

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2022





Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2022

Política Monetaria del Banco Central de Chile

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

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

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

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



Foto Portada: Arcos de Calán / Región de Ñuble

Beltrán de Ramón Acevedo / Representante Legal

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

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

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. EVOLUCIÓN RECENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	9
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	30
RECUADROS	
Perspectivas para la normalización monetaria en Estados Unidos	22
Intervenciones cambiarias del Banco Central de Chile	24
Recuperación de la participación laboral tras la pandemia: comparación internacional	26
Comportamiento de los precios en un escenario de alta inflación	28
ANEXOS	
BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	42
GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	47
PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE ADOPTADAS DURANTE EL 2022	57

*/El informe incluye la decisión de política monetaria del 6 de septiembre. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 31 de agosto, con excepción del tipo de cambio, donde se consideró información hasta el 5 de septiembre.



RESUMEN

La elevada inflación está provocando efectos relevantes en los ingresos y las expectativas de los diferentes agentes económicos. Las proyecciones de este IPoM revisan al alza la inflación proyectada para fines de este año y todo 2023, estimando que para comienzos de 2024 volverá a valores más cercanos a la meta. La reducción de la inflación desde sus altos niveles actuales a 3% se basa en que la economía seguirá ajustando los desequilibrios acumulados el año pasado, lo que considera una disminución de la actividad y la demanda por varios trimestres. El objetivo del Banco Central es lograr que la convergencia de la inflación se dé con un ajuste en materia de actividad económica que sea breve, ordenado y lo menos costoso posible. Para que esto ocurra, es clave que el proceso inflacionario no se haga más persistente. Tras la decisión de la Reunión de septiembre, la TPM se ubica en torno al nivel máximo que considera el escenario central de este IPoM. Los próximos movimientos de la tasa dependerán de la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia de la inflación a la meta. El Consejo permanecerá especialmente atento a los riesgos al alza para la inflación, tanto por el elevado nivel que ésta ha alcanzado como por el hecho de que las expectativas de inflación a dos años plazo siguen por sobre 3%.

La inflación ha seguido aumentando, alcanzando el 13,1% anual en julio. En los últimos meses continuaron destacando los aumentos de los precios de los alimentos —volátiles y no volátiles—, que explicaron casi un tercio de la inflación anual a julio. La inflación subyacente —IPC sin volátiles— subió hasta 10% anual, donde resaltó la mayor contribución de los servicios y los alimentos no volátiles. El alza de la inflación total nuevamente superó lo previsto. Tal como en junio, la sorpresa se concentró en los precios volátiles y los alimentos no volátiles.

El alza del IPC se da en un contexto en que las expectativas de inflación han aumentado. Distintas fuentes de información muestran que la inflación esperada a corto plazo ha subido de forma importante. A dos años plazo, las encuestas tanto a expertos como a empresas continúan previendo que la inflación se ubique por sobre 3% anual a ese horizonte, con valores que también han aumentado en los últimos meses. Esto también ha incidido en cambios más frecuentes de precios por parte de las empresas, en respuesta al alza de la demanda y los costos en los últimos dos años (Recuadro I.4).

En cuanto a la actividad, los datos del segundo trimestre e inicios del tercero indican que la economía continuó en el proceso de ajuste tras los fuertes desequilibrios acumulados en 2021. En el segundo trimestre, excluyendo la minería, la actividad tuvo un retroceso de 0,5% t/t —serie desestacionalizada—, caída que se extendió a julio. Por sectores, destacó el descenso del comercio, el que fue compensado parcialmente con el alza de algunas actividades de servicios.

El consumo privado siguió reduciéndose desde los elevados niveles que mostró en 2021. En el segundo trimestre, descontada la estacionalidad, el consumo privado tuvo una caída de 2,4% t/t, algo mayor a la prevista. El retroceso se concentró en los bienes, especialmente durables, coincidiendo con la fuerte depreciación del tipo de cambio real (TCR) y una significativa acumulación de existencias. De hecho, tanto el IMCE como la información recogida en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto apuntan a que, en los últimos meses, los inventarios han aumentado más que lo esperado.



La trayectoria de ajuste del consumo se da en un contexto en que los salarios reales continúan contrayéndose, se ha ralentizado la creación de empleo y se ha ido agotando la liquidez remanente de las medidas de estímulo de 2021. Entre abril y julio el empleo a nivel agregado tuvo una escasa variación. La demanda por trabajadores ha perdido fuerza respecto de inicios de año, en tanto que la oferta sigue por debajo de los niveles prepandemia (Recuadro I.3). En el IPN de agosto, las empresas informaron que, si bien perciben un aumento en sus costos laborales, en general los reajustes salariales están por debajo del incremento del IPC, a la vez que su frecuencia ha disminuido.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) continuó reduciéndose, en un escenario donde la incertidumbre es elevada y la confianza empresarial sigue deteriorándose. Descontada la estacionalidad, la FBCF retrocedió 1% t/t en el segundo trimestre (-7% t/t en el primer trimestre), un desempeño algo mejor que lo previsto, incidido por algunos proyectos de inversión de mayor tamaño. Por componentes, destacó la marcada caída de maquinaria y equipos. La confianza empresarial ha continuado con la tendencia decreciente que presenta desde comienzos de año, en especial en el sector de la construcción. Esto coincide con niveles de incertidumbre económica que prosiguen altos en comparación histórica, condiciones de acceso al crédito más restrictivas y altos niveles de tasas de interés de largo plazo.

Pese a la reducción del consumo y la debilidad de la inversión, el déficit de la cuenta corriente — acumulado en doce meses— aumentó en el segundo trimestre, reflejando aún la magnitud de los desequilibrios de 2021, a los que luego se unieron un deterioro de los términos de intercambio y altos costos de transporte. En el año móvil terminado en el segundo trimestre de 2022, la cuenta corriente acumuló un déficit de 8,5% del PIB, cifra en que el desbalance ahorro-gasto del gobierno tuvo un rol preponderante, fruto de las medidas de apoyo a los ingresos que se adoptaron durante 2021. Los hogares también mostraron un desbalance significativo, por la liquidación de ahorros que implicaron los retiros de fondos previsionales para financiar mayores niveles de consumo privado. Si bien la relevancia de estos fenómenos ha ido en retirada, esto solo comenzará a ser visible en el saldo de la cuenta corriente en la segunda mitad de este año.

En lo externo, el fuerte aumento de la inflación y la respuesta de los bancos centrales ha llevado a condiciones financieras más restrictivas, lo que ha reducido las perspectivas de crecimiento mundial y ha aumentado el riesgo de una recesión global en 2023. En varias economías se han alcanzado registros de inflación no vistos en varias décadas. Ante la mayor persistencia y las elevadas expectativas de inflación, la gran mayoría de los bancos centrales han continuado y/o acelerado la subida de sus tasas de interés, donde destaca la sorpresiva magnitud de las alzas y el mensaje más restrictivo de la Fed. El empeoramiento de las condiciones financieras ha comenzado a impactar la actividad y las expectativas de distintos agentes, a lo que se suma la incertidumbre en torno al desarrollo de la guerra entre Rusia y Ucrania, los problemas de suministro de gas en Europa y la debilidad de la economía china y su sector inmobiliario.

Los precios de las materias primas han caído de forma generalizada, influidos principalmente por la menor demanda esperada y la apreciación del dólar. Comparado con los niveles vigentes al cierre del IPoM de junio, el precio del petróleo y del cobre han bajado entre 15 y 20%. El precio de los alimentos también ha disminuido, favorecido por factores de oferta. Por su lado, las cadenas de suministro global han mostrado cierta normalización, con costos de fletes que se han reducido. Si bien los cuellos de botella se han ido solucionando, persiste el riesgo de nuevas cuarentenas dada la política de cero Covid en China. En este contexto, las presiones de costos externas siguen siendo considerables.

Los mercados financieros globales han reaccionado a este escenario mostrando una elevada volatilidad en los últimos meses. Las dudas sobre la trayectoria de la política monetaria de la Fed y sus potenciales efectos ha sido una de las principales fuentes de fluctuaciones financieras. Así, ha aumentado la sensibilidad de los mercados respecto de datos o declaraciones de autoridades, observándose episodios de alta volatilidad y una fluctuante aversión al riesgo. Respecto del cierre del IPoM pasado, se aprecian alzas de las tasas de interés, caídas en los mercados bursátiles y un fortalecimiento global del dólar a niveles no vistos en veinte años. Estos



movimientos son coherentes con el endurecimiento del tono de la Fed respecto de los esfuerzos de política monetaria necesarios para reducir la elevada inflación.

En el mercado financiero nacional, el tipo de cambio, las tasas de interés y el premio por riesgo han mostrado una volatilidad que va más allá de lo que se observa en otras economías. Resalta la paridad peso/dólar, que hacia mediados de julio tuvo fluctuaciones inusualmente altas, con una marcada divergencia respecto de sus determinantes externos, lo que provocó distorsiones en el funcionamiento de los mercados y llevó a que el Banco Central anunciara un programa de intervención (Recuadro I.2). Tras ese anuncio, las tensiones en el proceso de formación de precios en el mercado cambiario se redujeron, observándose un descenso de la volatilidad y del tipo de cambio. De todas formas, comparado con el cierre estadístico del IPoM previo, el peso se depreció en términos nominales y reales.

Proyecciones

El escenario central no considera un efecto específico en la economía por el resultado del plebiscito. Este supone que la incertidumbre irá reduciéndose gradualmente en los próximos trimestres, en medio de un proceso donde los cambios institucionales continúan, permitiendo un funcionamiento adecuado de las instituciones y de la economía.

En el escenario central se estima que la inflación total está cercana a alcanzar su nivel máximo en este ciclo, lo que se sigue previendo ocurrirá en el tercer trimestre de este año. En lo venidero, los precios comenzarán a mostrar ritmos de aumentos menores a los de los meses previos, con lo que la inflación anual comenzará a reducirse paulatinamente.

La proyección de inflación para fines de 2022 y para 2023 se corrige al alza respecto del IPoM previo, producto de la depreciación adicional del peso y la mayor persistencia inflacionaria. Este año cerrará en 12%, cerca de 2 puntos porcentuales por sobre lo previsto en junio. Las sorpresas acumuladas en los precios volátiles y la depreciación reciente del peso explican buena parte de esta corrección. Para 2023, en promedio, la inflación proyectada es de cerca de 1 punto porcentual (pp) más alta que en junio, reflejando un TCR que se ubica entre 3 y 4% por sobre el nivel promedio del segundo trimestre. Además, se supone que este permanecerá en niveles más depreciados a lo largo de todo el horizonte de proyección, finalizando dicho período por sobre su promedio de los últimos quince o veinte años. Al mismo tiempo, la proyección considera mayores efectos de segunda vuelta e indexación, reflejo de la mayor persistencia inflacionaria. Los niveles actuales y la evolución anticipada del tipo de cambio son factores importantes detrás de la corrección de las proyecciones de inflación en el horizonte de política, que más que compensa la reducción de precios internacionales de combustibles, alimentos y otras materias primas.

El escenario central considera que la inflación convergerá a la meta de 3% dentro del horizonte de política monetaria de dos años. En la proyección, la inflación anual del IPC culminará 2023 en torno a 3,5%, llegando a 3% hacia el tercer trimestre de 2024. La inflación subyacente tendrá una convergencia más lenta hacia 3%, producto de la fuerte persistencia ya señalada y un TCR más alto. Esta mayor persistencia inflacionaria requiere de una política monetaria más contractiva —en términos nominales y reales— que la anticipada en el IPoM anterior, como se resume en el nuevo corredor de la TPM del presente informe (gráfico V.1).

En gran medida, la convergencia de la inflación a la meta de 3% en dos años se basa en el supuesto de que la economía continuará ajustando los significativos desequilibrios que acumuló en 2021. En el escenario central, la economía crecerá por debajo de su potencial por varios trimestres más, con lo que la brecha seguirá reduciéndose y se ubicará en niveles negativos a partir de fines de este año. En este escenario, el PIB tendrá una variación anual entre 1,75 y 2,25% este año, entre -1,5 y -0,5% en 2023 y entre 2,25 y 3,25% en 2024. Para este trienio, la proyección contempla una trayectoria del gasto fiscal coherente con lo reportado en el último Informe de Finanzas Públicas.



La proyección de actividad considera que el consumo privado seguirá ajustándose, resultado que en parte importante se deriva del fin de las abultadas medidas de apoyo a los ingresos adoptadas en 2021, así como de la restrictividad de la política monetaria. En la inversión, se anticipa un débil desempeño durante lo que queda de 2022 y todo 2023, reflejo de condiciones financieras menos favorables, un mayor pesimismo de las empresas, un tipo de cambio real más elevado y una incertidumbre que desciende, pero lentamente.

El déficit de la cuenta corriente tendrá un descenso en los próximos trimestres, acorde con la continuación del ajuste del gasto en transables y un equilibrio ahorro-inversión mucho más favorable que en 2021. La no repetición de las medidas de estímulo a los ingresos hará que el ahorro tanto público como de los hogares mejore drásticamente respecto de lo observado el año anterior, con lo que el déficit de la cuenta corriente tendrá una caída importante a partir del segundo semestre de este año. En esto colaborarán también las mayores tasas de interés, el elevado nivel del tipo de cambio y la reducción de los costos de transporte internacionales. Para fines de 2022, se reducirá en más de 2pp del PIB —acumulando 6,3% en el año— y hacia 2023 se ubicará entre 3 y 4% del PIB. Medido a precios de tendencia, la reducción del déficit también será rápida y significativa: desde cerca de 9% en 2021 a cerca de 3% en 2023.

El impulso externo que recibirá la economía chilena se reducirá principalmente por condiciones financieras y términos de intercambio menos favorables, junto con una menor demanda mundial. El escenario central anticipa que la política monetaria de la Fed llegará a niveles algo más contractivos, y más duraderos, que lo comunicado por dicha institución en los Fed dots de junio, lo que redundará en condiciones financieras más estrechas a nivel internacional por un tiempo prolongado (Recuadro I.1). Este es el principal factor detrás del menor crecimiento anticipado para los socios comerciales, que será 2,6% este año y el próximo. El precio del cobre también será menor que lo proyectado previamente, promediando en torno a US\$3,5 la libra el próximo año (US\$3,7 en junio).

Esta proyección no considera cambios en los parámetros estructurales. La economía chilena ha estado sujeta a shocks significativos en el último par de años y los niveles de incertidumbre sobre sus alcances de mediano plazo son significativos. Esto ha hecho complejo evaluar sus implicancias para la estimación de los parámetros estructurales. De todas formas, considerando incluso el nivel de incertidumbre, la evaluación de dichos parámetros se hará en el IPoM de diciembre.

Tras la decisión de la Reunión de septiembre, la TPM se ubica en torno al nivel máximo que considera el escenario central de este IPoM. Los próximos movimientos de la tasa dependerán de la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia de la inflación a la meta. El Consejo permanecerá especialmente atento a los riesgos al alza para la inflación, tanto por el elevado nivel que ésta ha alcanzado como por el hecho de que las expectativas de inflación a dos años plazo siguen por sobre 3%.

La parte alta del corredor de TPM refleja escenarios de sensibilidad donde el problema inflacionario mundial hace necesaria una reacción más agresiva de la política monetaria a nivel global, particularmente de la Fed. En un evento como este se observaría un fuerte deterioro de las condiciones financieras y del crecimiento mundial, con descensos marcados de los precios de las materias primas y una apreciación mayor del dólar. En un escenario donde la inflación interna y las expectativas permanecen elevadas, la depreciación adicional del peso haría necesaria una respuesta de la política monetaria más restrictiva que la del escenario central. Lo mismo ocurriría si, independiente de las presiones de costos del escenario externo, la dinámica inflacionaria local fuera más persistente producto de las elevadas expectativas inflacionarias de mediano plazo de hogares y empresas.

La parte baja del corredor de TPM da cuenta de escenarios donde las presiones inflacionarias se reducen más rápido. Esto podría ocurrir si la contracción de la actividad y la demanda es más intensa, producto de un ajuste más rápido del consumo privado y/o una mayor debilidad de la inversión, lo que también afectaría negativamente el desempeño del mercado laboral. Tampoco puede descartarse que en el escenario externo



se observe una reducción de las presiones de costos globales y una inflación que ceda en la mayoría de las economías, incluido Chile. En este caso, la respuesta de política monetaria por parte de la Fed sería menos restrictiva que en el escenario central, lo que daría paso a mejores condiciones financieras, un dólar menos apreciado a nivel global y menos presiones inflacionarias externas.

Las proyecciones del escenario central consideran que el ritmo de alza de los precios descenderá en los próximos meses y la inflación anual comenzará a bajar. No obstante, el riesgo de observar un fenómeno inflacionario mucho más persistente es una preocupación para el Consejo. De concretarse, podrían llevar a una restrictividad monetaria mayor, por fuera del límite superior del corredor de TPM. Este riesgo es especialmente relevante en un contexto donde la inflación ha sorprendido al alza por varios trimestres y las expectativas inflacionarias permanecen sobre 3% a dos años plazo. Recuperar rápidamente los equilibrios macroeconómicos ayudará a reducir este riesgo, al mismo tiempo que permitirá que la economía chilena pueda enfrentar adecuadamente un mayor deterioro del escenario externo.

Las personas y empresas están pagando un alto costo por la inflación, en especial aquellas que poseen menores recursos. La prolongación de la situación inflacionaria actual sería altamente costosa, ya que en la medida en que los hogares y empresas comienzan a acostumbrarse y a anticipar mayores velocidades de incrementos de los precios de forma permanente, los costos de reducir la inflación —reflejados en la capacidad de crear empleos, aumentar los salarios y el bienestar general— aumentan en forma sustancial. Llevar la inflación de nuevo a la meta, y evitar así los efectos adversos sobre la población, especialmente a la más vulnerable, pasa necesariamente por restablecer los equilibrios macroeconómicos y, en este caso, lo que requiere es una reducción del nivel de actividad y demanda. La política monetaria continuará contribuyendo a que este necesario ajuste ocurra de manera eficiente y ordenada.



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

	2021		2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22
IPC promedio	4,5	10,8	11,4	5,0	6,1	3,0	3,1	
IPC diciembre	7,2	9,9	12,0	2,7	3,3	3,0	3,0	
IPC en torno a 2 años (2)						3,0	3,0	
IPC subyacente promedio	3,8	9,1	9,2	6,4	7,3	3,1	3,5	
IPC subyacente diciembre	5,2	9,7	10,5	3,8	4,7	3,0	3,0	
IPC subyacente en torno a 2 años (2)						3,1	3,1	

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

(2) Para el IPoM de junio 2022 corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2024, para el de septiembre a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2024.

(f) Proyección.

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

TABLA 2: SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2021		2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22
(variación anual, porcentaje)								
Términos de intercambio	11,8	-4,0	-5,6	-4,1	-2,6	-0,2	-0,3	
PIB socios comerciales (e)	6,4	2,7	2,6	2,9	2,6	3,1	3,1	
PIB mundial PPC (e)	6,3	2,6	2,5	2,7	2,4	3,2	3,2	
PIB desarrolladas PPC (e)	5,1	2,4	2,3	1,5	0,7	1,7	1,7	
PIB emergentes PPC (e)	7,1	2,6	2,7	3,5	3,4	4,2	4,2	
(nivel)								
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	423	425	400	370	350	345	340	
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barrel)	69	104	100	92	89	83	81	

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO

	2021		2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22	Jun.22	Sep.22
PIB	11,7	1,5-2,25	1,75-2,25	-1,0 / 0,0	-1,5 / -0,5	2,25-3,25	2,25-3,25	
Demanda interna	21,6	1,4	1,2	-3,4	-4,7	2,5	2,2	
Demanda interna (sin var. de existencias)	18,0	1,0	0,9	-3,4	-4,6	2,5	2,6	
Formación bruta de capital fijo	17,6	-4,8	-3,3	-2,2	-4,7	3,0	2,9	
Consumo total	18,2	2,8	2,2	-3,7	-4,6	2,4	2,4	
Consumo privado	20,3	2,1	1,4	-4,1	-5,7	2,5	2,5	
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	1,3	1,3	5,7	5,5	3,0	3,0	
Importaciones de bienes y servicios	31,3	0,0	-1,4	-3,0	-5,5	2,3	1,2	
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-6,6	-6,3	-4,5	-3,6	-4,0	-3,3	
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	18,8	18,4	18,9	20,0	20,0	20,1	19,9	
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	24,0	23,3	23,5	22,8	22,2	22,4	22,2	

(f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.



