

# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Septiembre 2014**



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Septiembre 2014**





# CONTENIDO\*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	15
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	17
II. MERCADOS FINANCIEROS	21
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	25
IV. PRECIOS Y COSTOS	29
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	33
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	49
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	51
RECUADROS	
Crecimiento de mediano plazo	12
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	37
ANEXOS	
BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	39
ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	41
PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2014	46

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 28 de agosto de 2014.



# 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 2014 para presentarse ante el Senado el 3 de septiembre de 2014.

**El Consejo**



# RESUMEN

La actividad y la demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo previsto hace unos meses. A la mayor caída de la inversión se sumó una desaceleración más marcada del consumo privado, lo que llevó a reducir la proyección de crecimiento para este año por debajo del rango anticipado en junio. El mercado laboral ha dado señales de menor dinamismo, pero la tasa de desempleo sigue baja y el crecimiento de los salarios nominales aumentó. La inflación anual, en cambio, ha ido en línea con lo esperado y sigue proyectándose que su alto nivel actual será transitorio. Las perspectivas a dos años plazo se han mantenido en torno a 3%. El escenario externo, si bien algo menos dinámico en términos de crecimiento, no es muy diferente del de junio, con cambios menores en los precios de las materias primas y condiciones financieras internacionales que siguen siendo favorables. Las tensiones geopolíticas recientes han tenido efectos acotados en los mercados. El peso chileno volvió a depreciarse, en parte por el fortalecimiento global del dólar y en parte por factores idiosincráticos, incluida una política monetaria más expansiva. El Consejo recortó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base (pb) desde junio, ubicándola en 3,5%, y ha seguido comunicando que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

La inflación anual del IPC sigue sobre 4%, pero no se han registrado nuevas sorpresas en sus variaciones mensuales, las que han disminuido respecto de lo que se venía observando hasta la primera parte del año. Esto último fue más visible en la evolución del IPCSAE, dando cuenta, por un lado, que el traspaso a la inflación de la depreciación del peso es un fenómeno importante, pero cuya intensidad tiende a disminuir en el tiempo, y por otro, que el bajo desempeño de la economía ya está teniendo efectos en los precios. Así, sigue estimándose que el elevado nivel actual de la inflación será transitorio, visión que es compartida por las expectativas para la inflación a uno y dos años plazo que se han mantenido en torno a 3%.

La mayor novedad proviene de la actividad y el gasto interno, cuyo desempeño fue bastante más débil que lo previsto. En el segundo trimestre, el PIB creció 1,9% y la demanda interna cayó 0,9% anual. El bajo desempeño del gasto se extendió a todos sus componentes, llamando la atención el rápido deterioro de aquellos que tienen un carácter más persistente, como el consumo habitual y la inversión en construcción y obras. Por sectores, resaltó la caída anual de la actividad del comercio, principalmente mayorista, y el magro resultado de gran parte de las ramas industriales. En estas últimas, solo aquellas ligadas al sector



## CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2013	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	4,1	1,75-2,25	3,0-4,0
Ingreso nacional	3,4	2,0	3,2
Demanda interna	3,4	0,1	3,4
Demanda interna (sin variación de existencias)	4,2	1,0	3,2
Formación bruta de capital fijo	0,4	-4,1	1,8
Consumo total	5,4	2,6	3,6
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	2,4	3,8
Importaciones de bienes y servicios	2,2	-3,9	4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-1,8	-2,2
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,5	19,8	19,7
Inversión nacional bruta (% del PIB)	23,9	21,6	21,9
FBCF (% del PIB nominal)	23,6	22,0	21,6
FBCF (% del PIB real)	25,8	24,3	23,9
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.485	-4.600	-5.880
Balanza comercial	2.117	7.850	6.750
Exportaciones	76.684	77.450	79.650
Importaciones	-74.568	-69.600	-72.900
Servicios	-2.908	-3.060	-3.150
Renta	-11.102	-11.790	-11.930
Transferencias corrientes	2.408	2.400	2.450

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

exportador muestran un desempeño más favorable en el margen. La evolución del gasto también ha llevado a una caída de las importaciones, dando pie a un ajuste más marcado de la cuenta corriente. Indicadores parciales de comienzos del tercer trimestre, muestran que el desempeño de la economía se mantiene débil.

En el mercado laboral, la tasa de desempleo ha aumentado en el margen, pero continúa en niveles históricamente bajos. El empleo total sigue creciendo en términos anuales, pero a una tasa menor, y con una composición en la que la parte asalariada se ha estancado desde hace unos meses. La disponibilidad de nuevas vacantes se ha reducido y las solicitudes de pago del seguro de cesantía han aumentado. De todos modos, el crecimiento de los salarios nominales sigue alto, lo que de persistir, podría retrasar la convergencia de la inflación.

La desaceleración de la economía era, en parte, un fenómeno esperado. En el ámbito externo, como se ha mencionado desde hace varios IPoM, está el efecto negativo del fin del ciclo de elevados precios de las materias primas. También que las condiciones financieras externas, aunque siguen favorables, se han deteriorado y se espera sigan estrechándose. En el ámbito interno, como había recalado el Consejo, la presión sobre la capacidad instalada acumulada durante los años de alto crecimiento de la economía chilena hacían esperable un ajuste en el ritmo de la actividad. A las razones ya mencionadas, se agregaban importantes factores idiosincráticos, como la maduración del ciclo de inversión minera y del impulso fiscal asociado a la reconstrucción del terremoto del 2010. En lo más reciente, se suma que el menor crecimiento de los ingresos laborales reales ha afectado negativamente la evolución del consumo privado.

Con todo, el debilitamiento de la actividad y del gasto, tanto del consumo como de la inversión, ha ido más allá de lo que se preveía. Las expectativas para la inversión y el consumo se han deteriorado marcadamente, en especial en los últimos meses. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) y el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) han mostrado bajas continuas durante el 2014. A julio, ambos se ubican por debajo de los niveles neutrales. Además, muestran un importante deterioro en algunos ítems específicos, donde destaca la percepción respecto del empleo y el nivel adecuado de inventarios. Por sectores, las perspectivas en la industria, la construcción y el comercio han empeorado de forma importante. A su vez, el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto revela que las empresas perciben un aumento de la incertidumbre, el que ha afectado tanto sus decisiones de inversión y gasto como las de sus clientes.

El deterioro del panorama interno se ha dado en un contexto en que el impulso monetario ha aumentado significativamente. Desde mediados del 2013 el Consejo ha señalado la necesidad de adoptar una política monetaria más expansiva, que asegure la convergencia de la inflación a la meta. Consecuentemente, ha rebajado la TPM en 150pb desde octubre del 2013 y mantenido un sesgo expansivo. Esto, unido a la evolución del escenario macroeconómico interno y externo, ha tenido un efecto significativo en la estructura de tasas de interés de mercado. En particular, las tasas de largo plazo se ubican en sus mínimos históricos o en torno a ellos. Al mismo tiempo, el menor costo de financiamiento bancario se ha traspasado a las tasas de los créditos para empresas y personas, las que han caído hasta 140pb desde octubre del año pasado. No obstante, el crecimiento

real de las colocaciones comerciales y de consumo se ha reducido, mientras que el de las hipotecarias se ha mantenido estable. En esto ha contribuido la conducta más cautelosa tanto de oferentes como de demandantes de crédito, como se desprende de la Encuesta de Créditos Bancarios (ECB) de junio y del IPN de agosto.

El cambio en el escenario macroeconómico también se ha reflejado en los movimientos del tipo de cambio nominal y real. El peso chileno se depreció 5,8% comparando el cierre estadístico de este IPoM y el del anterior, especialmente durante las últimas semanas. Si bien parte de esta depreciación respondió a un fenómeno global de mayor fortaleza del dólar, el incremento de la paridad peso/dólar superó lo observado en otras economías emergentes. Esto, en respuesta a condiciones cíclicas internas menos favorables y una política monetaria local más expansiva.

Las condiciones de financiamiento externo, más allá de vaivenes temporales, se han mantenido favorables desde una perspectiva histórica, aunque el riesgo de una reversión sigue latente. Los premios por riesgo soberano y corporativo de Chile han tenido alzas acotadas, manteniéndose en niveles menores que hace un año. Algo similar se observa en otras economías emergentes. Las tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado han retrocedido desde junio, con una evolución que, en el caso de EE.UU., ha llamado la atención dada la mayor fortaleza de su economía y las expectativas de que su tasa de referencia comenzará a aumentar a mediados del próximo año. Los términos de intercambio también se han mantenido favorables desde junio, incluso subieron en el margen respecto de lo anticipado en esa ocasión, principalmente por un mayor precio del cobre, producto de una oferta más ajustada. En el escenario base, el precio del cobre proyectado para el 2014 y 2015 es de US\$3,15 y 3,05 la libra, respectivamente.

El panorama de crecimiento de los socios comerciales se debilitó levemente desde junio, pero se siguen esperando tasas de crecimiento superiores en el 2015 respecto del 2014. En las economías desarrolladas, el crecimiento se revisó algo a la baja para este año. A las peores cifras de Japón, se agrega una recuperación más lenta en la Eurozona, incluido Alemania, donde la confianza de consumidores y de empresas ha declinado, en parte, por los conflictos geopolíticos en la región. EE.UU. recuperó fuerza en el segundo trimestre, por el buen desempeño del consumo privado, la inversión y las mejores expectativas. En América Latina, el crecimiento se revisó a la baja para este año y el próximo en la mayoría de las economías, aunque existe heterogeneidad en su desempeño. En China, las medidas del gobierno han logrado estabilizar su crecimiento. En el escenario base, los socios comerciales se expandirán 3,6% en promedio el 2014-2015, dos décimas menos de lo previsto en junio.

En el escenario base, se considera que el menor dinamismo de la economía nacional será más persistente que lo previsto anteriormente. De este modo, la proyección de crecimiento del PIB para este año se corrige a una cifra entre 1,75 y 2,25%, por debajo de lo considerado en junio. En el 2015, coherente con bajas bases de comparación y un dinamismo acotado de la economía, se prevé que el PIB crecerá entre 3,0 y 4,0% anual. La recuperación, aunque moderada, se sustenta en el mayor impulso monetario y las menores tasas de

#### SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013	2014	2015	2016
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	4,1	-3,2	0,0	-0,8	-0,5
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,5	3,4	3,8	3,9
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,1	3,2	3,7	4,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,1	2,4	2,6	3,1	3,3
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,8	1,3	1,7	2,4	2,5
PIB emergentes PPC	7,4	5,9	4,6	4,5	4,8	5,0
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	0,3	0,9	1,2	1,3
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	367	332	315	305	300
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	44	90	98	98	92	89
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	42	101	109	106	104	101
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	367	742	785	779	753	732
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,3	0,2	0,7	1,6

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



## INFLACIÓN

	2013	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	1,8	4,1	3,0	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,1	2,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,2	3,4	2,6	
Inflación IPCSAE diciembre	2,1	3,4	2,5	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

(f) Proyección.

(\*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2016.

Fuente: Banco Central de Chile.

mercado; un mayor impulso fiscal; un mayor impulso producto del crecimiento de los socios comerciales y de la depreciación real del peso; y una mejora de las expectativas privadas. En esta proyección, el Consejo estima que el crecimiento de mediano plazo de la economía chilena se ubica entre 4 y 4,5%. Esto es inferior a lo considerado en ocasiones anteriores, y se relaciona con una revisión de la evolución de la productividad total de factores, del crecimiento previsto del stock de capital y la natural convergencia de una economía que ha alcanzado niveles de ingreso per cápita más altos (Recuadro Crecimiento de Mediano Plazo).

El crecimiento de la demanda interna en el 2014 también se ha revisado a la baja, en particular el de la inversión. Esto, dado que los datos efectivos al segundo trimestre fueron menores que lo previsto y que los proyectos de inversión de la CBC para el 2014 y 2015 fueron revisados a la baja en el último catastro. En contraste, se espera un mayor impulso del gasto público, en particular de la inversión. Por el lado del consumo privado, se espera que retome una expansión moderada, que lo mantendrá creciendo por debajo de lo previsto en junio.

La inflación anual del IPC, aún afectada por las altas variaciones mensuales de comienzos de año y los efectos directos de la depreciación reciente del peso, se mantendrá en valores por sobre 4% durante todo lo que queda del 2014. Hacia el 2015, acorde con las menores presiones inflacionarias que se deducen de la evolución cíclica de la economía y las altas bases de comparación, la inflación anual, tanto del IPC como del IPCSAE, tendrá un rápido descenso hacia 3%. Luego, ambas oscilarán en torno a esta cifra hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2016.

Esta trayectoria de la inflación toma en cuenta que los efectos indirectos de la depreciación nominal y real del peso observada durante los últimos meses serán más que compensados por el estado de las brechas de capacidad dentro del período de proyección. El Consejo evalúa que el nivel actual del tipo de cambio real (TCR) es coherente con el estado cíclico de la economía y las condiciones financieras internas y externas, aunque se encuentra algo por sobre el rango de valores considerados de largo plazo. Como supuesto metodológico, se considera que el tipo de cambio tendrá una leve apreciación real en el largo plazo, acorde con la normalización de las condiciones cíclicas de la economía. Respecto de la TPM, el cambio del escenario macroeconómico interno ha reducido las expectativas para su nivel desde junio. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las distintas medidas de expectativas disponibles al cierre estadístico 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, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado, mientras que para la actividad está equilibrado en el 2014 y sesgado a la baja en el 2015.

En el plano externo, se mantienen los riesgos previstos en IPoM anteriores. Aunque el crecimiento en China y sus perspectivas se han estabilizado en lo más reciente, su desempeño futuro sigue siendo un factor de riesgo, en particular

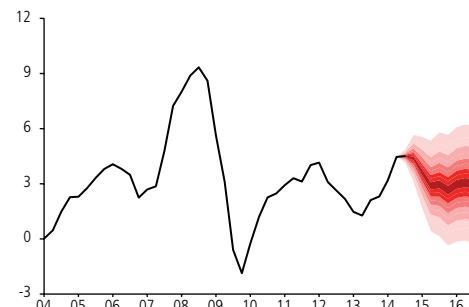
por la incertidumbre acerca de los desarrollos de su sistema financiero y sector inmobiliario. Además, no se puede descartar que las vulnerabilidades en otras economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad. En la Eurozona, la situación macrofinanciera continúa siendo un elemento de incertidumbre, a la que se han agregado las tensiones geopolíticas en el continente, lo que acentúa los riesgos de una recuperación más lenta en la región. En EE.UU., el retiro de los estímulos monetarios no convencionales ha ido acorde con lo previsto, pero los mercados financieros podrían sufrir episodios de tensión relevantes ante eventos que adelanten el momento en que comenzará a aumentar la tasa Fed Funds. En particular, en el contexto actual de bajas tasas de interés de largo plazo y premios soberanos acotados, podrían generarse episodios de reversión bruscos con tensiones relevantes. Ello podría tener efectos sobre el costo de financiamiento externo y las paridades de monedas, con impactos importantes sobre las economías emergentes. Con todo, lo más probable sigue siendo que un mejor desempeño de la economía estadounidense implicará un mayor impulso externo y un escenario más favorable a mediano plazo.

En el ámbito local, un riesgo es que el crecimiento de la actividad y de la demanda interna sea menor que el proyectado. Como se indicó, el debilitamiento de estas variables ha sido mayor que el previsto, coincidiendo con un deterioro generalizado de las expectativas. El escenario base considera que este deterioro se revertirá paulatinamente, lo que en parte justifica el crecimiento previsto del consumo y la inversión en el 2015. Sin embargo, de no revertirse esta tendencia, es probable que se observe un ajuste más rápido y más intenso en el mercado del trabajo, con el consecuente efecto negativo en el consumo y la actividad. Asimismo, un empeoramiento de las expectativas empresariales podría agudizar el ajuste de la inversión. Un escenario como el descrito podría generar también un rebalanceo más intenso hacia el sector transable, mitigando en parte el menor crecimiento interno. Por otro lado, si bien un escenario de mayor debilidad interna podría ampliar las holguras de capacidad y derivar en menores presiones inflacionarias, tampoco se puede descartar que los efectos cambiarios que provoque compensen su efecto en los precios, al menos temporalmente, retrasando, así, la convergencia de la inflación.

En los últimos meses, la actividad y demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo esperado. A partir de mediados del 2013, el Consejo comenzó a indicar que la política monetaria sería más expansiva para evitar que las mayores holguras en la economía afectaran el logro de la meta de inflación. Así, la TPM se ha recortado en 150pb en el último año y la estructura de tasas de interés se ha ajustado de forma importante, agregando un impulso monetario relevante a la economía. Además, el Consejo ha señalado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

#### PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

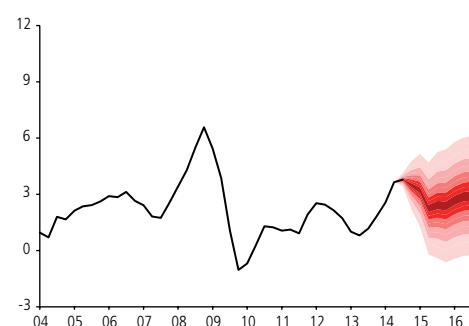


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.



## RECUADRO CRECIMIENTO DE MEDIANO PLAZO

Las proyecciones que el Consejo entrega en cada IPoM se construyen usando una serie de supuestos de trabajo. Dentro de ellos, el crecimiento de mediano plazo es uno muy relevante, ya que ancla la visión de crecimiento de la economía chilena y da luces sobre el estado de las brechas de capacidad internas.

El rango utilizado como referencia para esta variable es revisado, aunque no necesariamente modificado, periódicamente. Por ejemplo, la publicación de las cifras de Cuentas Nacionales con base 2008<sup>1/</sup>, el terremoto y maremoto del 2010 y los cambios en los costos de la energía<sup>2/</sup>, han sido ocasiones en que se ha revisado este supuesto de trabajo.

En este Recuadro se presenta la revaluación del crecimiento de mediano plazo realizada por el Consejo, con ocasión del IPoM de septiembre del 2014. En esta oportunidad, el Consejo estima adecuado reducir dicha estimación desde un nivel en torno a 5%, considerado como referencia en los últimos IPoM, a una cifra entre 4 y 4,5%.

### Determinantes del crecimiento de mediano plazo

El producto de mediano plazo está determinado por la cantidad de factores productivos —capital y trabajo— existentes en la economía y por el nivel de eficiencia con que son combinados. Varios elementos hacen que la medición de dichos factores sea compleja.

Primero, el empleo, la inversión, el stock de capital y el producto mismo se miden de forma imperfecta. Segundo, la eficiencia de la economía no es directamente observable, lo que implica que solo puede medirse indirectamente. Esto se hace a través del cálculo de la llamada Productividad Total de Factores (PTF), que corresponde a la parte del crecimiento que no puede atribuirse a la acumulación de recursos productivos. Tercero, tanto la utilización de los factores de producción como la eficiencia de su uso varían durante el ciclo económico por múltiples razones no asociadas a la evolución de mediano plazo de la economía, dificultando el cálculo de la PTF en este horizonte. Por último, se agrega el hecho que, entre sectores, existen diferencias en el rezago entre el momento en que se

materializa la inversión y el instante en que el capital está disponible para su uso. En la minería, sector donde la inversión creció mucho en el último tiempo, estos rezagos tienden a ser más largos que en el resto de la economía.

En el sector minero, además, la sostenida baja en la ley de los yacimientos hace muy difícil el cálculo de la productividad. Dada su importancia en la economía nacional, esto contamina la medición de la productividad agregada. Estas particularidades, y el hecho de que la inflación está más relacionada con lo que ocurre en los sectores diferentes de recursos naturales (RR.NN.)<sup>3/</sup>, sugieren que es razonable calcular el PIB de mediano plazo por separado para ambos grupos: RR.NN. y resto. Este es el procedimiento utilizado por el Banco Central.

En el caso de los sectores de RR.NN., la estimación de crecimiento de mediano plazo se hace en base a una proyección de la producción futura de las principales empresas del sector. Para el resto, la estimación se basa en el análisis del comportamiento tendencial del capital, el trabajo y la productividad.

### Crecimiento de mediano plazo en los sectores resto

La evolución prevista del empleo ajustado por horas y calidad, supone un crecimiento de mediano plazo de entre 2,0 y 2,5% anual en los próximos años. Esta cifra es algo superior a la estimada antes y se basa en los siguientes supuestos. Por un lado, la participación laboral femenina aún está por debajo de lo que muestra el conjunto de países OCDE, por lo que se supone seguirá aumentando lentamente en los años venideros (gráfico 1). Por otro lado, se incorpora un nuevo ajuste de calidad al empleo, el que considera que los años de estudio promedio de los trabajadores que se han ido incorporando al mercado laboral han aumentado y la productividad asociada a ellos es mayor. Las horas trabajadas no tienen cambios respecto de estimaciones anteriores. Por último, de acuerdo con las proyecciones del INE, se asume que el crecimiento de la población mayor de 15 años descenderá hacia cifras del orden de 0,9% el 2020<sup>4/</sup> (gráfico 2).

