 6,64 | 6,12 | 0,53 |
| 2002 | 5,25 | 4,69 | 9,34 | 8,78 | 0,57 |
| 2001 | 5,57 | 5,27 | 3,90 | 3,60 | 0,30 |

(*) Retornos anualizados del primer semestre.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.4
Variación de monedas con respecto al dólar de Estados Unidos (1) (2)

| Moneda | (porcentaje) |
|---------------------------|--------------|
| Euro | -2,7 |
| Dólar de Canadá | -11,0 |
| Dólar de Australia | -22,7 |
| Yen | -23,5 |
| Franco de Suiza | -6,1 |
| Libra Esterlina | -12,3 |
| Won de República de Corea | -13,3 |
| Dólar de Nueva Zelanda | -12,8 |
| Dólar de Singapur | -7,2 |
| Renminbi de China | 2,8 |

(1) Variación anualizada de las monedas durante el primer semestre.

(2) Signo negativo (positivo) corresponde a una apreciación (depreciación) del dólar de Estados Unidos respecto de la moneda.

Fuente: Bloomberg.

TABLA B.5
Composición de las reservas internacionales (*)
(millones de US\$)

| Tipo de Portafolio | Moneda | 2012 | | 2013 | |
|---------------------------------------|--------------------------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|
| | | Dic. | % | Jun. | % |
| Portafolio de Inversiones | | 35.896,2 | 86,2 | 35.060,0 | 85,5 |
| Monedas y Depósitos | Dólar | 3,1 | 0,0 | 44,9 | 0,1 |
| | Euro | 0,8 | 0,0 | 1,3 | 0,0 |
| | Otras Divisas | 825,3 | 2,0 | 956,7 | 2,3 |
| | Dólar | 17.210,8 | 41,3 | 17.123,6 | 41,8 |
| Valores | Euro | 7.869,5 | 18,9 | 7.394,9 | 18,0 |
| | Otras Divisas | 9.986,6 | 24,0 | 9.538,6 | 23,3 |
| | Dólar | 17.213,9 | 41,3 | 17.168,5 | 41,9 |
| | Euro | 7.870,3 | 18,9 | 7.396,2 | 18,0 |
| Totales | Otras Divisas | 10.812,0 | 26,0 | 10.495,3 | 25,6 |
| | | 3.755,1 | 9,0 | 4.037,0 | 9,8 |
| | Dólar | 3.755,1 | 9,0 | 4.037,0 | 9,8 |
| | Euro | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Portafolio de Caja | Otras Divisas | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | | 1.998,2 | 4,8 | 1.905,9 | 4,6 |
| | Oro Monetario | 13,1 | 0,0 | 9,8 | 0,0 |
| | DEG FMI | 1.211,5 | 2,9 | 1.110,6 | 2,7 |
| Otros Activos | Posición Reservas FMI | 691,8 | 1,7 | 663,4 | 1,6 |
| | Acuerdos de Crédito Recíprocos | 81,7 | 0,2 | 121,1 | 0,3 |
| | Otros | 0,0 | 0,0 | 1,1 | 0,0 |
| | | 41.649,5 | 100,0 | 41.002,9 | 100,0 |
| TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES | | | | | |
| Totales | Dólar | 20.969,0 | 50,3 | 21.327,7 | 52,0 |
| | Euro | 7.870,3 | 18,9 | 7.396,2 | 18,0 |
| | Otras Divisas | 12.810,1 | 30,8 | 12.279,1 | 29,9 |

(*) Valores contables, no consideran posiciones *forward* de monedas.

Fuente: Banco Central de Chile

En cuanto a la exposición del portafolio de inversiones de administración interna 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. Las inversiones en riesgo soberano se encontraban mayoritariamente en Estados Unidos y Alemania, representando 64,2% del total del portafolio de inversiones de administración interna. Al cierre de junio, las inversiones en riesgo supranacional representaban 5,2% y el riesgo de agencias 0,9%. El riesgo bancario, que representaba 2,4% del total del portafolio de inversiones de administración interna, se encontraba en bancos del Reino Unido, Japón, Singapur y Suiza (tabla B.6).