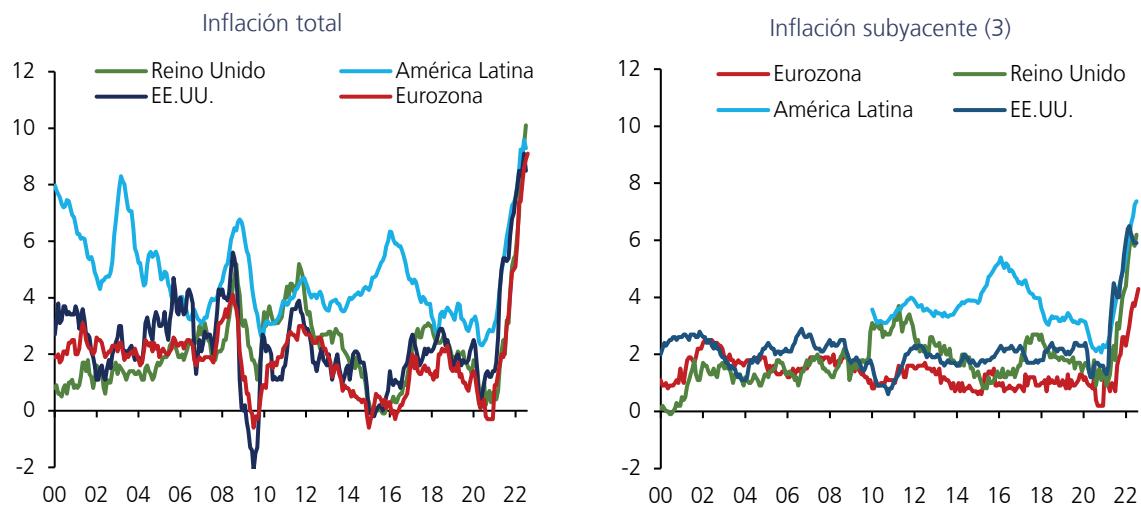
I. EVOLUCIÓN RECENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

La inflación mundial ha seguido aumentando y exhibe una mayor persistencia, lo que ha reforzado una respuesta más contractiva por parte de los bancos centrales. Ello ha afectado de manera negativa las condiciones financieras globales, con episodios de alta volatilidad asociados especialmente a la incertidumbre sobre el ritmo de alzas de tasas que llevará a cabo la Reserva Federal (Fed). En los mercados locales, destaca la depreciación del peso desde el IPoM pasado, elemento que ha más que compensado la reducción de los precios internacionales de la energía y los alimentos, influyendo en las sorpresas al alza de la inflación local en los últimos meses. La variación anual del IPC ha seguido aumentando en sus distintos componentes, llegando a cifras no vistas en varias décadas, mientras las expectativas de inflación volvieron a subir. Paralelamente, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) también exhiben nuevas alzas. En cuanto a la actividad económica, los datos más recientes confirman que la economía ha continuado el proceso de ajuste que comenzó a inicios de este año, luego de los máximos niveles de gasto alcanzados en 2021, que continúan reflejados en algunos desequilibrios macroeconómicos, como el abultado déficit de la cuenta corriente. En el margen, resalta un ajuste más notorio del consumo privado, cuyos fundamentos sugieren que irá acentuándose hacia adelante.

ESCENARIO INTERNACIONAL

La inflación ha seguido subiendo de forma generalizada a nivel mundial y ha dado señales de mayor persistencia (gráfico I.1). En junio, EE.UU. alcanzó el mayor registro inflacionario en cuatro décadas, cifra que descendió algo en julio, principalmente por la caída de los precios de los combustibles, en medio de un mercado laboral que continúa mostrando una creciente estrechez. En la Eurozona, los precios han seguido subiendo transversalmente, con fuertes incrementos de los alimentos, los ítems subyacentes y la electricidad, esta última ligada a los altos precios del gas. En el Reino Unido, los precios de los servicios y de los bienes subyacentes han seguido impulsando la inflación a máximos históricos, en un escenario en que se han intensificado las presiones salariales. En América Latina, los alimentos y la energía continuaron empujando la inflación, la que además ha seguido extendiéndose a bienes y servicios. En esta línea, las proyecciones de inflación mundial han continuado subiendo para 2022 y 2023.

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



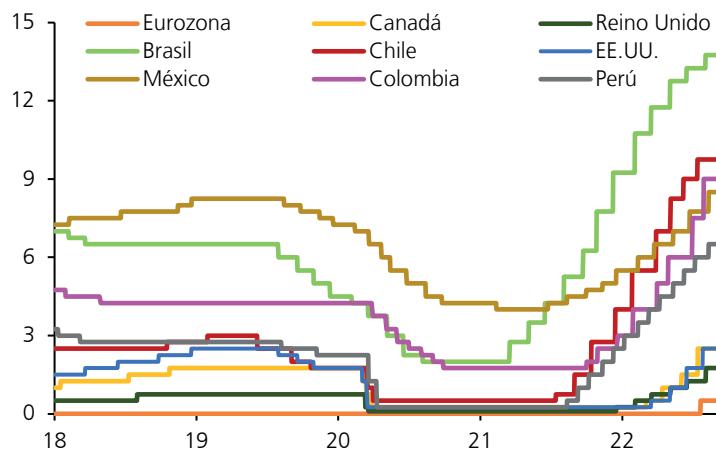
(1) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, Colombia, Perú y México. (2) Para Eurozona, el dato de agosto corresponde a entrega preliminar. (3) Excluye alimentos y energía.

Fuente: Bloomberg.



Ante la mayor persistencia de la inflación y las elevadas expectativas inflacionarias, los bancos centrales han continuado y/o acelerado la subida de sus tasas de interés. Destacan la sorpresa magnitud de las alzas realizadas y el cambio en la comunicación de la Fed en los últimos meses (gráfico I.2). Desde junio, la Fed ha acumulado un incremento de 150 puntos base (pb) en su tasa de referencia, al mismo tiempo que ha dado un giro significativo en su comunicación (Recuadro I.1). Esta pasó de indicar que la inflación respondía de forma importante a fenómenos transitorios durante la mayor parte de 2021, a señalar que será necesario un ajuste importante y duradero de la política monetaria para ayudar a corregir los desequilibrios de demanda y oferta reflejados en el comportamiento de los precios. En su reunión de julio, el Banco Central Europeo (BCE), tras meses de cautela respecto de su política monetaria, inició su proceso de normalización con una subida de tasas mayor que la esperada. El Banco de Inglaterra continuó elevando tasas y en su reunión de agosto realizó la mayor alza en casi tres décadas. En América Latina, las autoridades monetarias han continuado subiendo las tasas de referencia ante la persistencia inflacionaria.

**GRÁFICO I.2 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA
(porcentaje)**



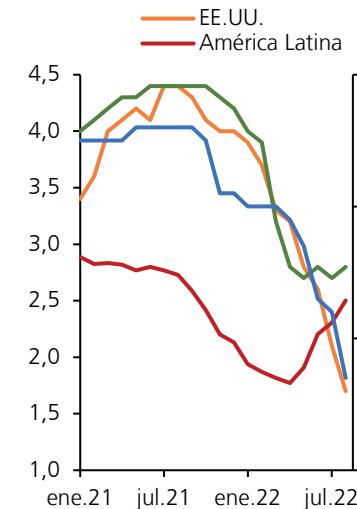
Fuente: Bloomberg.

En este contexto de condiciones financieras más restrictivas, las perspectivas de crecimiento mundial se han ido ajustando a la baja y ha aumentado el riesgo de una recesión mundial en 2023, de acuerdo a las contrapartes (gráfico I.3). En EE.UU., los datos de actividad del segundo trimestre dan cuenta de una economía en desaceleración, que se reflejan en un deterioro de la inversión y sus perspectivas. En tanto, el alto costo de vida ha continuado reduciendo los salarios reales y deteriorando la confianza de los consumidores. En la Eurozona, las perspectivas han empeorado considerando la incertidumbre sobre el desarrollo de la invasión rusa a Ucrania y los problemas de abastecimiento de gas, las que anticipan un menor dinamismo del consumo y la inversión. En China, la confianza del consumidor permanece baja y la tasa de desempleo se mantiene alta, lo que sugiere una recuperación gradual del consumo, en tanto que las perspectivas para el sector inmobiliario se han vuelto más negativas, debido a los desbalances acumulados en dicho sector en los últimos años. Esta situación ha llevado al gobierno chino a aprobar nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario orientadas a impulsar el crecimiento. En América Latina, pese a mostrar una actividad más resiliente que la esperada, en parte por brechas que aún no se cierran, las expectativas para 2023 permanecen débiles, en línea con las peores condiciones financieras, el menor dinamismo de los socios comerciales, las caídas recientes de los precios de materias primas y las tensiones políticas.

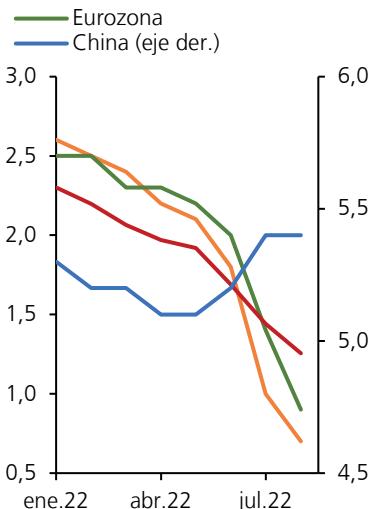


GRÁFICO I.3

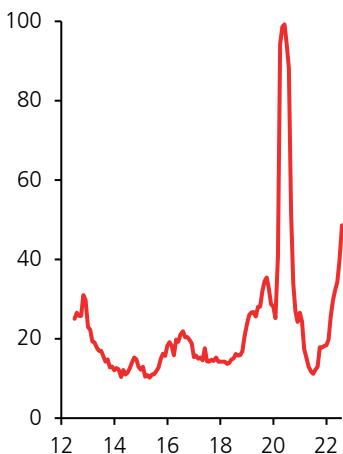
Proyecciones de crecimiento para 2022 (1)
(porcentaje)



Proyecciones de crecimiento para 2023 (1)
(porcentaje)



Probabilidad de recesión a doce meses en desarrollados (2)
(porcentaje)



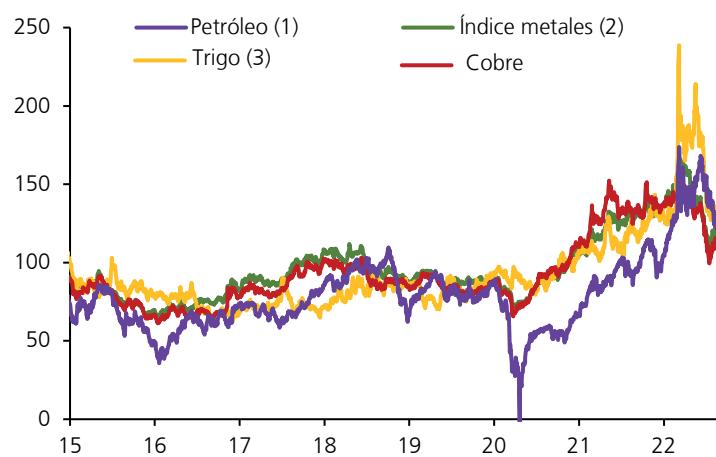
(1) Para América Latina considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). (2) Incluye a EE.UU., Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Calculada como el promedio de las respuestas de las encuestas para estos países.

Fuentes: Consensus Forecast y Bloomberg.

Los precios de las materias primas han caído de forma generalizada, influidos principalmente por la menor demanda esperada y la apreciación del dólar (gráfico I.4). En este contexto, el precio del barril de petróleo ha bajado a cerca de US\$95 (-17% desde el IPoM de junio, para el promedio WTI-Brent) y el del cobre, siguiendo la tendencia general de los metales, se ubica en torno US\$3,6 la libra (-15% desde junio). Por el contrario, el precio del litio ha continuado elevado, motivado por la fuerte demanda vinculada a la producción de vehículos eléctricos, ante una limitada capacidad de respuesta de la oferta. También han caído los precios de los alimentos, aunque en este caso se ha sumado con mayor fuerza el impacto de factores de oferta, incluido el acuerdo entre Rusia y Ucrania para retomar la exportación de granos y las mejores perspectivas de producción en algunos países relevantes. De este modo, a agosto, el índice de la FAO anotó una caída mensual de 1,9%, más allá de que su nivel persiste por sobre el valor del año pasado.

GRÁFICO I.4 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

(índice, promedio 2010-2022=100)



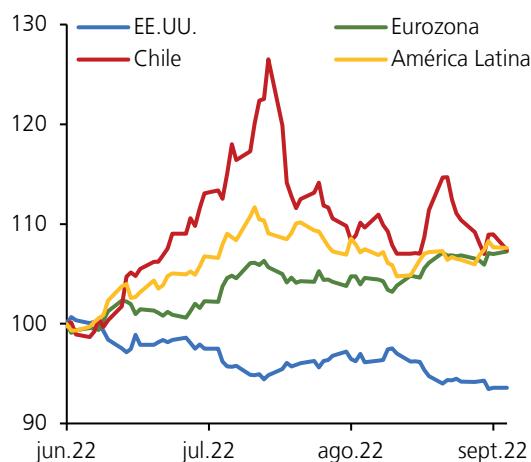
(1) Promedio entre barril WTI y Brent. (2) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (3) Corresponde a futuros a 1 mes.
Fuente: Bloomberg.



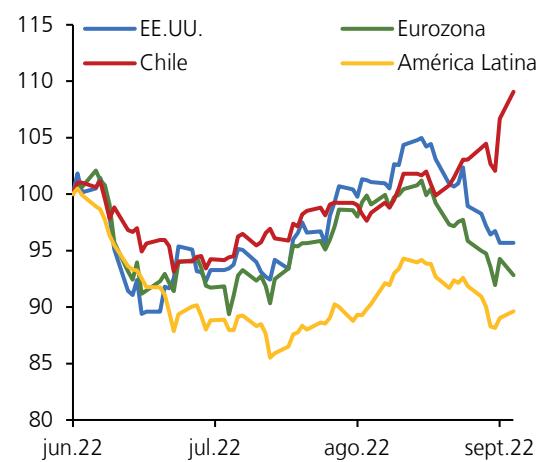
Los mercados financieros globales han mostrado una elevada volatilidad en los últimos meses, en medio de un panorama de intensificación del fenómeno inflacionario, una mayor restrictividad de las políticas monetarias y el temor a una recesión mundial (gráfico I.5). La incertidumbre respecto de la trayectoria que tendrá la política monetaria en EE.UU. ha sido una de las principales fuentes de volatilidad (Recuadro I.1). Este escenario ha aumentado la sensibilidad de los mercados respecto de publicaciones de datos o declaraciones de autoridades, lo que se ha reflejado en episodios de alta volatilidad desde el IPoM de junio, así como en una mayor aversión al riesgo durante parte del trimestre. Todo esto ha redundado en alzas de las tasas de interés, caídas en los mercados bursátiles y un fortalecimiento global del dólar. De hecho, este último alcanzó su mayor valor desde 2002. En la Eurozona, se añadieron los temores en torno al aumento de spreads soberanos de las economías periféricas del bloque y a una eventual fragmentación financiera, los que se han ido atenuando luego de la aprobación del Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI) por parte del BCE.

GRÁFICO I.5 CONDICIONES FINANCIERAS (1)

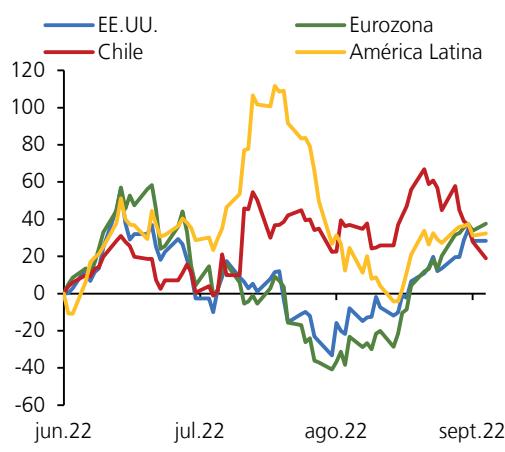
a) Monedas (2)
(índice 01.jun.22=100)



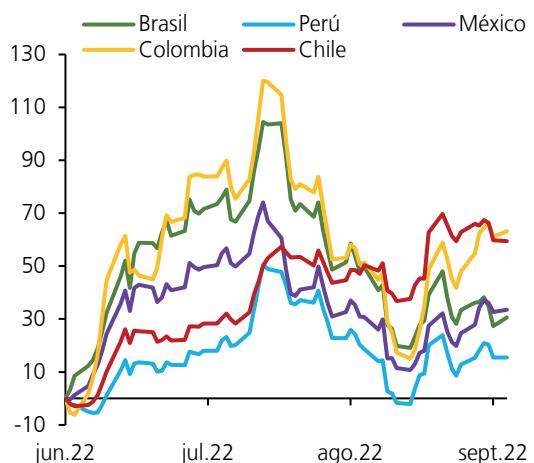
a) Mercados bursátiles (2)
(índice 01.jun.22=100)



c) Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (2)
(diferencia respecto del 01.jun.22, puntos base)



d) Premios por riesgo país (CDS a 5 años)
(diferencia respecto del 01.jun.22, puntos base)



(1) Considera datos hasta el 5 de septiembre. (2) América Latina corresponde al promedio entre Brasil, Perú, Colombia y México.
Fuente: Bloomberg.

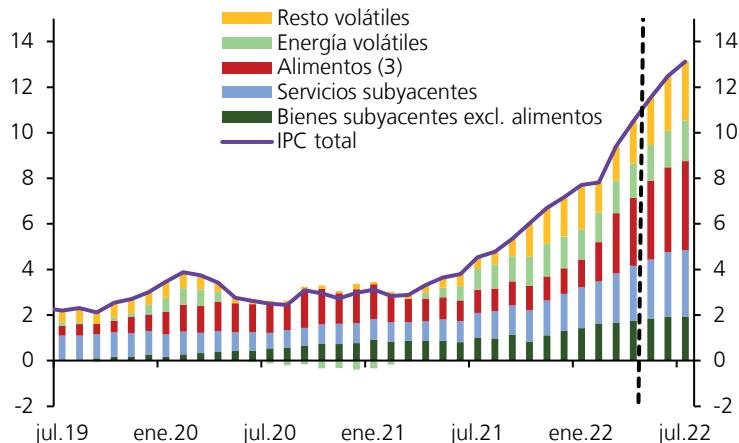


ESCENARIO NACIONAL

En el mercado financiero nacional, variables como el tipo de cambio, las tasas de interés y el premio por riesgo han mostrado movimientos más allá de los que se observan en algunas economías comparables (gráfico I.5). Hacia mediados de julio, el tipo de cambio fluctuó con una intensidad y volatilidad inusualmente alta, lo que tensionó la formación de precios en el mercado cambiario y llevó a que el Banco Central anunciara un [programa de intervención](#) el 14 de julio (Recuadro I.2). Posterior a ese anuncio la paridad tuvo un descenso importante, con niveles de volatilidad menores que antes de la intervención. Al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio había aumentado cerca de 10% comparado con el IPoM de junio. El tipo de cambio real, por su parte, ha subido en los últimos meses, ubicándose entre 3 y 4% por sobre el nivel promedio del segundo trimestre.

La inflación ha seguido subiendo y llegó a 13,1% anual en julio, con incrementos generalizados en los distintos agregados de la canasta (gráfico I.6). En los últimos meses, continuaron destacando los aumentos de los precios de los alimentos —volátiles y no volátiles—, que explicaron cerca de 4 puntos porcentuales (pp) de la inflación anual a julio. Asimismo, los precios de la energía siguieron al alza, impulsados por los combustibles y, en lo más reciente, por el nuevo reajuste de las tarifas eléctricas. La inflación subyacente —medida por el IPC sin volátiles— subió a 10% anual en julio, donde resaltó la mayor contribución de los servicios y los alimentos. Al excluir los alimentos, los precios de los bienes subyacentes han mostrado cierta moderación y su incidencia se ha mantenido constante en los últimos registros del IPC, lo que coincide con la mayor acumulación de inventarios del segundo trimestre.

GRÁFICO I.6 INDICADORES DE INFLACIÓN (1) (2)
(incidencias en la variación anual, puntos porcentuales)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#). (3) Considera la suma de alimentos volátiles y no volátiles.

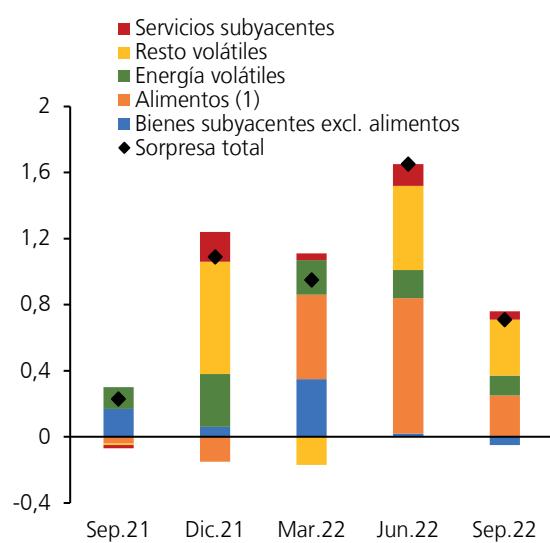
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



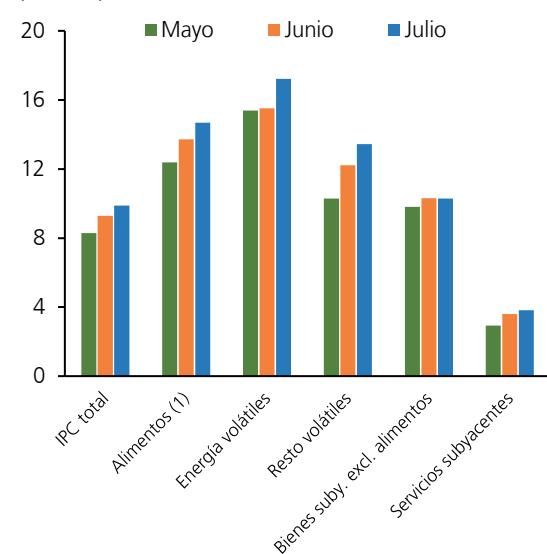
La inflación acumulada entre mayo y julio estuvo por sobre la proyectada en el IPoM de junio. Esta sorpresa fue explicada en buena parte por el traspaso de la mayor depreciación del peso. Por componentes, se concentró en los volátiles y los alimentos (gráfico I.7). La sorpresa inflacionaria entre mayo y julio fue de 0,71pp, siendo la mayor parte explicada por el agregado de resto volátiles (+0,34pp) y puntualmente por el ítem de transporte aéreo. Otra fracción respondió a los alimentos —suma de volátiles y no volátiles—, los que contribuyeron con 0,25pp, entre los que destacó el alza de los precios de la carne. El resto de la sorpresa correspondió en su mayoría a la energía (+0,12pp), vinculada principalmente al incremento de los precios de los combustibles y a la actualización del umbral de ajuste semanal de su mecanismo de estabilización (Mepco). Por otro lado, tanto la inflación subyacente de bienes —excluyendo alimentos— como la de servicios estuvieron en línea con lo proyectado. No obstante, y más allá de las sorpresas recientes, todos los agregados de la canasta continúan exhibiendo variaciones anuales muy por sobre su comportamiento histórico.