<sup>1/</sup> Recuadro V.1, IPoM junio 2012.

<sup>2/</sup> Recuadro V.1, IPoM marzo 2010; Recuadro VI.1, IPoM mayo 2008.

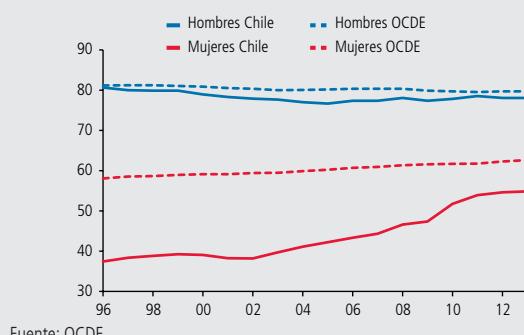
<sup>3/</sup> Incluye minería, pesca y electricidad, gas y agua.

<sup>4/</sup> Estimaciones de otros organismos, como las Naciones Unidas, apuntan a que el crecimiento de la población en edad de trabajar es menor, lo que podría sesgar al alza la proyección considerada.

Luego, está la evolución prevista de la PTF en los sectores resto. Como lo sugieren los datos (gráfico 3), estimaciones recientes del Comité de Expertos que cita el Ministerio de Hacienda y otros estudios<sup>5/</sup>, la PTF ha mermado su crecimiento en los últimos años. Este fenómeno ha sido común a otras economías de la OECD. Como supuesto de trabajo, la estimación presentada supone que la PTF de tendencia de los sectores resto crecerá en torno a 1% anual en los próximos años.

Respecto de la evolución del capital, se estima que en los años que vienen su crecimiento será menor que el observado previamente: 4,5 versus 5,8%, que promedió en los últimos cinco años. Con esto, la razón de inversión a PIB se mantendría en niveles similares al de los últimos diez años (gráfico 4). El menor crecimiento previsto para la inversión es coherente con la ausencia proyectada de algunos factores que han empujado el aumento del capital en los últimos años. En particular, el fuerte incremento de la inversión minera que se observó a partir del 2006 y que potenció la inversión también en otros sectores.

**GRÁFICO 1**  
Participación laboral  
(porcentaje de la población en edad de trabajar)



Fuente: OCDE.

**GRÁFICO 2**  
Población mayor de 15 años  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

<sup>5/</sup> Corbo y González (2014). Sosa et al. (2013).

**GRÁFICO 3**  
Productividad total de factores en sectores resto  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 4**  
Formación bruta de capital fijo  
(porcentaje del PIB nominal, acumulado en cinco años)



Fuente: Banco Central de Chile.

## Crecimiento de mediano plazo en sectores de RR.NN.

En el caso de minería y Electricidad, Gas y Agua, su crecimiento proyectado en los próximos cinco años se obtiene a partir del Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, Cochilco, CNE y CDEC, además del análisis de la evolución histórica de la ley del cobre. Para la pesca, se considera un promedio de la evolución histórica de la producción sectorial.

## Crecimiento de mediano plazo del PIB total

Para el cálculo del crecimiento de mediano plazo del PIB total se agregan los supuestos sobre sectores resto y RR.NN. Para su ponderación se mantiene fijo el peso relativo de cada uno en el PIB nominal del 2013: 14% los de RR.NN. y 77% los sectores resto. El 9% restante, corresponde a los impuestos indirectos, que se adicionan para obtener el valor de mercado del producto.



Este ítem ha aumentado sistemáticamente por sobre el PIB, y en esta ocasión se asume que su incremento fluctuará entre 5 y 6%. De este modo, el crecimiento de mediano plazo de la economía se estima entre 4,0 y 4,5% (tabla 1)<sup>6/</sup>.

**TABLA 1**  
Crecimiento de mediano plazo  
(variación anual, porcentaje)

Periodo	PIB total	PIB resto (1)			PIB RR.NN.	
		Total	PTF resto	Capital		
<b>Descomposición histórica del crecimiento del PIB</b>						
1987-90	6,5	6,9	2,0	4,0	5,8	3,4
1991-95	7,5	7,4	1,6	6,8	4,9	8,1
1996-00	3,8	3,4	-1,4	6,5	3,3	6,9
2001-05	4,3	4,8	1,6	3,8	2,8	0,8
2006-10	3,6	4,5	1,8	3,9	1,6	0,6
2011-14:2	4,7	5,1	0,8	5,8	2,8	2,7
<b>Proyección crecimiento PIB mediano plazo (2)</b>						
2015-20	4,0-4,5	4,1-4,6	1,0	4,5	2,0-2,5	2,5

(1) La participación del capital y el trabajo en el PIB resto es 48 y 52%, respectivamente.

(2) Para la proyección de mediano plazo se asumen las participaciones de PIB Resto y de PIB RR.NN. en el PIB nominal del 2013. Para llegar al PIB total se asume que los impuestos indirectos crecen de acuerdo con patrones históricos, en un rango entre 5 y 6%.

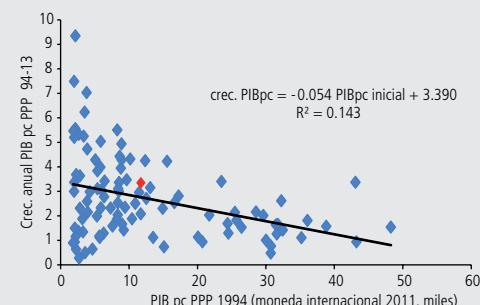
Fuente: Banco Central de Chile.

## Crecimiento de mediano plazo en una perspectiva global

Desde una perspectiva global, la disminución del crecimiento de mediano plazo es un fenómeno esperable en una economía que se desarrolla, comúnmente llamado “convergencia” (gráfico 5). Para el período 2014-2018, de acuerdo con Contreras y Pinto (2014), este fenómeno podría explicar una reducción del crecimiento de mediano plazo chileno de entre 0,4 y 1,4 puntos porcentuales respecto del período 2009-2013<sup>7/</sup>.

Por otra parte, una economía pequeña y abierta como la chilena está muy influenciada por lo que pase en su entorno. Contreras y Pinto (2014) sugieren que dicho entorno será marginalmente menos favorable en el próximo quinquenio, al menos en lo que se refiere a términos de intercambio y condiciones financieras, las que serán solo parcialmente compensadas por el mayor crecimiento de los socios comerciales (gráfico 6).

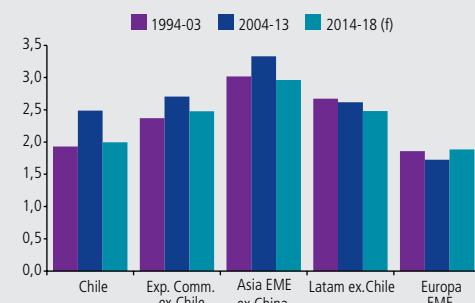
**GRÁFICO 5**  
PIB per cápita y desarrollo económico (\*)



(\*) En rojo, Chile. En azul, 100 países de ingreso medio-alto con población mayor a 2 millones de personas.

Fuente: Banco Mundial.

**GRÁFICO 6**  
Contribución de factores comerciales en el crecimiento del PIB  
(puntos porcentuales)



(f) Proyección.

Fuente: Contreras y Pinto (2014).

## Conclusión

En esta ocasión, el Consejo estima que el crecimiento de mediano plazo de la economía chilena se ubica entre 4,0 y 4,5%. Esto es inferior a lo considerado en ocasiones anteriores, revisión que surge a la luz de la evolución de la productividad total de factores, el crecimiento previsto del stock de capital y la natural convergencia de una economía que ha alcanzado niveles de ingreso per cápita más altos.

<sup>6/</sup> Fornero *et al.* (2014), muestran en más detalle el cálculo de los supuestos aquí mencionados.

<sup>7/</sup> En este trabajo, sus autores estiman una regresión de panel para distintos conjuntos de países, entre ellos Chile, que incluye como determinantes del crecimiento de mediano plazo variables tradicionales de la teoría neoclásica y otras que capturan el aporte de las condiciones externas.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

## ANTECEDENTES: IPOM Y REUNIÓN DE JUNIO 2014

Hacia el segundo trimestre del 2014, la actividad y la demanda interna habían seguido con un proceso de desaceleración. A la caída de la inversión, que se arrastraba por algunos trimestres, se había sumado un menor desempeño del consumo privado. La inflación había aumentado por encima del 4% anual, principalmente por el traspaso de la depreciación del peso a los precios finales. Aunque este aumento había superado lo previsto, se evaluaba que era transitorio y que la inflación retornaría al 3% anual dentro del horizonte habitual de la política monetaria, visión que también reflejaban las expectativas de inflación a mediano plazo. El escenario externo no mostraba cambios significativos desde el cierre del IPoM anterior y la volatilidad de los mercados financieros internacionales había disminuido.

En este contexto, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4% en los últimos meses y había comunicado que evaluaría la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

El escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio consideraba que la inflación se mantendría en niveles superiores a 4% por algunos meses más, finalizando el 2014 en torno a esa cifra. Durante el 2015 seguiría reduciéndose, hasta llegar a valores alrededor de 3% en el primer semestre del año, para permanecer en torno a ese nivel hasta fines del horizonte de proyección, el segundo trimestre del 2016. Esta trayectoria descansaba en que el menor grado de utilización de la capacidad instalada reduciría las presiones inflacionarias internas, ayudando al retorno de la inflación a 3%. En este sentido, el Consejo estimaba que este año la economía crecería entre 2,5 y 3,5%, corrigiendo a la baja la proyección de marzo por la mayor debilidad que exhibieron los sectores económicos relacionados con la demanda interna en el primer trimestre. En todo caso, se preveía que la economía recuperaría lentamente un mayor dinamismo, con tasas de expansión anual mayores hacia fines del 2014. Ello contemplaba algún grado de recuperación de la inversión, dadas las condiciones de costo de financiamiento interno y externo. La TPM se había recortado en 100pb en los últimos trimestres, las tasas de interés de largo plazo estaban en sus niveles más bajos en una década y las primas por riesgo se habían reducido. También

incidía el impulso externo, por mejores precios en dólares, por la reasignación de recursos internos derivada de la depreciación real de la moneda y por el mejor desempeño que se preveía para el mundo desarrollado. Por último, estaba el impulso que proveería el gasto público, en particular la inversión, por la baja ejecución presupuestaria del 2013. En el sentido contrario apuntaban el deterioro de las mediciones de expectativas empresariales y las revisiones a la baja en el cronograma de proyectos de inversión previstos por la CBC para el 2014.

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

En el plano externo, el mayor riesgo continuaba siendo el desempeño de la economía de China y su sistema financiero. Se sumaba la posibilidad de que las vulnerabilidades presentes en otras economías emergentes produjeran nuevos episodios de volatilidad. Los riesgos relacionados con el retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. y la situación macrofinanciera en la Eurozona se habían atenuado. Con todo, un mejor desempeño de la economía estadounidense también implicaría un mayor impulso externo.

En el ámbito local, el primer riesgo se concentraba en el panorama inflacionario de corto plazo, en particular por la dificultad en la medición del nivel efectivo de las holguras de capacidad y el grado de estrechez de los márgenes. Un segundo riesgo se relacionaba con el bajo desempeño de la inversión en los últimos trimestres. Aunque el escenario base suponía una leve recuperación en lo venidero, la inercia propia de este componente podía prolongar su débil comportamiento más allá de lo previsto. De hecho, desde septiembre del año anterior la proyección de crecimiento anual de la inversión para el 2014 se había corregido a la baja en más de cinco puntos porcentuales.

Dados estos antecedentes, en la Reunión de junio la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 4% o recortarla en 25 puntos base (pb), a 3,75%. La opción de mantener permitía acumular mayores antecedentes sobre la persistencia de las sorpresas inflacionarias observadas en meses



anteriores. Aunque en el escenario más probable el aumento de la inflación anual por sobre 4% era transitorio, la sucesión de sorpresas al alza ameritaba algún grado de cautela en esta materia. A su vez, la alternativa de recortar la TPM era coherente con la expectativa de que continuarían acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. Este escenario requeriría un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permaneciera en torno a la meta en el horizonte de política. El Consejo acordó mantener la TPM en 4%, aunque con un voto de minoría, que manifestó su decisión de reducirla en 25pb, a 3,75%.

## REUNIONES DE JULIO Y AGOSTO

En julio, el escenario internacional no registraba cambios significativos. En lo interno, la información conocida indicaba que en el segundo trimestre la actividad resto y la demanda final habían crecido menos que lo previsto en el último IPoM. Esto había inducido una baja en la estimación de crecimiento para el 2014, por lo que la economía habría seguido acumulando holguras en el uso de la capacidad instalada, reduciendo las presiones inflacionarias internas y el déficit en la cuenta corriente esperado para el año. Aunque la estimación de las holguras estaba sujeta a incertidumbre, ello no modificaría el diagnóstico de que la economía había acumulado holguras en los últimos trimestres. En cuanto a la cifra de inflación de junio, por segundo mes consecutivo la magnitud de las sorpresas había sido menor que la de meses precedentes, cuando se habían dado sorpresas significativas vinculadas en su mayor parte a los efectos directos e indirectos de la depreciación del peso. Las expectativas de inflación de corto plazo se mantenían estables, al igual que las relevantes para el horizonte de la política monetaria.

En este contexto, la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 4% o recortarla en 25pb, a 3,75%. La opción de mantener permitiría acumular mayores antecedentes sobre la convergencia de la inflación a 3%, como se contemplaba en el escenario del IPoM. Si bien se estimaba que en dicho escenario el aumento de la inflación por sobre 4% sería transitorio, la magnitud y sucesión de sorpresas al alza en meses previos, junto con la persistencia del crecimiento de los salarios nominales, justificarían algún grado de cautela en esta materia. Este riesgo se atenuaba algo por la evolución reciente del mercado laboral, en particular la creciente debilidad del empleo asalariado y el aumento que habría tenido la tasa de desempleo cuando se ajustaba por la dinámica del empleo por cuenta propia. Por su parte, la alternativa de reducir la TPM era coherente con el escenario del IPoM que contemplaba niveles de la TPM inferiores a 4,0% para asegurar la convergencia de la inflación al 3% en el horizonte de política. El hecho de que la proyección de crecimiento fuera inferior a la contemplada en dicho IPoM reforzaba la necesidad de otorgar un estímulo monetario adicional. El Consejo decidió reducir la TPM en 25pb, ubicándola en 3,75%.

En agosto, el escenario internacional en materia de actividad e inflación no había registrado cambios significativos respecto del mes anterior. Los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y Ucrania habían tenido efectos moderados en los mercados financieros. Gran parte de las monedas se habían depreciado respecto del dólar estadounidense. Los precios de las materias primas habían disminuido. En el plano local, la economía había crecido solo 1,9% anual en el segundo trimestre, por debajo de lo previsto en el IPoM de junio. Por el lado de la demanda, sus componentes más persistentes, como el consumo habitual y la inversión en construcción y obras, sorprendían por su bajo dinamismo. Los antecedentes acumulados a la fecha apuntaban a una corrección a la baja del crecimiento del 2014, incluso hacia niveles por debajo del piso de la estimación del IPoM de junio y de las expectativas de mercado. Las peores proyecciones estaban asociadas tanto a las sorpresas negativas del primer semestre, como a una evaluación a la baja del dinamismo de la actividad en los próximos trimestres. No obstante, los datos del mercado laboral no mostraban correcciones de magnitudes similares: los salarios nominales seguían creciendo por sobre 6,5%. La inflación del IPC total había estado en línea con lo previsto, aunque la del IPCSAE había sido algo menor. A uno y dos años plazo, las expectativas privadas permanecían en torno a 3%, dando cuenta del carácter temporal del alza de la inflación. En este contexto, las expectativas del mercado anticipaban que sería necesario un impulso monetario mayor al previsto en julio.

En este contexto, la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la TPM en 3,75%, recortarla en 25pb, a 3,50%, o recortarla en 50pb, a 3,25%. Mantenerla permitiría acumular mayores antecedentes respecto de la evolución del mercado del trabajo, especialmente la de los salarios nominales —que había sido más dinámica de lo previsto— y de sus implicancias para la convergencia de la inflación hacia 3%. No obstante, los antecedentes hacían pensar que el riesgo de presiones inflacionarias derivadas de la dinámica del mercado del trabajo se había atenuado. Además, tomar esta decisión sería sorpresivo y podría entenderse como una señal de que el proceso de relajamiento monetario estaría por concluir. Reducirla en 25pb, especialmente si se mantenía el sesgo a la baja, era una clara señal de la necesidad de un impulso monetario mayor al contemplado en el último IPoM. Una reducción de 50pb se podía justificar en la conveniencia de apurar el proceso de baja de la TPM, ante un escenario de mayor desaceleración. Sin embargo, esta alternativa podría ser sorpresiva y reduciría aún más la estructura de tasas. Si bien un impulso monetario mayor al presente en los instrumentos financieros no era una idea evidentemente descartable, su comunicación requería una explicación detallada sobre las perspectivas macroeconómicas, la que solo se tendría con el IPoM de septiembre. El Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25pb, hasta 3,5%.

# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

## CRECIMIENTO MUNDIAL

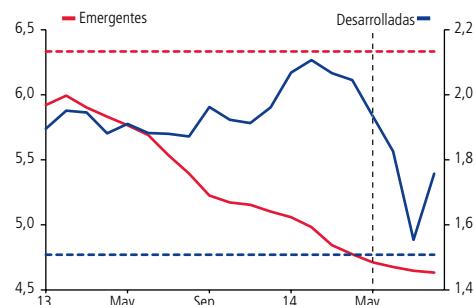
Los datos efectivos conocidos en los últimos meses han modificado las proyecciones de crecimiento mundial para este año, aunque no alteran sustancialmente el panorama para el bienio 2014-2015. Con todo, se observa un escenario de mayor heterogeneidad al interior de los bloques económicos. En el mundo desarrollado, las perspectivas para el 2014 se moderaron de la mano del débil desempeño puntual de EE.UU. en el primer cuarto, a lo que se agregó el deterioro de Japón y la Eurozona en los últimos meses. En el mundo emergente, la desaceleración de América Latina ha sido más intensa, mientras que China retomó cierto impulso en lo más reciente (gráfico I.1). Así, la expansión prevista de los socios comerciales de Chile se revisó a la baja para el 2014 y el 2015, a 3,4 y 3,8%, respectivamente (tabla I.1).

El crecimiento de EE.UU. repuntó con fuerza en el segundo trimestre: 4,2% trimestral anualizado (-2,1% en el primero), ratificando la transitoriedad de la contracción en el cuarto previo, asociada principalmente a factores climáticos. Cifras históricas revisadas explican, en gran parte, que las perspectivas de expansión para esta economía en el 2014 sean menores, mientras que para el próximo año no variaron mayormente. Contribuyeron al resultado del segundo trimestre, en lo principal, la inversión y el consumo personal, especialmente de bienes durables. En línea, la recuperación del mercado laboral sigue en marcha, reflejada en la menor tasa de desempleo (6,2% a julio) e ingresos laborales algo más dinámicos. En cuanto a las expectativas, las de los consumidores continúan elevadas, en tanto en los sectores de servicios y manufactureros subieron de manera relevante (gráfico I.2). Las condiciones de acceso crediticio son más laxas y la demanda por financiamiento, en general, se ha fortalecido. Además, continúa el repunte paulatino del mercado inmobiliario.

En el segundo trimestre, la actividad de la Eurozona se moderó respecto de los últimos cuartos. El crecimiento del PIB en ese período cayó a 0,2% trimestral anualizado (+0,8% en el primero). Esto se explica, en gran parte, por el dinamismo más bajo de sus principales motores: Alemania decreció 0,8% trimestral anualizado (+3,3% en el primero), Francia continúa estancada e Italia volvió a contraerse. En los primeros casos, resaltó el débil desempeño del comercio exterior y la inversión, en tanto el consumo mostró cierta mejora. Por

**GRÁFICO I.1**

Evolución de las proyecciones de crecimiento para el 2014 (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



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

(2) Líneas discontinuas horizontales corresponden al promedio de crecimiento en el período 2010-2013.

Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

**TABLA I.1**

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

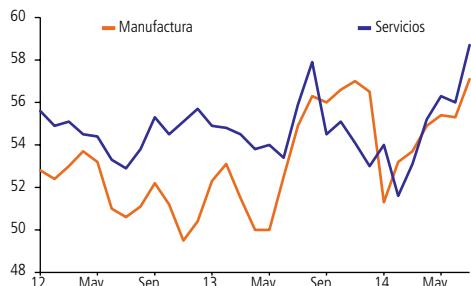
	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2012 (e)	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,2	3,0	3,1	3,2	3,7	4,1
Mundo a TC de mercado	2,7	3,3	2,4	2,4	2,6	3,1	3,3
Socios comerciales	3,1	3,6	3,3	3,5	3,4	3,8	3,9
Estados Unidos	3,2	2,7	2,3	2,2	2,1	3,0	3,2
Eurozona	1,6	2,2	-0,6	-0,4	0,8	1,7	1,8
Japón	1,5	1,7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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

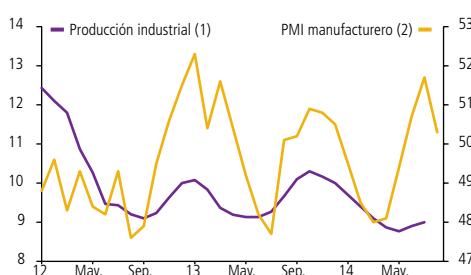
(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

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.2**Perspectivas sectoriales en EE.UU. (\*)  
(índice de difusión)

(\*) Un valor sobre (abajo) 50 indica optimismo (pesimismo). Corresponde a las encuestas a gerentes de compras elaboradas por el ISM.

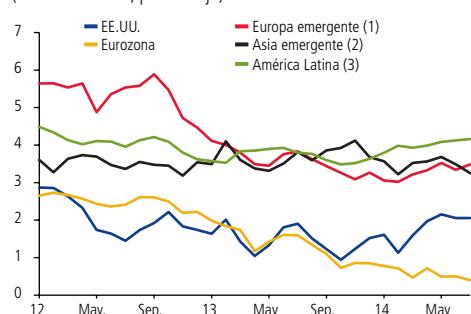
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.3**China: producción industrial y perspectivas  
(variación anual, porcentaje; índice de difusión)

(1) Promedio móvil trimestral.

(2) Un valor sobre (abajo) 50 indica optimismo (pesimismo). Índice estimado por HSBC.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.4**Inflación total  
(variación anual, porcentaje)

(1) Media geométrica entre Rep. Checa, Hungría, Rusia, Polonia y Turquía.

(2) Media geométrica entre China, Indonesia, Rep. Corea, Malasia, Tailandia, India y Taiwán.

(3) Media geométrica entre Brasil, Colombia, Perú y México.

Fuentes: Bloomberg, CEIC y oficinas nacionales de estadística de cada país.

su lado, España siguió dando señales positivas. La incertidumbre que rodea las tensiones en Ucrania ha incidido sobre la confianza de las empresas y de los consumidores en la zona. En lo venidero se espera un repunte de la mano de las medidas de estímulo anunciadas por el Banco Central Europeo (BCE) en junio, cuya ejecución se prevé comience en septiembre. En suma, dando cuenta de la debilidad del segundo trimestre, las perspectivas para el 2014 se corrigen a la baja, pero se mantienen para el 2015.

Respecto de otras economías desarrolladas, los ajustes tributarios en Japón promovieron una alta volatilidad de la demanda interna en la primera mitad del año. En el segundo trimestre, buena parte del deterioro del consumo y la inversión respondió a los adelantamientos temporales de gasto que habrían provocado las alzas impositivas. Así, esta economía se contrajo de manera importante en ese período (-6,8% trimestral anualizado; 6,1% en el primero), lo que incidió en la corrección a la baja de las proyecciones para este año. No obstante, las perspectivas manufactureras están en la zona expansiva y la confianza de los consumidores ha mejorado en los últimos meses. Ello, y la baja base de comparación de este año, validan la mayor tasa de crecimiento prevista para el 2015. En el Reino Unido se apreciaron cifras más auspiciosas: mantuvo su tasa de expansión en 3,2% trimestral anualizado en el segundo cuarto y el desempleo bajó. Además, las expectativas empresariales a julio siguen sobre el eje neutral.

Las medidas de gasto fiscal dieron impulso a China, el cual en todo caso ha sido restringido. Así, esta economía elevó marginalmente su expansión anual a 7,5% en el segundo cuarto (7,4% en el primero). La producción industrial y el comercio minorista, en términos anuales, mostraron cierto avance, en tanto las cifras de comercio exterior han sido especialmente alentadoras por el lado de los envíos. En cuanto a las expectativas, las de los gerentes de compra de manufacturas volvieron a la zona de expansión tras varios meses en terreno contractivo (gráfico I.3) y las de los consumidores, en promedio, se mantuvieron. La mejora de estos indicadores ha mitigado, en parte, la amenaza de una desaceleración más pronunciada, algo que se ha reflejado en la estabilización de las proyecciones de crecimiento. Con todo, la fragilidad del rubro inmobiliario persiste como uno de los puntos débiles —visible, por ejemplo, en precios de viviendas que han caído desde fines del 2013—, así como la elevada deuda pública y los riesgos sobre su sistema financiero.

El desempeño de América Latina ha seguido declinando, ahora de manera más marcada, con lo que, dentro del mundo emergente, exhibe el mayor ajuste de las perspectivas de expansión para el 2014: 1,7% —Chile excluido— (2% en junio). Con ello, la región crecerá más de dos puntos porcentuales menos que su promedio del 2010-2013. Por países, destaca el recorte de Brasil y Perú, este último influido por el magro resultado en el segundo cuarto, pero del que se prevé un repunte para el resto del año apoyado por las medidas adoptadas por sus autoridades. Perú sigue mostrando una de las proyecciones de crecimiento más altas del grupo, junto con Colombia. La desaceleración de este bloque ha estado determinada, en lo esencial, por la baja de los sectores ligados a la inversión, aun cuando los de consumo también han perdido fuerza. La producción industrial sigue débil en la mayoría de estas economías. Asimismo, las expectativas de empresas y consumidores se han deteriorado.

## INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

En el mundo desarrollado, resalta la ampliación de la brecha de inflación entre EE.UU. y la Eurozona. El primero aumentó sus niveles de precios en el segundo trimestre, a un ritmo anual que retornó a un valor acorde con el objetivo de la Reserva Federal (Fed) —2%—. En la Eurozona, sigue latente la amenaza de deflación, toda vez que la inflación se contrae en los últimos meses en línea con las cifras económicas más débiles (gráfico I.4).

En las economías emergentes, los registros inflacionarios de América Latina se estabilizaron en niveles más altos —en la mayoría de las que cuentan con meta de inflación se sitúan en torno a la cota superior de sus rangos de tolerancia—, principalmente determinados por los componentes más volátiles. Sin embargo, las perspectivas inflacionarias siguieron aumentando, lo que responde a una combinación de factores idiosincráticos y, casi transversalmente, a la trayectoria más depreciada de sus monedas. Para el resto de las emergentes, de Asia y Europa, los registros inflacionarios efectivos y proyectados continúan acotados.

En cuanto a la decisión de política monetaria, en la mayoría de las economías se mantuvieron las tasas de referencia. Hacia el final del período se observaron mayores movimientos, los que fueron mixtos. Para lo que resta del año, no se anticipan cambios importantes en las economías emergentes. En las desarrolladas, se mantiene la expectativa de una normalización gradual de la tasa en EE.UU. Con todo, las recientes declaraciones de la presidenta de la Fed elevaron la probabilidad de que el aumento sea más pronto que lo considerado. Asimismo, en el Reino Unido surgieron señales más fuertes de que el proceso de ajuste estaría próximo, a la vez que se ha consolidado la expectativa de que será el primero en iniciarla (gráfico I.5).

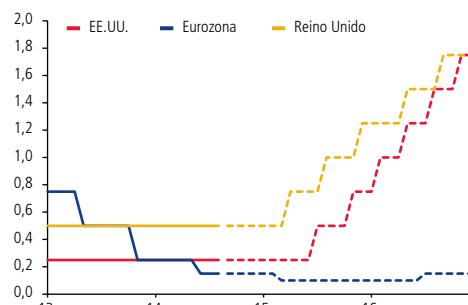
Respecto de la política monetaria no convencional, EE.UU. continuó con el retiro de los estímulos cuantitativos, en línea con lo esperado por el mercado, mientras el Reino Unido y Japón mantuvieron sus programas de compra de activos. La latencia del riesgo deflacionario en la Eurozona ha sostenido la expectativa de que el BCE evaluaría tomar medidas de estímulo adicional. En América Latina, Perú y Brasil ajustaron la tasa de encaje para impulsar el crecimiento.

## MATERIAS PRIMAS

Los precios de las materias primas mostraron una evolución mixta desde el IPoM previo. A la caída de los combustibles y los productos agrícolas, se contrapuso el alza de los metales. Los mejores datos de corto plazo de actividad en EE.UU. y China, la apreciación del dólar y las condiciones de oferta en los distintos mercados determinaron los dispares movimientos de precios (gráfico I.6).

El precio del cobre aumentó cerca de 3% entre el cierre estadístico del IPoM de junio y el actual, transándose en torno a US\$3,2 la libra a fines de agosto. Los datos favorables de producción fabril y de expectativas del sector manufacturero en EE.UU. y China determinaron este avance, además de condiciones más

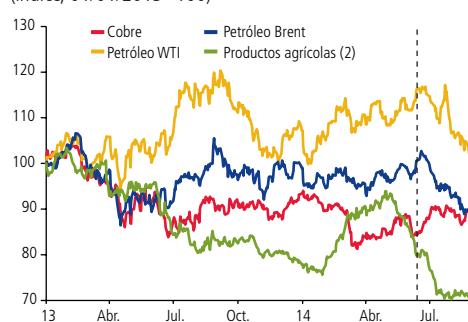
**GRÁFICO I.5**  
TPM en economías desarrolladas (\*)  
(porcentaje)



(\*) Línea discontinua corresponde a las expectativas de TPM implícitas en los precios de los contratos futuros de tasas de interés.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.6**  
Precios de materias primas (1)  
(índice, 01/01/2013=100)

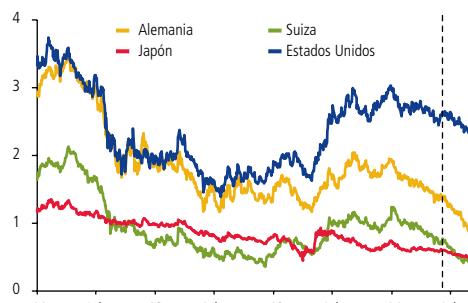


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2014.

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

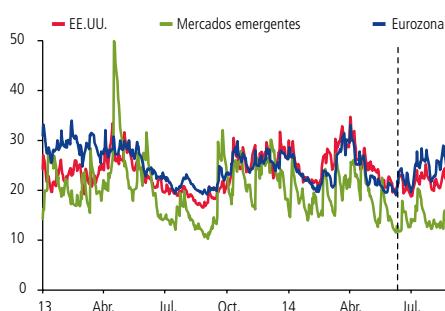
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.7**  
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo (\*)  
(porcentaje)



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

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.8**Volatilidad de mercados bursátiles (1)(2)  
(porcentaje)

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

(2) Para EE.UU. 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.

ajustadas de oferta. De todos modos, con el dato de julio de importaciones del metal desde China (en torno a -4% mensual), se detuvo su tendencia alcista. Considerando el incremento de los precios efectivos observado desde junio, el escenario base eleva la proyección del precio del cobre pero mantiene la trayectoria a la baja en el horizonte de proyección: a US\$3,15 la libra para el 2014, US\$3,05 para el 2015 y US\$3 para el 2016.

Aunque con vaivenes, el precio del petróleo —WTI y Brent— cayó en torno a 8% respecto del cierre estadístico de junio. El suministro de este producto ha mantenido su continuidad pese a las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y el conflicto Ucrania-Rusia, cuyas consecuencias han sido acotadas. La debilidad en Japón y la Eurozona se reflejó más marcadamente en los precios de los combustibles, lo que en parte fue compensado por la mayor demanda en EE.UU., en donde los inventarios han caído de manera importante en las últimas semanas. Con los precios implícitos de los futuros de los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, se sigue estimando una trayectoria descendente del precio de los combustibles, cuyo nivel no cambia mayormente respecto de junio.

Los precios de los productos agrícolas, medidos por el índice de Goldman Sachs, retrocedieron 14,6% desde el IPoM de junio, influidos en gran parte por los granos y cereales. Ello, debido al avance favorable de los cultivos y el buen clima, especialmente en EE.UU.

**GRÁFICO I.9**Premios por riesgo de economías emergentes (1) (2)  
(puntos base)

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

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

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

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

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

Fuente: Bloomberg.

**MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

Los mercados financieros internacionales, en general, no mostraron movimientos relevantes en los últimos tres meses. De todas formas, resalta la caída de las tasas de interés de largo plazo, principalmente en el mundo desarrollado. En lo que va del año, las tasas a 10 años acumulan descensos del orden de 70 y 40 pb en la Eurozona y en EE.UU., respectivamente (gráfico I.7). Varios factores respaldaron este fenómeno: las tensiones geopolíticas vigentes y el acotado desempeño de la Eurozona en el segundo cuarto, así como el fortalecimiento de la demanda y la reducción de la oferta de bonos del Tesoro de EE.UU. Con todo, a medida que el mercado internalice las señales más positivas de EE.UU. y que el discurso de la Fed se torne más restrictivo, el bajo nivel de estas podría revertirse de forma significativa e imponer un desafío importante especialmente para aquellas economías emergentes con altos niveles de deuda con el resto del mundo. Además, destaca la apreciación generalizada del dólar estadounidense.

El resto de los indicadores financieros globales se mantuvo con relativa estabilidad, aunque con ciertos vaivenes hacia el final del período. Ello, entre otros, relacionado con la extensión de los conflictos geopolíticos, preocupaciones relativas al sector bancario en la periferia europea o el *default* de Argentina, estos últimos sucesos con un impacto acotado que ha tendido a disiparse en las semanas recientes. Así, los índices de volatilidad en los mercados aumentaron levemente, al igual que los premios por riesgo soberanos y corporativos en el mundo emergente (gráficos I.8 y I.9).

## II. MERCADOS FINANCIEROS

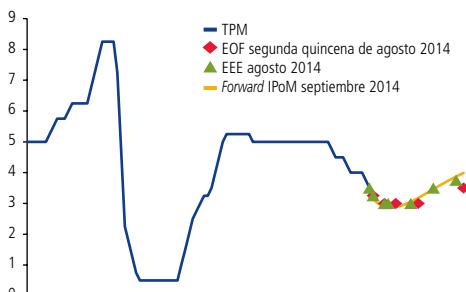
*Este capítulo revisa la evolución de los principales mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.*

### POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses la actividad y la demanda interna mostraron una debilidad mayor y más persistente que la prevista. A la caída de la inversión se sumó una desaceleración más marcada del consumo, lo que llevó a reducir las perspectivas de crecimiento para el 2014. La inflación anual, en cambio, ha ido en línea con lo esperado y sigue proyectándose que su alto nivel actual será transitorio. Las perspectivas a dos años plazo se han mantenido en torno a 3%. El panorama de crecimiento mundial es levemente menor y las condiciones financieras continúan favorables. En este contexto, el Consejo ha continuado el proceso de relajamiento monetario, reduciendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en sus reuniones de julio y agosto en 25 puntos base (pb) cada una. Así, la TPM se ubica en 3,5% anual, habiendo totalizado una disminución de 150pb desde octubre del 2013. Además, el Consejo ha señalado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales, dependiendo de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias sobre las perspectivas inflacionarias.

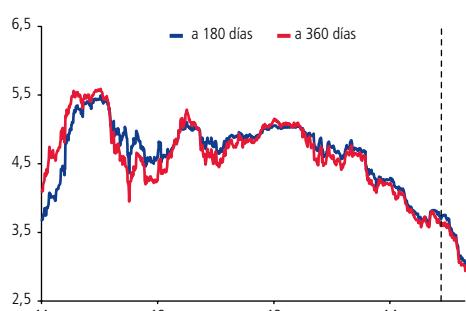
La mayor debilidad del panorama económico interno redujo las expectativas para la TPM en los últimos meses. Así, si a junio se anticipaba que en el segundo semestre de este año la TPM llegaría a un nivel mínimo en torno a 3,5%, ahora el mercado espera que, entre fines de este año y principios del próximo, se ubique en 3%, o algo por debajo. Hacia adelante, las expectativas de TPM también se redujeron. A un año plazo, las encuestas prevén que se ubique en 3,0% (entre 3,50 y 3,75% en el IPoM anterior), mientras que los precios de los activos financieros la ubican entre 2,9 y 3,1% (entre 3,7 y 3,9% en el IPoM anterior). A dos años plazo, las encuestas ubican la TPM entre 3,50 y 3,75% (en 4,0% en el IPoM anterior), mientras que los precios de los activos financieros sugieren valores esperados entre 3,3 y 3,9% (entre 3,7 y 4,6% en el IPoM anterior) (gráfico y tabla II.1).

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



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
Tasas swap (\*)  
(porcentaje)

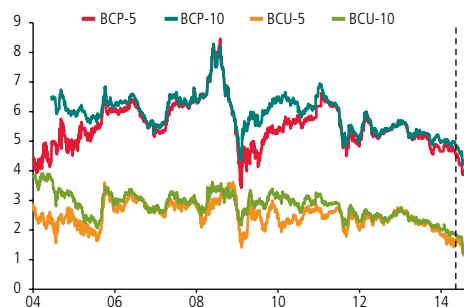


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.



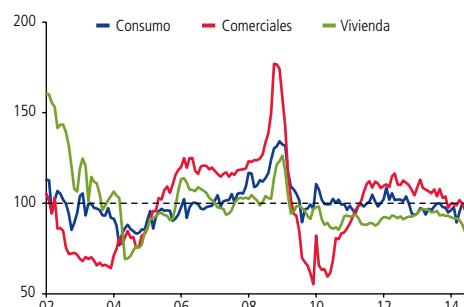
**GRÁFICO II.3**  
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (\*)  
(porcentaje)



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

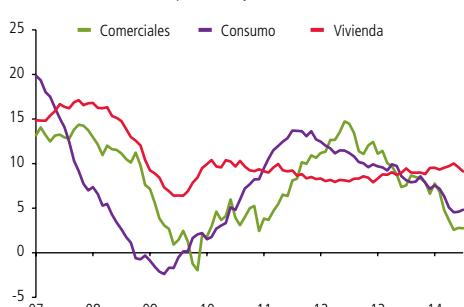
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.4**  
Tasas de interés promedio de colocaciones bancarias  
(índice, promedio enero 2002-julio 2014 = 100)



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

**GRÁFICO II.5**  
Colocaciones por tipo de crédito  
(variación real anual, porcentaje)



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

**TABLA II.1**  
Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A diciembre 2014		A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre
EEE (1)	3,50	3,00	3,50	3,00	4,00	3,75
EOF (2)	3,50	3,00	3,75	3,00	4,00	3,50
Curva forward (3)	3,63	2,90	3,88	3,12	4,60	3,93
Contratos swaps (4)	3,73	3,03	3,66	2,90	3,70	3,31

(1) Corresponde a la encuesta de junio y agosto 2014.

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de junio y segunda quincena de agosto del 2014.

(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.

Los desarrollos en el escenario macroeconómico externo e interno y los cambios en la TPM redujeron las tasas de interés del mercado monetario y de renta fija. Las tasas swap cayeron en promedio 65pb con respecto al IPoM anterior y cerca de 175pb si se compara con las tasas vigentes a mediados del 2013, momento en que el Consejo comenzó a anticipar una política monetaria más expansiva (gráfico II.2). Las tasas prime, en sus plazos entre uno y 12 meses, disminuyeron entre 65 y 90pb con respecto al IPoM anterior, y entre 165 y 190pb con respecto a las tasas vigentes en junio del 2013. Similar trayectoria descendente siguieron las tasas en pesos de los depósitos a plazo transados en bolsa y las tasas TAB nominales, que reflejan el costo de fondos de los bancos.

El sesgo expansivo de la política monetaria y la evolución del escenario macroeconómico interno y externo, incluyendo las menores tasas de interés de largo plazo en el exterior, principalmente en los mercados desarrollados, están detrás de la significativa caída de las tasas de interés locales de largo plazo en el último año. De hecho, al cierre de este IPoM, prácticamente todas se encuentran en sus niveles mínimos históricos o en torno a ellos. Con respecto al IPoM anterior, los BCP a 5 y 10 años plazo finalizaron con tasas del orden de 65pb más bajas, mientras que, para los mismos plazos, los BCU se redujeron entre 50 y 55pb (gráfico II.3).

## CONDICIONES FINANCIERAS

La mayor expansividad de la política monetaria también se ha reflejado en las tasas de interés de los créditos a empresas y personas. Con respecto a mediados del 2013, las tasas de los créditos de consumo disminuyeron en promedio 140pb, las de los créditos hipotecarios 60pb y las de los créditos comerciales 100pb (gráfico II.4).