TABLA B.6

Portafolio de administración interna. Inversiones por país y tipo de riesgo
(millones de US\$)

| País | Soberano (1) | Bancario (2) | Agencias (3) | Supranacionales (4) | Total |
|----------------|---------------|--------------|--------------|---------------------|---------------|
| Estados Unidos | 14.780 | | 316 | | 15.096 |
| Alemania | 7.051 | | | | 7.051 |
| Canadá | 3.150 | | | | 3.150 |
| Australia | 2.193 | | | | 2.193 |
| Reino Unido | 609 | 429 | | | 1.038 |
| Japón | 767 | 227 | | | 994 |
| Corea del Sur | 644 | | | | 644 |
| Suiza | 538 | 43 | | | 581 |
| Nueva Zelanda | 483 | | | | 483 |
| Singapur | 303 | 132 | | | 435 |
| Finlandia | 300 | | | | 300 |
| Holanda | 272 | | | | 272 |
| China | 5 | | | | 5 |
| Supranacional | | | | 1.773 | 1.773 |
| Total | 31.095 | 831 | 316 | 1773 | 34.015 |

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: KFW (Alemania, US\$ 43 millones). La exposición soberana en EE.UU. incluye un depósito *overnight* en el FED de Nueva York por US\$ 1 millón.

(2) La exposición a riesgo bancario considera depósitos vigentes y excluye saldos en cuenta corriente y posiciones forward de monedas.

(3) De la exposición en Agencias de los Estados Unidos, US\$ 128 millones corresponden a inversiones en Freddie Mac y US\$ 188 millones corresponden a inversiones en Fannie Mae.

(4) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: Asian Development Bank, European Investment Bank, European Bank for Rec. & Dev. (E.B.R.D.), Inter-American Development Bank, World Bank (International Bank for Reconstruction and Development: IBRD), International Finance Corporation.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2013, la composición de monedas del portafolio de inversiones de administración interna era: 51,0% en dólares de Estados Unidos, 21,7% en euros, 9,3% en dólares de Canadá y 5,9% en dólares de Australia. El restante 12,1% estaba invertido en libras esterlinas, francos de Suiza, dólares de Singapur, dólares de Nueva Zelanda, Renminbi de China, won de República de Corea y yen (tabla B.7).

TABLA B.7

Portafolio de administración interna: inversiones por moneda (porcentaje)

| Moneda | Participación (*) |
|---------------------------|-------------------|
| Dólar de Estados Unidos | 51,0% |
| Euro | 21,7% |
| Dólar de Canadá | 9,3% |
| Dólar de Australia | 5,9% |
| Renminbi chino | 2,3% |
| Yen japonés | 2,3% |
| Won de República de Corea | 1,9% |
| Libra esterlina | 1,8% |
| Franco de Suiza | 1,6% |
| Dólar de Nueva Zelanda | 1,4% |
| Dólar de Singapur | 0,9% |
| TOTAL | 100,0% |

(*) Considera posiciones *forward* de monedas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al cierre de junio, los administradores externos gestionaban US\$956,2 millones, pertenecientes al portafolio de diversificación, concentrando 81,6% de las inversiones en riesgo soberano (tabla B.8). En el primer semestre del 2013, el retorno absoluto anualizado obtenido por la gestión externa de las reservas internacionales fue -12,88%, medido en dólares, que se traduce en un retorno diferencial de -14 puntos base. Estos resultados son comparables con los obtenidos por la administración interna en igual portafolio, la que obtuvo un retorno absoluto anualizado medido en dólares de -12,44% y un retorno diferencial de 31 puntos base. Las monedas que más se depreciaron con respecto al dólar de Estados Unidos en el periodo, pertenecen al portafolio de diversificación, lo que explica los retornos absolutos negativos medidos en esa moneda.

TABLA B.8

Portafolio de administración externa. Inversiones por país y tipo de riesgo
(millones de US\$)

| País | Soberano (1) | Bancario (2) | Agencias | Supranacionales (3) | Total |
|----------------|--------------|--------------|------------|---------------------|--------------|
| Estados Unidos | 0,2 | | | | 0,2 |
| Alemania | 8,1 | | | | 8,1 |
| Australia | | | 8,2 | | 8,2 |
| Reino Unido | 136,0 | 86,6 | | | 222,6 |
| Japón | 176,0 | | | | 176,0 |
| Corea del Sur | 144,6 | | | | 144,6 |
| Suiza | 139,7 | | | | 139,7 |
| Nueva Zelanda | 109,6 | | | | 109,6 |
| Singapur | 66,0 | | | | 66,0 |
| Holanda | | 6,6 | | | 6,6 |
| Supranacional | | | | 9,9 | 9,9 |
| Francia | | 23,4 | | | 23,4 |
| Austria | | 26,8 | | | 26,8 |
| TOTAL | 780,2 | 151,6 | 0,0 | 9,9 | 941,7 |

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: KFW (Alemania, US\$ 8,1 millones).