GRÁFICO I.7

Sorpresa inflacionaria acumulada en cada IPoM
(puntos porcentuales)



Desvío de la inflación anual respecto de su promedio histórico (2)
(puntos porcentuales)



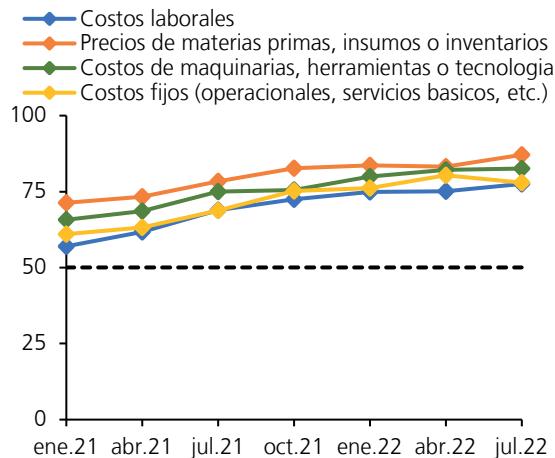
(1) Suma de alimentos volátiles y no volátiles. (2) Promedio histórico de la inflación anual entre 2001 y 2021 para cada agrupación.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Las presiones de costos que enfrenta la economía siguen siendo significativas (gráfico I.8). El [índice de costos de transporte del INE](#) continuó incrementándose en julio, acumulando una variación de 24,8% anual, en gran parte por los altos precios de los combustibles. El [índice de precios al productor industrial \(INE\)](#) también siguió aumentando, acumulando una variación de 21% anual durante julio. En el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de agosto](#) las empresas destacaron la persistencia del aumento de los costos, más allá de que las presiones relacionadas con la disponibilidad de insumos e inventarios se han atenuado respecto del trimestre anterior. Las empresas resaltaron los efectos del mayor precio del dólar sobre los insumos y productos importados, además de una mayor velocidad en la subida de precios de ítems como combustibles, alimentos y algunos materiales para la construcción. Las perspectivas de costos reportadas por las empresas —medidas por el IMCE—, si bien mostraron una moderación en lo reciente, continúan por sobre los promedios históricos en todos los sectores.

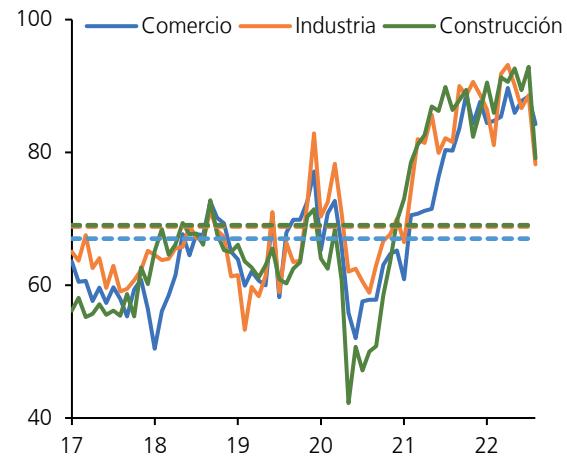


GRÁFICO I.8 PRESIONES DE COSTOS

Percepción de la evolución de costos de la empresa en los últimos 3 meses (1)
(índice de difusión)



IMCE: Expectativas de costos (2) (3)
(índice de difusión)

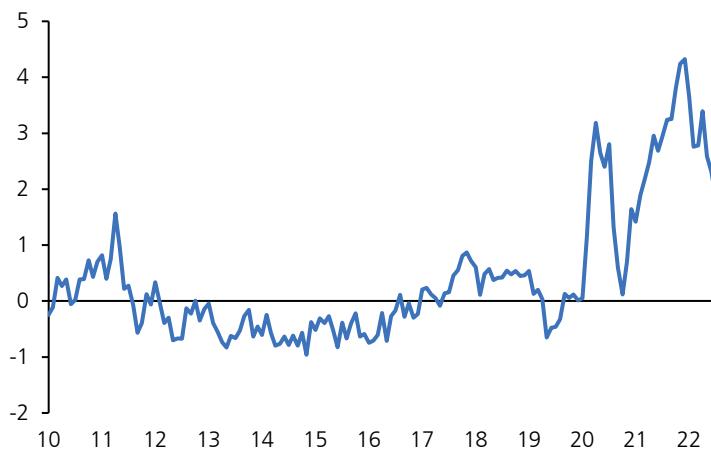


(1) Un valor sobre (bajo) 50 representa una mayor proporción de respuestas de aumento (disminución). (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (3) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos entre enero 2004 y agosto 2022.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Las presiones de costos externas siguen altas, pese a que las cadenas de suministro global han mostrado cierta normalización y a que los precios de las materias primas han tenido descensos (gráfico I.9). Los cuellos de botella se han ido solucionando en la medida en que China ha relajado las restricciones ante la disminución de los contagios y la demanda global de bienes ha tendido a desacelerarse. No obstante, los riesgos de nuevas cuarentenas se mantienen latentes dada la política de cero Covid en dicho país. Asimismo, el traspaso de los menores precios de las materias primas será contrarrestado por el mayor tipo de cambio. En los precios del petróleo, se agrega que el traspaso de su disminución reciente a los precios locales será con cierto rezago por cómo opera el Mepco.

GRÁFICO I.9 ÍNDICE DE PRESIONES SOBRE LAS CADENAS DE SUMINISTRO MUNDIALES (*) (desviaciones estándar)

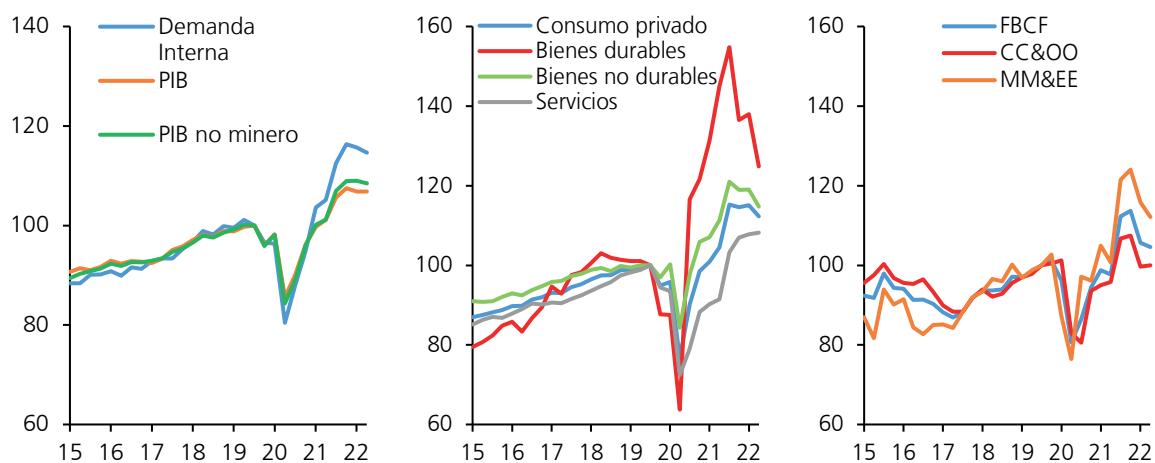


(*) Desviaciones estándar respecto de su promedio histórico. Para mayor detalle, ver [Global Supply Chain Pressure Index](#).
Fuente: GSCPI, Fed NY.



La actividad ha continuado perdiendo dinamismo, en medio de un proceso de ajuste necesario para la resolución de los desequilibrios que la economía acumuló durante 2021. Descontada la estacionalidad, el PIB no minero retrocedió 0,5% en el segundo trimestre respecto del anterior (gráfico I.10). A nivel de sectores, destacó la caída de la actividad del comercio (-1,7% t/t) y los servicios personales (-2,0% t/t). Lo anterior, más que compensó el mayor dinamismo de otros servicios, tales como restaurantes y hoteles (+1,4% t/t), y vivienda e inmobiliarios (+1,5% t/t). El Imacec no minero de julio mantuvo la tendencia decreciente al caer 0,8% mensualmente en su serie desestacionalizada.

GRÁFICO I.10 INDICADORES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA
(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



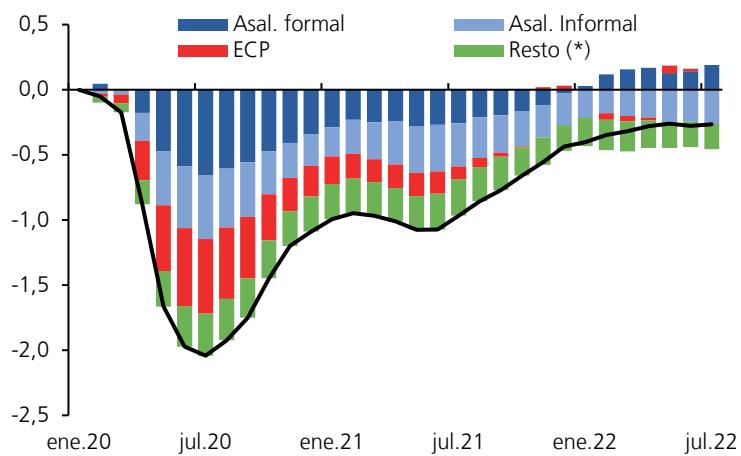
Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo privado también ha continuado ajustándose respecto de los elevados niveles que alcanzó en 2021, acorde a la evolución de sus fundamentos (gráfico I.10). En el segundo trimestre, descontada la estacionalidad, el consumo privado cayó 2,4% respecto del trimestre anterior. Esto se dio en un contexto en que los salarios reales muestran caídas anuales, se ha frenado la creación de empleos, se ha ido agotando la liquidez remanente de las medidas de estímulo del año 2021 y el tipo de cambio real se mantiene en niveles elevados. El retroceso del consumo se concentró en los bienes, especialmente durables, coincidiendo con la depreciación cambiaria y una significativa acumulación de existencias. Esto último es refrendado por las percepciones de las empresas (IMCE) que muestran que sus inventarios se encuentran en niveles superiores a los que consideran deseados. En concordancia, los entrevistados del comercio en el IPN de agosto señalaron que, frente al descenso de sus ventas, han privilegiado acumular stocks en vez de hacer liquidaciones, debido al alto costo de reposición. Por otro lado, el consumo de servicios aumentó en menor medida que el trimestre previo, dando indicios de una incipiente desaceleración.

Parte de la evolución del consumo se justifica en el estancamiento del mercado laboral (gráfico I.11). Entre abril y julio el empleo a nivel agregado tuvo un escaso incremento. Por categorías, se observó una caída de los trabajadores asalariados informales, que contrasta con el aumento de los asalariados formales, empleadores y los trabajadores por cuenta propia. Por sectores, la mayor parte de la creación de empleos se concentró en las actividades relacionadas con los servicios, la construcción y la industria, contrarrestada por el comercio y el resto de las ramas económicas. Con todo, la tasa de desempleo se mantuvo bajo sus promedios de las últimas dos décadas, ubicándose en 7,9% en julio.



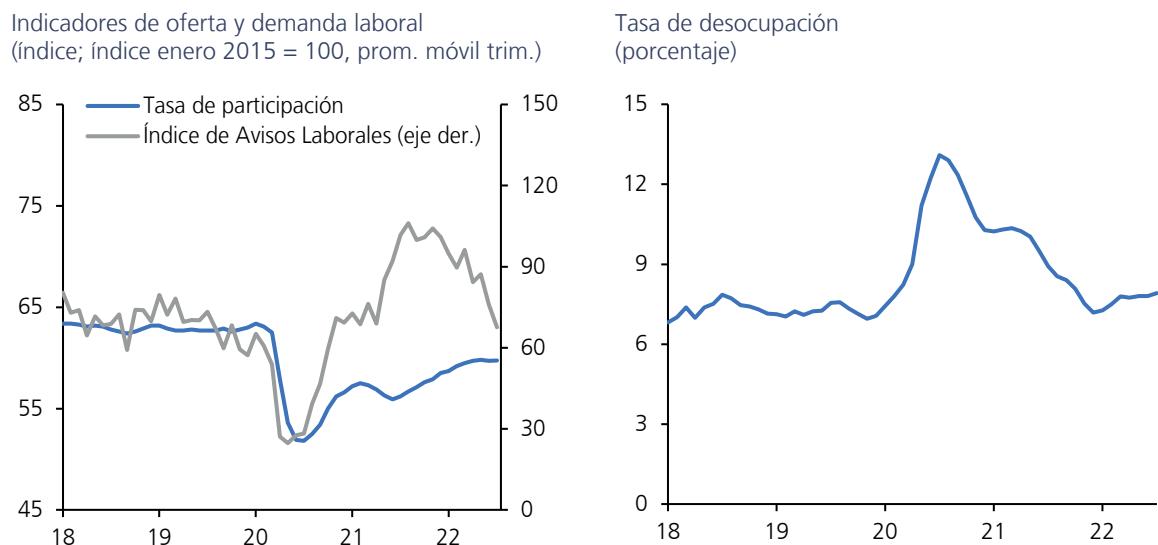
GRÁFICO I.11 EMPLEO POR CATEGORÍA OCUPACIONAL
(diferencia respecto a enero 2020, millones)



(*) Incluye servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La creación de empleos se ha ralentizado en un contexto en que la demanda laboral ha ido reduciéndose (gráfico I.12). Los avisos laborales de internet (IALI) vienen registrando caídas mes a mes desde marzo, a la vez que las expectativas de los empresarios (IMCE) respecto del empleo a tres meses han continuado deteriorándose y siguen en terreno pesimista. Según la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN) de agosto, el 30% de las empresas espera que dentro de doce meses su dotación sea menor que la actual y solo un 15% que será mayor. Con todo, como se desprende de los resultados del IPN de agosto, se ha reducido la dificultad para encontrar mano de obra por parte de las empresas, hecho en el que la menor demanda parece jugar un rol relevante.

GRÁFICO I.12 INDICADORES DEL MERCADO LABORAL



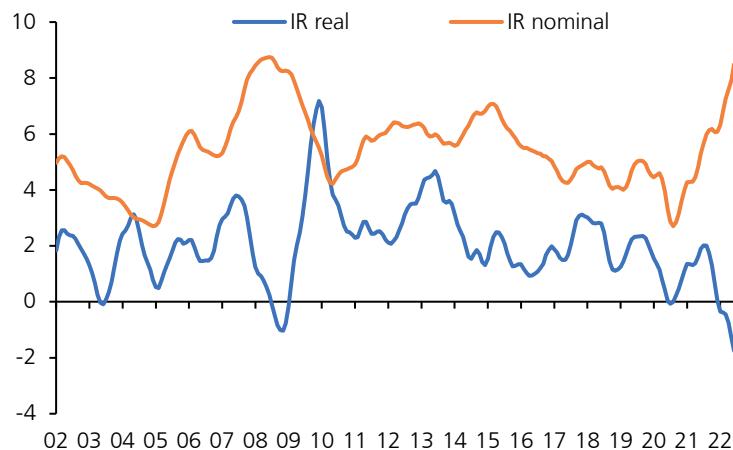
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.



Por su parte, la oferta de trabajo ha frenado su recuperación (gráfico I.12). La evolución de la tasa de participación muestra un estancamiento en los últimos meses, y todavía se ubica por debajo de su nivel previo a la pandemia, manteniendo el rezago respecto de otras economías (Recuadro I.3). Esto se vincula principalmente al retraso en la recuperación del empleo entre los trabajadores menores de 25 años y los mayores de 54. Ello, en un contexto en el que las mujeres continúan teniendo tasas de participación bastante por debajo de los hombres (49,9 y 70,1%, respectivamente). De acuerdo con información del INE, entre los motivos para no participar continúan resaltando las responsabilidades familiares y personales, estar cursando estudios y la jubilación.

Los salarios reales han continuado disminuyendo, ante la menor estrechez del mercado laboral y el importante incremento de la inflación (gráfico I.13). La caída de los salarios reales —medida por el Índice de Remuneraciones del INE (IR)— es la de mayor intensidad en más de dos décadas, en medio de variaciones históricamente altas en los salarios nominales. Esto es coherente con la información recogida en el IPN de agosto: si bien las empresas perciben un aumento en sus costos laborales, en general los reajustes salariales están por debajo del incremento del IPC, a la vez que su frecuencia ha disminuido. Con excepción de la minería, esta evolución de los ingresos reales es transversal a la mayoría de los sectores, entre los que destaca la fuerte caída en la construcción y en los servicios comunales. Por grupo ocupacional, los mayores retrocesos se han dado en los empleos de rentas más altas.

GRÁFICO I.13 ÍNDICE DE REMUNERACIONES
(porcentaje, velocidad trimestral anualizada, media móvil anual)



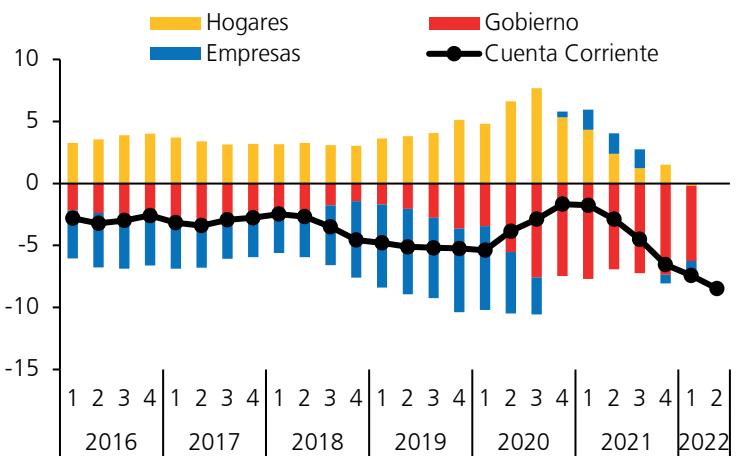
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas.

La inversión continuó corrigiéndose a la baja, en línea con el escenario de incertidumbre (gráfico I.10). Durante el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo (FBCF) retrocedió 1,0% respecto del trimestre anterior en su serie desestacionalizada. Este movimiento estuvo marcado por una caída de 3,2% en el componente de maquinaria y equipos, contrarrestada en parte por un alza de 0,4% en construcción y otras obras. La FBCF fue algo mejor que lo previsto, con una sorpresa positiva que se concentró en obras de ingeniería, donde incidió significativamente la ejecución de ciertas iniciativas de gran envergadura, como el despliegue de la red 5G en Chile y algunos proyectos mineros.

Acorde con el alto nivel de gasto de la economía durante los últimos trimestres, el déficit de cuenta corriente continúa en niveles históricamente altos. En el segundo trimestre, la cuenta corriente de la balanza de pagos anotó un déficit acumulado de 8,5% en los últimos doce meses como proporción del PIB, el mayor en más de dos décadas (gráfico I.14). Este resultado responde en buena parte a la pérdida de ahorro nacional durante el 2021 asociada a las medidas fiscales en medio de la pandemia y los retiros de fondos previsionales. De hecho, el ahorro de la economía chilena se ubicó en 18,2% del PIB en el segundo trimestre —en promedio móvil anual—, el más bajo en veinte años.



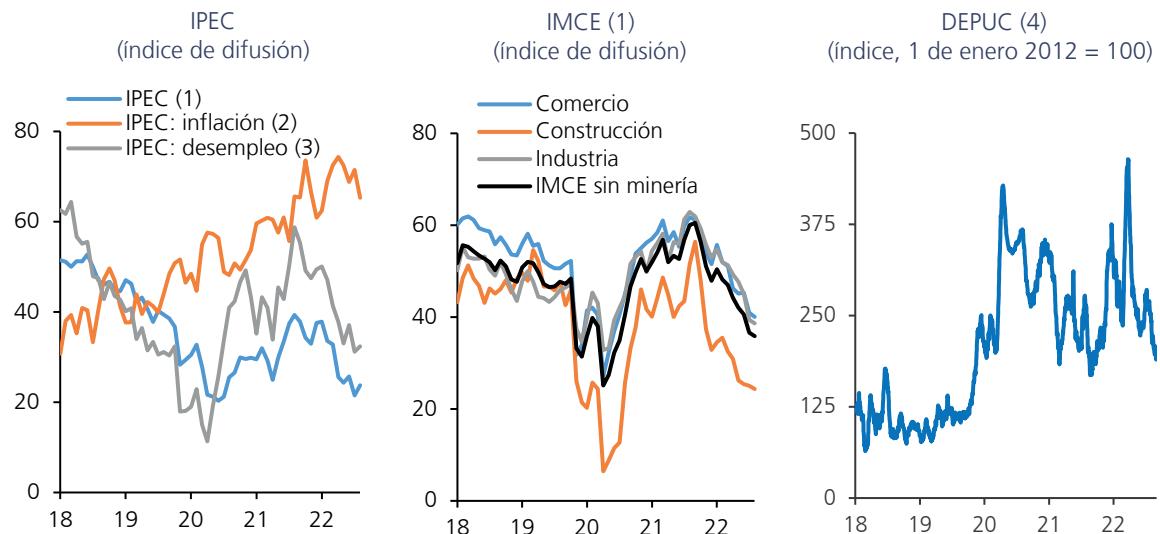
GRÁFICO I.14 CUENTA CORRIENTE POR SECTOR INSTITUCIONAL
(porcentaje del PIB, promedio móvil anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

La confianza de empresas y consumidores ha continuado deteriorándose, en un escenario de alta inflación y de ajuste de la actividad (gráfico I.15). El IPEC refleja que el grado de pesimismo de los consumidores es similar al que se había alcanzado a mediados de 2020, entre sus peores registros históricos. Resalta el deterioro de las perspectivas de inflación y desempleo. A su vez, la confianza empresarial (IMCE) ha continuado con la tendencia decreciente que evidencia desde comienzos de año en todos los sectores encuestados, destacando la negatividad de las percepciones en la construcción. Esto coincide con niveles de incertidumbre económica (Depuc) que prosiguen altos en comparación histórica, más allá de su disminución en los últimos meses.