Sin embargo, y pese a las favorables condiciones de costo del crédito, el crecimiento de las colocaciones, principalmente comerciales y de consumo, ha disminuido en los últimos trimestres (gráfico II.5), reflejando la menor inversión de las empresas, el menor ritmo de la actividad local y el deterioro de las expectativas. A la menor demanda por crédito se añade que la banca ha sido más exigente en la revisión de antecedentes para el otorgamiento de crédito. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de junio y el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto dan cuenta de esto (gráficos II.6 y II.7).

Así, a julio el crecimiento real de las colocaciones comerciales y de consumo fue de 2,8 y 4,8% anual, respectivamente, que se comparan con el 7,9% que promediaron ambas en el segundo semestre del 2013. Por su parte, el crecimiento de las colocaciones para la vivienda en UF se mantuvo, aumentando 9,1% anual en julio, nivel similar al promedio del segundo semestre del año pasado.

A las favorables condiciones de costo del crédito en el mercado interno, se suman condiciones de financiamiento externo que, más allá de vaivenes, siguen siendo favorables desde una perspectiva histórica, aunque el riesgo de una reversión sigue latente. Así, el premio por riesgo soberano a 5 años de Chile, medido a través del *Credit Default Swap* (CDS), los *spreads* de bonos corporativos medidos a través del *Cembi*, y los de los créditos contratados por bancos chilenos en el exterior, si bien con algún incremento en el margen, se encuentran en niveles menores que hace un año. Ello, junto con el dinamismo de las colocaciones de bonos corporativos en el exterior, da cuenta de las buenas condiciones de acceso a financiamiento en esos mercados y una buena percepción de riesgo de Chile en el exterior (gráfico I.9).

Otras fuentes de financiamiento para las empresas también mantienen condiciones favorables, lo que se refleja en las numerosas emisiones de bonos corporativos locales en lo que va del año (gráfico II.8). Los montos emitidos han superado lo registrado en igual período del 2013 y las tasas y *spreads* obtenidos, aunque aumentaron levemente en lo último, continúan en niveles favorables.

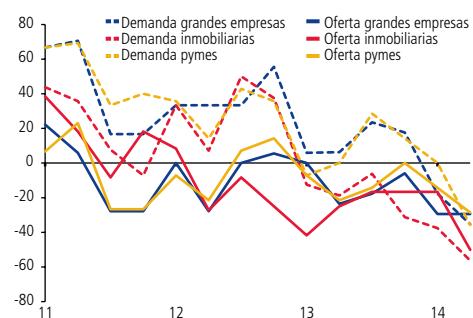
Respecto de los agregados monetarios, el M1 —compuesto mayormente por pasivos bancarios no remunerados—, disminuyó su tasa de crecimiento anual con respecto al cierre del IPoM anterior. Con información a agosto, tuvo una variación nominal de 10,8% anual (en mayo 12,5%), reflejando una caída en la expansión anual de los ahorros a la vista, mientras que la expansión del circulante y de los depósitos en cuenta corriente aumentó levemente. El M2 y M3, que ya habían disminuido sus tasas de expansión anual en el segundo trimestre del año, registraron una tasa de crecimiento nominal más estable (en julio 6,7 y 9,2%, respectivamente, versus 6,5 y 9,6% en mayo).

## MERCADOS FINANCIEROS

Tanto los mercados financieros internacionales como el chileno no muestran un panorama muy distinto desde el último IPoM, salvo por vaivenes acotados en lo último, principalmente relacionados con las tensiones geopolíticas. En todo caso, respecto de mediados del año pasado y principios del presente, se evidencia mayor calma en términos de volatilidad, aversión al riesgo y movimientos en las bolsas.

Así, respecto del cierre del IPoM anterior, las bolsas de las economías desarrolladas, medidas por el índice MSCI en dólares, finalizaron sin mayores movimientos al cierre del presente IPoM: +0,6% en dólares y +1,2% en moneda local. Por su parte, las bolsas de economías emergentes registraron un aumento de 3,9% en dólares (+4,4% en moneda local), principalmente las de Asia y América Latina. En tanto, Europa emergente registró caídas, siendo la región más afectada por las tensiones geopolíticas. En Chile, la bolsa, medida por el IPSA, aumentó levemente en moneda local (+1,1%) y cayó 4,4% en dólares.

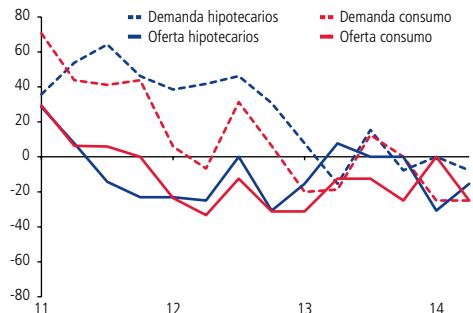
**GRÁFICO II.6**  
Encuesta de Crédito Bancario - Empresas (\*)  
(balance de respuestas, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

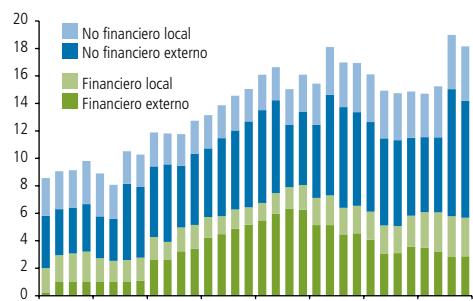
**GRÁFICO II.7**  
Encuesta de Crédito Bancario - Personas (\*)  
(balance de respuestas, porcentaje)



(\*) 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.8**  
Colocaciones de bonos corporativos (\*)  
(miles de millones de dólares acumulados en 12 meses)

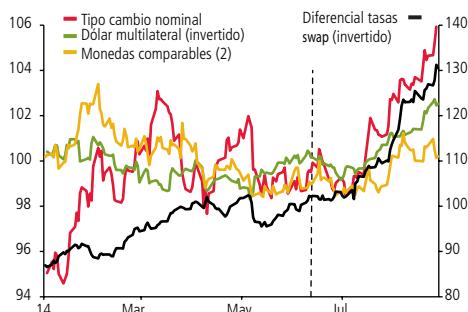


(\*) Cifra de agosto del 2014 incluye información hasta el día 28.

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

**GRÁFICO II.9****Tipo de cambio nominal (1)**

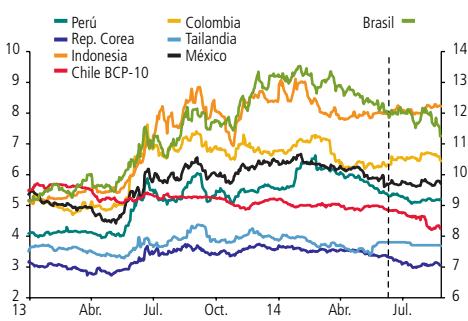
(índice 02/01/2014 - 28/08/2014 = 100)



(1) Aumento indica depreciación. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2014.

(2) Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO abril 2014.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

**GRÁFICO II.10****Tasa de interés de bonos de gobierno a 10 años (\*) (porcentaje)**

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

Fuente: Bloomberg y Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.11****Tipo de cambio real (\*)**

(índice 1986=100)



(\*) Cifra de agosto del 2014 incluye información hasta el día 28.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mercado cambiario, los movimientos del tipo de cambio nominal y real han reflejado cambios en el escenario macroeconómico interno y externo. Así, comparando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, el peso chileno se depreció 5,8%. Su aumento se amplificó en las últimas semanas, superando el tipo de cambio los \$590 por dólar al cierre de este IPoM. Si bien parte de esta depreciación respondió a un fenómeno global de mayor fortaleza del dólar, el incremento de la paridad peso/dólar chilena superó lo observado en otras economías emergentes, en respuesta a condiciones cíclicas internas menos favorables y a una política monetaria local más expansiva. Ello se reflejó, en particular, en el diferencial entre tasas swap, que ha disminuido en torno a 70pb desde junio, caída mayor a la observada en economías comparables, en particular de América Latina (gráficos II.9, II.10 y tabla II.2).

**TABLA II.2****Paridades respecto del dólar estadounidense (1)**

(porcentaje)

País	Variación TCN					
	IPoM Mar.2014/Dic. 2013 (2)	IPoM Jun./Mar. 2014 (2)	IPoM Sep./Jun. 2014 (2)	Acumulado 2014	Spot/ mínimo del 2013	Spot/ mínimo del 2014
Brasil	1,8	-3,5	0,5	-5,1	15,3	2,5
Indonesia	-2,2	3,8	-0,9	-3,9	21,7	3,6
Malasia	2,7	-2,2	-1,8	-3,9	6,3	0,1
Turquía	10,1	-5,5	3,2	0,5	23,4	4,4
Australia	2,1	-2,5	0,2	-5,0	13,3	1,5
Tailandia	2,0	0,7	-2,0	-2,4	11,5	0,6
<b>Chile</b>	<b>9,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>5,8</b>	<b>13,0</b>	<b>27,1</b>	<b>12,6</b>
Perú	0,3	-0,9	1,6	1,7	12,1	2,9
Sudáfrica	6,3	-1,0	-0,2	1,1	25,6	3,2
Canadá	6,4	-2,3	0,2	2,0	10,4	2,1
Hungría	2,2	-0,7	5,7	10,7	13,0	10,7
Colombia	4,4	-6,0	1,4	-0,1	9,5	4,5
México	1,6	-1,9	1,2	0,3	9,2	1,9
Reino Unido	-2,6	-1,3	1,1	-0,1	-0,2	3,5
Suiza	-3,7	2,0	1,7	2,6	3,4	4,9
Rep. Checa	-1,8	2,0	4,0	6,2	13,3	7,3
Nueva Zelanda	-3,4	0,7	1,2	-2,3	3,0	5,2
Suecia	-3,3	4,4	3,5	8,3	10,9	10,2
Eurozona	-2,5	1,8	2,6	4,4	4,7	5,7
Israel	-1,8	-0,2	2,1	2,8	2,8	4,6
Polonia	-2,1	-0,2	4,3	6,1	6,6	6,7
Rep. Corea	1,1	-5,0	-0,2	-3,9	-3,4	0,6

(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.

En línea con lo sucedido con el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real (TCR) también ha aumentado: 4% entre junio y agosto. 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 en agosto se habría ubicado en 100,8 en su base 1986 = 100 (gráfico II.11). El Consejo evalúa que el nivel actual del TCR es coherente con el estado cíclico de la economía y las condiciones financieras internas y externas, aunque se encuentra algo por sobre el rango de valores considerados de largo plazo. El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto metodológico que el tipo de cambio tendrá una leve apreciación real en el largo plazo, acorde con la normalización de las condiciones cíclicas de la economía.

## 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.*

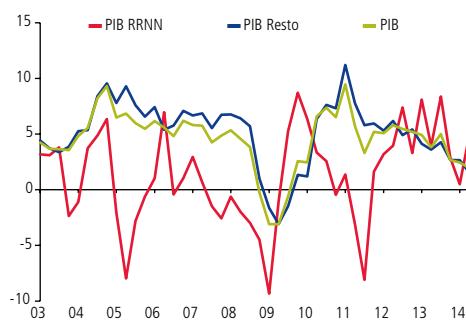
### ACTIVIDAD SECTORIAL

En los últimos meses, la actividad y la demanda interna se han debilitado más que lo anticipado en el último IPoM, debilidad que además se estima será más persistente. Como se ha mencionado en IPoM pasados, la desaceleración de la actividad y la demanda era, en parte, un fenómeno esperado, por el nivel previo de uso de la capacidad instalada y por el deterioro previsto en las condiciones externas que enfrentaba Chile. De hecho, a partir de mediados del 2013 el Consejo comenzó a indicar que la política monetaria seguiría una trayectoria más expansiva, para evitar que la desaceleración afectara el logro de la meta de inflación. Sin embargo, el curso del tiempo ha dado paso a una desaceleración de la economía que ha ido más allá de lo previsto, sin que los factores externos hayan tenido cambios significativos y con condiciones financieras internas que, de la mano de una política monetaria más expansiva, se han vuelto más favorables.

En el segundo trimestre, la actividad aumentó 1,9% anual (2,4% el cuarto previo) (gráfico y tabla III.1). Esto, principalmente, por el magro desempeño de los sectores ligados a la demanda interna —PIB resto— que se expandió 1,5% anual (2,7% el trimestre anterior). Coherente con el panorama del consumo y la inversión, la fragilidad del comportamiento de los sectores resto fue bastante generalizada. La industria y el comercio tuvieron variaciones anuales negativas en el trimestre: 1,7 y 0,4%, respectivamente. Las mayores contracciones se dieron en los rubros asociados a la inversión. De hecho, en la industria, solo las líneas vinculadas a la exportación mostraron un aporte positivo en el margen. La actividad de la construcción también redujo de manera importante su incremento anual en el segundo trimestre: 1,1% (2,2% el primer trimestre) (gráfico III.2). Aunque en niveles algo más elevados, los servicios de transporte, telecomunicaciones, financieros y empresariales también moderaron su tasa de variación anual. Asimismo, resalta la fuerte disminución del PIB del sector agropecuario-silvícola, derivado de los problemas climáticos del año pasado.

En contraste, los sectores de recursos naturales incrementaron su variación anual: 5% (0,5% el trimestre anterior). Ello, principalmente, por el desempeño de la minería (4% anual en el período), dada la mayor producción de algunos yacimientos importantes de cobre. El sector de electricidad, gas y agua (EGA)

**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.	2013				2014	
		I	II	III	IV	I	II
Agropecuario-Silvícola	2,7	6,0	3,2	4,5	3,9	4,1	-4,4
Pesca	0,4	-14,7	-12,2	-10,1	-14,2	-4,5	13,2
Minería	11,1	9,8	3,9	9,4	2,1	0,0	4,0
Industria	10,5	0,0	-0,4	2,8	-1,3	-0,1	-1,7
EGA	2,8	4,2	7,5	6,8	10,3	3,2	7,1
Construcción	7,8	4,2	4,4	4,3	0,2	2,2	1,1
Comercio	8,5	8,9	7,5	8,1	4,6	2,0	-0,4
Restaurantes y hoteles	1,7	3,6	3,3	4,6	0,7	0,2	-0,8
Transportes	3,9	4,2	3,1	4,7	1,0	3,6	1,6
Comunicaciones	2,0	6,8	5,3	4,0	3,7	3,4	2,7
Servicios Financieros	4,7	7,7	5,8	5,1	3,6	3,6	2,2
Servicios Empresariales	14,4	3,0	3,6	3,3	4,0	2,7	2,9
Servicios de Vivienda	5,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
Servicios Personales (2)	11,3	4,1	3,3	3,2	3,7	3,9	3,9
PIB Total	100,0	4,9	3,8	5,0	2,7	2,4	1,9
PIB Resto (3)	77,1	4,1	3,6	4,3	2,7	2,7	1,5
PIB RRNN (3)	14,4	8,1	3,9	8,4	2,9	0,5	5,0

(1) Cifras preliminares.

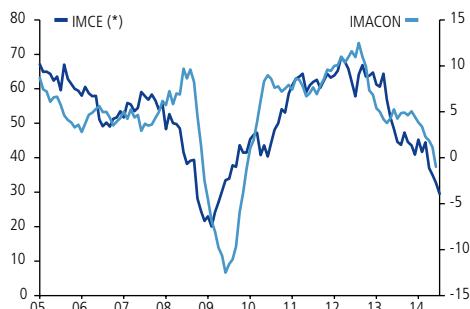
(2) Incluye educación, salud y otros servicios.

(3) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.



**GRÁFICO III.2**  
Sector construcción  
(índice; variación anual, porcentaje)



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

Fuentes: Cámara Chilena de la Construcción e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

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

	Pond.	2013				2014	
		I	II	III	IV	I	II
<b>Demanda Interna</b>							
Demandra Interna (s/var.existencias)	100,0	6,1	7,1	3,7	0,4	1,8	-0,3
Formación Bruta Capital Fijo	23,6	8,2	10,2	-1,5	-12,3	-5,5	-8,1
Construcción y otras obras	15,2	4,8	4,5	4,0	0,0	1,3	-0,5
Maquinaria y Equipo	8,4	14,0	20,1	-8,3	-28,5	-18,9	-21,1
Consumo Total	76,4	5,4	6,1	5,4	4,6	4,1	2,1
Consumo Privado	64,0	5,7	6,4	5,4	4,9	3,6	1,9
Bienes Durables	6,6	14,5	15,9	12,8	11,3	2,9	-0,4
Bienes No Durables	26,4	5,1	7,0	5,7	4,7	3,9	1,6
Servicios	31,1	4,5	4,2	3,6	3,8	3,4	2,6
Consumo Gobierno	12,4	3,4	4,6	5,6	3,1	8,1	3,2
Variación de existencias (2)	0,3	1,4	0,7	0,2	0,4	-0,2	-0,3
Exportación Bienes y Servicios	32,6	1,1	6,4	11,3	-0,9	3,5	-0,4
Importación Bienes y Servicios	32,9	7,0	8,1	0,5	-5,3	-4,6	-9,1
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>

(1) Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.3**  
Consumo  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

también anotó un repunte importante (7,1%) de la mano del alza en la generación hidroeléctrica que aporta mayor valor agregado. La pesca mostró una tasa de variación anual positiva en el segundo cuarto, luego de varios trimestres de contracciones.

La proyección de crecimiento para el 2014 se corrige a la baja respecto del último IPoM. En el escenario base, la economía se expandirá entre 1,75 y 2,25% anual (2,5-3,5% en junio). El ajuste en la proyección responde a las cifras efectivas, pero también se estima que la debilidad de la actividad y la demanda será más persistente que lo previsto hace unos meses, especialmente en los sectores ligados a la demanda interna. Las expectativas de empresarios que se recogen en el IMCE, de confianza de consumidores (IPEC) y las opiniones de los entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de agosto, también apuntan a que el desempeño que mostró la economía en el segundo trimestre se mantendrá en el tercero e incluso podría permear hacia el último cuarto del año. Para el 2015, en línea con una paulatina recuperación de la economía, en el escenario base la actividad crecerá entre 3 y 4% anual. La mediana de las perspectivas para este año y el próximo contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto prevén que el PIB crecería 2,5 y 3,5%, respectivamente (3 y 4% en junio).

## DEMANDA INTERNA

En el segundo trimestre, la tasa de variación anual de la demanda final —descontadas las existencias— cayó: -0,3% (+1,8% el cuarto previo) (tabla III.2). Esto, debido a que al resentido panorama de la inversión se sumó una desaceleración más marcada del consumo, con datos que en el margen fueron incluso más débiles. Los inventarios cayeron a un ritmo similar al del cuarto previo, en coherencia con la fragilidad del gasto, importaciones que volvieron a decrecer más intensamente que en el trimestre anterior y la menor disposición a mantener existencias en algunos sectores. Con esto, la demanda interna redujo su variación anual a -0,9% (-0,2% el primer trimestre). Además, las exportaciones muestran una caída en su tasa de variación anual, esencialmente en razón de menores envíos mineros.

La debilidad del consumo total, aunque con distinta intensidad, se extendió a todos sus componentes, algo que fue más notorio hacia fines del segundo trimestre (gráfico III.3). El consumo privado aumentó 1,9% anual el segundo cuarto (3,6% el anterior). En este resultado incidió de forma más notoria el bajo desempeño del consumo de bienes durables. Este componente experimentó un retroceso, con una variación de -0,4% anual en el segundo trimestre (+2,9% el anterior). Alguna moderación de su crecimiento era, hasta cierto punto, prevista y fue mencionada en varios IPoM. En efecto, en el 2013, las ventas minoristas de estos bienes promediaron un incremento anual en torno a 17%, mientras que al segundo trimestre de este año la variación anual fue prácticamente nula y, en términos desestacionalizados, continuaron cayendo en el margen. Esto siguió influenciado, principalmente, por la caída de las ventas automotrices, que al igual que las internacionales por este concepto, muestran una expansión anual marcadamente más negativa que en el primer trimestre. Llama la atención el rápido descenso del consumo de bienes habituales, cuyo comportamiento

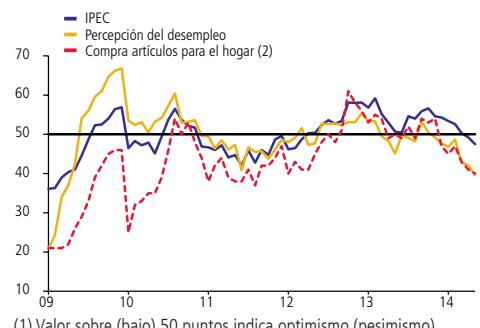
tiende a ser bastante más inercial y, por lo tanto, podría señalar una debilidad más prolongada del consumo. Este acotó su incremento anual a 1,6% (3,9% el trimestre previo). Por último, en el segundo trimestre, el consumo de gobierno redujo de manera importante su expansión anual.