(2) La exposición a riesgo bancario considera depósitos vigentes y excluye saldos en cuenta corriente y posiciones forward de monedas. Al cierre del primer semestre, PIMCO mantenía US\$ 0,8 millones en cuenta corriente y GSAM mantenía US\$ 13,7 millones.

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: African Development Bank y Eurofima.

Fuente: Banco Central de Chile y reportes de administradores externos.



ANEXO C:

Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2013

ENERO

El Banco Central de Chile informó que el Consejo, en su Sesión celebrada el 27 de diciembre de 2012, aprobó el programa anual de licitaciones contemplado para el 2013.

El detalle de los montos de bonos a emitir es el siguiente:

- a) Bono en pesos a 5 años plazo (BCP-5): hasta 490 mil millones de pesos.
- b) Bono en pesos a 10 años plazo (BCP-10): hasta 245 mil millones de pesos.
- c) Bono en UF a 5 años plazo (BCU-5): hasta 22 millones de UF.
- d) Bono en UF a 10 años plazo (BCU-10): hasta 11 millones de UF.

Se dejó constancia en dicha oportunidad que estos bonos serán emitidos acogiéndose a lo dispuesto en el artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta.

Del mismo modo, se explicitó que este programa de licitaciones podría estar sujeto a modificaciones en caso de que hubiere cambios significativos en las condiciones de mercado.

17 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

17 Por Acuerdo de Consejo N° 1730-02-130117 y conforme a lo previsto en el artículo 30 de la Ley 19.396, sobre nueva forma de pago de la obligación subordinada, el Banco Central de Chile fijó el precio de mercado aplicable para la enajenación de las opciones correspondientes a los derechos de suscripción preferente de las acciones de pago ordinarias "Banco de Chile – T", respecto del período de oferta preferente especial contemplado en la letra b) del señalado artículo 30.

Los referidos derechos de suscripción preferente corresponden a las acciones del Banco de Chile de que es titular la empresa SAOS S.A., prendadas al Banco Central de Chile en garantía del pago de la obligación subordinada.

La suscripción de las acciones de pago, a que se refieren las opciones señaladas, es parte del aumento de capital acordado en Junta Extraordinaria de Accionistas del Banco de Chile celebrada con fecha 17 de octubre de 2012.

28 El Banco Central de Chile informó que a contar de esta fecha, publicará el Informativo Diario de Operaciones Financieras Nacionales en formato digital.

Este nuevo producto estadístico reemplaza la versión PDF del Informativo Diario y cuenta con herramientas para la descarga y análisis de series históricas, lo que facilitará el trabajo de analistas e investigadores.

31 Por Acuerdo 1733-06-130131, publicado en la edición del Diario Oficial de fecha 2 de febrero de 2013, el Consejo designó al señor Rodrigo Caputo Galarce en reemplazo del señor Roberto Álvarez Espinoza en carácter de representante titular ante la Comisión Nacional Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas. La designación efectuada rige a contar del 31 de enero de 2013.

FEBRERO

7 Por Acuerdo N° 1734-02-130207 el Consejo aprobó un programa de sustitución de instrumentos PRC y CERO en UF por BCU, a través de la venta por licitación de BCU con pago mediante la compra de PRC y CERO en UF, efectuadas con entidades autorizadas a participar en el mercado primario de instrumentos del Banco Central de Chile.

El programa se ejecutó durante el periodo comprendido entre el 9 de marzo y el 8 de mayo, y contempló la emisión de Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento a 5 años plazo (BCU-5), por un monto equivalente a UF10,5 millones. Esta serie quedó acogida a lo dispuesto en el artículo 104 de la Ley sobre Impuesto a la Renta.

7 Por Acuerdo N° 1734-04-130207 el Consejo determinó aceptar la retribución a la que tendrá derecho el Instituto Emisor en el desempeño de la Agencia Fiscal relacionada con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social y el Fondo de Reserva de Pensiones para el

periodo comprendido entre marzo del 2013 y febrero del 2014, en conformidad con el Oficio N°263 del 6 de febrero de 2013, del Ministerio de Hacienda.