GRÁFICO I.15 INDICADORES DE PERSPECTIVAS E INCERTIDUMBRE



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Porcentaje de encuestados que cree que los precios aumentarán "Mucho" en los próximos 12 meses. (3) Un valor mayor (menor) indica menos (más) desempleo. (4) Promedio móvil de 30 días. Desde diciembre del 2021, el índice incluye una actualización al diccionario de palabras utilizado para su construcción, como una forma de incorporar nuevos elementos que influyen en la coyuntura local.

Fuentes: Gfk/Adimark, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Banco Central de Chile en base a [Becerra y Sagner \(2020\)](#).



El crédito mantiene un acotado dinamismo, en un escenario de incertidumbre y aumento de las tasas de referencia. La Encuesta sobre Créditos Bancarios (ECB) del segundo trimestre mostró que la oferta se ha vuelto más restrictiva y la demanda más débil en todas las carteras. Respecto de la demanda, la EPN de agosto mostró que solo cerca del 15% de las empresas ha realizado solicitudes de crédito (25% en el mismo mes del año anterior). Además, sobre la mitad de ellas consideró que las condiciones financieras habían empeorado en los últimos seis meses, lo que relacionaban principalmente al aumento de las tasas de interés. Entre enero y julio, las tasas nominales de las colocaciones comerciales y de consumo han subido cerca de 450 y 410 puntos base, promediando 13,8 y 27,1%, respectivamente. Cabe destacar las tasas de créditos rotativos, que se ubicaron en 31,1% en julio. Las de vivienda reajustables en UF se han mantenido altas en los últimos meses, y en julio promediaron 4,3%, lo que ha afectado a las colocaciones de esta cartera. A agosto, los flujos reales de colocaciones hipotecarias habían disminuido 43% en términos anuales. En tanto, la morosidad ha ido al alza desde inicios de 2022, aunque por debajo de su promedio de los últimos años. En línea con esto y con el deterioro de las expectativas económicas, las provisiones han seguido aumentando.

EXPECTATIVAS ECONÓMICAS

Las expectativas de actividad se modificaron, reflejando un mayor crecimiento en el corto plazo y menor en el mediano plazo. En la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto, la mediana de las expectativas para el PIB de 2022 aumentó a 1,9% (1,5% en mayo) y cayó a -0,5% para 2023 (0,5% en mayo).

Las expectativas de inflación de corto plazo han continuado aumentando en línea con las últimas sorpresas en los datos efectivos y con la evolución del tipo de cambio (gráfico I.16). Las expectativas de inflación a un año plazo contenidas en las últimas encuestas a especialistas —la EEE de agosto y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de septiembre— se ubicaron en 7,3 y 7,9%, respectivamente (6,2 y 6,8% en las encuestas previas al IPoM de junio). Las expectativas de las empresas muestran una evolución similar. En la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) de julio y en el IMCE de agosto se anticipa que a doce meses la inflación se aproximaría a 10% (8% en el IPoM anterior). De todas formas, resalta la importante dispersión en las respuestas de todas estas encuestas. En el mismo horizonte, las perspectivas implícitas en los contratos de seguros de inflación también se han incrementado, reflejando valores cercanos a 7,8%.

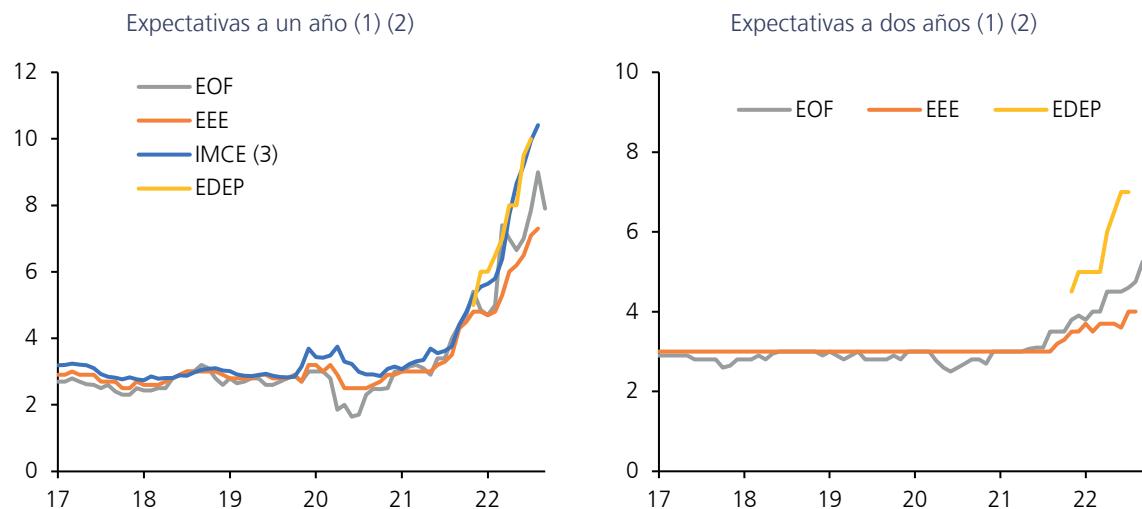
Para el final del horizonte de política monetaria las expectativas de inflación han continuado elevándose por sobre 3% (gráfico I.16). A dos años, en la EEE y la EOF se anticipan valores de 4,0 y 5,3%, respectivamente. En tanto, las compensaciones inflacionarias prevén una inflación de 6,1 y 4,2% a dos y cinco años plazo, respectivamente^{1/}. Sin embargo, se debe tener en cuenta que esta medida responde a los premios por plazo, liquidez, riesgo y otros elementos que se magnifican en períodos de incertidumbre como el actual y que no necesariamente afectan a los papeles nominales y en UF en la misma magnitud.

Las perspectivas para la trayectoria de la TPM aumentaron respecto del IPoM anterior (gráfico I.17). Tanto la EEE como la EOF reflejan un aumento en el nivel terminal de la TPM, ubicándolo ambas en 11% (9,0 y 9,5%, respectivamente, en las encuestas previas al IPoM de junio), el que se alcanzaría antes de finalizar este año, para luego seguir una trayectoria descendente. Con ello, a dos años plazo, la tasa se ubicaría en 5,5% según la EEE y en 6,0% según la EOF. Por su parte, al cierre estadístico, las expectativas implícitas en los precios financieros auguraban una trayectoria similar, también con un valor máximo de 11%, al que se llegaría en diciembre.

^{1/} A dos años corresponde a la compensación inflacionaria 1 en 1. A cinco años corresponde a la compensación inflacionaria 3 en 2.



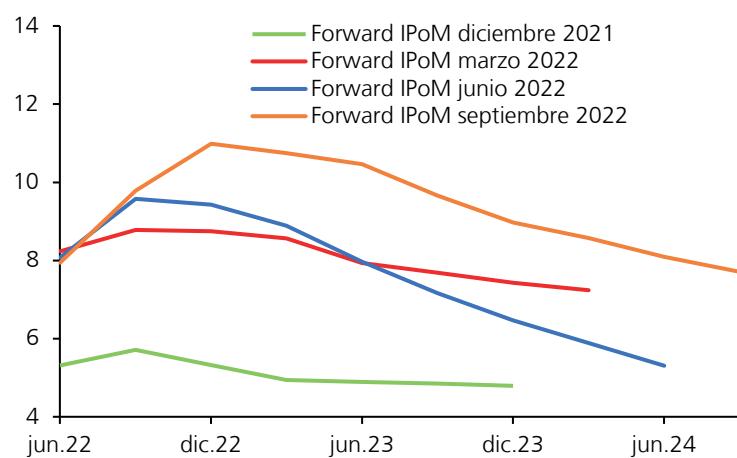
GRÁFICO I.16 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(variación anual, porcentaje)



(1) Para la EOF, EEE y EDEP se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de septiembre de 2022. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (3) Se muestra el promedio de las respuestas de comercio e industria.

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.17 EXPECTATIVAS DE TPM (1) (2)
(porcentaje, promedio trimestral)



(1) Se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva forward sobre la curva swap promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de cámara promedio (ICP). (2) Promedio trimestral al 7 de diciembre de 2021, al 23 de marzo de 2022, al 1 de junio del 2022, y al 31 de agosto del 2022, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.1:

Perspectivas para la normalización monetaria en Estados Unidos

La intensidad y duración del ajuste monetario en EE.UU. es una de las fuentes de incertidumbre más relevantes del escenario externo. La alta inflación que se observa en esa economía, que se ha vuelto más persistente que lo anticipado, es impulsada en una fracción relevante por factores de demanda¹/ y el mercado laboral se encuentra en niveles de estrechez no vistos en varias décadas, lo que probablemente seguirá incrementando las presiones de costos salariales. Se suma que, más allá de reverisiones en los precios volátiles ligados a los combustibles y otras materias primas, las medidas de inflación subyacente se encuentran en niveles cercanos al 6% anualizado, acelerándose respecto de inicios del segundo trimestre (gráfico I.18).

En este contexto, es poco probable que la inflación se reduzca hasta valores en torno al 2% sin un ajuste monetario significativo por varios trimestres. De hecho, en la reciente presentación de Jerome Powell en Jackson Hole, el presidente de la Fed resaltó que i) la inflación baja y estable es el objetivo prioritario de la Fed y que la política monetaria puede y debe ser usada para lograr un mejor balance entre el exceso de demanda y oferta; ii) que las expectativas de inflación juegan un rol central en el proceso de convergencia de la misma, y que su desanclaje eleva significativamente los costos de reducir la inflación hacia la meta de 2%; y iii) que, por estas razones, la Fed llevará la tasa de fondos federales (FFR) a niveles más contractivos y perseverará en su cometido de reducir la alta inflación aunque esto sea “doloroso” para hogares y empresas en el corto plazo.

En el escenario central de este IPoM, se considera que la FFR aumentará hasta 4,25% en 2023, con una trayectoria que es entre 50 y 75 puntos base superior a la de los últimos *dots* de la Fed y a los actuales precios de mercado (gráfico I.19). Esto se sustenta, por una parte, en la prescripción que entregan distintas simulaciones de la regla de Taylor (gráfico I.20) y, por otra, en el análisis de episodios previos de descenso de la inflación en los que la FFR alcanzó un nivel significativamente mayor al de los últimos *dots*²/[\(Bertinatto et al., 2022\)](#). En este escenario, las condiciones financieras para los mercados emergentes son menos favorables que lo previsto en junio, lo que empeora las perspectivas de crecimiento global y afecta la trayectoria prevista del tipo de cambio real de Chile.

De todos modos, existen varios riesgos en torno a este escenario. Por un lado, no puede descartarse una reducción de las presiones de costos globales y una inflación que ceda rápidamente en la mayoría de las economías, lo que llevaría a una política monetaria de la Fed menos restrictiva que la del escenario central. En la vereda opuesta, también es posible que ante una inflación más persistente, la Fed implemente alzas de la FFR significativamente por encima del consenso de mercado y de lo considerado en el escenario central del IPoM. Debido a las presiones depreciativas que ello gatillaría, en un entorno de ya muy alta inflación local, la TPM se ubicaría en el techo del corredor de TPM descrito en el Capítulo II.

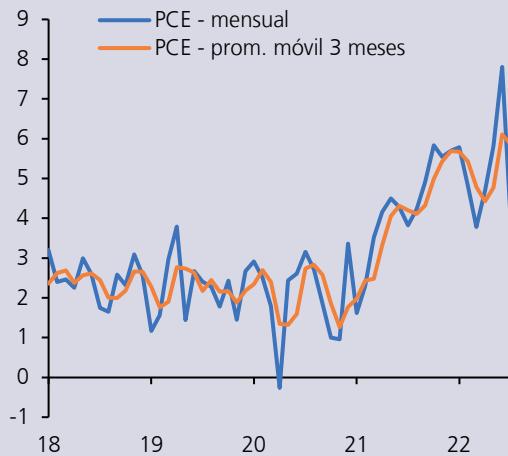
Con todo, la reacción de los mercados a las alzas de la FFR y los cambios en la comunicación de la Fed han sido una fuente de volatilidad importante en los últimos meses. Si bien las tasas de interés esperadas según los precios de los activos financieros han ido ajustándose a los *dots* de la Fed, es probable que se sucedan varios episodios de volatilidad y ajustes abruptos en los precios de activos a lo largo de este proceso.

¹/ Ver [Shapiro \(2022\)](#) y [Di Giovanni, Kalemli-Ozcan, Silva, Yildrim \(2022\)](#),

²/ Ver [Blanchard \(2022\)](#) y [Bolhuis, Cramer y Summers \(2022\)](#)



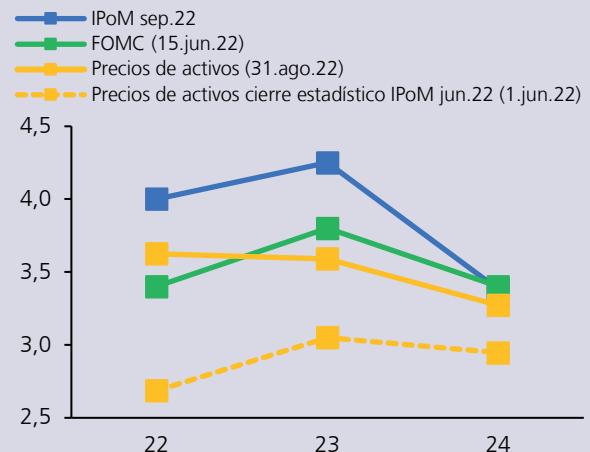
GRÁFICO I.18 MEDIDAS SUBYACENTES PCE DE EE.UU. (*)
(variación mensual anualizada, porcentaje)



(*) Promedio simple entre PCE core (BEA), PCE mediana (Fed Cleveland), PCE media podada (Fed Dallas) y PCE Cyclical Core (Fed San Francisco).

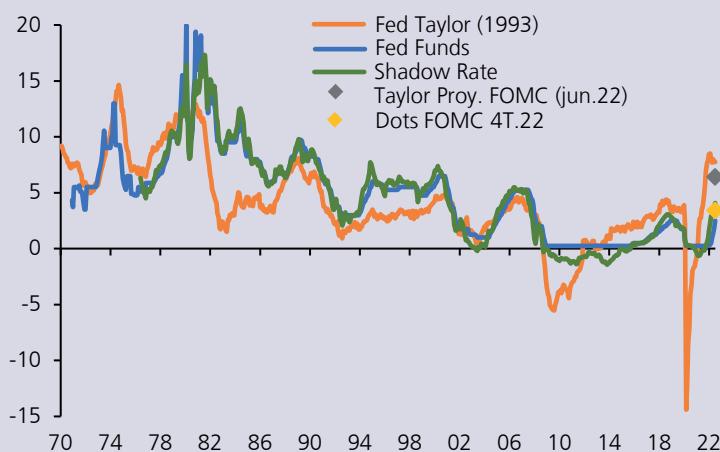
Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Fed Cleveland, Fed Dallas, Fed San Francisco y Bloomberg.

GRÁFICO I.19 FORWARD FED FUNDS RATE
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile, FOMC y Bloomberg.

GRÁFICO I.20 REGLAS DE TAYLOR Y FED FUNDS RATE (*)
(porcentaje)



(*) Para la Regla de Taylor, la tasa neutral nominal se construye con la FFR de largo plazo proveniente de los *dots* del FOMC desde enero 2012, y 3% para el periodo anterior, la inflación objetivo es 2% y para la NAIRU se utilizan las estimaciones del CBO. *Shadow Rate* calculada a través de los *loadings* de los primeros tres componentes principales de las tasas a 2, 3, 5, 7, 10 y 20 años y sus coeficientes en una regresión con la FFR, para la muestra 1976-2007, período previo a la utilización más frecuente de herramientas de política monetaria no convencional. Para mayor detalle, ver [Bertinatto et al. \(2022\)](#).

Fuentes: Bloomberg, FOMC, Fed Cleveland y CBO.



RECUADRO I.2:

Intervenciones cambiarias del Banco Central de Chile

Chile tiene un régimen de flotación cambiaria desde septiembre de 1999. En lo esencial, este consiste en que el tipo de cambio nominal se determina por la oferta y la demanda del mercado cambiario, sin la intervención del Banco Central. En un contexto de integración financiera, la flotación cambiaria permite llevar adelante una política monetaria independiente y facilita el ajuste de los precios relativos frente a *shocks*, lo cual mitiga sus consecuencias en la economía real y evita desalineamientos cambiarios prolongados.

No obstante, el Banco Central se reserva la opción de intervenir el mercado cambiario en circunstancias excepcionales si considera que el buen funcionamiento del mercado financiero está en riesgo, por ejemplo, cuando la sobrereacción o excesiva volatilidad de la paridad daña la confianza de los agentes o entrega señales equívocas de asignación de precios^{1/}. De esta manera, las intervenciones cambiarias son, en sí mismas, medidas excepcionales cuyo diseño e implementación responde específicamente a las condiciones que las han generado. Además, no apuntan a mantener un nivel del tipo de cambio, sino a ayudar al proceso de ajuste de la economía en circunstancias en que un alto grado de inestabilidad en el mercado cambiario puede dificultar la correcta operación del mercado financiero y el proceso de formación de precios.

Las intervenciones son, por lo general, monetariamente esterilizadas, lo que significa que la variación en la cantidad de dinero producto de la compra o venta de dólares se revierte vía otra operación financiera. La esterilización tiene como objetivo evitar afectar la conducción de la política monetaria orientada a la meta de inflación. La evidencia internacional sugiere que, de existir desequilibrios en el mercado cambiario, las intervenciones esterilizadas pueden tener un impacto sobre el tipo de cambio, aunque este es acotado en magnitud y duración, y principalmente asociado a reducir su volatilidad en el corto plazo^{2/}.

El episodio de intervención actual

En los últimos años, la economía chilena ha experimentado múltiples *shocks*, tanto de origen interno como externo. En lo más reciente, el fortalecimiento global del dólar por las acciones de la Fed y un deterioro en los términos de intercambio propiciaron una depreciación relevante del peso en un horizonte de tiempo relativamente corto^{3/}. El impacto de estos *shocks* externos fue exacerbado por un contexto macroeconómico local complejo, con alta inflación y un déficit de cuenta corriente elevado, así como por altos niveles de incertidumbre local observada en los últimos años.

^{1/} Adicionalmente, el Banco Central también puede participar del mercado cambiario en episodios en que las condiciones de mercado hacen atractiva y oportuna la opción de acumular reservas, las cuales le permiten cumplir con el objetivo de velar por la estabilidad de pagos externos y ser utilizadas en los episodios de intervención descritos anteriormente. Desde 1999, el Banco ha intervenido el mercado cambiario en siete ocasiones. Cuatro de ellas fueron para ayudar al proceso de ajuste del tipo de cambio en situaciones excepcionales con potenciales riesgos financieros, mientras que las restantes buscaron acumular reservas en condiciones de mercado favorables.

^{2/} La teoría económica ha identificado diversos mecanismos por las cuales los bancos centrales pueden afectar el tipo de cambio sin la necesidad de cambiar su política monetaria, los cuales se asocian a la existencia de distintas fricciones en el funcionamiento del mercado cambiario. En particular, se han identificado principalmente tres canales por los cuales pueden existir efectos: el canal de portafolio, el canal de señal, y el canal de información/microestructura. Para una discusión más detallada, ver [Acevedo et al. \(2022\)](#).

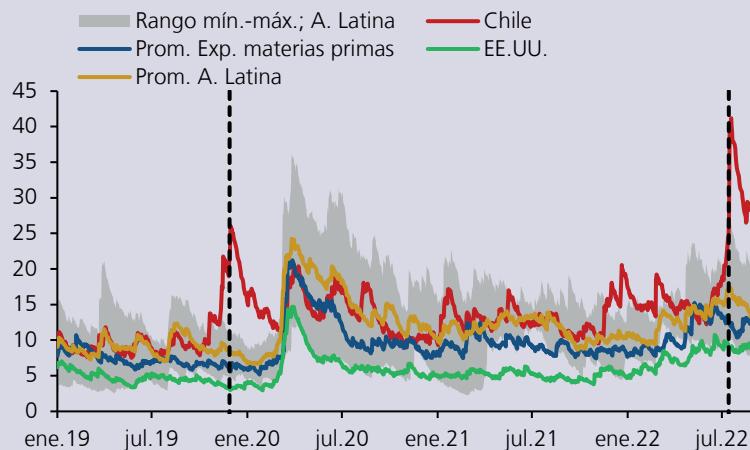
^{3/} Otros países de la región también experimentaron depreciaciones significativas de sus monedas en el mismo período de tiempo, aunque sus volatilidades fueron significativamente menores (gráfico I.21).