El débil desempeño del consumo privado es coherente con el deterioro de buena parte de sus fundamentos. En esta dirección, resalta por sobre el resto de las señales, el empeoramiento de las expectativas de los consumidores (IPEC). Estas han tenido una tendencia decreciente desde comienzos de año y en lo más reciente se han ubicado en terreno pesimista (gráfico III.4). En particular destaca en los últimos meses, el marcado descenso en las intenciones de compra de artículos para el hogar. Además, la percepción de desempleo a un año plazo ha caído con fuerza hacia la zona de pesimismo. Todo ello se condice con la información recopilada en el IPN de agosto, en relación con una mayor cautela por parte de los consumidores al momento de realizar compras o endeudarse. La variación de los ingresos laborales reales ha descendido, expandiéndose a su menor ritmo en varios años, tanto por el menor crecimiento del empleo total como por el efecto que la mayor inflación ha provocado en los ingresos reales (gráfico III.5). Esto apunta a la persistencia de la debilidad del consumo. En cuanto a las condiciones financieras, las colocaciones reales de créditos de consumo, si algo, retrocedieron levemente en el margen, pese a la caída de las tasas de interés para este tipo de créditos.

En el mercado laboral se aprecian nuevas señales de deterioro. Como se indicó, el crecimiento anual del empleo, que estaba siendo sostenido por el aumento de la ocupación por cuenta propia, comenzó a descender. Se agrega que el crecimiento del empleo asalariado se estancó y disminuyó el número de vacantes. De todos modos, con una leve alza en el margen, la tasa de desempleo persiste en niveles bajos en una comparación histórica y, aunque con vaivenes, terminó invariante entre el primer y el segundo trimestre. No obstante, algunos indicadores sugieren un aumento de esta variable en lo venidero. De hecho, se constata la ampliación de la medida de holgura del mercado laboral que considera el cuociente entre el número de desocupados y las vacantes disponibles. Así, se incrementó la tasa de variación anual de personas que reciben pagos por seguro de cesantía (gráfico III.6). Pese a lo anterior, los salarios nominales continuaron elevando su tasa de variación anual por sobre su promedio histórico. Sin embargo, en términos reales, redujeron su tasas de crecimiento anual respecto de comienzos de año.

En el segundo trimestre, el desempeño de la inversión siguió deteriorándose (gráfico III.7). Su variación anual dio cuenta de una contracción más intensa en ese lapso; -8,1% anual (-5,5% el cuarto previo). Esto continuó siendo más marcado en el componente de maquinaria y equipos, cuya variación anual se ubicó en -21,1% (-18,9% el primer trimestre). El de construcción y obras también cayó en términos anuales (-0,5%), y sorprendió de forma importante. Con todo, sigue siendo cierto que parte de la caída que ha tenido la inversión en los últimos trimestres era un fenómeno esperado. En primer lugar, por la maduración del significativo ciclo de inversión minera de años anteriores, que es un factor común en economías con un sector minero relevante como Australia y Perú. Además, no se repitieron las elevadas importaciones de material de transporte que tendieron a abultar la inversión en maquinaria y equipos en

**GRÁFICO III.4**  
Percepción de los consumidores IPEC (1)  
(Índice, pivot=50)

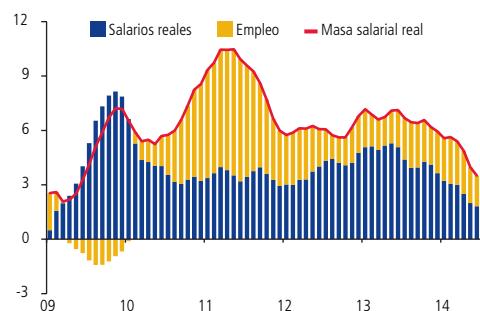


(1) Valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

(2) Corresponde al porcentaje de respuestas afirmativas de la siguiente pregunta: ¿Diría usted que actualmente estamos en un buen momento o un mal momento para comprar artículos para el hogar como muebles, refrigerador o cocina?

Fuente: Adimark.

**GRÁFICO III.5**  
Ingresos laborales reales (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Promedio móvil trimestral.

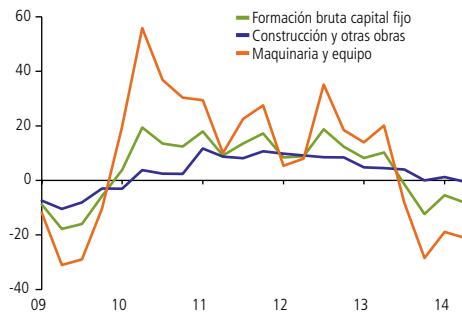
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO III.6**  
Indicadores del mercado laboral  
(diferencia anual, puntos porcentuales)

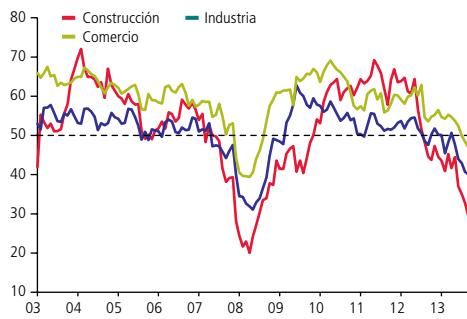


(\*) Corresponde a los afiliados que solicitaron y recibieron pago por el seguro de cesantía. Esta serie se encuentra adelantada en 4 meses.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

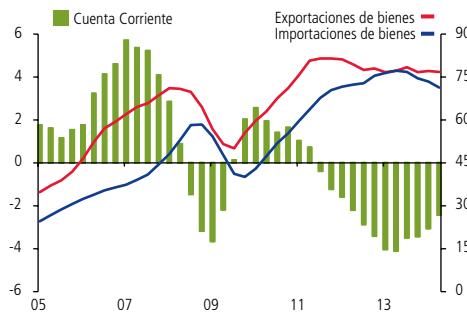
**GRÁFICO III.7**Formación bruta de capital fijo  
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.8**IMCE: Percepción de los empresarios (\*)  
(índice)

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

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

**GRÁFICO III.9**Cuenta corriente y balanza comercial (\*)  
(porcentaje del PIB; miles de millones de dólares)

(\*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

la segunda mitad del 2012 y la primera del 2013. Con todo, como se mostró en el IPoM anterior<sup>1/</sup>, aun teniendo presentes estos factores, la caída de la inversión ha tenido un componente que no puede ser explicado en función de sus determinantes habituales.

Datos más coyunturales reafirman que la debilidad de la inversión será más persistente que lo previsto. Las importaciones de bienes de capital (sin transporte) y las ventas del comercio mayorista, asociadas a este componente, luego de cierta recuperación a fines del primer trimestre, volvieron a disminuir profundizando su caída incluso a comienzos del tercer trimestre. La actividad de la construcción ha acotado su desempeño de forma importante, lo que se aprecia en algunos indicadores tales como las ventas de proveedores, la producción de cemento y hormigón, y el empleo de la construcción. Adicionalmente, las expectativas (IMCE) de todos los sectores (excluido minería) han seguido retrocediendo (gráfico III.8). Se añade que las colocaciones comerciales han disminuido su ritmo de expansión anual desde mediados del 2013, pese a la disminución del costo del crédito. En ello ha contribuido la conducta más cautelosa tanto de oferentes como de demandantes de crédito, como se desprende de la Encuesta de Créditos Bancarios del segundo trimestre que, si bien muestra condiciones de oferta de crédito más restrictivas, también señala que las condiciones de demanda se han vuelto más débiles con mayor celeridad (gráfico II.6).

**CUENTA CORRIENTE**

La evolución del gasto interno ha dado paso a un rápido ajuste del déficit de la cuenta corriente. Al segundo trimestre, el saldo acumulado en la cuenta corriente durante el último año descendió a -2,4% del PIB. Dicha cifra se compara con el -4,1% que acumulaba hace un año (gráfico III.9). El marcado descenso de las importaciones, de la mano de la debilidad del consumo y de la inversión y la evaluación de exceso de inventarios por parte de las empresas, constituye el principal factor en este ajuste. Así, el valor de las importaciones totales acumuladas en un año pasó de cifras por sobre US\$77 mil millones a mediados del 2013, a US\$71 mil millones a mediados del 2014. En el mismo lapso, el valor acumulado de las exportaciones pasó de US\$77 a US\$76 mil millones. Con esto, el escenario base de este IPoM considera que la cuenta corriente tendrá un déficit de 1,8% del PIB en el 2014 (2,5% en el IPoM de junio). El déficit de la cuenta corriente medida a precios de tendencia tiene una corrección de similar magnitud para el 2014, esto porque los ajustes provienen mayormente de cambios en las cantidades y no en los precios. Así, para este año se estima que la cuenta corriente medida a precios de tendencia tendrá un déficit de 1,9% (2,2% en junio).

<sup>1/</sup> Véase Recuadro III.1, "Dinámica Reciente de la Inversión". IPoM Junio 2014.

## 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

Luego del aumento que la inflación anual del IPC mostró desde fines del 2013, en los últimos dos meses ha disminuido levemente. Se añade que no se han repetido las sorpresas al alza que se verificaron en la inflación mes a mes a comienzos de año, con lo que la inflación total se ha ubicado en línea con lo previsto en el IPOM anterior. La inflación subyacente —IPCSAE, que excluye el precio de los alimentos y la energía— ha sido algo menor que la prevista, respondiendo en parte al mayor debilitamiento que ha mostrado la actividad y la demanda interna. Así, a julio el incremento anual del IPC llegó a 4,5% y el del IPCSAE a 3,7% (4,7 y 3,8% en el IPOM anterior, respectivamente) (gráfico IV.1 y tabla IV.1). En el escenario base de este IPOM, se sigue considerando que el alto nivel actual de la inflación será transitorio y retornará al rango de tolerancia en los próximos trimestres. En línea con ello, las expectativas de inflación a uno y dos años plazo no mostraron mayores cambios, y continúan en torno a 3%.

TABLA IV.1

Indicadores de inflación (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)

	IPC	IPCSAE	IPC Transables	IPC No transables	IPC Bienes	IPC Servicios
2012 Promedio	3,0	2,2	1,7	4,7	2,6	3,5
2013 Ene.	1,6	1,1	0,0	3,6	0,9	2,4
Feb.	1,3	0,8	-0,2	3,2	0,6	2,2
Mar.	1,5	1,1	-0,1	3,6	0,5	2,8
Abr.	1,0	0,8	-0,7	3,1	-0,2	2,4
May.	0,9	0,9	-1,0	3,3	0,3	1,7
Jun.	1,9	0,8	0,9	3,1	1,5	2,3
Jul.	2,2	0,9	1,5	3,0	1,9	2,5
Ago.	2,2	1,2	1,2	3,4	1,7	2,8
Sep.	2,0	1,4	0,7	3,5	0,6	3,5
Oct.	1,5	1,6	0,0	3,5	0,2	3,2
Nov.	2,4	1,8	1,3	3,7	1,4	3,5
Dic.	3,0	2,1	2,4	3,8	2,5	3,7
2014 Ene.	2,8	2,4	1,9	4,1	2,0	3,7
Feb.	3,2	2,5	2,4	4,3	2,6	3,9
Mar.	3,5	2,7	2,9	4,3	2,9	4,1
Abr.	4,3	3,5	3,8	5,1	3,7	5,0
May.	4,7	3,8	4,5	5,1	4,5	5,0
Jun.	4,3	3,6	3,9	4,9	3,8	4,8
Jul.	4,5	3,7	4,2	4,9	4,2	4,9

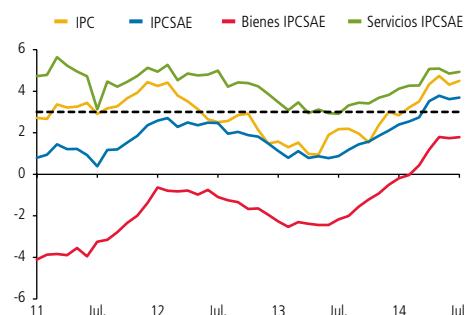
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

GRÁFICO IV.1

Indicadores de inflación (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



(1) Para su definición, ver Glosario.

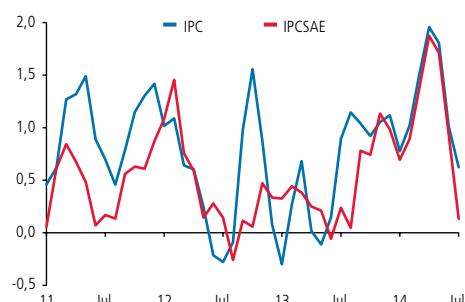
(2) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.2

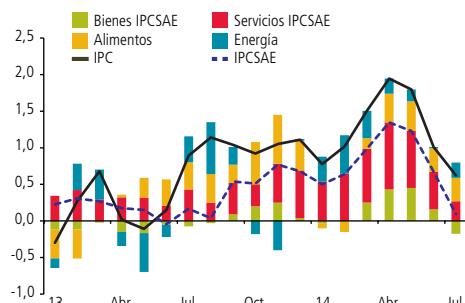
Inflación mensual (\*)

(acumulada en tres meses móviles, puntos porcentuales)



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

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

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

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

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

A diferencia de lo observado hasta comienzos de año, las tasas de variación mensual del IPC han tenido una disminución importante. Entre mayo y julio el IPC promedió un incremento mensual de 0,2%, lo que se compara con el 0,6% que promedió entre marzo y mayo. Lo mismo ocurrió con el IPCSAE, que pasó de tasas promedio de 0,6 a 0,04% en el mismo lapso. Así, en los últimos tres meses, el IPC acumuló un incremento de 0,6 puntos porcentuales (pp), cifra significativamente menor que la registrada en el trimestre terminado en mayo (+1,8pp). Asimismo, el IPCSAE en el mismo lapso sumó 0,13pp (1,7pp en mayo) (gráfico IV.2). Destacan los menores incrementos del precio, tanto de los bienes como de los servicios del IPCSAE. Por su lado, la incidencia acumulada de los precios de la energía se mantuvo, al mismo tiempo que disminuyó la de los alimentos (gráfico IV.3).

El principal factor tras la menor inflación acumulada en los últimos tres meses ha sido el comportamiento de los precios de los bienes y servicios del IPCSAE. Por componentes, la inflación de bienes del IPCSAE acumuló una incidencia negativa en los últimos tres meses, la que contrasta con el aporte positivo registrado entre marzo y mayo de este año. Destaca el comportamiento de los precios de los automóviles nuevos, cuyo aumento a comienzos de año se estima tuvo directa relación con la depreciación del peso, mientras su caída reciente coincide con una importante baja en sus volúmenes de ventas. De hecho, los indicadores de ventas de bienes durables y semidurables son los que han mostrado las mayores caídas en el curso del 2014. La menor presión que ejerció el aumento del tipo de cambio a lo largo del segundo trimestre también se refleja en que en dicho lapso los precios en pesos de los bienes de consumo importados dejaron de aumentar respecto del cuarto previo (gráfico IV.4).

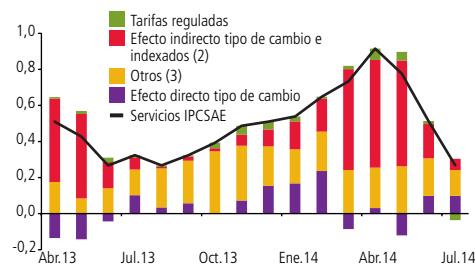
El Índice de Precios Externos relevantes para Chile (IPE) y el IPE-5 alcanzaron sus máximos del año en julio y abril, respectivamente. Con todo, este último inició una senda decreciente en mayo, en línea con la apreciación global del dólar. El escenario base supone que el crecimiento anual del IPE será menor que el estimado en junio. Esto, por la mencionada apreciación del dólar, la cual predominaría sobre los mayores registros efectivos de inflación, en especial en América Latina.

La inflación de servicios del IPCSAE, habitualmente más ligada al estado de las holguras de capacidad, también tuvo un aporte menor al acumulado entre marzo y mayo. Destaca la menor incidencia de los precios cuya contribución está vinculada directa o indirectamente al tipo de cambio —servicios de transporte— y aquellos indexados a la inflación pasada, donde se encuentran los servicios de educación y salud. La suma de estos ítems explica casi la totalidad de la disminución de la incidencia de los servicios del IPCSAE (gráfico IV.5).

Respecto de los precios de la energía —combustibles y electricidad— su incidencia acumulada en tres meses ha continuado mostrando una trayectoria declinante. Ello, debido principalmente a la disminución del precio externo de la gasolina (gráfico IV.6). Con todo, su aporte a la contribución acumulada en el trimestre terminado en julio fue similar al del cuarto anterior. En particular,

**GRÁFICO IV.4**Precio de bienes de consumo importado  
(índice 2011-2014=100)

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.5**Incidencias de los servicios del IPCSAE en la inflación mensual del IPC (1)  
(acumulada en tres meses móviles, puntos porcentuales)

(1) Se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100.

(2) Corresponde a servicios de educación, salud, arriendo, peaje y, seguro y revisión técnica del automóvil.

(3) Corresponde a servicios de alimentación, recreación, financieros, vestuario, cuidado personal, vivienda y otros.

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

el precio de la gasolina del Golfo de México disminuyó 1,7% en julio respecto de mayo de este año. Así, considerando los precios futuros del petróleo en el mercado mundial durante los diez días previos al cierre estadístico, la trayectoria para el precio de la gasolina se ajustó levemente a la baja para este año. Ello, debido a una mayor oferta producto de las mejores condiciones climáticas en el Golfo de México y EE.UU. Por su parte, el precio de la electricidad continuó contribuyendo casi nulamente en los últimos meses.

En cuanto a los alimentos, su aporte a la inflación acumulada en los últimos tres meses disminuyó levemente. Ello, debido a los precios de las frutas y verduras, los cuales acumularon incidencias menores, gracias a cosechas más favorables. Por el contrario, el resto de los precios de alimentos han acumulado incidencias mayores que en el trimestre terminado en mayo (gráfico IV.7). En este grupo destaca el alza del pan y las carnes, ligada de alguna forma a la depreciación del peso. Sin embargo, el precio de los granos en el mercado internacional bajó desde junio, ante las favorables condiciones climáticas que redundaron en mejores cosechas. Ello también se reflejó en los precios futuros de los granos que mostraron bajas en el horizonte a dos años, mientras que el resto de los productos agrícolas no mostraron mayores cambios a este plazo respecto del IPoM anterior.

En términos de la incidencia anual por grupo, los alimentos y los bienes y servicios del IPCSAE tuvieron una contribución similar a la observada al cierre del último IPoM, en tanto la energía mostró un aporte menor (gráfico IV.8). Así, la suma de todos estos factores ha provocado una disminución de la inflación anual del IPC. La inflación de servicios del IPCSAE se redujo, desde 5,1 a 4,9% anual entre mayo y julio de este año, mientras la inflación de bienes del IPCSAE se mantuvo en 1,8% en el mismo período de tiempo.

En cuanto a los costos laborales, en los últimos meses se ha continuado observando un incremento en la variación anual de los salarios nominales. Dependiendo de su medida, en junio se ubican entre 6,6 y 7,1% (entre 6,3 y 6,8% en el IPoM de junio). Por su parte, los salarios reales, en línea con los menores registros de inflación anual en lo más reciente, aumentaron y registran tasas de variación anual entre 1,8 y 2,2% (entre 1,2 y 1,7% en el IPoM de junio). Esto, sin embargo, luego de sucesivas caídas en meses previos (gráfico IV.9). La información recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* de agosto, señala pérdidas de puestos de trabajo, ya sea en las empresas contactadas o en otras de sus rubros, principalmente en el centro y norte del país. Asimismo, con excepciones en el sector agrícola y en la zona sur, se informa mayor disponibilidad de mano de obra y menores presiones salariales. Los costos laborales unitarios reales, aunque con vaivenes, han continuado mostrando una trayectoria declinante.

En materia de márgenes, de acuerdo con diferentes medidas, se observa una compresión. La razón entre el IPCSAE y el costo laboral unitario ajustado por productividad ha continuado disminuyendo. El cuociente entre el precio de los bienes del IPCSAE y el tipo de cambio ha permanecido en niveles inferiores a los de principios de año.

#### GRÁFICO IV.6

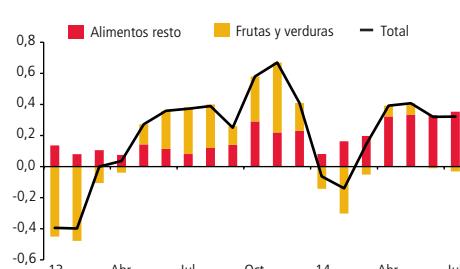
Variación del precio de la gasolina y tipo de cambio (acumulada en tres meses, puntos porcentuales)



Fuentes: Banco Central de Chile y Comisión Nacional de Energía (CNE).