7 Por Acuerdo N° 1734-05-130207, el Consejo determinó aceptar la retribución a la que tendrá derecho el Instituto Emisor en el desempeño de la Agencia Fiscal, relacionada con la administración de los recursos del Fondo de Contingencia Estratégica para el período comprendido entre mayo del 2013 y abril del 2014, en conformidad con el Oficio N° 262, del 6 de febrero de 2013, del Ministerio de Hacienda.

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

21 Por Acuerdo de Consejo N° 1736-02-130221, se autorizó de conformidad con lo dispuesto en el artículo 76 de la Ley General de Bancos, al Banco de Crédito e Inversiones para efectuar una inversión en el exterior consistente en la suscripción y pago de hasta 99,99% del capital social de la sociedad filial BCI Securities, INC., constituida de acuerdo a la legislación del Estado de Florida, Estados Unidos de América y cuyo giro corresponde al corredor de bolsa.

La autorización indicada se otorgó sujeta al cumplimiento por parte del Banco de Crédito e Inversiones de lo establecido en la carta N°297, de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, de fecha 10 de enero de 2013, referente a que las actividades que desarrollará la mencionada filial en los Estados Unidos de América deberán ajustarse a las operaciones autorizadas para el giro de corredor de bolsa, en el artículo 70 de la Ley General de Bancos y la normativa específica dictada por esa Superintendencia, a que se hace mención, lo que deberá contemplarse en los estatutos de la sociedad filial, como asimismo, que se mantenga vigente y sea aplicable en relación con las operaciones de la mencionada filial el Convenio de Supervisión celebrado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y la Reserva Federal de Estados Unidos, para los fines previstos en el artículo 82 de la Ley General de Bancos.

21 Por Acuerdo N° 1736-03-130221 el Consejo acordó dejar sin efecto, a solicitud de la sociedad Inter Corredores de Bolsa S.A., actualmente denominada ICB Corredores de Bolsa S.A, la autorización conferida a dicha sociedad mediante Acuerdo N° 1472-03-090416, para formar parte del Mercado Cambiarío Formal.

MARZO

6 Por Acuerdo N° 1738-01-130306 el Consejo determinó vender en Bolsa de Valores las opciones remanentes del proceso de aumento de capital mediante emisión de acciones de pago del Banco de Chile, correspondientes a los derechos de suscripción preferente de acciones de pago adscritas al aumento de capital adoptado en Junta Extraordinaria de Accionistas del Banco de Chile con fecha 17 de octubre de 2012, y que no fueron adquiridas en el período de oferta preferente especial de opciones.

6 Por Acuerdo de Consejo N°1738-02-130306, para los fines previstos en la publicación diaria a que se refiere el inciso segundo del artículo 44 de la Ley Orgánica Constitucional que lo rige referente a las paridades de monedas extranjera, determinó dejar expresa constancia del criterio conforme al cual se determina la lista de monedas extranjeras de general aceptación en los mercados internacionales de cambios, que corresponde a aquellas monedas extranjeras elegibles para las inversiones de los recursos de sus reservas internacionales, de acuerdo con el artículo 38 N° 7 de la legislación institucional.

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

21 Por Acuerdo N° 1741-03-130321, el Consejo aprobó la Convocatoria y las Bases de Postulación aplicables al Concurso Público de Antecedentes para la designación del reemplazante en el cargo de Ministro Suplente Abogado del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, con motivo de la renuncia voluntaria presentada a ese cargo por el abogado don Juan José Romero Guzmán, atendida su designación en el cargo de Ministro del Excmo. Tribunal Constitucional.

26 Por Acuerdo 1742E-01-130326 el Consejo, considerando los acuerdos adoptados por las Juntas de Accionistas del Banco de Chile efectuadas el 21 de marzo de 2013, respecto de la distribución de dividendos y del aumento de capital mediante la emisión de acciones liberadas de pago por la parte correspondiente a 30% de las utilidades del ejercicio del 2012, resolvió optar porque la totalidad de los excedentes que le corresponden, incluida la parte de la utilidad proporcional a la capitalización acordada, le sea pagada en dinero efectivo, de conformidad con lo dispuesto en la letra b) del artículo 31 de la Ley N° 19.396, sobre modificación de la forma de pago de la obligación subordinada, y en las demás normas aplicables.