Hacia mediados de julio, el proceso de depreciación fue acompañado de un fuerte aumento en la volatilidad del tipo de cambio en un contexto en el que a los agentes les estaba costando encontrar el precio de equilibrio. La abrupta inestabilidad en el mercado cambiario no se dio en otros países de la región, denotando el carácter idiosincrático de las tensiones del mercado local (gráfico I.21). Este comportamiento, y los riesgos que planteaba para el funcionamiento de otros mercados, como renta fija, motivaron la decisión de anunciar un programa de intervención y provisión de liquidez el 14 de julio. Este tuvo por objeto facilitar el ajuste de la economía chilena a un entorno interno y externo con altos grados de incertidumbre. El programa, iniciado el 18 de julio, se extenderá hasta el 30 de septiembre, y contempla un monto de hasta US\$25.000 millones, de los cuales hasta US\$10.000 millones se venderán en el mercado *spot* y hasta US\$10.000 millones en instrumentos de cobertura, más una provisión de liquidez a través de un programa de swaps por hasta US\$5.000 millones^{4/}.

La volatilidad del mercado cambiario ha disminuido de manera relevante tras el anuncio de la intervención (gráfico I.21). Esta observación es refrendada con análisis empírico formal en el trabajo de [Acevedo et al. \(2022\)](#), quienes encuentran una reducción importante (-6,3%) en la paridad los días inmediatamente posteriores al anuncio —controlando por los determinantes usuales del tipo de cambio—, así como en los indicadores de volatilidad con algo de mayor rezago. Esto sugiere que, hasta la fecha, la intervención en curso ha logrado su objetivo de ayudar al correcto funcionamiento del mercado cambiario, facilitando el ajuste de la economía a las actuales condiciones externas e internas. Ello apoya la noción de que, bajo las circunstancias adecuadas, las intervenciones cambiarias pueden disminuir los riesgos asociados a situaciones de alto estrés en el mercado cambiario, y contribuir al correcto funcionamiento de los mercados y la economía. La trayectoria futura del tipo de cambio, sin embargo, dependerá de la evolución de sus determinantes fundamentales y de la manera en que se vayan resolviendo las actuales fuentes de incertidumbre, tanto en el entorno externo como interno.

**GRÁFICO I.21 VOLATILIDAD CAMBIARIA
(porcentaje)**



(*) Líneas verticales segmentadas corresponden a los anuncios de intervención publicados el 28/11/19 y el 14/07/22. América Latina considera a Brasil, Colombia, México y Perú. Exportadores de materias primas considera a Australia y Nueva Zelanda. Volatilidad medida con metodología Riskmetrics, en la cual se utilizan promedios móviles ponderados de manera exponencial. Para cada día se calcula un promedio ponderado entre la varianza del retorno continuamente compuesto y la varianza del día anterior, con la misma metodología.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{4/} Sólo la primera de estas medidas, la venta en mercado *spot*, compromete reservas del Banco Central.



RECUADRO I.3:

Recuperación de la participación laboral tras la pandemia: comparación internacional

Tras la pandemia, el comportamiento de la participación laboral ha sido heterogéneo entre países (gráfico I.22). Dicha heterogeneidad se explicaría, entre otros factores, por las diferencias en las restricciones a la movilidad, el temor al contagio, la recuperación económica y el tipo y monto de las ayudas fiscales entregadas durante los primeros dos años de pandemia. Con el paso del tiempo y la recuperación de la actividad y el empleo en la gran mayoría de países, es posible evaluar el rol de estos factores en la oferta y demanda de trabajo, así como sus implicancias en las perspectivas de mediano plazo del mercado laboral.

La participación laboral cayó con fuerza al comienzo de la pandemia en países en los que se implementaron cuarentenas más estrictas y/o donde la pandemia provocó un número mayor de fallecidos. Estos factores redujeron la oferta de trabajo al desincentivar a las personas a salir de sus casas, pero también afectaron la demanda dada la imposibilidad o reticencia de las empresas a producir. Tras esta caída inicial, la participación laboral se recuperó en varias economías, apoyada por el levantamiento de las restricciones y la recuperación económica que se inició en la segunda parte de 2020. A través de estimaciones de panel y datos para cerca de 40 economías, [Bertinatto et al. \(2022\)](#) muestra que las restricciones, el temor al Covid-19 y la recuperación de la actividad ayudan a explicar parte de las diferencias en el comportamiento de la participación laboral entre 2020 y 2021. Las restricciones a la movilidad tuvieron un impacto más relevante al comienzo de la pandemia y, sobre todo, en economías con mayor porcentaje de informalidad, lo que podría explicarse por el hecho que las relaciones laborales informales suelen requerir mayor contacto directo o que el impacto de la pandemia en países con mayor informalidad fue mayor, provocando caídas más significativas y/o recuperación más lenta de la participación laboral.

Existen, no obstante, otros factores detrás de las diferencias entre países. En Chile y EE. UU., la rápida recuperación de la actividad no fue acompañada por una recuperación sincrónica de la fuerza laboral (gráfico I.23). Los resultados económéticos presentados en [Bertinatto et al. \(2022\)](#) sugieren que los tipos y montos de ayudas fiscales explican parte del comportamiento dispar de la participación laboral entre economías. Aquellos países que implementaron programas de retención del empleo observaron menores caídas de la participación laboral. Parte de este efecto es mecánico en la medida que las relaciones laborales protegidas se mantuvieron categorizadas como empleo, pero también podría reflejar el efecto positivo de mantener relaciones laborales y evitar un costoso proceso de búsqueda que puede resultar disuasivo para muchos trabajadores desplazados.

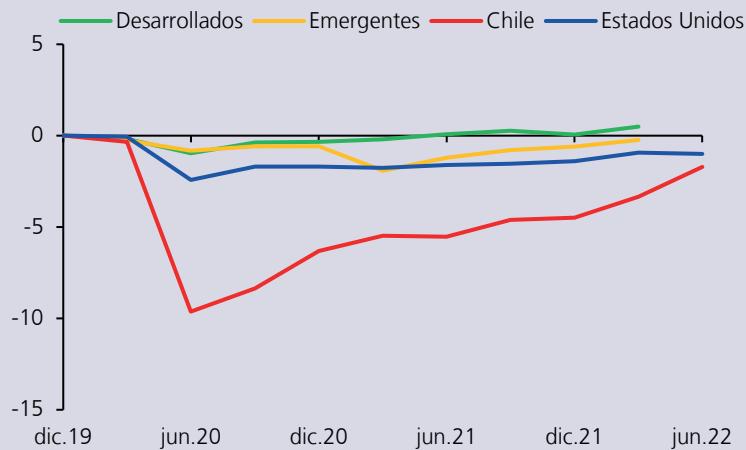
A su vez, países en los que la ayuda fiscal fue más generosa, si bien pudieron proteger a aquellos hogares más vulnerables, habrían visto una postergación en la recuperación de la fuerza laboral, lo que podría ser consecuencia del desincentivo que las ayudas fiscales habrían provocado a reingresar al mercado laboral y buscar empleo. Esta asociación negativa entre las ayudas y la recuperación de la participación laboral es más significativa en países en los que las ayudas fiscales no se entregaron vía programas de retención del empleo y en países en los que se aprobaron retiros de fondos jubilatorios que permitió a las familias contar con niveles elevados de liquidez. Estos resultados se encuentran en línea con recientes publicaciones que estudian el impacto de la extensión de los seguros de desempleo en EE. UU., aunque la literatura suele presentar resultados mixtos^{1/}.

La casi completa recuperación de la participación laboral en la mayoría de las economías sugiere que los impactos en el comportamiento del ciclo y el crecimiento tendencial serían acotados para la mayoría de los países. Sin embargo, en algunas economías como EE. UU., en donde el retiro anticipado de personas cercanas a jubilarse habría sido significativo, la oferta laboral podría mantenerse contenida en el corto plazo, aumentando los desbalances entre demanda y oferta laboral y complicando la convergencia inflacionaria.

^{1/} [Arbogast y Dupor \(2022\)](#), [Coombs et al. \(2021\)](#), [Ganong et al. \(2022\)](#), [Holzer et al. \(2021\)](#), [Michaud \(2022\)](#).



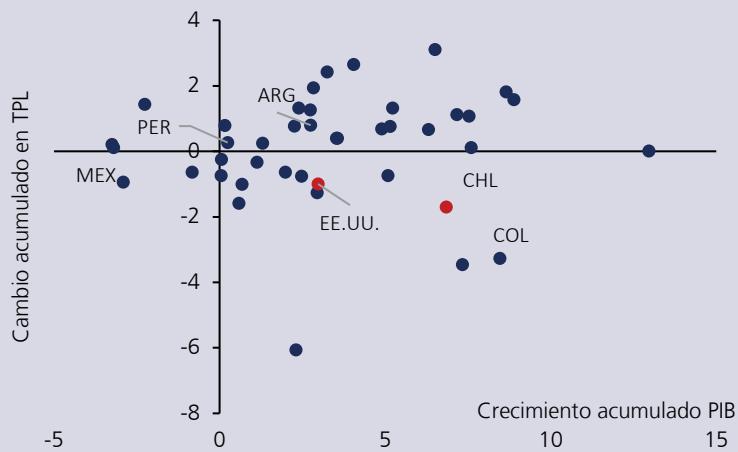
GRÁFICO I.22 TASA DE PARTICIPACIÓN LABORAL ENTRE ECONOMÍAS (*)
(porcentaje, cambios acumulados desde el primer trimestre de 2019)



(*) Desarrollados corresponde a la mediana entre: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. Emergentes corresponde a la mediana entre: Chile, Colombia, Croacia, República Checa, Grecia, Hungría, Israel, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía y Sudáfrica.

Fuentes: Organización Internacional del Trabajo (OIT) e Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

GRÁFICO I.23 CAMBIO EN LA TASA DE PARTICIPACIÓN LABORAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO (*)
(porcentaje, cambios acumulados desde el cuarto trimestre de 2019, desestacionalizado)



(*) Datos actualizados al 4T2021 para Argentina. Datos actualizados al 1T2022 para Austria, Bélgica, Colombia, Croacia, Chipre, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, México, Holanda, Noruega, Perú, Polonia, Portugal, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, Sudáfrica, España, Suecia, Suiza y Reino Unido. Datos actualizados a 2T2022 para Australia, Canadá, Chile, Israel, Japón, Nueva Zelanda y Estados Unidos.

Fuentes: Bloomberg y Organización Internacional del Trabajo (OIT).



RECUADRO I.4:

Comportamiento de los precios en un escenario de alta inflación

La periodicidad y magnitud con que las empresas traspasan a sus precios las presiones de costos y demanda son claves para la dinámica de la inflación y el diseño de la política monetaria. Si escenarios de alta inflación o de incrementos significativos en las expectativas de inflación generan cambios en el comportamiento de fijación de precios y salarios, se pueden producir modificaciones relevantes en los patrones y rezagos a través de los cuales cambios en la demanda o costos afectan la inflación. Además, si tanto empresas como hogares modifican estos márgenes de decisión de forma persistente, la inercia inflacionaria aumentaría, dificultando la convergencia a la meta de 3% en el horizonte de política de dos años¹.

Pese a la importancia de realizar un seguimiento a nivel de empresas y hogares tanto de expectativas de inflación como del comportamiento de fijación de precios y salarios, la escasez de datos desagregados en la gran mayoría de países impide realizar dicho análisis con el grado de granularidad necesario para verificar estos patrones de comportamiento. Afortunadamente, los microdatos de facturación electrónica y del seguro de cesantía permiten realizar dicho análisis para Chile.

En el período entre el tercer trimestre de 2019 y el último trimestre de 2021 se observa un aumento de la demanda y del costo de los insumos bastante superior al verificado entre inicios de 2018 y mediados de 2019. En los salarios, la diferencia es menos evidente (gráfico I.24). En este contexto, se observa un aumento de la frecuencia y magnitud de los cambios de precios por parte de las empresas (gráfico I.25). [Albagli et al. \(2022\)](#) estiman las implicancias de esta mayor presión de demanda y costos sobre la fijación de precios de las empresas. Los resultados muestran que en el período más reciente —definido como de alta inflación— el traspaso del alza del precio de los insumos es sustancialmente mayor que en un período de inflación “normal”. Para la demanda y los salarios, la diferencia también es significativa, pero algo menor en magnitud (gráfico I.26). Estos resultados son coherentes con la evidencia de la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios que realiza el Banco Central, donde los encuestados responden que tanto sus precios de venta como los de sus insumos están aumentando².

En el marco de la alta inflación actual, el mayor traspaso de los costos a los precios de venta plantea desafíos importantes. *Shocks* nominales adicionales, sumados a traspasos más altos, pueden llevar a que la inflación reaccione más vigorosamente que en tiempos normales, lo que debe ser incorporado en el proceso de proyecciones de inflación por parte del Banco Central. En efecto, dichas proyecciones han considerado un mayor grado de traspaso cambiario desde comienzos de 2022, lo que ha contribuido, por ejemplo, a errores de proyección pequeños en el componente subyacente de la inflación de bienes. Por otra parte, el mismo hecho de que la estrategia de fijación de precios se haya modificado en respuesta a cambios en el entorno macroeconómico y a las mayores expectativas de inflación podría introducir mayor persistencia en la dinámica inflacionaria y dificultar la convergencia hacia la meta. El alza que han mostrado las expectativas de inflación de las empresas reafirma la relevancia de este factor. Esta preocupación ha guiado en gran medida las proyecciones y el análisis de riesgos.

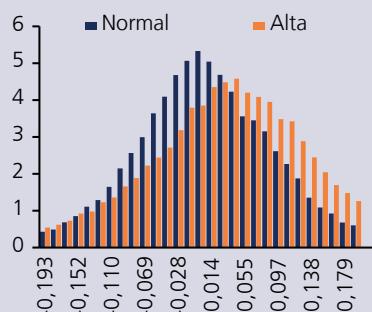
¹/ Mackowiak y Wiederholt (2009) muestran que la transmisión de *shocks* agregados depende del grado de atención que las firmas ponen a estos. En un contexto de *shocks* nominales volátiles, los precios responden más fuerte y con mayor velocidad a estos *shocks*. Alvarez et al. (2011) muestran que la frecuencia de cambio de precios de las firmas aumenta en presencia de *shocks* nominales de mayor tamaño. Así, un ambiente con *shocks* nominales más volátiles y de mayor persistencia, daría lugar a mayores cambios de precios y mayor inflación que en tiempos de baja volatilidad nominal.

²/ En otros países se encuentran resultados similares. Amiti et al. (2022), reportan que en EE.UU. el traspaso de los salarios e insumos a los precios es mayor en 2021 que en años anteriores. Nakamura y Zerom (2010), reportan que en años de baja inflación los coeficientes de traspaso son similares a los presentados en el gráfico I.26. Taylor (2000) señala que el mayor grado de traspaso podría atribuirse a la mayor inflación y persistencia de *shocks* de oferta negativos. Burstein y Gopinath (2014) y Amiti et al. (2019) sugieren que las firmas traspasan los aumentos de costos de forma parcial para no alejarse del precio de sus competidores.

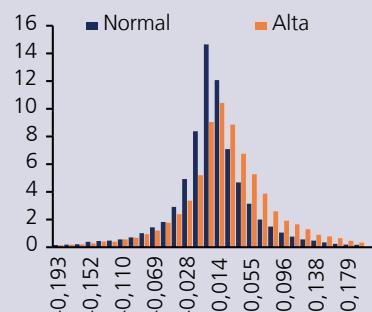


**GRÁFICO I.24 HISTOGRAMAS DE SHOCKS NOMINALES (*)
(densidad)**

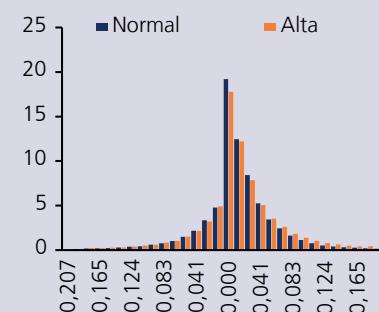
a) Demanda



b) Insumos



c) Salarios



(*) Histogramas de un índice de variación trimestral de demanda, de precios de insumos y de salarios a nivel empresa. Barras azules representan el período 2018T1-2019T3 y las naranjas el período 2019T4-2021T4.

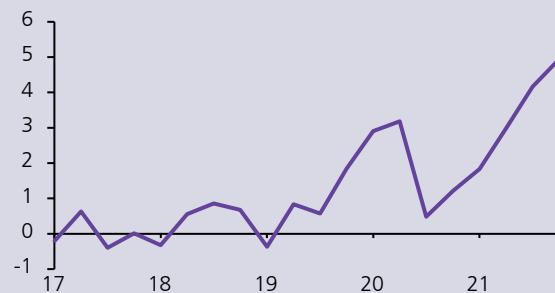
Fuente: Albagli *et al.* (2022).

GRÁFICO I.25 EVOLUCIÓN RECENTE DE LA FRECUENCIA Y MAGNITUD DE CAMBIOS DE PRECIOS (*)

a) Frecuencia
(porcentaje)



b) Magnitud
(variación porcentual trimestral)

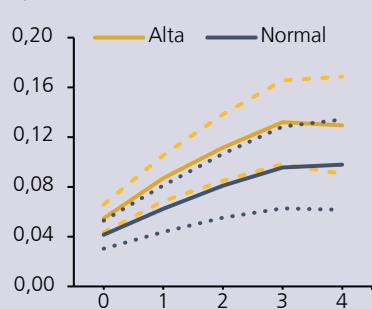


(*) Series de tiempo promedio entre empresas: a) proporción de productos que la firma cambia de precios y b) cambio porcentual promedio de los productos que cambian de precios en una empresa. Ambas medidas se construyen en frecuencia trimestral.

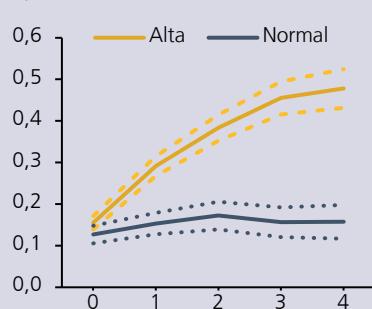
Fuente: Albagli *et al.* (2022).

**GRÁFICO I.26 TRASPASO DE CAMBIOS NOMINALES (*)
(variación trimestral, porcentaje)**

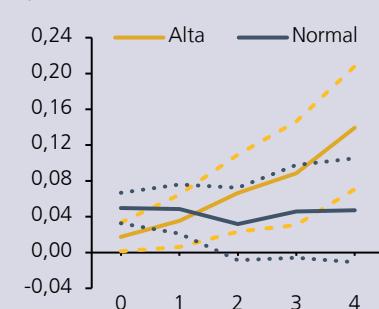
a) Demanda



b) Insumos



c) Salarios



(*) Traspaso de un cambio de 1% a la demanda, precios de insumos y salarios en tiempo de inflación alta, 2019T4-2021T4, y normal, 2018T1-2019T3, contemporáneamente (0) y acumulado a cuatro trimestres. Líneas punteadas son rangos de confianza al 5-95%.

Fuente: Albagli *et al.* (2022).



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La inflación local ha seguido subiendo, en su medición total y subyacente (sin volátiles), superando lo estimado en el IPoM de junio. Una parte relevante de la sorpresa acumulada en los últimos meses se vincula con precios volátiles. La inflación proyectada para 2023 es, en promedio, del orden de 1 punto porcentual (pp) mayor a lo esperado en junio, corrección en que se combinan un peso más depreciado en términos reales y el efecto de mayores expectativas de inflación de hogares y empresas en la persistencia de la misma. En el escenario central, considerada la acción de la política monetaria y la resolución de los desequilibrios que acumuló la economía en 2021, la inflación retornará a 3% durante 2024, dentro del horizonte de política monetaria de dos años. Esto incluye una economía que mostrará una brecha de actividad negativa por varios trimestres, escenario en que el PIB variará entre 1,75 y 2,25% este año, entre -1,5 y -0,5% el próximo, y entre 2,25 y 3,25% el 2024. Tras la decisión de la Reunión de septiembre, la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ubica en torno al nivel máximo que considera el escenario central de este IPoM. Los próximos movimientos de la tasa dependerán de la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia de la inflación a la meta. El Consejo permanecerá especialmente atento a los riesgos al alza para la inflación, tanto por el elevado nivel que ésta ha alcanzado como por el hecho de que las expectativas de inflación a dos años plazo siguen por sobre 3%.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

La inflación siguió aumentando en los últimos meses y superó lo proyectado en el IPoM previo. Si bien las diferencias se concentran en la parte volátil, la subyacente mantiene alzas generalizadas (Capítulo I). Los dos componentes alcanzaron variaciones anuales de 18,8 y 10% a julio, respectivamente, valores no vistos en varias décadas (13,1% el IPC total) (gráfico I.6).

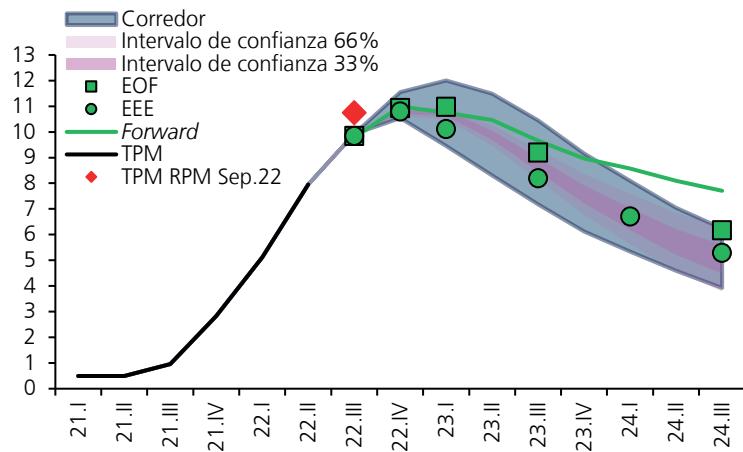
El alza del tipo de cambio es uno de los factores detrás del incremento de las perspectivas para la inflación en el escenario central. Este último considera que el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en valores más altos que lo considerado en junio a largo de todo el horizonte de proyección. El debilitamiento de la moneda local se da en un contexto en que las condiciones financieras externas se han ido estrechando, observándose un fortalecimiento del dólar a nivel global, sin perjuicio de que elementos idiosincráticos siguen afectando su comportamiento (gráfico I.5a). Las proyecciones de este IPoM consideran la información públicamente disponible hasta el jueves 1 de septiembre de 2022. No obstante, en esta oportunidad se realiza una excepción para el tipo de cambio. Considerando el movimiento que tuvo en el último par de semanas, las proyecciones de inflación utilizan como punto de partida un tipo de cambio nominal de \$890 por dólar, que se acerca al promedio del dólar observado en la semana previa a la publicación del IPoM.