#### GRÁFICO IV.7

Incidencia de los alimentos en la inflación mensual del IPC (\*)  
(acumulada en tres meses móviles, puntos porcentuales)

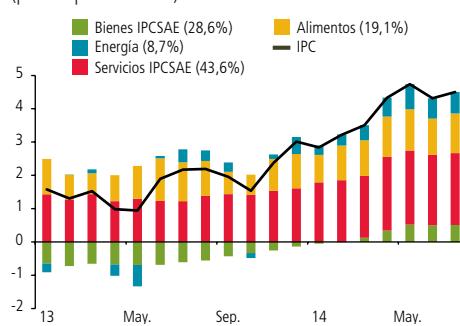


(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

#### GRÁFICO IV.8

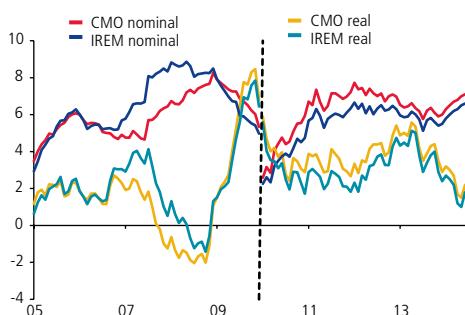
Incidencias de la inflación anual del IPC (1) (2)  
(puntos porcentuales)



(1) Entre paréntesis participaciones en la nueva canasta del IPC.

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

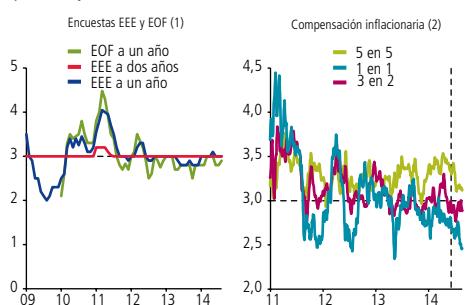
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.9**Salarios (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)

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

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

**GRÁFICO IV.10**Expectativas de inflación  
(porcentaje)

(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, a excepción del dato de agosto del 2014, que se considera la segunda quincena.  
(2) Compensación inflacionaria *forward* a partir de las tasas *swaps* considerando un promedio móvil semanal. La línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

**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% (gráfico IV.10).

Las expectativas privadas para la inflación a dos años plazo que se deducen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena del mismo mes, se han mantenido en torno a 3%. En tanto la EEE, para fines de este año y a un año plazo, se mantuvo en 3,8 y 3,0%, respectivamente. Para este último plazo, la EOF aumentó de 2,8 a 2,9% entre la primera quincena de junio y la segunda de agosto.

Las expectativas de inflación que se derivan de las compensaciones inflacionarias se encuentran en niveles similares a los del cierre estadístico anterior. En particular, la compensación inflacionaria *forward* tres en dos, aunque con vaivenes, se mantuvo en 2,9%. En tanto, la compensación inflacionaria *forward* uno en uno y cinco en cinco que se derivan de los *swaps* promedio cámara, descendieron levemente desde de 2,8 y 3,3% a 2,5 y 3,1%, respectivamente al cierre estadístico de este IPoM.

En el escenario base, el Consejo estima que la inflación anual del IPC, aún afectada por las altas variaciones mensuales de comienzos de año y los efectos directos de la depreciación reciente del peso, se mantendrá en valores por sobre 4% durante todo lo que queda del 2014. Hacia el 2015, acorde con las menores presiones inflacionarias que se deducen de la evolución cíclica de la economía y las altas bases de comparación, la inflación anual del IPC e IPCSAE tendrá un rápido descenso hacia 3%. Luego, ambas oscilarán en torno a esta cifra hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2016.

## V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

### ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

En el escenario base, el contexto internacional es similar al del IPoM de junio, con proyecciones de crecimiento algo menores, términos de intercambio algo mejores y condiciones financieras externas que siguen favorables (tabla V.1).

En cuanto a la actividad mundial, se sigue considerando un mundo desarrollado que se recupera y un emergente menos dinámico. Las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales bajan levemente: dos décimas para este año y una para el próximo, hasta 3,4 y 3,8%, respectivamente. En EE.UU., se espera un menor crecimiento el 2014, principalmente por datos efectivos. La evaluación sobre su recuperación se mantiene, con lo que la expansión para el bienio 2015-2016 promedia 3,1%, lo que se compara positivamente con el 2,7% promedio del período 2000-07. En la Eurozona, la revisión a la baja se atribuye al deterioro de la actividad y las expectativas los últimos meses, mientras que en Japón, a la volatilidad que provocaron los ajustes tributarios en la demanda interna durante el primer semestre del año. De todas formas, hacia el 2015 y el 2016 se mantiene la visión de que estas economías crecerán en promedio más que este año, 1 punto porcentual (pp) de aumento para la Eurozona, y 0,4pp para Japón.

En las economías emergentes, las correcciones muestran mayor dispersión. En China, las medidas del gobierno han estabilizado el crecimiento y se mantiene una proyección de 7,3 y 7,2% para el 2014 y el 2015, respectivamente. La principal baja se da nuevamente en América Latina: 1,7 y 2,6% el 2014 y el 2015, respectivamente (2,0 y 3,0% en junio). Aunque existe heterogeneidad, varias economías de la región han mostrado una debilidad mayor y más persistente que la esperada, asociada principalmente a los sectores ligados a la inversión.

En el escenario base, los términos de intercambio serán algo mayores que los proyectados en junio, por un precio del cobre más elevado. Esto, dado el incremento de los precios efectivos desde junio, con fundamentos que no han variado mayormente. Se proyecta un precio del cobre de US\$3,15 y 3,05 la libra el 2014 y 2015. En el caso del petróleo, el precio promedio entre el WTI y Brent no cambia mayormente: US\$102 este año y US\$98 el 2015.

TABLA V.1

Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013 (f)	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	4,1	-3,2	0,0	-0,8	-0,5
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,5	3,4	3,8	3,9
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,1	3,2	3,7	4,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,1	2,4	2,6	3,1	3,3
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,8	1,3	1,7	2,4	2,5
PIB emergentes PPC	7,4	5,9	4,6	4,5	4,8	5,0
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	0,3	0,9	1,2	1,3
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	367	332	315	305	300
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	44	90	98	98	92	89
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	42	101	109	106	104	101
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	367	742	785	779	753	732
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,3	0,2	0,7	1,6

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

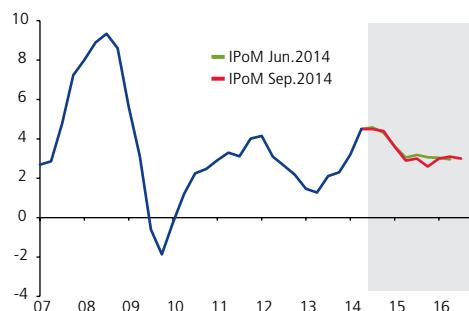
TABLA V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2013	2014 (f)	2015 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	4,1	1,75-2,25	3,0-4,0
Ingreso nacional	3,4	2,0	3,2
Demanda interna	3,4	0,1	3,4
Demandas interna (sin variación de existencias)	4,2	1,0	3,2
Formación bruta de capital fijo	0,4	-4,1	1,8
Consumo total	5,4	2,6	3,6
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	2,4	3,8
Importaciones de bienes y servicios	2,2	-3,9	4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-1,8	-2,2
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,5	19,8	19,7
Inversión nacional bruta (% del PIB)	23,9	21,6	21,9
FBCF (% del PIB nominal)	23,6	22,0	21,6
FBCF (% del PIB real)	25,8	24,3	23,9
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-9.485	-4.600	-5.880
Balanza comercial	2.117	7.850	6.750
Exportaciones	76.684	77.450	79.650
Importaciones	-74.568	-69.600	-72.900
Servicios	-2.908	-3.060	-3.150
Renta	-11.102	-11.790	-11.930
Transferencias corrientes	2.408	2.400	2.450

(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 2014, corresponde a la proyección.

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

La proyección de inflación externa relevante para Chile (IPE) se corrige a la baja, debido, principalmente, a un dólar más apreciado en los mercados externos.

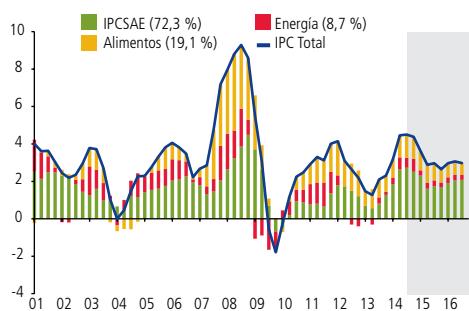
En el escenario base, el PIB de Chile crecerá entre 1,75 y 2,25% el 2014, cifra inferior a la prevista en junio (tabla V.2). Esto se explica por la mayor debilidad del gasto en el segundo trimestre, lo que se proyecta tendrá mayor persistencia. El crecimiento permanecerá por debajo de su tasa de tendencia, la que el Consejo estima entre 4 y 4,5%. Esto es inferior a lo considerado antes, y se relaciona con una revisión de la evolución de la productividad total de factores, del crecimiento previsto del stock de capital y la natural convergencia de una economía que ha alcanzado niveles de ingreso per cápita más altos<sup>1/</sup>.

El crecimiento de la demanda interna para el 2014, descontadas las existencias, también se reduce: 1,0% anual (2,4% en junio). Ello por una caída de la inversión mayor que la anticipada el segundo trimestre y una desaceleración más marcada del consumo. El ajuste de la demanda interna total es algo mayor: 0,1% anual (1,7% en junio), debido a una menor acumulación de inventarios, coherente con el comportamiento del gasto y la evaluación que algunos sectores realizan sobre el nivel actual de sus existencias.

En el consumo privado la corrección se sustenta en cifras efectivas del segundo trimestre menores que las esperadas y en datos parciales del tercero que se mantienen débiles, como las importaciones de bienes de consumo y las ventas de automóviles. Se suma que buena parte de sus fundamentos se ha deteriorado. Resalta el declive de las expectativas de los consumidores, que se ubican en terreno pesimista. La expansión anual del empleo continuó reduciéndose. El empleo asalariado estancó su crecimiento y las vacantes laborales han disminuido. La expansión anual de los ingresos laborales reales descendió respecto de comienzos de año, en parte por la mayor inflación. Con todo, la tasa de desempleo se ha mantenido baja en comparación histórica y los salarios nominales continuaron incrementando su variación anual.

La inversión para el 2014 es la parte del gasto que muestra el mayor ajuste. La tasa de variación anual de la formación bruta de capital fijo (FBCF) se reduce a -4,1% para este año (-0,7% en junio; +0,8% en marzo). Ello supone una contracción tanto del componente maquinaria y equipos (-11,2% anual) como del de construcción y obras (-0,1% anual). Esto responde a los menores datos efectivos y a la revisión a la baja de los proyectos del Catastro de la CBC. Se agregan datos del tercer trimestre, como las importaciones de bienes de capital y las expectativas empresariales (IMCE) que han seguido deteriorándose y se ubican en la zona pesimista. En contraste, se espera un mayor impulso de la inversión pública. Con ello, la FBCF llegaría a 22% del PIB nominal (23,6% el 2013).

Para el 2015, se estima que el crecimiento del PIB se ubicará entre 3,0 y 4,0%, con lo que seguirá creciendo por debajo de su tasa de tendencia. La demanda interna, descontadas las existencias, tendrá una expansión anual de 3,2% y la demanda interna total de 3,4%. Esta proyección contempla una acotada expansión para la inversión: 1,8% anual. El consumo total crecerá 3,6% anual,

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

(1) Área gris, a partir del tercer trimestre 2014 corresponde a la proyección.

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

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

<sup>1/</sup> Ver Recuadro Crecimiento de Mediano Plazo.

por debajo del promedio 2010-2013. La moderada recuperación prevista para el 2015 se sustenta, además de la baja base de comparación de este año y un dinamismo acotado de la economía, en el mayor impulso monetario y las menores tasas de mercado; un mayor impulso fiscal; un mayor impulso producto del crecimiento de los socios comerciales y de la depreciación real del peso; y una mejora de las expectativas privadas. Además, se considera una inversión algo mayor en construcción y obras de ingeniería, acorde con el catastro de la CBC.

El ajuste del gasto reduce el déficit de cuenta corriente previsto para este año, tanto efectivo como medido a precios de tendencia. A nivel de la balanza comercial, esto se refleja principalmente en la disminución de las importaciones. Así, se estima que el déficit de cuenta corriente será 1,8% y 2,2% del PIB el 2014 y 2015, respectivamente. Medido a precios de tendencia<sup>2/</sup>, el déficit de la cuenta corriente llegará a 1,9% del PIB este año y a 2,4% el 2015.

La inflación anual del IPC, aún afectada por las altas variaciones mensuales de comienzos de año y los efectos directos de la depreciación reciente del peso, se mantendrá en valores por sobre 4% durante todo lo que queda del 2014. Hacia el 2015, acorde con las menores presiones inflacionarias que se deducen de la evolución cíclica de la economía y las altas bases de comparación, la inflación anual, tanto del IPC como del IPCSAE, tendrá un rápido descenso hacia 3%. Luego, ambas oscilarán en torno a esta cifra hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2016 (gráficos V.1, V.2 y tabla V.3).

Esta trayectoria de la inflación toma en cuenta que los efectos indirectos de la depreciación nominal y real del peso observada durante los últimos meses serán más que compensados por el estado de las brechas de capacidad dentro del período de proyección. El Consejo evalúa que el nivel actual del tipo de cambio real (TCR) es coherente con el estado cíclico de la economía y las condiciones financieras internas y externas, aunque se encuentra algo por sobre el rango de valores considerados de largo plazo. Como supuesto metodológico, se considera que el tipo de cambio tendrá una leve apreciación real en el largo plazo, acorde con la normalización de las condiciones cíclicas de la economía. Respecto de la TPM, el cambio del escenario macroeconómico interno ha reducido las expectativas para su nivel desde junio. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las distintas medidas de expectativas disponibles al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.3).

## ESCENARIOS DE RIESGO

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

<sup>2/</sup> El cálculo a precios de tendencia considera correcciones en precios y no en volúmenes. Se supone un precio del cobre de largo plazo de US\$2,85 la libra y del petróleo de US\$85 el barril.

TABLA V.3

### Inflación

	2013	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)
Inflación IPC promedio	1,8	4,1	3,0	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,1	2,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,2	3,4	2,6	
Inflación IPCSAE diciembre	2,1	3,4	2,5	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

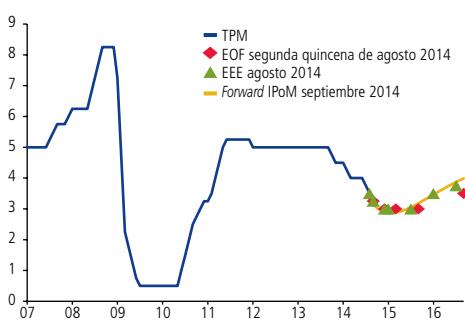
(f) Proyección.

(\*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2016.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3

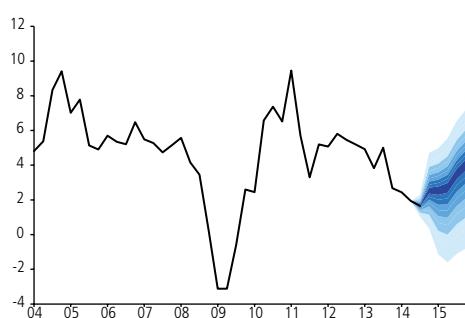
### TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

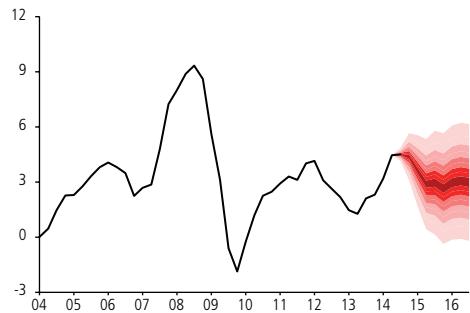
GRÁFICO V.4

### Crecimiento del PIB (\*) (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 metodológico que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las distintas medidas de expectativas disponibles al cierre estadístico 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 comparable con la que se deduce de las distintas medidas de expectativas disponibles al cierre estadístico de este IPoM.

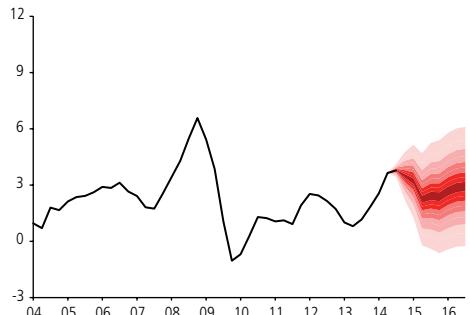
Fuente: Banco Central de Chile.

equilibrado en el 2014 y sesgado a la baja en el 2015 (gráficos V.4, V.5 y V.6).

En el plano externo, se mantienen los riesgos previstos en IPoM anteriores. Aunque el crecimiento en China y sus perspectivas se han estabilizado en lo más reciente, su desempeño futuro sigue siendo un factor de riesgo, en particular por la incertidumbre acerca de los desarrollos de su sistema financiero y sector inmobiliario. Además, no se puede descartar que las vulnerabilidades en otras economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad. En la Eurozona, la situación macrofinanciera continúa siendo un elemento de incertidumbre, a la que se han agregado las tensiones geopolíticas en el continente, lo que acentúa los riesgos de una recuperación más lenta en la región. En EE.UU., el retiro de los estímulos monetarios no convencionales ha ido acorde con lo previsto, pero los mercados financieros podrían sufrir episodios de tensión relevantes ante eventos que adelanten el momento en que comenzará a aumentar la tasa *Fed Funds*. En particular, en el contexto actual de bajas tasas de interés de largo plazo y premios soberanos acotados, podrían generarse episodios de reversión bruscos con tensiones relevantes. Ello podría tener efectos sobre el costo de financiamiento externo y las paridades de monedas, con impactos importantes sobre las economías emergentes. Con todo, lo más probable sigue siendo que un mejor desempeño de la economía estadounidense implicará un mayor impulso externo y un escenario más favorable a mediano plazo.

En el ámbito local, un riesgo es que el crecimiento de la actividad y de la demanda interna sea menor que el proyectado. Como se indicó, el debilitamiento de estas variables ha sido mayor que el previsto, coincidiendo con un deterioro generalizado de las expectativas. El escenario base considera que este deterioro se revertirá paulatinamente, lo que en parte justifica el crecimiento previsto del consumo y la inversión en el 2015. Sin embargo, de no revertirse esta tendencia, es probable que se observe un ajuste más rápido y más intenso en el mercado del trabajo, con el consecuente efecto negativo en el consumo y la actividad. Asimismo, un empeoramiento de las expectativas empresariales podría agudizar el ajuste de la inversión. Un escenario como el descrito podría generar también un rebalanceo más intenso hacia el sector transable mitigando en parte el menor crecimiento interno. Por otro lado, si bien un escenario de mayor debilidad interna podría ampliar las holguras de capacidad y derivar en menores presiones inflacionarias, tampoco se puede descartar que los efectos cambiarios que provoque compensen su efecto en los precios, al menos temporalmente, retrasando, así, la convergencia de la inflación.

En los últimos meses, la actividad y demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo esperado. A partir de mediados del 2013, el Consejo comenzó a indicar que la política monetaria sería más expansiva para evitar que las mayores holguras en la economía afectaran el logro de la meta de inflación. Así, la TPM se ha recortado en 150pb en el último año y la estructura de tasas de interés se ha ajustado de forma importante, agregando un impulso monetario relevante a la economía. Además, el Consejo ha señalado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

## RECUADRO V.1

### CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

En el último año, la desaceleración de la actividad y la demanda de Chile ha ido más allá de lo previsto, lo que ha generado cambios importantes en el rango de crecimiento del PIB proyectado para el año. Además, la evolución del gasto redundó en un rápido ajuste del déficit en cuenta corriente esperado. Las proyecciones de inflación para el 2014 también tuvieron correcciones, pero al alza, dando cuenta principalmente de los efectos que la depreciación del peso tiene sobre los precios. En el escenario internacional se siguió asentando el panorama de recuperación gradual de las economías desarrolladas, mientras que las emergentes continuaron su proceso de desaceleración, con lo que se introdujeron leves correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales de Chile.