28 El Banco Central de Chile anunció un programa especial de operaciones de Compra por Ventanilla de Títulos con Pacto de Retroventa, en virtud del cual se aceptarán bonos sin garantía especial emitidos por empresas bancarias conforme al artículo 69 N° 2 de la Ley General de Bancos, denominados para fines de esas operaciones como "Bonos Hipotecarios" (REPO BH). Las operaciones "REPO BH" se ofrecerán por un plazo de hasta 14 días, a una tasa flotante y equivalente a la TPM vigente cada día más 25 puntos base.

Se considerarán elegibles los bonos hipotecarios emitidos por empresas bancarias que cuenten con clasificación de riesgo igual o superior a la categoría A, con exclusión de los bonos hipotecarios de propia emisión.

El inicio de este programa quedó condicionado a la primera emisión de un bono hipotecario y su correspondiente registro en el Depósito Central de Valores.

ABRIL

1 El Banco Central de Chile resolvió autorizar la incorporación de los denominados "bonos hipotecarios" entre los instrumentos de deuda elegibles para la realización de operaciones de compra de títulos de crédito con pacto de retroventa bajo modalidad REPO por ventanilla, de conformidad con lo previsto en el numeral 8 del Título I del Capítulo 2.1 de la Primera Parte del Compendio de Normas Monetarias y Financieras del Banco Central de Chile.

4 Por Acuerdo de Consejo N° 1746-02-130404 el Banco aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante el Decreto Supremo N° 2 del Ministerio de Hacienda, de 7 de enero de 2013, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la colocación y administración de los bonos a que se refiere dicho Decreto, conforme a los términos y condiciones establecidos en el mismo.

11 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

18 Mediante Acuerdo de Consejo N° 1749-01-130418, se reemplazó la normativa sobre emisión y operación de tarjetas de crédito, establecida en el Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras, disponiéndose su entrada en vigencia una vez transcurrido el plazo de 60 días contado de la publicación de dicho Acuerdo, lo que se efectuó el 20 de abril de 2013.

Las principales características de la nueva normativa consisten en:

- Suprimir el régimen regulatorio diferenciado aplicable a aquellos emisores que pagan dentro de tres días de aquellos que lo hacen en un plazo superior.
- Explicitar que el universo de emisores fiscalizados corresponde a la totalidad de entidades que asuman responsabilidades de pagos con comercios afiliados no relacionados.
- Fortalecer los requisitos de capital, liquidez y de reporte de información para emisores y operadores.
- Aumentar la responsabilidad asignada al gobierno corporativo de las entidades fiscalizadas, especialmente, en la formulación de políticas de gestión y control de riesgos de acuerdo a estándares normativos definidos por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
- Flexibilizar y perfeccionar la regulación aplicable a operadores de tarjetas de crédito y sistemas similares.
- Ampliar el giro exigido a las sociedades autorizadas para operar tarjetas de crédito, permitiéndoles al mismo tiempo operar tarjetas de débito.
- Aumentar los requisitos de capital aplicables a operadores que, aún cuando no asuman responsabilidad de pago, canalicen un mayor volumen de operaciones de pago.

MAYO

9 Por Acuerdo de Consejo N° 1752-03-130509, se autorizó de conformidad con lo dispuesto en el artículo 76 de la Ley General de Bancos, a Corpbanca para fines de efectuar una inversión en el exterior hasta por la suma de dos millones de dólares americanos, consistente en la suscripción y pago del 100% del capital accionario de la sociedad filial cuya razón social corresponderá a Corpbanca Securities, Inc., la que se constituirá de acuerdo a la legislación del Estado de Delaware, Estados Unidos de América y cuyo giro corresponde al de corredor de bolsa.

La autorización indicada se otorgó sujeta al cumplimiento por parte de Corpbanca de lo establecido en la carta N° 2.913, de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, del 28 de febrero de 2013, referente a que las actividades que desarrollará la mencionada filial en los Estados Unidos de América deberán ajustarse a las operaciones autorizadas para el giro de corredor de bolsa, en el artículo 70 de la Ley General de Bancos y la

normativa específica dictada por esa Superintendencia, a que se hace mención, lo que deberá contemplarse en los estatutos de la sociedad filial, como asimismo, que se mantenga vigente y sea aplicable en relación con las operaciones de la mencionada filial el Convenio de Supervisión celebrado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y la Reserva Federal de Estados Unidos, para los fines previstos en el artículo 82 de la Ley General de Bancos.