Los riesgos al alza para la inflación son relevantes, resaltando que las expectativas de inflación a dos años plazo siguen por sobre 3%. A un año plazo, las de sondeos a expertos y los seguros de inflación avanzaron hasta valores que fluctúan entre 7 y 8%. Las perspectivas de empresas contenidas en el IMCE y la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) superan ese rango. A dos años, todas las mediciones permanecen por encima de 3% (gráfico I.16). Esta evidencia se complementa con la de ajustes de precios a nivel de empresas, que señalan un cambio relevante de comportamiento (Recuadro I.4).



Tras la decisión de la Reunión de septiembre, la TPM se ubica en torno al nivel máximo que considera el escenario central de este IPoM (gráfico II.1). Los próximos movimientos de la tasa dependerán de la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia de la inflación a la meta. El Consejo permanecerá especialmente atento a los riesgos al alza para la inflación, tanto por el elevado nivel que ésta ha alcanzado como por el hecho de que las expectativas de inflación a dos años plazo siguen por sobre 3%.

GRAFICO II.1 CORREDOR PARA LA TPM (*)
(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología descrita en el [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Incluye la EEE de agosto y EOF pre RPM de septiembre y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 31 de agosto. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes. Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

La actividad ha seguido reduciéndose respecto de los elevados niveles que alcanzó en 2021, con un ritmo de ajuste que ha ido acentuándose en los últimos meses, de la mano de una desaceleración más notoria del consumo de los hogares. Luego de una variación casi nula en el primer trimestre, el PIB no minero tuvo un retroceso trimestral de 0,5% en el segundo (serie desestacionalizada). La caída del comercio ha incidido en esta trayectoria, si bien persiste en niveles muy por encima de los pre-pandemia. Esto se da en un contexto en que destaca la reducción del consumo de bienes —especialmente durables—, lo que coincide también con una significativa acumulación de existencias. Cifras parciales del tercer trimestre, como las ventas con boleta electrónica o el Imacec sectorial, reflejan que la moderación del consumo privado continuaría cobrando fuerza, aunque el componente de servicios permanece más resiliente (gráfico I.10).

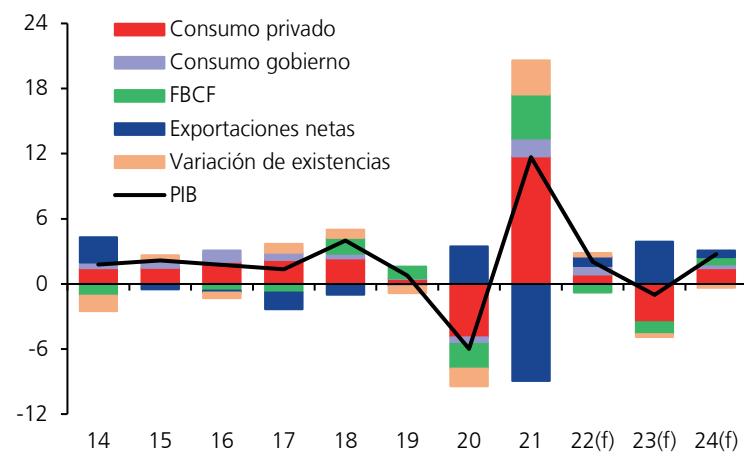
En el escenario central, la economía crecerá entre 1,75 y 2,25% este año (11,7% en 2021) (tabla II.1). El consumo privado cerrará el 2022 con una expansión de 1,4%, luego de alcanzar un avance récord de más de 20% el año anterior. Ello responde en su mayoría a la caída del segmento de bienes durables, que fue el que más creció en 2021 apuntalado por las medidas extraordinarias de estímulo. La inversión se contraerá 3,3%, con bajas tanto en la parte de maquinaria y equipos como de construcción y obras (gráfico II.2).

**TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE**

	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	11,7	1,75-2,25	-1,5 / -0,5	2,25-3,25
Ingreso nacional	15,9	2,1	-1,5	2,8
Demanda interna	21,6	1,2	-4,7	2,2
Demanda interna (sin var. de exist.)	18,0	0,9	-4,6	2,6
Formación bruta de capital fijo	17,6	-3,3	-4,7	2,9
Consumo total	18,2	2,2	-4,6	2,4
Consumo privado	20,3	1,4	-5,7	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	1,3	5,5	3,0
Importaciones de bienes y servicios	31,3	-1,4	-5,5	1,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-6,3	-3,6	-3,3
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	18,8	18,9	20,0	19,9
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,3	25,2	23,6	23,3
FBCF (% del PIB nominal)	24,0	23,5	22,2	22,2
FBCF (% del PIB real)	24,3	23,0	22,1	22,2
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-20.307	-19.600	-11.500	-11.400
Balanza comercial	10.528	7.200	12.100	13.000
Exportaciones	94.677	98.800	99.200	103.000
Importaciones	84.148	91.600	87.100	90.000
Servicios	-11.979	-13.500	-10.200	-10.200
Renta	-18.423	-15.000	-14.300	-15.200
Transferencias corrientes	-433	1.700	900	1.000

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(*) Para 2022-2024, considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



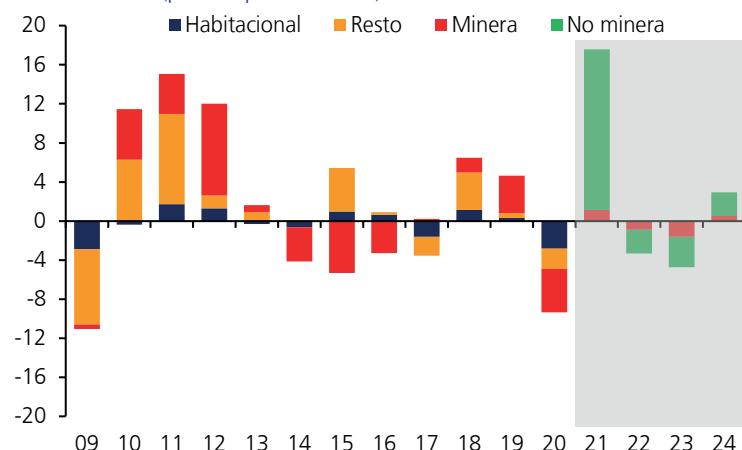
Para el 2023, se sigue esperando una contracción de la economía (-1,5/-0,5%; -1,0/0,0% en junio), la que luego irá a acercándose a tasas de expansión coherentes con su crecimiento tendencial (tabla II.1 y gráfico II.2). Este resultado incluye una reducción del consumo privado y la inversión de 5,7 y 4,7%, respectivamente (-4,1 y -2,2% en junio). Como contrapartida, las exportaciones netas contribuirán de manera sustancial a partir de este año principalmente por un descenso de las importaciones, reflejo del ajuste en marcha del gasto interno. En 2024, se continúa anticipando una expansión del PIB entre 2,25 y 3,25%.

La dinámica reciente del consumo privado está en línea con la evolución de sus fundamentos, que apuntan a que continuará debilitándose hacia adelante. Por un lado, según el IPEC, los consumidores se han vuelto más pesimistas, con indicadores de expectativas alrededor de sus mínimos históricos. Por otro, está el fin de medidas de apoyo de la envergadura observada el año pasado y el efecto negativo del alza de la inflación en los ingresos de los hogares, con salarios reales que mantienen una tendencia decreciente (gráfico I.13). Un grupo importante de empresas del [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN) indica reajustes de sueldos nulos o inferiores a la variación del IPC, cuya frecuencia ha disminuido respecto de lo que habitual. Se agregan peores condiciones de financiamiento a hogares, que incluyen el incremento de las tasas de interés, que a su vez ha sido un catalizador del aumento de los depósitos y captaciones a plazo como muestran los saldos de esas cuentas.

El mercado laboral ha dado señales de ralentización, con una creación de empleo que se mantiene estancada en lo más reciente y un deterioro en las expectativas de contratación. La demanda por trabajo ha ido debilitándose, como se desprende de la menor dotación esperada de las empresas (IPN) o el descenso más marcado de los avisos laborales por Internet (gráfico I.12). La participación laboral ha ido recuperándose de los shocks ocurridos en el transcurso de la pandemia, lo que ha subsanado en parte las dificultades en la búsqueda de personal señaladas por las empresas en trimestres previos. Sin embargo, esta permanece en niveles menores a los pre-pandemia y su repunte ha ido perdiendo fuerza en lo más reciente (Recuadro I.2).

El panorama para la formación bruta de capital fijo (FBCF) se mantiene especialmente pesimista, más allá de la menor contracción prevista para este año debido a factores puntuales (gráfico II.3). La entrada de algunas iniciativas específicas de obras de ingeniería y la reactivación de otras existentes influyeron en la sorpresa positiva del componente de construcción y obras en el segundo trimestre y son el principal elemento detrás de la corrección al alza para el resto del año de la FBCF. Con todo, esta continúa ajustándose a la baja en gran parte de los rubros, lo mismo que sus perspectivas. El último catastro de la Corporación de Bienes de Capital reduce la inversión prevista principalmente en obras públicas, minería y proyectos energéticos. Antecedentes como las ventas de viviendas y materiales de construcción, o el indicador mensual de actividad sectorial (IMACON), refrendan esta debilidad.

**GRAFICO II.3 INCIDENCIAS EN LA VARIACIÓN ANUAL REAL DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (*)
(puntos porcentuales)**



(*) El componente de FBCF resto se trata residualmente. La FBCF sectorial hasta 2020 son datos publicados y para 2021 es una estimación interna. Para informar las proyecciones de los años 2022, 2023 y 2024 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.



La caída más intensa de las expectativas empresariales así como condiciones financieras locales y externas más estrictas, en medio de la alta incertidumbre vigente (Capítulo I), refuerzan esta visión de un deterioro más marcado de la inversión en el próximo bienio. El IMCE ha tenido nuevas bajas, resaltando el pesimismo en la construcción (gráfico I.15). Como señala la [Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre](#), los requisitos de acceso al crédito se volvieron aún más estrictos, para grandes empresas y pymes, siendo la percepción menos favorable del entorno económico y el mayor riesgo de cartera algunas de las causas de las mayores restricciones. Para las empresas del IPN, esto último se debe sobre todo al incremento de las tasas de interés. Las tasas de los préstamos de más largo plazo, hipotecarios inclusive, siguen reflejando el impacto de los *shocks* a los que ha estado sujeto el mercado de capitales en años recientes. El IPN reporta que subió la proporción de empresas que, aun necesitando un crédito, no ha podido solicitarlo, aumentando aquellas que aducen una alta carga financiera como causal. El alza más persistente del TCR afectará especialmente al componente de maquinaria y equipos, por el encarecimiento de los bienes de capital, cuyas importaciones han agudizado su caída en lo reciente.

Las proyecciones del mercado para la actividad y la demanda sobrepasan a las del escenario central, sobre todo para 2023. Las diferencias son especialmente notorias en el caso del consumo privado. Tanto la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) como Consensus Forecasts anticipan que este caerá 1,5% ese año. Para el PIB y la inversión, ambas fuentes prevén retrocesos en torno a 0,5 y 2,5%, respectivamente. En términos acumulados, las estimaciones para el consumo privado y la inversión de este IPoM son de alrededor de 5 y 2,5% menores hacia fines de 2023 que las reportadas en la mediana de la EEE (tabla II.2).

TABLA II.2 PROYECCIONES PARA EL CONSUMO PRIVADO Y LA FBCF (*)
(variación anual, porcentaje)

	Consumo privado				FBCF			
	IPoM Sep.22	EEE	CF	Diferencia IPoM-EEE	IPoM Sep.22	EEE	CF	Diferencia IPoM-EEE
2022	1,4	2,0	3,2	-0,6	-3,3	-3,2	-2,6	-0,1
2023	-5,7	-1,5	-1,5	-4,2	-4,7	-2,5	-2,6	-2,2
2024	2,5				2,9			
Acumulado 2022-2023	-4,3	0,5	1,7	-4,8	-8,0	-5,7	-5,2	-2,3

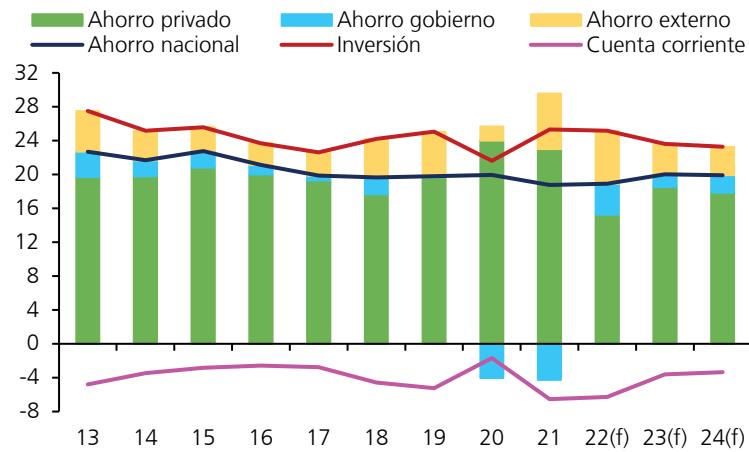
(*) La EEE y CF corresponden a las mediciones de agosto y consideran la mediana y la media de las respuestas, respectivamente.
Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

El escenario fiscal previsto para el período 2022-2024 es coherente con el [Informe de Finanzas Públicas \(IFP\) del segundo trimestre](#), que considera un gasto fiscal superior al contemplado en el IPoM de junio, aunque se mantendrá en niveles sustancialmente menores al *peak* que tuvo en 2021. El último IFP anticipa una disminución real de 24,1% este año, lo que representa un gasto 0,8pp del PIB mayor al informado en el IFP previo. Esta corrección incluye, entre otros, la implementación de medidas para seguir mitigando los impactos de la crisis sanitaria. El déficit fiscal efectivo se estima en 0,1% del PIB en 2022, su menor valor desde 2012. En 2023 y 2024, se asume que el gasto fiscal alcanzará un nivel compatible con la trayectoria prevista para el balance cíclicamente ajustado en el último IFP. Según la autoridad, todo esto se enmarca en el proceso de normalización de las finanzas públicas para resguardar su sostenibilidad en el mediano plazo.



El escenario central incorpora una reducción del déficit de la cuenta corriente en el horizonte de proyección, en línea con perspectivas de una caída más intensa del gasto local en su parte transable. Ello permitirá recomponer el ahorro nacional y contribuirá al ajuste de los desequilibrios incubados en años previos. El significativo gasto del gobierno producto de las medidas de apoyo y la disminución del ahorro privado por los retiros de los fondos de pensiones llevaron a una caída sustantiva del ahorro nacional, que alcanzó 18,8% del PIB en 2021, bastante por debajo de sus promedios históricos. El fin de ayudas fiscales de la envergadura observada el año pasado conducirá a un incremento del ahorro del gobierno de aproximadamente 8pp del PIB en 2022. El ahorro privado aumentará del orden de 3pp del PIB el próximo año, sobre todo por una reducción de la demanda de transables. Esto concuerda con la baja que se espera de las importaciones, que inciden en la mejora prevista de la balanza comercial de bienes y servicios desde 2023 en adelante. La de servicios se verá favorecida por la caída de los costos transporte a nivel global, que también influyeron de forma importante en el mayor déficit de la cuenta corriente desde el año pasado. Así, tras el máximo alcanzado en el segundo trimestre (8,5% del PIB acumulado en doce meses), se proyecta que el saldo negativo de la cuenta corriente tendrá un rápido descenso a partir del semestre en curso, para alcanzar valores de 6,3, 3,6 y 3,3% del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente (6,6, 4,5 y 4,0% en junio). Medido a precios de tendencia^{1/}, este llegará a 5,8% en 2022, 2,7% en 2023 y 2,7% en 2024 (6,7, 4,1 y 3,4% en junio, respectivamente) (gráfico II.4).

GRAFICO II.4 CUENTA CORRIENTE: AHORRO E INVERSIÓN (*)
(porcentaje del PIB anual)



(*) El componente de ahorro de gobierno considera como dato efectivo hasta 2021 el balance del gobierno general, para 2022 hasta 2024 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

El impulso externo que recibirá la economía chilena nuevamente se revisa a la baja. Los principales cambios provienen del tono más contractivo que ha consolidado la política monetaria a nivel global, dada la elevada inflación y su mayor persistencia, en especial en EE.UU. Ello mantendrá las condiciones financieras internacionales más estrechas. En línea con el cambio de mensaje por parte de la Reserva Federal (Fed), los mercados externos han seguido incorporando expectativas de un ajuste mayor para la política monetaria en EE.UU., así como para otros países (Recuadro I.1). La mayor restrictividad monetaria es uno de los principales elementos detrás de las perspectivas más negativas para el desempeño de la economía mundial. Desde el IPoM de junio, destaca primordialmente el fortalecimiento del dólar frente al resto de las monedas, el cual alcanzó su valor más apreciado en dos décadas. Las tasas de interés de largo plazo continúan por encima de los niveles de comienzos de este año y los spreads han tenido nuevas alzas en el mundo emergente (gráfico I.5). Esto ocurre en un contexto marcado por importantes vaivenes financieros, reflejo en su mayoría de la alta sensibilidad que están mostrando los mercados ante la evolución de los datos o dichos de las autoridades.

^{1/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustible considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos de los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio de largo plazo del cobre de US\$3,3 la libra y del petróleo de US\$60 el barril (Recuadros [V.2 IPoM septiembre 2012](#) y [Recuadro V.3 IPoM junio 2021](#)).



El impacto de la mayor restrictividad monetaria en la actividad global, junto con una revaluación de los efectos de la guerra en Ucrania y la débil situación en China, llevan a reducir el crecimiento previsto de los socios comerciales en el bienio 2022-2023: 2,6% en promedio (2,8% en junio) (tabla II.3). En EE.UU., el deterioro de las condiciones crediticias producto de los ajustes y comunicación de la Fed continuarán afectando la inversión, que tuvo una importante caída en el segundo trimestre. Asimismo, se espera que el descenso de las confianzas de los hogares repercuta negativamente en el consumo, que ha tenido una mayor resiliencia dada la solidez del mercado laboral. Fundamentos similares aplican en el recorte de las perspectivas para el resto del mundo desarrollado, que en el caso de la Eurozona —más allá de la sorpresa positiva en el PIB del segundo trimestre— también incorpora los impactos directos de la invasión rusa a Ucrania. En China, la fragilidad del mercado inmobiliario y los alcances de las políticas cero Covid confirman un panorama más débil hacia adelante, con indicadores de desempleo, expectativas y desempeño del crédito menos favorables en los últimos meses. En América Latina, pese a que las cifras de la primera mitad del año superaron lo previsto, se mantiene el pesimismo, en medio de peores condiciones financieras para economías emergentes, una menor demanda externa y tensiones políticas, entre otros.

TABLA II.3 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 10-19	2020	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
Mundo a PPC	3,7	-3,0	6,3	2,5	2,4	3,2
Mundo a TC de mercado	3,1	-3,3	6,0	2,4	2,0	2,7
Socios comerciales	3,9	-2,0	6,4	2,6	2,6	3,1
Estados Unidos	2,3	-3,4	5,7	1,7	0,3	2,1
Eurozona	1,4	-6,5	5,3	2,7	0,7	1,4
Japón	1,2	-4,6	1,7	1,4	0,9	1,0
China	7,7	2,2	8,1	3,2	5,1	4,9
India	7,1	-6,6	8,7	7,0	5,9	7,0
Resto de Asia	4,7	-2,3	4,2	4,0	3,5	3,8
América Latina (excl. Chile)	1,8	-7,5	6,2	2,3	1,0	1,7
Exp. de prod. básicos	2,2	-4,1	4,9	3,3	1,9	1,9

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

(f) Proyección.

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

Las perspectivas para los precios de las materias primas disminuyen, recogiendo los efectos de la mayor debilidad que se anticipa de la economía mundial y un dólar más apreciado. Los precios de los alimentos, salvo las carnes, son los que más se revisan a la baja. Estos acumulan un retroceso de más de 12% entre mayo y agosto (índice FAO) y su corrección se extiende a lo largo de todo el horizonte de proyección. La mayor oferta prevista, que incluye la reanudación de los envíos de granos desde Ucrania, y la caída del valor de los fertilizantes son elementos que están detrás de esta proyección.

Para el cobre y el petróleo, las correcciones a la baja se dan pese a la estrechez que conservan los respectivos mercados. La combinación de estos ajustes da como resultado un deterioro de los términos de intercambio (tabla II.4 y gráfico II.5). Los precios del cobre y el petróleo han descendido entre 15 y 20% desde el IPoM de junio, en un contexto en que los niveles de inventarios continúan en torno a sus mínimos en ambos casos y donde todavía hay disruptiones de oferta (gráfico I.4). Las revisiones se concentran principalmente en el corto plazo, con valores de llegada a fines del horizonte de dos años no muy diferentes de los supuestos en junio. Se espera que el precio del cobre alcance en promedio en el trienio 2022-2024 US\$3,6 la libra (US\$3,8 en junio) y el del petróleo (promedio WTI-Brent) US\$90 el barril (US\$93 en junio).