El supuesto de que las elevadas tasas de crecimiento de la inversión se irían reduciendo desde mediados del 2013 y hacia el 2014 ha estado presente en los IPoM del último año. La desaceleración de este componente del gasto se justificaba porque el ciclo de inversión minera estaba próximo a culminar. Además, porque las elevadas tasas de inversión relacionadas con la internación de material de transporte a fines del 2012 y principios del 2013 imponían una base de comparación exigente. Así, se preveía que este componente de la demanda se ajustaría gradualmente. Sin embargo, durante el año los datos efectivos fueron mostrando una desaceleración mayor, parte de la cual no tiene explicación evidente en los determinantes habituales de la inversión<sup>1/</sup>. Con todo, la caída de la inversión ha coincidido con un deterioro significativo de los indicadores de expectativas. De este modo, la formación bruta de capital fijo redujo sus tasas de crecimiento anual de un promedio cercano a 9% en el primer semestre del 2013 a -8,1% en el segundo trimestre del 2014 con los consecuentes efectos en la proyección (tabla V.4).

El consumo tardó más en dar cuenta de una desaceleración, principalmente apoyado por un mercado laboral que se mantenía estrecho. Hacia mediados del 2014, la debilidad de la actividad y la demanda se fue permeando al consumo en la medida que las expectativas se debilitaban, la menor actividad comenzó a afectar de manera incipiente al mercado del trabajo —con una caída del empleo asalariado y una reducción de las vacantes— y la mayor inflación redujo el crecimiento de los salarios reales. En un principio, se reflejó con más fuerza en una debilidad del consumo de bienes

durables —probablemente afectadas también por la depreciación del peso—, pero en lo último también se sumó la de bienes habituales. Así, si hace un año se proyectaba una tasa de expansión del consumo de 5% el 2014, este IPoM considera que esta será de solo 2,6% anual.

**TABLA V.4**  
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2014

	Sep. 13	Dic. 13	Mar. 14	Jun. 14	Sep. 14
(variación anual, porcentaje)					
PIB	4,0-5,0	3,75-4,75	3,0-4,0	2,5-3,5	1,75-2,25
Balance de riesgos actividad	sesgado a la baja	equilibrado	sesgado a la baja	equilibrado	equilibrado
Demanda interna	4,9	4,8	3,3	1,7	0,1
Demand. interna (variación existencias)	4,8	4,5	3,3	2,4	1,0
Consumo total	5,0	4,7	4,1	3,4	2,6
Formación bruta de capital fijo	4,5	4,1	0,8	-0,7	-4,1
(porcentaje del PIB)					
Cuenta corriente	-4,8	-3,7	-3,6	-2,5	-1,8

Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit de la cuenta corriente fue un tema de preocupación durante gran parte del 2013 por la posibilidad que se mantuviera en niveles elevados o se siguiera ampliando. De hecho, en septiembre de ese año se preveía que alcanzaría a 4,8% del PIB el 2014. Sin embargo, la desaceleración más rápida del gasto y la depreciación cambiaria llevaron a que el ajuste de las cuentas externas se diera más prontamente. Así, el escenario base de este IPoM incorpora que este año el saldo en cuenta corriente será de -1,8% del PIB. El importante ajuste del gasto se refleja también en que, medido a precios de tendencia, el déficit previsto para este año se redujo de 4,6 a 1,9% del PIB.

Hace un año, la inflación anual había vuelto al rango de tolerancia, luego de pasar algunos meses bajo 2%. Sin embargo, la medida subyacente (IPCSAE) seguía con registros del orden de 1%. Las proyecciones apuntaban a que el IPC seguiría incrementando sus variaciones anuales gradualmente hasta llegar a 3% la primera mitad del 2014. No obstante, la depreciación del peso que comenzó el primer semestre del 2013 y se intensificó a fines de ese año, junto con las alzas de los precios internacionales de los combustibles, llevó a la inflación más rápidamente a ese valor e incluso a superar el rango de tolerancia el segundo trimestre del 2014. Ello provocó ajustes relevantes en la proyección, aunque se estima que la inflación solo estará transitoriamente sobre 4%. Así, para el 2014 se pasó de

<sup>1/</sup> Véase Recuadro III.1, "Dinámica Reciente de la Inversión". IPoM Junio 2014.



un valor esperado de 2,8% anual en septiembre del 2013 a 4,1% en este IPoM (tabla V.5). La transitoriedad de la mayor inflación ha sido coherente con la evolución de las expectativas de inflación y las propias proyecciones para el 2015 que se han mantenido en torno a 3% a lo largo del último año.

**TABLA V.5**  
Cambios en la proyección de inflación anual IPC promedio 2014  
(puntos porcentuales)

	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Sep.14
Proyección inicial (1)	2,8	2,6	3,4	4,1
Combustibles	-0,07	0,43	0,06	-0,01
Alimentos sin frutas y verduras frescas	-0,01	0,11	0,11	0,11
Frutas y verduras frescas	-0,09	0,12	-0,03	-0,05
Servicios públicos	-0,06	-0,04	0,01	0,05
Resto de productos	0,06	0,12	0,61	-0,12
Proyección final (2)	2,6	3,4	4,1	4,1

(1) Proyección incluida en el IPoM anterior.

(2) Proyección incluida en el IPoM correspondiente.

Fuente: Banco Central de Chile.

Con el correr del año se fueron afianzando las tendencias esperadas en el plano internacional. Así, se sigue esperando que las tasas de crecimiento aumenten entre el 2014 y 2015, aunque partiendo de un nivel algo más bajo que lo previsto en septiembre del 2013. En EE.UU., más allá de las malas cifras de PIB del primer trimestre del 2014 debido a factores climáticos, las noticias fueron confirmado que la recuperación seguía su curso y que las tasas de crecimiento de esta economía irían subiendo. El panorama en la Eurozona y Japón se ha debilitado levemente, pero continúa la visión de que estas economías registrarán tasas de crecimiento superiores en el 2015. Las emergentes siguieron desacelerándose, aunque de forma algo más pronunciada de lo que se anticipaba hace un año, especialmente en América Latina. En China, si bien persisten las preocupaciones por la situación de su sistema financiero y sector inmobiliario, las posibilidades de un freno mayor en su tasa de crecimiento derivado del rebalanceo de las fuentes de crecimiento hacia un mayor consumo, fueron cediendo. Si bien las estimaciones de expansión de esta economía son ahora 7,3% para el bienio 2014-2015 (7,5% hace un año), se han estabilizado en los últimos meses. Así, las proyecciones de crecimiento mundial se han corregido levemente a la baja desde septiembre del 2013 (tabla V.6).

Durante el año las noticias en los mercados financieros internacionales se relacionaron en gran medida con los efectos que tendría el retiro de los estímulos monetarios vigentes en EE.UU. Un riesgo presente durante el año en los escenarios de proyección era que este retiro pudiera cambiar de velocidad y provocar episodios de volatilidad en los mercados financieros. A lo largo del año y acorde con las expectativas, la Reserva Federal fue reduciendo paulatinamente las compras de activos sin que se provocaran grandes tensiones en los mercados. Se produjeron salidas de capitales de las economías emergentes, pero estas se revirtieron en los últimos meses. Las

primas por riesgo de las economías emergentes son más bajas que hace un año y la volatilidad no presenta grandes saltos. Con todo, el dólar se ha apreciado en los mercados internacionales.

Más allá de algunos vaivenes en los precios de las materias primas, las proyecciones tanto de cobre como de petróleo siguen teniendo implícito una trayectoria descendente. En el petróleo estas son algo superiores a las contempladas hace un año, dando cuenta de los mayores precios efectivos que respondieron a tensiones geopolíticas y el crudo invierno que afectó al hemisferio norte. En el cobre, las preocupaciones por una mayor debilidad en China se vieron compensadas por señales de recuperación de la demanda del mundo desarrollado. Posteriormente, la estabilización del crecimiento de la economía china y una oferta más ajustada apoyaron la mantención de precios más elevados, con lo que la proyección de su valor para el bienio 2014-2015 es hoy del orden de 4% superior a la que se tenía hace un año.

**TABLA V.6**  
Principales supuestos del escenario internacional

	Sep.13	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Sep.14
PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje)					
2014	3,5	3,5	3,5	3,3	3,2
2015	3,9	3,7	3,8	3,7	3,7
PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje)					
2014	3,6	3,6	3,7	3,6	3,4
2015	4,0	3,8	3,9	3,9	3,8
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)					
2014	104	106	106	108	106
2015	97	100	101	103	104
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)					
2014	96	93	96	100	98
2015	89	88	88	93	92
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)					
2014	305	310	300	310	315
2015	290	290	285	290	305
Términos de intercambio (v. anual, porcentaje)					
2014	0,1	0,2	-0,9	-0,5	0,0
2015	-1,2	-1,5	-1,1	-1,5	-0,8
Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje)					
2014	-1,5	-0,4	0,3	1,0	0,9
2015	0,2	0,0	0,7	1,3	1,2

Fuente: Banco Central de Chile.

En este contexto, el Consejo luego de haber anunciado la necesidad de ajustes en la política monetaria a mediados del 2013, comenzó a reducir gradualmente la Tasa de Política Monetaria (TPM). Lo ha hecho con bajas de 25 puntos base (pb) que partieron en octubre del 2013 y continuaron en noviembre de ese año. En el 2014, introdujo recortes en febrero, marzo, julio y agosto, totalizando así bajas de 150pb en el último año. La estructura de tasas de interés también se ha ajustado de forma relevante, con lo que se ha agregado un impulso monetario importante a la economía. Con todo, el Consejo ha señalado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

## 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 2014, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2014 y del 2015.

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 de 92% de los activos corresponden a reservas internacionales, y 64% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el Banco 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 2014

En la primera mitad del 2014, aumentó el tamaño de los activos y disminuyó el déficit del patrimonio principalmente por ganancias de cambio derivadas de la depreciación del peso y apreciación de otras monedas respecto del dólar. El tamaño de los pasivos se mantuvo relativamente constante, aun cuando en términos del PIB disminuyó (tabla A.1).

Entre el 31 de diciembre de 2013 y el 30 de junio de 2014, el tamaño del balance aumentó en \$1.048 mil millones, pasando de 17,2 a 17,3% del PIB entre ambas fechas.

**TABLA A.1**

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

	2011	2012	2013	Jun.14	2014 (f)	2015 (f)
<b>ACTIVOS</b>	<b>20,5</b>	<b>17,7</b>	<b>17,2</b>	<b>17,3</b>	<b>17,5</b>	<b>16,8</b>
Reservas internacionales	18,0	15,3	15,7	15,9	16,1	15,5
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Instrumentos de política monetaria	0,8	0,9	0,1	0,1	0,0	0,0
Otros Activos	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
<b>PASIVOS</b>	<b>22,4</b>	<b>21,1</b>	<b>20,0</b>	<b>19,5</b>	<b>19,4</b>	<b>18,7</b>
Pagarés con mercado secundario	10,9	9,9	9,5	10,5	9,8	9,1
Instrumento de política con bancos	3,9	3,7	2,6	2,1	2,0	1,9
Otros pasivos con bancos	0,7	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos excepto base monetaria	1,3	1,1	0,8	1,3	1,2	1,2
Base monetaria	5,6	6,0	6,4	5,3	5,8	6,0
<b>PATRIMONIO (A+B+C)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,8</b>
A. Patrimonio inicial	-2,8	-1,8	-3,3	-2,7	-2,1	-1,7
B. Resultado Neto	0,9	-1,6	0,5	0,5	0,8	-0,1
No financieros	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Por variación TC y de UF	1,2	-1,3	0,8	0,6	1,1	0,1
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (*)	15,5	13,5	13,6	14,0	14,1	13,6

(\*) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile.

En los activos, al 30 de junio las reservas internacionales aumentaron en \$1.100 mil millones, por la depreciación del peso respecto de las divisas que componen las reservas. Las otras cuentas del activo relacionadas con bancos comerciales y gobierno se mantuvieron con poca variación.

En los pasivos, aumentaron las colocaciones de PDBC en \$2.202 mil millones y los depósitos del Fisco en \$606 mil millones. A su vez, el uso de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) disminuyó en \$670 mil millones y la deuda de largo plazo en \$366 mil millones.



En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron una disminución de la base monetaria de \$1.232 mil millones (tabla A.2).

**TABLA A.2**  
Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)  
(miles de millones de pesos)

	2011	2012	2013	Jun.14	2014 (f)	2015 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	6.771	-539	-127	-263	-292	-50
2. Instrumentos de política en MN	-4.363	1.133	997	-608	361	920
3. Pagarés del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-105	-100	-136	-626	-579	-52
5. Otras operaciones en ME (3)	-977	546	130	265	294	50
Base Monetaria (Variación = 1+2+3+4+5)	1.326	1.039	864	-1.232	-216	868
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5)	5.794	6	3	2	2	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.

La situación patrimonial del Banco mejoró respecto del cierre del año anterior. De acuerdo con la contabilidad, el patrimonio pasó de -\$3.820 mil millones el 31 de diciembre de 2013 (-2,8% del PIB) a -\$3.105 mil millones el 30 de junio de 2014 (-2,2% del PIB). Esto se debió principalmente a: ganancias provenientes de las reservas internacionales, asociadas con la depreciación del peso respecto de las divisas que la componen por \$1.067 mil millones; pérdidas por tasas de interés e inflación pagadas por la deuda por \$487 mil millones; ganancias por tasas de las inversiones internacionales, por \$167 mil millones; y gastos de administración más costos de emisión y distribución de billetes y monedas por \$31 mil millones.

## PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2014 Y 2015

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) la FPD permanecerá en niveles equivalentes a los del cierre del primer semestre del 2014; (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 2014; (v) la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; y (vi) para el 2014, no se realizarán colocaciones de deuda de largo plazo (BCU, BCP), de acuerdo con el plan de deuda publicado en enero del 2014. Para el 2015, se supone la renovación de los vencimientos y cupones pagados en el período, descontado el crecimiento esperado de la base monetaria. Las operaciones con PDPC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

En el escenario base, en lo que resta del 2014 y durante el 2015 la brecha entre las tasas de interés local y externa se mantendrá en torno a su nivel al cierre del primer semestre de este año. Con estos supuestos, por concepto de intereses netos, se proyectan pérdidas patrimoniales de 0,2 y 0,1% del PIB para el 2014 y el 2015, respectivamente.

Para la proyección del Balance, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican sus valores *forward* al cierre de este IPoM.

Por el lado de la inflación, en el escenario base, a diciembre del 2014 y 2015 esta será 4,1 y 2,8%, respectivamente.

Con estos supuestos, se proyectan ganancias asociadas a cambios de valoración por 1,1% del PIB el 2014 y 0,1% del PIB el 2015.

Con todos los supuestos descritos, para fines del 2014 se prevé un tamaño del balance de 17,5% del PIB. Para el 2015, se proyecta que el tamaño del balance se reducirá a 16,8% del PIB. A su vez, el patrimonio alcanzará un déficit de 1,8% del PIB el 2014, valor que mantendrá en el 2015.

## 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 residual de corto plazo; (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.

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 evaluados 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 Banco 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. Ambas gerencias dependen funcionalmente de la Gerencia de División Operaciones Financieras.

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, entre otras, variables tales como clasificación de riesgo, patrimonio de las instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas.

**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%	Índice Merrill Lynch: Treasury Bills Index (unhedge) Tramo de duración 0 - 1 año (USD)
Portafolio de liquidez de mediano plazo	Soberano	61%	Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge) 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%	Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge) Tramo de duración 5 - 7 años (75%) Tramo de duración 7 - 10 años (10%) (JPY, KRW, SGD, CHF, NZD, GBP)  Índice Bloomberg CGDRC: Customizado para depósitos en 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 Corea del Sur (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 23 meses (tabla B.2).

**TABLA B.2**  
Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna

		USD		EUR		AUD		CAD		CHF		GBP	
		Participación	Duración (meses)										
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año	24,7%	4,0										
	<b>Subtotal LCP</b>	<b>24,7%</b>	<b>4,0</b>										
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano Tramos de madurez 1-3 años	22,0%	22,5	20,3%	21,1	5,7%	23,1	8,5%	20,1				
	3-5 años	2,5%	46,1	2,3%	44,7	0,6%	41,7	0,9%	42,7				
	<b>Subtotal LMP</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,9</b>	<b>22,6%</b>	<b>23,5</b>	<b>6,3%</b>	<b>25,0</b>	<b>9,4%</b>	<b>22,3</b>				
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano Tramos de madurez 5-7 años									1,8%	72,2	1,7%	60,6
	7-10 años									0,2%	90,4	0,2%	82,5
	Bancario 0-1 año												
	<b>Subtotal PD</b>									2,0%	74,4	1,9%	63,1
<b>Cartera total</b>		<b>49,2%</b>	<b>14,4</b>	<b>22,6%</b>	<b>23,5</b>	<b>6,3%</b>	<b>25,0</b>	<b>9,4%</b>	<b>22,3</b>	<b>2,0%</b>	<b>74,4</b>	<b>1,9%</b>	<b>63,1</b>
		JPY		KRW		NZD		CNY		SGD		Total	
		Participación	Duración (meses)										
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año												
	<b>Subtotal LCP</b>											<b>24,7%</b>	<b>4,0</b>
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano Tramos de madurez 1-3 años												
	3-5 años												
	<b>Subtotal LMP</b>												
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano Tramos de madurez 5-7 años	2,2%	68,2	1,7%	62,0	1,3%	66,7			0,8%	60,8		
	7-10 años	0,3%	97,7	0,2%	83,8	0,2%	84,0			0,1%	84,8		
	Bancario 0-1 año									1,9%	1,5		
	<b>Subtotal PD</b>	<b>2,5%</b>	<b>71,6</b>	<b>1,9%</b>	<b>64,6</b>	<b>1,5%</b>	<b>68,7</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9%</b>	<b>63,6</b>	<b>12,6%</b>	<b>58,3</b>
<b>Cartera total</b>		<b>2,5%</b>	<b>71,6</b>	<b>1,9%</b>	<b>64,6</b>	<b>1,5%</b>	<b>68,7</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9%</b>	<b>63,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>23,4</b>

Fuentes: Banco Central de Chile, Barclays y Merrill Lynch, al 30 de junio de 2014.

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 2014, una porción del portafolio de inversiones (2,87%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente (*Pacific Investment Management Company* y *Goldman Sachs Asset Management*).

En el primer semestre del 2014, el retorno anualizado obtenido por la gestión interna de las reservas internacionales fue 1,43% medido en divisas. Al expresar los retornos en dólares se obtiene una rentabilidad de 2,66% (tabla B.3). Los retornos absolutos del periodo se explican por la trayectoria que tuvieron las paridades y rendimientos asociados a los activos en que se invierte. Por un lado, se apreció la canasta de monedas relevantes para las reservas internacionales respecto del dólar de Estados Unidos (gráfico B.1) y, por otra parte, se observó una disminución en el rendimiento de los activos de renta fija, lo que se tradujo en un mayor valor de mercado para dichos activos. El retorno diferencial atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue de 3 puntos base negativo.

TABLA B.3

Retornos absolutos y diferenciales, gestión interna reservas internacionales (porcentaje)

Periodo	En divisas		En dólares		
	RRII	BMK	RRII	BMK	Diferencial
2014 (*)	1,43	1,46	2,66	2,69	-0,03
2013	0,26	0,21	-0,71	-0,77	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

(\*) Retornos anualizados del primer semestre.

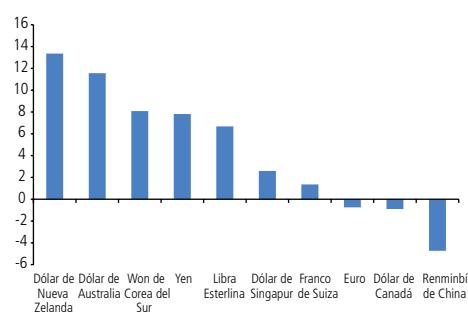
Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2014, las reservas internacionales totalizaron US\$41.087,6 millones (gráfico B.2). Del total, US\$35.991,5 millones correspondían al portafolio de inversiones, US\$3.251,8 millones al

portafolio de caja y US\$1.844,2 millones a otros activos. De dicho total, 50,0% estaban invertidas en dólares de Estados Unidos; 18,8% en euros y 31,2% en otras divisas (tabla B.4).

#### GRÁFICO B.1

Variación de monedas con respecto al dólar de EE.UU. (1) (2) (porcentaje)



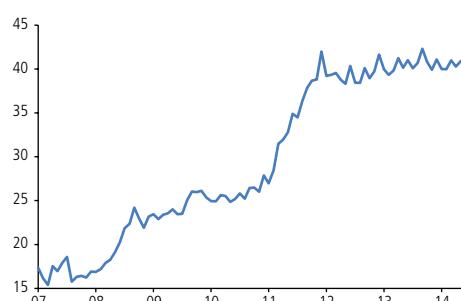
(1) Variación anualizada de las monedas durante el primer semestre.

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

Fuente: Bloomberg.