16 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

16 En virtud del Acuerdo N°1753-01-130516 el Consejo designó al señor Santiago Manuel Meersohn Ernst en carácter de miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco Central de Chile, por el plazo de tres años, a contar del día 17 de junio de 2013, en reemplazo del señor Vivian Clarke Levi, con motivo de haber cumplido su periodo de nombramiento.

17 Mediante Acuerdo de Consejo N° 1754E-01-130517, se prorrogó la entrada en vigencia de la nueva normativa sobre emisión y operación de tarjetas de crédito, establecida en el Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras para el día 22 de julio de 2013.

24 Por Acuerdo N° 1756E-01-130524 , el Consejo acordó proponer a S.E. el Presidente de la República la terna para proveer el cargo de Ministro Suplente Abogado que integrará el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, en reemplazo del ex Ministro señor Juan José Romero Guzmán.

El Consejo resolvió conformar dicha terna, en orden alfabético, por los abogados Crispulo Marmolejo González, Gastón Mansilla Carvajal, y Joaquín Morales Godoy.

Cabe mencionar que mediante DS N° 94 de fecha 17 de junio de 2013, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, publicado en el Diario Oficial el 24 de julio de 2013, S.E el Presidente de la República nombró a contar del 17 de junio de 2013 a don Crispulo Marmolejo González, en el cargo de Ministro Suplente Abogado del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, hasta el 12 de mayo de 2014.

JUNIO

6 Por Acuerdo de Consejo N° 1758-01-130606, el Banco aceptó las nuevas directrices de inversión relacionadas con la administración del Fondo de Estabilización Económica y Social, impartidas por el Ministerio de Hacienda mediante Oficio N° 1.267 del 4 de junio de 2013.

13 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

JULIO

4 Por Acuerdo de Consejo N° 1763-02-130704 se autorizó a Corpbanca para efectuar una inversión en el exterior consistente en la adquisición, a través de su filial Banco Corpbanca Colombia S.A., de hasta el 100% de Helm Bank S.A., incluidas sus filiales, con el propósito de proceder a la posterior fusión de ambas empresas bancarias constituidas en Colombia; y, para que Corpbanca adquiera directamente hasta el 80% de las acciones de Helm Corredores de Seguros S.A., sociedad domiciliada en Colombia. Se dejó constancia que la primera inversión indicada se materializará a través de un aumento de capital en Banco Corpbanca Colombia S.A., que será suscrito y pagado parcialmente por Corpbanca.

La autorización del Banco quedó sujeta, entre otras condiciones, a que en el giro de la filial bancaria extranjera que se fusionará con Helm Bank S.A., no se comprendan actividades prohibidas por la Ley General de Bancos a las empresas bancarias chilenas.

11 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

18 Mediante Acuerdo de Consejo N° 1765-03-130718, se introdujeron modificaciones a las Normas Transitorias del Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras sobre Emisión y Operación de Tarjetas de Crédito, con el propósito de facilitar el proceso de adecuación a los nuevos requerimientos establecidos en dicha normativa.

Con tal objeto, se dispuso que:

- Los emisores no bancarios y operadores que se encuentren inscritos en el Registro de Emisores y Operadores a cargo de la SBIF al momento de entrar a regir el nuevo Capítulo III.J.1, deberán presentar a la Superintendencia, a más tardar el 31 de diciembre de este año, un plan de adecuación a las nuevas exigencias en materia de objeto social, patrimonio mínimo, reserva de liquidez, políticas de gestión y control de riesgos, entre otras.

-Aquellas entidades que actualmente no se encuentran inscritas en el señalado Registro de la SBIF, pero que como consecuencia de la nueva normativa, deberán inscribirse en dicho Registro para continuar ejerciendo su giro, les corresponderá solicitar a más tardar el 31 de diciembre de 2013 su inscripción provisional



y conjuntamente presentar a la SBIF un plan de adecuación a los nuevos requisitos del Capítulo III.J.1.

-En ambos casos, deberán comprobar ante la SBIF el cumplimiento cabal de las exigencias establecidas en el Capítulo III.J.1 a más tardar el 22 de julio de 2014, esto es, un año contado desde la entrada en vigencia de esa reglamentación.

Cabe precisar que se mantuvo inalterada la fecha de entrada en vigencia del nuevo Capítulo III.J.1 para el 22 de julio de 2013.