TABLA II.4 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

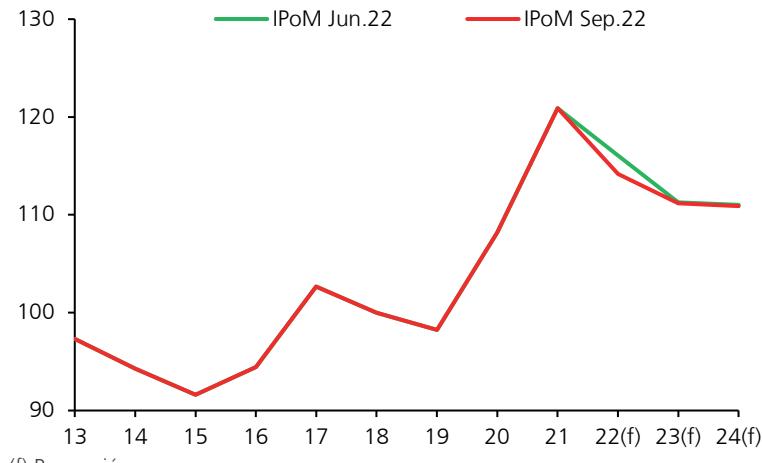
	Prom. 10-19	2020	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	1,0	10,1	11,8	-5,6	-2,6	-0,3
Precios externos (en US\$)	0,6	-1,1	9,3	4,9	2,8	3,5
(nivel)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	306	280	423	400	350	340
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	72	39	68	98	86	79
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	80	42	70	103	91	84
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	610	333	579	852	683	629
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,5	0,3	1,8	4,2	3,8

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

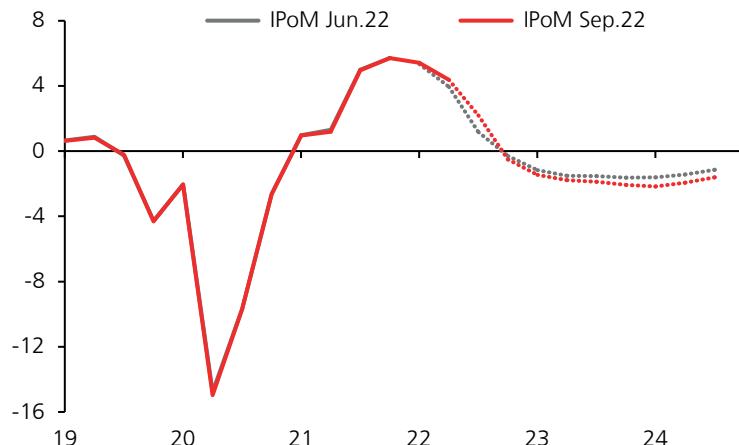
BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

En el escenario central, la brecha de actividad continuará en una senda de descenso, para alcanzar en el mediano plazo valores más negativos que los estimados en el IPoM pasado. En lo inmediato, la brecha será algo mayor que lo planteado en esa ocasión, en lo que inciden sorpresas positivas en algunos sectores del PIB no minero, principalmente de servicios. A fines de este año, esta se volverá negativa, para, desde ahí en adelante, permanecer por debajo de la trayectoria señalada en junio, dado el ajuste más intenso previsto de la economía (gráfico II.6). Estas proyecciones son coherentes con el retorno de la actividad hacia la trayectoria de crecimiento que exhibía previo a la crisis del Covid-19, y asumen un crecimiento del PIB potencial^{2/} en torno a 3% en promedio en 2022-2024. A su vez, no considera cambios en los parámetros estructurales, los que serán reevaluados en el Informe de diciembre próximo.

^{2/} El concepto de PIB potencial se refiere al nivel del PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo.



GRAFICO II.6 BRECHA DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)



(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el [IPoM de Junio 2021](#) (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas de inflación vuelven a revisarse al alza. La mayor persistencia inflacionaria que se prevé es un factor determinante en el incremento de las proyecciones, dada su influencia a través de los efectos de segunda vuelta y la indexación. El aumento de los registros efectivos seguirá incidiendo a través del ajuste de los precios de bienes y servicios, en un contexto en que además las expectativas de inflación de los distintos agentes han continuado subiendo (gráfico I.16). Esto también ha incidido en cambios más frecuentes de precios por parte de las empresas, en respuesta al alza de la demanda y los costos en los últimos dos años (Recuadro I.4). A su vez, según distintas mediciones, las empresas siguen señalando la estrechez de sus márgenes, que se comprimieron el año pasado ([Recuadro I.3, IPoM junio 2022](#)).

Otro elemento que explica este ajuste es la mayor depreciación del tipo de cambio. Esta depreciación es uno de los factores detrás de la sorpresa inflacionaria desde el IPoM pasado. Los mayores niveles del TCR en el horizonte de proyección, respecto de lo contemplado en junio, mantendrán más elevados los costos de los bienes e insumos importados. Esto último ya es una preocupación para una fracción relevante de empresas, acorde con las entrevistas del IPN.

El impacto del aumento del precio del dólar es compensado parcialmente por una menor trayectoria efectiva y esperada de los precios internacionales de algunos alimentos y combustibles. En general, los precios de las materias primas han disminuido, si bien aún están por encima de sus promedios de los últimos años (gráfico I.4). En el caso de los combustibles, se suma el rezago con que opera el mecanismo de estabilización de estos precios (MEPCO), por lo que las bajas serán algo más lentas que las del precio del petróleo. Otros factores ligados a las presiones de costos externas, como los cuellos de botella y el valor de los fletes, también tendieron a aliviarse en meses recientes, aunque están lejos de normalizarse del todo (gráfico I.9).

El escenario central de este IPoM sigue proyectando que la variación anual del IPC tendrá su punto máximo durante el tercer trimestre de este año. Despues irá descendiendo, cerrando el 2022 en 12% (9,9% en el IPoM de junio) y convergiendo a la meta dentro del horizonte de dos años (tabla II.5 y gráfico II.7). Se espera que el ritmo de aumento de los precios vaya desacelerándose conforme se consolida la ralentización de la economía local y se vayan ajustando los significativos desequilibrios que se acumularon en 2021. La baja de la inflación también permitirá ir aplacando los impactos asociados a su mayor persistencia en los efectos de segunda vuelta y la indexación. Así, la devolución de los elementos locales, que son los que más influyeron en el avance de la inflación desde 2021, vuelve a explicar el grueso de la disminución a partir de su nivel más alto hasta fines del horizonte de proyección (gráfico II.8). La reducción del TCR —pese a que su trayectoria supera lo anticipado en junio y al promedio los últimos 15-20 años— así como de los precios de las materias primas también permitirá ir reduciendo los registros inflacionarios.



TABLA II.5 INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

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

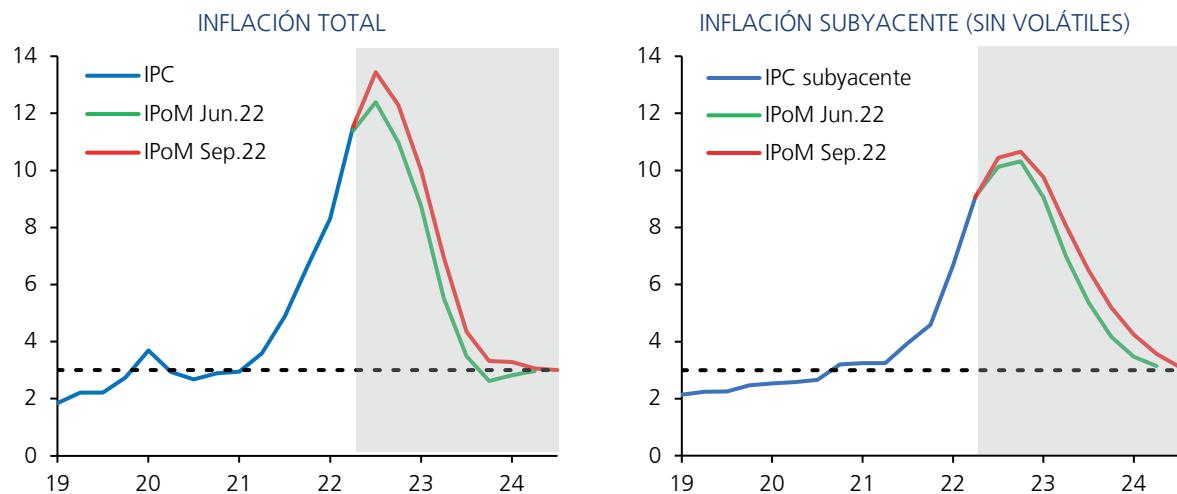
(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2024.

(f) Proyección.

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

GRAFICO II.7 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del tercer trimestre de 2022, corresponde a la proyección.

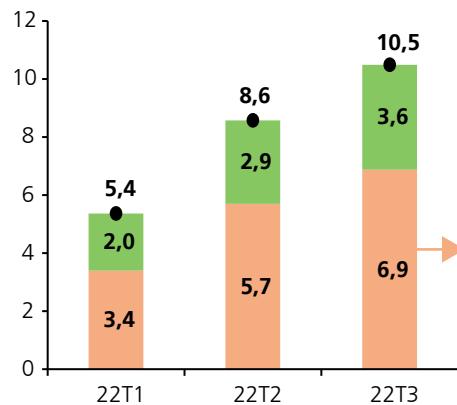
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



GRAFICO II.8 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DEL IPC

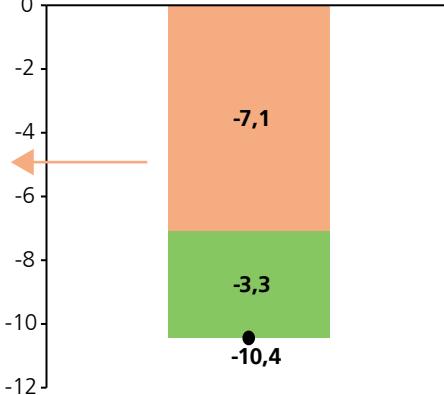
a) Cambio en la inflación anual respecto del primer trimestre de 2021 (1)(2)(3) (puntos porcentuales)

■ Factores internos ■ Factores externos ● Total



b) Cambio en la proyección de la inflación anual entre el tercer trimestre de 2024 y el tercer trimestre de 2022 (1)(2)(3) (puntos porcentuales)

■ Factores internos ■ Factores externos ● Total



Considera, entre otros, el impacto de una depreciación del peso por factores locales.

(1) Factores internos: demanda, presiones de costos en bienes y servicios y persistencia inflacionaria explicada por efectos de segunda vuelta e indexación. Incluye efecto asociado a depreciación cambiaria idiosincrática. Factores externos: efecto de precio del petróleo, alimentos importados y otras materias primas, inflación externa y condiciones financieras externas menos favorables.
(2) La descomposición de factores es construida con los modelos de proyección estructurales del Banco Central de Chile (XMAS-MSEP).

(3) Cifras del tercer trimestre de 2022 y del tercer trimestre de 2024 corresponden a proyecciones.

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

La inflación subyacente terminará el año en 10,5% anual (9,7% en el IPoM de junio). Se sigue previendo que su disminución ocurrirá a un ritmo más lento que el de la medición total. Esto es coherente con las señales de mayor persistencia que ha ido exhibiendo la inflación. El IPC subyacente se aproximará hasta 3% hacia mediados de 2024.

ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, el Consejo considera un rango de escenarios de sensibilidad que pueden requerir una acción de política monetaria algo distinta, tal como se deriva del corredor de la TPM (gráfico II.1).

La parte alta del corredor está definida por escenarios de sensibilidad donde la mayor persistencia de la inflación a nivel global conduce a una respuesta más agresiva de la política monetaria, en particular en EE.UU. Esto llevaría a una subida mayor de las tasas de la Fed que, tal como ha ocurrido en ciclos pasados, provocaría una caída de los precios de las materias primas, un retroceso de la actividad mundial y un deterioro de las condiciones financieras internacionales, incluyendo una depreciación generalizada de las monedas emergentes frente al dólar, el peso inclusive. Esto elevaría las presiones inflacionarias para la economía chilena, en especial en el corto plazo, requiriendo un alza de la TPM por sobre la del escenario central.



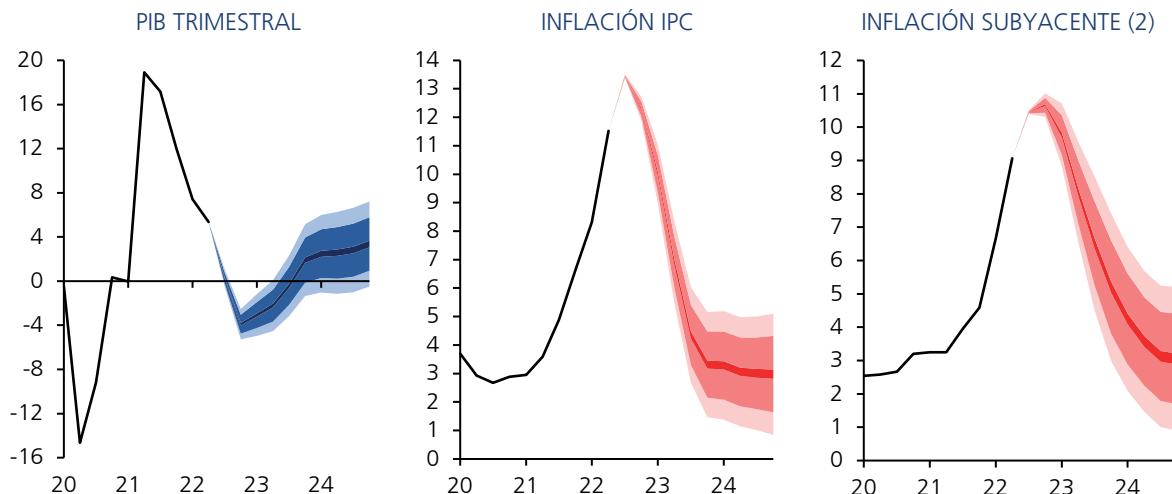
La parte baja del corredor se relaciona con presiones inflacionarias que ceden más rápido, haciendo necesario un ajuste monetario menos restrictivo que el del escenario central. Esto podría ocurrir si la actividad y la demanda local se contraen con mayor fuerza que lo anticipado, dado el impacto en el consumo y la inversión del debilitamiento del mercado laboral, las confianzas de hogares y empresas y las condiciones financieras más restrictivas.

Existen otros escenarios que ubicarían la trayectoria de la TPM dentro de los bordes del corredor. Es posible que las presiones de costos globales se alivien más pronto, contribuyendo a la disminución de la inflación local. El menor ajuste monetario que ello requeriría en las diferentes economías, también la chilena, favorecería el crecimiento mundial y el desarrollo de los mercados internacionales. En la otra dirección, tampoco se puede descartar una mayor persistencia de la inflación local de producirse un ajuste menor del gasto, en un contexto en que las expectativas de inflación han ido escalando a distintos plazos. Ello demandaría alzas de la TPM que superan las del escenario central.

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria sobrepasaría los límites del corredor para la TPM (gráfico II.9).

El riesgo de observar un fenómeno inflacionario mucho más persistente es una preocupación para el Consejo. De concretarse, podrían llevar a una restrictividad monetaria mayor, por fuera del límite superior del corredor de TPM. Este riesgo es especialmente relevante en un contexto donde la inflación ha sorprendido al alza por varios trimestres y las expectativas inflacionarias permanecen sobre 3% a dos años plazo. Recuperar rápidamente los equilibrios macroeconómicos ayudará a reducir este riesgo, al mismo tiempo que permitirá que la economía chilena pueda enfrentar adecuadamente un mayor deterioro del escenario externo.

GRAFICO II.9 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)



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

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



ANEXO A:

Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta un análisis de la evolución reciente del balance del Banco Central de Chile. Primero, se revisa la evolución del balance para el primer semestre de 2022. En segundo lugar, se analiza la composición del balance. Por último, se presentan las proyecciones de largo plazo.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2022

En comparación con el cierre de 2021, durante la primera mitad de este año se observó una leve disminución de los activos y pasivos, y una caída del patrimonio como porcentaje del PIB (tabla A.1). Así, entre el 31 de diciembre de 2021 y el 30 de junio de 2022, el tamaño de los activos disminuyó en \$1.011 mil millones, pasando de 32,8% a 30,4% del PIB, mientras que los pasivos disminuyeron en \$928 mil millones, desde 31,4% a 29,1% del PIB. Como resultado, el Banco Central pasó, en 6 meses, de tener un patrimonio de \$3.252 mil millones (equivalente a 1,4% del PIB) a un patrimonio de \$3.168 mil millones (equivalente a 1,2% del PIB) apoyado por ganancias asociadas a la variación del tipo de cambio (depreciación del peso).

La disminución del tamaño de los activos que componen el balance, cercano a 2,4% del PIB durante el primer semestre de 2022 (tabla A.1), se explicó principalmente por una caída de las reservas internacionales de \$1.490 mil millones, pasando de 18,1 a 16,5% del PIB entre diciembre de 2021 y junio de 2022^{1/}. Esto se debió a menores depósitos *overnight* de bancos comerciales por \$2.027 mil millones, compensado en parte por un mayor valor del portafolio de inversiones por \$480 mil millones, producto de la depreciación del peso (8,2%). Por su parte, los activos en moneda local aumentaron marginalmente en \$43 mil millones por el mayor valor de los bonos bancarios (\$23 mil millones), a pesar de que durante el semestre hubo vencimientos por \$422 mil millones. La variación positiva se explica, principalmente, por el incremento del valor de la UF. Asimismo, el valor del saldo de las transferencias fiscales (Ley 18.401) aumentó en \$19 mil millones, también por la variación de la UF. Con todo, los activos en moneda local pasaron de 14,5 a 13,7% del PIB.

Como contrapartida, los pasivos disminuyeron 2,3% del PIB, donde la base monetaria disminuyó \$1.914 mil millones, pasando de 8,9 a 7,6% del PIB entre diciembre de 2021 y junio de 2022. Los pagarés con mercado secundario subieron \$2.375 mil millones —los Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) aumentaron \$2.615 mil millones y la deuda de largo plazo disminuyó \$240 mil millones—, pasando de 17,8 a 17,6% del PIB en el mismo período. Además, los instrumentos de política con bancos (esencialmente la Facilidad Permanente de Depósitos, FPD) aumentaron en \$612 mil, desde 1,9 a 2,0% del PIB entre diciembre de 2021 y junio de 2022. Por otra parte, otros pasivos con bancos (principalmente depósitos *overnight* de bancos comerciales) disminuyeron en \$2.030 mil millones, desde un 1,5 a 0,6% del PIB (tabla A.1).

^{1/} Se calcula convirtiendo el stock de reservas desde dólares de EE.UU. a pesos chilenos, utilizando el tipo de cambio de cierre de período. El PIB se contabiliza en pesos chilenos. Este ratio puede diferir del que se utiliza en publicaciones donde el dólar de EE.UU. es considerado como numerario.



Al cierre del período, se registró un patrimonio positivo de \$3.168 mil millones (1,2% del PIB), explicados a partir de un capital inicial y otras reservas de \$2,165 mil millones (0,8% del PIB) y un resultado neto del ejercicio de \$1.004 mil millones (0,4% del PIB). Este último se debió a las ganancias por la variación del tipo de cambio de \$2.493 mil millones, por variación neta de la UF de \$410 mil millones (asociadas principalmente a la inversión en bonos bancarios denominados en UF), por intereses netos de -\$1.837 mil millones y por costos no financieros de -\$63 mil millones. Esto último se atribuye, principalmente, a gastos de administración y personal por -\$36 mil millones y a emisión de circulante por -\$25 mil millones.

Las medidas especiales adoptadas por el Banco Central de Chile durante 2020 y 2021 explican una parte del resultado patrimonial para el primer semestre de 2022. Respecto de los activos denominados en moneda nacional, la cartera de bonos bancarios generó ganancias totales por \$516 mil millones, lo que incluye ganancias por intereses y reajustes por \$402 mil millones y ganancias por mayor valor de mercado por \$114 mil millones. Por otra parte, se registraron ingresos por intereses asociados a la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) y a la Línea de Crédito de Liquidez (LCL) por \$73 mil millones (tabla A.2).

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

	2019	2020	2021	Jun.22
ACTIVOS	16,5	29,6	32,8	30,4
Reservas internacionales (1)	15,4	13,9	18,1	16,5
Pagarés fiscales y otros créditos al gobierno	0,2	0,2	0,1	0,1
Instrumentos de política monetaria (2)	0,8	11,0	12,0	11,3
Bonos Bancarios (3)		4,3	2,3	2,2
Depósitos a plazo		0,1	0,0	0,0
Otros activos	0,2	0,1	0,1	0,3
PASIVOS	17,3	30,5	31,4	29,1
Pagarés con mercado secundario	7,1	10,5	17,8	17,6
Instrumento de política con bancos	1,6	3,8	1,9	2,0
Otros pasivos con bancos	2,0	0,6	1,5	0,6
Otros pasivos excepto base monetaria (4)	0,4	0,5	1,3	1,2
Base monetaria	6,3	15,1	8,9	7,6
PATRIMONIO (A+B+C)	-0,8	-0,9	1,4	1,2
A. Capital inicial	-1,8	-0,6	-1,0	0,8
B. Resultado neto	1,1	-0,2	2,4	0,4
No financieros	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Intereses netos (5)	0,5	-0,2	-0,1	-0,7
Por variación tipos de cambio y variación de UF	0,6	0,0	2,5	1,1
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en ME (6)	12,9	12,9	15,4	14,5

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

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

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

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

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

(6) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

Fuente: Banco Central de Chile.