#### GRÁFICO B.2

Reservas internacionales (stock, millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2014, las reservas internacionales totalizaron US\$6,1 millones menos que al cierre del 2013. Por una parte, se observa una variación negativa de la partida otros activos (-US\$86,6 millones) y del portafolio de caja (-US\$436,2 millones), cuya variación refleja cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco. Por otro lado, destaca la variación positiva del portafolio de inversiones (US\$516,7 millones), explicado por ganancias asociadas a tasa de interés y paridad.



**TABLA B.4**  
Composición de las reservas internacionales  
(millones de US\$)

Tipo de Portafolio	Moneda	2013		2014	
		Dic.	%	Jun.	%
<b>Portafolio de Inversiones</b>		<b>35.474,8</b>	<b>86,3</b>	<b>35.991,5</b>	<b>87,6</b>
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	4,5	0,0	611,8	1,5
	Euro	0,8	0,0	2,6	0,0
	Dólar de Canadá	0,5	0,0	0,2	0,0
	Dólar de Australia	0,4	0,0	0,6	0,0
	Otras Divisas	826,2	2,0	784,6	1,9
Valores	Dólar de EE.UU.	16.794,3	40,9	16.624,3	40,5
	Euro	7.713,2	18,8	7.733,0	18,8
	Dólar de Canadá	3.244,7	7,9	3.317,4	8,1
	Dólar de Australia	2.408,0	5,9	2.370,8	5,8
	Otras Divisas	4.482,3	10,9	4.546,3	11,1
Total	Dólar de EE.UU.	16.798,8	40,9	17.236,1	41,9
	Euro	7.714,0	18,8	7.735,6	18,8
	Dólar de Canadá	3.245,2	7,9	3.317,6	8,1
	Dólar de Australia	2.408,4	5,9	2.371,4	5,8
	Otras Divisas	5.308,5	12,9	5.330,9	13,0
<b>Portafolio Caja</b>		<b>3.688,0</b>	<b>9,0</b>	<b>3.251,8</b>	<b>7,9</b>
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	3.688,0	9,0	3.251,8	7,9
<b>Otros Activos</b>		<b>1.930,8</b>	<b>4,7</b>	<b>1.844,2</b>	<b>4,5</b>
Oro Monetario	Otras Divisas	9,6	0,0	10,5	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	1.147,1	2,8	1.151,6	2,8
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	640,7	1,6	626,2	1,5
Acuerdos de Crédito Recíprocos	Dólar de EE.UU.	133,3	0,3	56,0	0,1
<b>Total Reservas Internacionales</b>		<b>41.093,7</b>	<b>100,0</b>	<b>41.087,6</b>	<b>100,0</b>
	Dólar de EE.UU.	20.620,2	50,2	20.543,9	50,0
	Euro	7.714,0	18,8	7.735,6	18,8
	Dólar de Canadá	3.245,2	7,9	3.317,6	8,1
	Dólar de Australia	2.408,4	5,9	2.371,4	5,8
	Otras Divisas	7.106,0	17,3	7.119,1	17,3

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. Al cierre de junio, las inversiones en riesgo soberano representaban 94,2% del portafolio de inversiones de administración interna, y se encontraban mayoritariamente en Estados Unidos (37,1%) y Alemania (27,1%). Al cierre del periodo, las inversiones en riesgo supranacional representaban 2,0% y el riesgo de agencias 0,3%. El riesgo bancario, que representaba 3,6% del total del portafolio de inversiones de administración interna, se encontraba en bancos de Alemania, Australia, Reino Unido, Japón, Holanda, Suecia, Dinamarca y China (tabla B.5). Adicionalmente, se mantenía exposición a un *BIS Investment Pool* (BISIP) denominado en renminbi (equivalentes a US\$ 100 millones), gestionado directamente por el Banco Internacional de Pagos. A través de este instrumento se tiene exposición al mercado de renta fija chino *onshore*.

**TABLA B.5**  
Portafolio de administración interna. Inversiones por país y tipo de riesgo  
(millones de dólares)

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales (3)	Total
EE.UU.	12.964		100		<b>13.064</b>
Alemania	9.459	133			<b>9.592</b>
Canadá	3.708				<b>3.708</b>
Australia	2.336	42			<b>2.378</b>
Reino Unido	747	432			<b>1.179</b>
Japón	776	348			<b>1.124</b>
Corea del Sur	687				<b>687</b>
Suiza	505				<b>505</b>
Nueva Zelanda	537				<b>537</b>
Singapur	301				<b>301</b>
Holanda		33			<b>33</b>
Suecia		50			<b>50</b>
Dinamarca		33			<b>33</b>
Bélgica		183			<b>183</b>
Austria		577			<b>577</b>
China		135	177		<b>312</b>
Supranacional				686	<b>686</b>
Varios (cash)			9		<b>9</b>
<b>TOTAL</b>	<b>32.915</b>	<b>1.257</b>	<b>100</b>	<b>686</b>	<b>34.958</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - 1.936,1 millones), Export Development Canada (EDC / Canadá - 391,0 millones) y Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - 576,6 millones). La exposición soberana en EE.UU. incluye un depósito overnight en la Reserva Federal de Nueva York por US\$ 0,6 millones. Se incluye en el riesgo soberano de China, US\$100 millones del instrumento BISIP-CNY, el que es gestionado directamente por el BIS.

(2) La exposición a Agencias de los EE.UU. incluye los siguientes emisores: Federal National Mortgage Association (Fannie Mae - US\$ 69,7 millones) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac - US\$ 30,6 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: European Investment Bank (EIB - US\$ 131,0 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD - US\$ 480,0 millones), International Finance Corporation (IFC - US\$ 75,0 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2014, la composición de monedas del portafolio de inversiones de administración interna era: 49,3% en dólares de Estados Unidos, 22,7% en euros, 9,5% en dólares de Canadá y 6,8% en dólares de Australia. El restante 11,7% estaba invertido en libras esterlinas, francos de Suiza, dólares de Singapur, dólares de Nueva Zelanda, renminbi de China, won de Corea del Sur y yen (tabla B.6).

Al cierre de junio, los administradores externos gestionaban US\$1.033,0 millones, pertenecientes al portafolio de diversificación, concentrando 85,0% de las inversiones en riesgo soberano (tabla B.7).

**TABLA B.6**

Portafolio de administración interna: inversiones por moneda (porcentaje)

Moneda	Participación
Dólar de EE.UU.	49,3
Euro	22,7
Dólar de Canadá	9,5
Dólar de Australia	6,8
Libra esterlina	2,3
Won Corea del Sur	2,0
Yen japonés	1,9
Renminbi chino	1,9
Dólar de Nueva Zelanda	1,6
Franco de Suiza	1,1
Dólar de Singapur	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA B.7**

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

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales	Total
EE.UU.	21	10	12		43
Alemania	10				10
Reino Unido	142	32			174
Japón	179				179
Corea del Sur	162				162
Suiza	147				147
Nueva Zelanda	129				129
Singapur	67	39			106
Holanda		25			25
Francia		27			27
China	21				21
Varios (cash)		10		0	10
<b>TOTAL</b>	<b>878</b>	<b>143</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>1.033</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KFW / Alemania - 9.6 millones).

(2) La exposición a Agencias de los Estados Unidos incluye los siguientes emisores: Federal National Mortgage Association (Fannie Mae - US\$ 4.9 millones) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac - US\$ 6.7 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.



## Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2014

### ENERO

3 El Consejo, por Acuerdo N° 1796-03-140102, acordó publicar para comentarios de agentes del mercado y del público general la propuesta sobre autorización para transar y pagar en moneda corriente nacional valores extranjeros susceptibles de oferta pública en el mercado local, en los términos del artículo 184 de la Ley N°18.045, de Mercado de Valores.

7 El Banco Central de Chile informó que el Consejo, en su Sesión de fecha 28 de noviembre de 2013, aprobó el Plan de Deuda del 2014, que considera no emitir ni colocar durante el referido ejercicio instrumentos de deuda en el mercado primario por plazos iguales o superiores a dos años.

Se dejó constancia en dicha oportunidad que este plan podrá estar sujeto a modificaciones en caso que hubiere cambios significativos en las condiciones de mercado.

16 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5% anual.

### FEBRERO

18 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 4,25% anual.

### MARZO

13 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 4% anual.

20 El Consejo, por Acuerdo N° 1810-01-140320, modificó el Capítulo VI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, incorporando el cobro de comisiones por concepto de solicitudes de reembolso cursadas por el Banco Central de Chile a las "Instituciones Autorizadas" locales y acotando los instrumentos susceptibles de ser canalizados al amparo del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos-ALADI.

Asimismo, estableció que las nuevas disposiciones entrarían en vigencia una vez transcurrido el plazo de treinta días corridos contado de la publicación de dicho Acuerdo en el Diario Oficial, la que se efectuó el 24 de marzo de 2014.

### ABRIL

10 El Consejo, por Acuerdo N° 1816-01-140410, aceptó la Agencia Fiscal encomendada al Banco Central de Chile mediante Decreto Supremo N° 38, de 16 de enero de 2014, del Ministerio de Hacienda, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la colocación y administración de los bonos y de las letras a que se refiere dicho decreto.

17 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual.

24 El Consejo, por Acuerdo N° 1818-03-140424, teniendo presente lo dispuesto por la Ley N° 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, publicada en el Diario Oficial del 7 de enero de 2014, y cuyo Artículo Tercero incorpora modificaciones a la Ley sobre Impuesto a la Renta (LIR), contenida en el artículo 1º del Decreto Ley N° 824, de 1974, con efecto a contar del 1 de mayo de 2014, dispuso dejar constancia expresa de lo siguiente:

"Tratándose de los Bonos emitidos por el Banco Central de Chile, en adelante indistintamente "el Banco" de conformidad con el Capítulo 1.1 de la Primera Parte de su Compendio de Normas Monetarias y Financieras, o al amparo del ex Capítulo IV.E.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco, que se encuentran acogidos a lo dispuesto en el artículo 104 de la LIR que será sustituido por la Ley N° 20.712, se deja constancia que en relación con lo establecido en las normas pertinentes del numeral 6 del Capítulo 1.1 y del ex Capítulo IV.E.1 mencionados, el Banco dará cumplimiento, en la oportunidad que corresponda, a la obligación de retención prevista respecto del emisor de los Bonos en el artículo 74 N° 7 de la LIR vigente, norma legal que será reemplazada por la Ley N° 20.712 a contar del día 1º de mayo de 2014, considerando en todo caso que la declaración y pago anual de la referida retención deberá efectuarse por el emisor conforme al artículo 79 de la LIR, exclusivamente en

relación con el período del ejercicio 2014 en que rija el artículo N° 74 N° 7 que se sustituirá.

Para este efecto, de conformidad con las modificaciones que se incorporarán al artículo 74N° 7 citado, y teniendo presente las pertinentes condiciones de emisión, respecto de los señalados instrumentos de deuda el Banco deducirá, al momento de proceder al pago del primer cupón semestral con vencimiento inmediatamente siguiente al 30 de abril de 2014, la parte correspondiente del 4% del importe de los intereses devengados por los Bonos en el ejercicio 2014, por el período de dicho ejercicio en que corresponda la aplicación del artículo 74 N° 7 que se sustituirá, esto es, hasta el día 30 de abril de 2014 inclusive, entendiéndose, en todo caso, oportuna y cabalmente cumplida la correspondiente obligación de pago que conste de dicho cupón, en lo referente al Banco en su carácter de emisor de los Bonos. A su vez, para fines del rescate de los Bonos, el cobro y pago del correspondiente cupón semestral considerará la deducción de intereses antes referida.

Sin perjuicio de lo anterior, y también de acuerdo a lo previsto en las citadas condiciones de emisión, de conformidad con lo establecido en el inciso tercero del artículo 20 N° 2 que estará vigente hasta el 30 de abril de 2014, en relación con el artículo 79 de la LIR, el Banco, dentro del mes de enero de 2015, enterará a los inversionistas que no tengan la calidad de contribuyentes para los efectos de la retención a que se refiere el artículo 74 N° 7 de la LIR que regirá hasta la entrada en aplicación de la Ley N° 20.712, la parte correspondiente del 4% de los intereses devengados por dichos Bonos en el ejercicio 2014, por el período en que hayan sido de propiedad del respectivo inversionista y en que corresponda la aplicación de los preceptos de la LIR citados, esto es, hasta el día 30 de abril de 2014, inclusive. Lo anterior, sujeto a la condición que dichos inversionistas así lo soliciten expresamente y por escrito al Banco, mediante la declaración jurada que establece el inciso segundo del N° 7 del artículo 74 mencionado de la citada Ley, presentada en la forma y oportunidad que indique el Servicio de Impuestos Internos, junto con los demás documentos que le solicite el Banco a fin de acreditar el período en que los correspondientes instrumentos hayan estado en propiedad del declarante.

Asimismo, para la determinación del monto a enterar, el Banco empleará el valor que tenga, al día 31 de diciembre de 2014, la Unidad de Fomento o el valor del tipo de cambio a que se refiere el inciso segundo del artículo 44 de la LOC, según corresponda, tratándose de Bonos BCU o BCD, respectivamente. El Banco Central de Chile dará cumplimiento oportuno a las obligaciones legales previstas en el artículo 74 N° 7 de la LIR mencionado, en relación con su artículo 79, así como a las demás obligaciones de carácter tributario establecidas para los emisores respecto

de instrumentos de deuda acogidos a lo dispuesto en el artículo 104 citado con anterioridad al 1° de mayo de 2014, efecto para el cual los inversionistas deberán proporcionarle la información que, en su caso, el referido Servicio le requiera a este último en relación al correspondiente régimen tributario.”

29 El Consejo, mediante Acuerdo N° 1818-04-140424, modificó el Capítulo III.F.4 del Compendio de Normas Financieras por efecto de la incorporación de Dominion Bond Rating Services Ltd., DBRS, entre las entidades clasificadoras internacionales que el Banco Central de Chile considera para la inversión de sus propios recursos, para fines del D.L. 3.500, de 1980; y actualizó el Anexo del Capítulo III.F.5 del mismo Compendio.

## MAYO

5 El Consejo, mediante Acuerdo N° 1820-03-140430, otorgó la autorización a que se refiere el inciso tercero del Artículo 184 de la Ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores, para la transacción y pago en moneda corriente nacional de los valores extranjeros que en dicha autorización se contienen, para efectos de su oferta pública en el país, de conformidad con los requisitos y condiciones que se contienen en el Anexo del citado Acuerdo.

En el otorgamiento de esta autorización se consideró que la misma puede facilitar el desarrollo de un espectro más amplio de alternativas de inversión, además de permitir que las transacciones de estos instrumentos sean compensadas y liquidadas a través de entidades de contraparte central. Entre las condiciones establecidas destacan: i) que los instrumentos sean susceptibles de ser ofrecidos públicamente en los mercados de valores del país emisor u otros; ii) que el emisor esté constituido en un país que sea miembro del Grupo de Acción Financiera Internacional o de alguna organización equivalente, destinada a combatir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, y que no figure en listas de países no cooperativos o de paraísos fiscales; iii) que los instrumentos estén inscritos en el Registro de Valores Extranjeros a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros; y iv) que sean transados en bolsa.

8 El Consejo, mediante Acuerdo N° 1823-03-140508, modificó el Compendio de Normas Monetarias y Financieras en relación con lo dispuesto en la Ley N° 20.712, especialmente en lo referente al régimen tributario aplicable a los Bonos emitidos o que se emitan por el Banco Central de Chile, acogidos al artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta.

9 El Consejo, mediante Acuerdo N° 1823-02-140508, acordó poner en consulta pública la propuesta que modifica el Capítulo III.B.2 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile, “Normas sobre Relación de las Operaciones Activas y



Pasivas de los Bancos”, con el propósito de recabar comentarios de partes interesadas y del público en general durante el plazo de 120 días corridos contado desde la fecha de su inclusión en el sitio electrónico institucional, acerca de la señalada propuesta.

Esta regulación tiene como objetivo: i) fortalecer las políticas de gestión del riesgo liquidez en la banca, dando mayores responsabilidades al directorio y la administración, y lineamientos mínimos para el desarrollo de ejercicios de tensión y planes de contingencia; ii) aumentar la cantidad y calidad de información disponible para el supervisor y el mercado, para lo que se incluyen nuevas variables de monitoreo, como los ratios de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR) y de financiamiento estable neto (*Net Stable Funding Ratio*, NSFR) de Basilea III, y variables de monitoreo de activos líquidos de distinta calidad y de concentración de fuentes de financiamiento; y iii) perfeccionar los actuales requerimientos normativos, al agregar requerimientos en base consolidada para los descalces de plazo, complementarios a los individuales, y entregar lineamientos para el tratamiento de las filiales bancarias en el exterior. Además, se incorporan ajustes que permitan estandarizar criterios en la utilización de modelos internos (base ajustada), en el espíritu de que flujos similares tengan tratamientos similares a través de los bancos.

Más allá de estos perfeccionamientos, por ahora no se incorporan a los actuales límites normativos. Una vez que la nueva regulación entre en vigencia, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y el Banco podrán estimar con mayor precisión el LCR y NSFR. Además de una mayor calidad de información y frecuencia, por ejemplo, sobre Activos Líquidos de Alta Calidad (ALAC) y fuentes de financiamiento, la información capturada en el periodo de observación, de alrededor de un año, permitirá hacer los ajustes y calibraciones necesarios para que, a través de una nueva modificación de la regulación, sea posible, por ejemplo, la adopción del LCR como requerimiento normativo y avanzar a mayores perfeccionamientos de los límites vigentes.

15 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual.

## JUNIO

6 El Consejo, mediante Acuerdo N° 1830-04-140605, acordó publicar, para comentarios, la propuesta sobre modificaciones a las normas del Capítulo III.J.3 del Compendio de Normas Financieras, “Emisión u Operación de Tarjetas de Pago con Provisión de Fondos”. El objetivo de estas modificaciones es ajustar o actualizar requerimientos normativos que pudieran estar inhibiendo el desarrollo de este medio de pago, sin

introducir riesgos adicionales para el sistema de pagos minorista.

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual.

## JULIO

15 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 3,75% anual.

## AGOSTO

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 3,5% anual.

# GLOSARIO

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

**Crecimiento mundial a PPC:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2014). 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 3,5% para el período 2013-2015.

**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 2014). Los países considerados representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2013-2015.

**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 del 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2013.

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

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

**IPCSAE:** IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos (alimentos y bebidas en el IPCX1, frutas y verduras frescas, carnes y pescados) permaneciendo 72% de la canasta total.

**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 (77% del PIB nominal en el 2013).

**PIB RRNN:** Recursos naturales. Corresponde a los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca (14% del PIB nominal en el 2013).

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

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



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

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

**TCM:** Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2014: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, 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.

## ABREVIACIONES

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

**BCU:** Bonos de BCCh reajustables en UF

**ECB:** Encuesta de crédito bancario

**EEE:** Encuesta de expectativas económicas

**EOF:** Encuesta de operadores financieros

**IMCE:** Indicador mensual de confianza empresarial

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

**IPEC:** Índice de confianza de consumidores

**TPM:** Tasa de política monetaria

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2014. Informe de Percepciones de Negocios. Agosto.
- Barclays Capital. 2014. Global Economics Weekly. Agosto.
- Consensus Forecasts. 2013. Global Outlook 2013-2023. Octubre.
- Consensus Forecasts. 2014. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Contreras G. y F. Pinto. 2014. Crecimiento de Mediano Plazo de Chile en Perspectiva Internacional. Mimeo. Banco Central de Chile.
- Corbo V. y R. Gonzalez. 2014. Productivity and Economic Growth in Chile. En Corbo V. y R. González, 2014, Growth Opportunities for Chile. Editorial Universitaria y CEP, Chile.
- CRU. 2014. Copper Quarterly Industry and Market Outlook. Julio.
- Deutsche Bank. 2014a. Asia Economics Monthly. Julio.
- Deutsche Bank. 2014b. Emerging Markets Monthly. Julio.
- Deutsche Bank. 2014c. Global Economic Perspectives. Julio.
- Deutsche Bank. 2014d. Dollar Bloc Weekly. Agosto.
- Deutsche Bank. 2014e. Focus Europe. Agosto.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2014. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2014a. World Economic Outlook. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2014b. World Economic Outlook an Update. Julio.
- Food and Agriculture Organization. 2014. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- Fornero J., M. Fuentes, D. Gianelli y A. Yany. 2014. Revisión de Supuestos de Estimación de PIB Tendencial. Mimeo. Banco Central de Chile.
- JP Morgan Chase. 2014. Global Data Watch. Agosto.
- Sosa S., E. Tsounta, y Hye Sun Kim. 2013. Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable? Documento de Trabajo 13/109. FMI. Mayo.
- U.S. Energy Information Administration. 2014a. Annual Energy Outlook 2014. Mayo.
- U.S. Energy Information Administration. 2014b. International Energy Statistics. <http://www.eia.gov>.

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones

SEPTIEMBRE 2014

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

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

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

---

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA** Septiembre 2014