18 Por Acuerdo de Consejo N° 1765-04-130718, el Banco aceptó las nuevas Directrices de Ejecución relacionadas con la administración de los recursos del Fondo de Contingencia Estratégica, impartidas por el Ministerio de Hacienda mediante Oficio número 1.635 de fecha 17 de julio de 2013.

AGOSTO

1 Por Acuerdo de Consejo N°1767-01-130801 se aprobaron los Estatutos del Comité Asesor de Tecnología de la Información del Banco Central de Chile, en su carácter de Órgano asesor del Consejo en esa materia, designándose en carácter de miembros integrantes del primer Comité, a los señores Jaime Navón Cohen, José Alberto Pino Urtubia e Ignacio Casas Raposo por el período de tres años, dos años y un año, respectivamente, siendo este último su presidente.

7 El Banco Central de Chile anunció que el 12 de agosto de 2013 dará inicio al programa especial de operaciones de compra de títulos con pacto de retroventa que acepta exclusivamente bonos hipotecarios en dichas operaciones.

13 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

14 Por Acuerdo de Consejo N° 1770-01-130814, el Banco aceptó las Nuevas Directrices de Ejecución relacionadas con la administración de los recursos del Fondo de Reserva de Pensiones, impartidas por el señor Ministro de Hacienda mediante Oficio N° 1.925 del 13 de agosto de 2013.

Estas nuevas Directrices de Inversión reemplazan a las contenidas en el Oficio Ord. N° 1.637, del señor Ministro de Hacienda, del 18 de noviembre de 2011 y su modificación por Oficio Ord. N° 192, del 31 de enero de 2012.

En ese mismo Acuerdo de Consejo se aceptaron las Nuevas Directrices de Ejecución relacionadas con la Custodia y otras materias relacionadas con los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones, impartidas por el señor Ministro de Hacienda mediante Oficio N° 1.926 del 13 de agosto de 2013.

Estas Nuevas Directrices sobre Custodia reemplazan a las contenidas en el Oficio Ord. N° 133, del señor Ministro de Hacienda, del 8 de febrero de 2007 y sus modificaciones efectuadas por Oficio Ord. N° 355, del 24 de marzo de 2011 y N° 248, del 7 de febrero de 2012.

GLOSARIO

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2013). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2012-2015 se calculan a partir de una muestra de países que representan aproximadamente el 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,3% para el período 2012-2015.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2013). Los países considerados en la muestra representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,7% para el período 2012-2015.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCB: Índice de precios al consumidor de bienes

IPCNT: Índice de precios al consumidor de no transables

IPCS: Índice de precios al consumidor de servicios

IPCT: Índice de precios al consumidor de transables

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía

IPEC: Índice de percepción económica

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2013. *Informe de Percepciones de Negocio. Metodología*. Mayo. sitio web http://www.bcentral.cl/estadisticas-economicas/informe-percepciones/pdf/IPN_metodologia.pdf
- Barclays Capital. 2013. *Global Economics Weekly*. Agosto.
- Céspedes,L.,Ochoa,M. y Soto,C. 2005. *The new keynesian phillips curve in an emerging market economy: the case of Chile*. Documento de Trabajo N.º355. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Cochilco.2012. *Inversión en la Minería Chilena: Cartera de Proyectos 2012*. Junio.
- Cochilco.2013. *Inversión en la Minería Chilena: Cartera de Proyectos 2013-2021*. Julio.
- Consensus Forecasts. 2013. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- CRU. 2013. *Copper Quarterly Industry and Market Outlook*. Abril.
- Deutsche Bank. 2013a. *Asia Economics Monthly*. Julio.
- Deutsche Bank. 2013b. *Dollar Bloc Weekly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2013c. *Emerging Markets Monthly*. Julio.
- Deutsche Bank. 2013d. *Focus Europe*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2013e. *Global Economic Perspectives*. Agosto.
- Economist Intelligence Unit. 2013. *Country Forecast: Japan*. Agosto.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2013. *Global Fund Allocations*, sitio web <http://www.epfr.com/>
- Fondo Monetario Internacional. 2013a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2013b. *World Economic Outlook Update*. Julio.
- Fondo Monetario Internacional. 2013c. *Fiscal Monitor*. Abril.
- JP Morgan Chase. 2013. *Global Data Watch*. Agosto.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

SEPTIEMBRE 2013

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Septiembre 2013