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

	Monto realizado (3)	Ganancias/Pérdidas
Bonos Bancarios (2)	5.614	516
Préstamos FCIC - LCL (3)	28.966	73
Total	34.580	589

(1) Corresponde a ganancias o pérdidas con impacto patrimonial de las medidas especiales implementadas por el Banco Central de Chile durante el primer semestre de 2022.

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

(3) Montos corresponden a stocks vigentes al 30 de junio de 2022.

Fuente: Banco Central de Chile.

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron una caída de la base monetaria de \$1.914 mil millones (tabla A.3).

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

	2019	2020	2021	Jun.22
1. Reservas Internacionales Netas	-140	-1.168	9.294	-2.385
2. Instrumentos de política en moneda nacional (MN)	1.862	17.895	-14.066	-2.862
3. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-823	26	-291	948
4. Otras operaciones en ME (3)	-1.684	1.129	-3.737	2.385
Base Monetaria (variación=1+2+3+4)	-785	17.883	-8.800	-1.914
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+4) (4)	-1.824	-39	5.557	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.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Además de la estructura y tamaño del balance, durante el primer semestre de 2022 también se observaron cambios en variables financieras relevantes. La brecha negativa de la tasa de rendimiento entre activos y pasivos aumentó a 400 puntos base (pb), principalmente producto del alza de 500pb de la TPM local en ese periodo. Por su parte, la brecha de duración entre activos y pasivos disminuyó en 1,3 meses, por la reducción de la duración de activos en moneda local. Por último, tanto en los activos como en los pasivos, disminuyó la exposición del balance a las monedas extranjeras, debido a los menores depósitos *overnight* de bancos comerciales. Además, por el lado de los pasivos aumentó la exposición relativa al peso, por el incremento de los PDBC y de la FPD (tabla A.4).



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

	Jun.22		Dic.21	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Tasa de Rendimiento promedio (%)	2,5	6,5	1,2	2,5
Duración promedio (meses) (*)	27,3	0,4	28,5	0,3
Monedas Extranjeras (%)	55,0	6,4	55,6	8,9
Monedas Nacionales UF (%)	7,5	0,4	7,3	0,5
Monedas Nacionales CLP (%)	37,5	93,2	37,1	90,5

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

Fuente: Banco Central de Chile.

COMPOSICIÓN DEL BALANCE

Al cierre del primer semestre de 2022, el 55% de los activos estaban denominados en moneda extranjera (55,6% al cierre de 2021). Estos se encuentran compuestos por dólares de EE.UU. (70,9%), Derechos Especiales de Giro del FMI (DEG) (8,7%), renminbi de China (7,7%), euros (4,3%), libra esterlina (3,4%), dólar de Australia (2,6%) y won de Corea del Sur (2,4%), siendo el activo más importante en moneda extranjera el portafolio de inversiones de las reservas internacionales (87,5% del total)^{2/}. En términos absolutos, los activos denominados en moneda extranjera disminuyeron \$1.055 mil millones, lo que se explica principalmente por menores depósitos de bancos comerciales en el portafolio de caja, perteneciente a las reservas internacionales. Por su parte, los activos en moneda local representaron el 45% del total de activos (83,3% en pesos y 16,7% en UF) y, en términos absolutos, aumentaron en \$43 mil millones, principalmente por el aumento del valor de los bonos bancarios denominados en UF y por el saldo de las transferencias fiscales (Ley 18.401), las cuales también están denominadas en UF.

Respecto del total de los pasivos, la proporción de los pagarés e instrumentos de política (deuda de corto plazo) subió desde 62,7 a 67,4%, consistente con el retiro del estímulo monetario. Este movimiento fue compensado, parcialmente, por una disminución de la base monetaria desde 28,4% al cierre de 2021 a 26,2% al cierre de junio de 2022. Por su parte, la reducción de la base monetaria se explicó, principalmente, por una caída del circulante, específicamente del saldo de billetes y monedas de \$1.628 mil millones.

PROYECCIÓN DEL BALANCE EN EL LARGO PLAZO

En el corto plazo, se proyecta que el patrimonio del banco volverá a ser negativo. Sin embargo, en el escenario central de la proyección de largo plazo, la rentabilidad tanto de las reservas internacionales como de los activos locales y el menor costo relativo de la deuda, harán que disminuya gradualmente el déficit patrimonial del Banco Central de Chile. Así, se proyecta que el patrimonio volverá a ser positivo en septiembre del 2037. Esta proyección considera diversos supuestos, entre los que destacan: (i) el crecimiento en línea con las proyecciones del PIB tendencial del Banco Central; (ii) una evolución de la inflación local que tiende a 3%; (iii) el tipo de cambio real converge hacia fines de 2025 a su promedio de los últimos 10 años, permaneciendo en ese nivel en el horizonte de proyección; (iv) retiro de la liquidez inyectada en la economía a través de los programas de compra de bonos bancarios —cuyas inversiones se mantienen en cartera a vencimiento— y de los programas especiales FCIC1–LCL, FCIC2 y FCIC3; (v) no hay emisión de deuda de largo plazo; (vi) la deuda de corto plazo se ajusta de manera residual para mantener la identidad patrimonial del balance; y (vii) el crecimiento de los activos en moneda nacional se absorbe en los pasivos con los PDBC, base monetaria y FPD.

^{2/} La composición del comparador referencial del portafolio de inversiones es dólares de EE.UU. (77%), renminbi de China (8%), euros (5%), libra esterlina (4%), dólar de Australia (3%), y el won de Corea del Sur (3%).



El 14 de julio de 2022 el Banco Central de Chile anunció un nuevo programa de medidas especiales a implementarse entre el 18 de julio y el 30 de septiembre de 2022^{3/}. Este programa consta de 2 partes, una orientada a la intervención cambiaria que contempla la venta de dólares spot por hasta US\$10.000 millones y la venta de instrumentos de cobertura cambiaria por hasta un monto de US\$10.000 millones. La otra parte del programa está orientada a la provisión de liquidez en dólares con *swap* de divisas por hasta US\$5.000 millones, complementado con un programa de liquidez en pesos a través de operaciones REPO a los mismos plazos.

^{3/} Ver https://www.bcentral.cl/documents/33528/133208/Comunicado_14072022.pdf/ffa577d9-1565-7b3d-a6b5-4b0f2ad26e71?t=1657847088980



ANEXO B:

Gestión de las reservas internacionales

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

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

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

Para la administración de las inversiones de las reservas internacionales se aplican los principios de segregación de funciones. La Gerencia de Operaciones de Mercado gestiona los portafolios de inversión y de caja tomando en consideración los lineamientos establecidos en la Política de Inversión que aprueba el Consejo del Banco Central de Chile. La Gerencia de Gestión Estratégica del Negocio participa en el diseño de la política de inversión que se propone al Consejo y es responsable de realizar el análisis de desempeño de las inversiones. La Gerencia de Operaciones y Sistemas de Pago es responsable del procesamiento 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 los derechos y obligaciones que se contraen. Estas tres unidades dependen funcionalmente de la División de Mercados Financieros.

Por su parte, la División de Riesgo Corporativo tiene la función de identificar, monitorear, modelar y medir los riesgos corporativos, financieros, operacionales y estratégicos del Banco Central de Chile. Además, dirige el *compliance* de las operaciones financieras del Banco Central, asegurando la disponibilidad de información adecuada sobre el cumplimiento de las políticas internas. A su vez, la División de Riesgo Corporativo actúa como contraparte técnica en el proceso de gestión de riesgos de las operaciones financieras del Banco Central, definición de políticas y *benchmark* correspondientes.



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

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

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

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

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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

La composición referencial del Portafolio de Inversiones contempla un total de seis monedas: dólar de EE.UU. (77%), renminbi de China (8%), euro (5%), libra esterlina (4%), dólar de Australia (3%) y won de la República de Corea del Sur (3%). El Portafolio de Liquidez se encuentra íntegramente invertido en bonos nominales del Tesoro de EE.UU.; mientras que el Portafolio de Diversificación considera bonos nominales soberanos (50%) denominados en: renminbi de China (20%), dólar de EE.UU. (15%), dólar de Australia (7,5%) y won de la República de Corea del Sur (7,5%); y bonos indizados a la inflación (50%) denominados en dólar de EE.UU. (27,5%), euro (12,5%) y libra esterlina (10%).



En cuanto a riesgo de crédito, el comparador referencial o *benchmark* contempla 100% de exposición a riesgo soberano. El riesgo de tasa de interés global del Portafolio de Inversiones, medido por duración, es de aproximadamente 31,5 meses. A su vez, el Portafolio de Liquidez presenta una duración de 31,9 meses y el Portafolio de Diversificación una de 30,9 meses (tabla B.2).

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

Moneda	Participación/ Duración	Portafolio de inversiones				Total Portafolio de Inversiones
		Portafolio de Liquidez (PL)	Subtotal PL	Portafolio de Diversificación (PD)	Subtotal PD	
USD	Participación	60,0%	100,0%	17,0%	42,5%	77,0%
	Duración (meses)	31,91		29,41		31,36
CNY	Participación			8,0%	20,0%	8,0%
	Duración (meses)			31,32		31,32
EUR	Participación			5,0%	12,5%	5,0%
	Duración (meses)			31,44		30,44
GBP	Participación			4,0%	10,0%	4,0%
	Duración (meses)			31,08		31,08
AUD	Participación			3,0%	7,5%	3,0%
	Duración (meses)			37,22		37,22
KRW	Participación			3,0%	7,5%	3,0%
	Duración (meses)			32,37		32,37
Total	Participación			40,0%	100,0%	100,0%
	Duración (meses)			30,90		31,51

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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile al 30 de junio de 2022.

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, nivel de patrimonio de las instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas. Por su parte, para la administración del riesgo de mercado se utiliza, principalmente, un presupuesto de riesgo (*tracking error*). Dicho presupuesto de riesgo contempla un límite de 40 puntos base (pb) de promedio mensual y un límite de 50pb que no puede ser superado en ningún momento del tiempo.

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



Al cierre del primer semestre del 2022, una porción del Portafolio de Inversiones (2,8%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente: *BNP Paribas Asset Management USA, Inc.* (BNPP AM) y *Allianz Global Investors GmbH* (AGI). Estas firmas comenzaron su mandato en noviembre del 2021, luego de un exhaustivo proceso de selección que se llevó a cabo durante el segundo semestre de ese año.

En el primer semestre de 2022, el retorno obtenido en la gestión de las reservas internacionales fue de -3,20% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Medido en dólares de EE.UU., la rentabilidad fue -4,71% (tabla B.3), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen considera la trayectoria que tuvieron las paridades en que se invierten los activos respecto del dólar.

TABLA B.3 RETORNOS ABSOLUTOS Y DIFERENCIALES, GESTIÓN RESERVAS INTERNACIONALES (1) (2) (3) (4)
(porcentaje)

Periodo	En moneda de origen		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2022	-3,20	-3,32	-4,71	-4,82	0,11
2021	0,58	0,52	-0,13	-0,04	-0,09
2020	2,42	2,39	5,64	5,63	0,02
2019	5,67	6,25	5,39	6,09	-0,70
2018	1,70	1,66	-0,35	-0,32	-0,03
2017	0,77	0,62	4,17	4,06	0,11
2016	0,90	0,90	0,13	0,17	-0,04
2015	0,73	0,90	-3,74	-3,58	-0,16
2014	1,65	1,52	-2,94	-3,14	0,21
2013	0,26	0,21	-0,71	-0,77	0,06
2012	0,66	1,01	1,43	1,77	-0,35

(1) Cifras del año 2022 corresponden al primer semestre, no anualizadas.

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

(3) A contar de 2014 se considera el retorno medido en moneda de origen, el que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio, mientras que entre 2012 y 2013 se muestra el retorno expresado en divisas, como aproximación del retorno en moneda de origen. El retorno en divisas es el retorno expresado en la canasta de monedas del comparador referencial y es equivalente al retorno en moneda de origen en la medida que las inversiones se ciñan al benchmark.

(4) En 2012, 2019 y 2021 se realizaron ajustes a los comparadores referenciales.

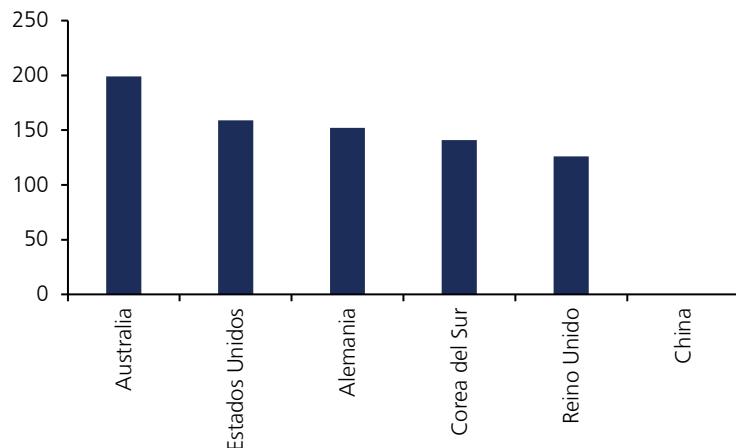
Fuente: Banco Central de Chile.

En términos generales, el retorno negativo del portafolio se explica principalmente por el alza de interés observada en los instrumentos de renta fija a nivel global (gráfico B.1) y por el fortalecimiento del dólar de EE.UU. frente a las principales monedas, lo que implicó una disminución en el valor de los activos. El efecto de esta disminución en el valor del portafolio fue compensado parcialmente por el devengo de los instrumentos de renta fija. Cabe destacar que, medida en pesos, la rentabilidad del primer semestre fue de 4,78%, lo que se explica, principalmente, por el fortalecimiento de la canasta de monedas en las que se invierte respecto de la moneda local.

Por otra parte, el retorno diferencial del primer semestre atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue de 11pb por sobre el desempeño del comparador referencial (Tabla B.3).



GRÁFICO B.1 VARIACIÓN DE TASAS DE REFERENCIA DE BONOS DE GOBIERNO A 10 AÑOS PLAZO (1) (2)
(puntos base)

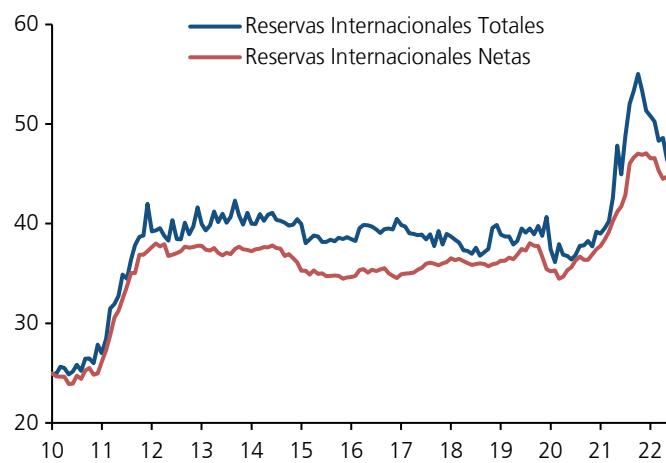


(1) Variación de tasas durante el primer semestre de 2022.

(2) Variación negativa en las tasas de interés implica un incremento en el valor de los instrumentos de renta fija y viceversa.
Fuente: Bloomberg.

Al 30 de junio de 2022, las reservas internacionales alcanzaron US\$45.820,5 millones (gráfico B.2). Del total de estas reservas, US\$40.095,7 millones correspondían al Portafolio de Inversiones, US\$1.780,0 millones al portafolio de caja y US\$3.944,9 millones a otros activos. Del total de reservas internacionales, 70,7% estaban invertidas en dólares de EE.UU., 4,4% en euros, 2,6% en dólares de Australia y 22,3% en otras divisas. Se debe mencionar que, dentro de las otras divisas, se encuentra el renminbi de China con una participación de 7,6%.

GRÁFICO B.2 RESERVAS INTERNACIONALES (*)
(stock, mil millones de US\$)



(*) Las reservas internacionales netas excluyen al portafolio de caja. Datos al 30 de junio 2022.
Fuente: Banco Central de Chile.



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

Tipo de Portafolio	Moneda	2021		2022	
		Dic.	%	Jun	%
Portafolio de Inversiones		42.817,8	83,4	40.095,7	87,5
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	9,2	0,0	356,0	0,8
	Euro	0,4	0,0	0,3	0,0
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dólar de Australia	0,1	0,0	0,0	0,0
	Otras Divisas	32,0	0,1	10,4	0,0
Valores	Dólar de EE.UU.	32.919,7	64,1	30.256,4	66,0
	Euro	2.147,8	4,2	2.004,6	4,4
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dólar de Australia	1.297,6	2,5	1.189,7	2,6
	Otras Divisas	6.411,0	12,5	6.278,2	13,7
Totales	Dólar de EE.UU.	32.928,9	64,2	30.612,4	66,8
	Euro	2.148,2	4,2	2.004,9	4,4
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,1	0,0
	Dólar de Australia	1.297,7	2,5	1.189,7	2,6
	Otras Divisas	6.443,0	12,6	6.288,6	13,7
Portafolio Caja		4.309,1	8,4	1.780,0	3,9
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	4.309,1	8,4	1.780,0	3,9
Otros Activos		4.202,9	8,2	3.944,9	8,6
Oro Monetario	Otras Divisas	14,3	0,0	14,4	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	3.502,4	6,8	3.280,2	7,2
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	684,9	1,3	648,9	1,4
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	1,3	0,0	1,3	0,0
Total Reservas Internacionales		51.329,8	100,0	45.820,5	100,0
	Dólar de EE.UU.	37.239,3	72,5	32.393,8	70,7
	Euro	2.148,2	4,2	2.004,9	4,4
	Dólar de Canadá	0,0	0,0	0,1	0,0
	Dólar de Australia	1.297,7	2,5	1.189,7	2,6
	Otras Divisas	10.644,6	20,7	10.232,1	22,3

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2022, las reservas internacionales totalizaron US\$5.509,3 millones menos que al cierre de 2021. Por una parte, se observó una disminución en el valor del portafolio de inversiones (-US\$2.722,1) y en el portafolio de caja (-US\$2.529,1 millones), cuya variación reflejó cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco^{1/}. Adicionalmente, durante el período se observó una disminución de US\$258,0 millones en el ítem otros activos, explicado en parte por menores tenencias de Derechos

^{1/} La disminución del Portafolio de Caja se debió a que los bancos comerciales locales redujeron los depósitos en moneda extranjera por una disminución en sus requerimientos de Reserva Técnica.



Especiales de Giro (DEG) con el FMI por el resultado neto de distintas operaciones (tabla B.4). Entre dichas operaciones se encuentra el aporte de capital que realizó el Banco Central de Chile al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) con motivo de su adhesión como banco central asociado a ese organismo internacional, lo que fue anunciado en febrero de 2022 ^{2/}.

En cuanto a la exposición del Portafolio de Inversiones por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio 2022, las inversiones en riesgo soberano representaban 96,5% del Portafolio de Inversiones y se encontraban, principalmente, en EE.UU. (72,7%), China (8,6%), Reino Unido (4,0%) y Francia (3,2%). Al cierre del período, las inversiones en riesgo supranacional representaban un 2,4%, el riesgo de agencias 0,2% y el riesgo bancario un 0,9% (tablas B.5 y B.6 ^{3/}).

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

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supranacionales	TOTAL
Alemania	505		31		536
Arabia Saudita	94				94
Australia	638				638
Canadá	71				71
Catar	25				25
China	3.361				3.361
Corea del Sur	1.103		24		1.127
Dinamarca	18	110			128
Emiratos Árabes	63				63
España	380				380
Estados Unidos	28.465				28.465
Francia	1.236				1.236
Japón	119				119
Polonia	14				14
Reino Unido	1.577				1.577
Suecia	15				15
Suiza		230			230
Supranacional				873	873
Otros		3			3
TOTAL	37.684	343	56	873	38.957

(*) La categoría Otros corresponde a operaciones FX, saldos en cuentas corresponsales y flujos por pagar/recibir.
Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-se-integra-al-fondo-latinoamericano-de-reservas-fla-1>.

^{3/} Las tablas B.5 y B.6 muestran el detalle del portafolio de inversiones desagregado por administración interna y externa.



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

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supranacionales	TOTAL
Alemania	40		1		41
Arabia Saudita	11				11
Australia	10				10
Austria	20				20
Bélgica	1				1
Canadá	5	8			13
Catar	3				3
China	93	8			101
Corea del Sur	28		3		32
Emiratos Árabes	6				6
España	13				13
Estados Unidos	672		5		677
Finlandia	8				8
Francia	38				38
Israel	6				6
Japón	11				11
Noruega		7			7
Polonia	11				11
Reino Unido	43				43
Supranacional				88	88
Total	1.017	23	10	88	1.138

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2022, la composición de monedas del Portafolio de Inversiones era: 77,6% en dólares de EE.UU., 7,7% en renminbi de China, 4,5% en euros, 4,2% en libra esterlina, 3,0% en won de la República de Corea del Sur, 2,7% en dólar de Australia y el restante 0,3% estaba invertido en otras monedas (tabla B.7).

Al cierre de junio, los administradores externos BNP PAM y AGI gestionaban un total de US\$1.138 millones, pertenecientes al Portafolio de Inversiones.

Como información complementaria, en esta ocasión se presentan antecedentes adicionales sobre la dinámica que ha tenido el portafolio de caja, y cómo la evolución de dicho portafolio incide a su vez en el nivel de las reservas internacionales. Como se mencionó, el portafolio de caja está constituido por los saldos mantenidos en cuenta corriente por el Fisco, empresas públicas y bancos comerciales. El Fisco, representado por la Tesorería General de la República y Codelco, principalmente, por el lado de las empresas públicas, mantienen operaciones regulares en dólares producto de sus actividades propias. En ese contexto, estas entidades utilizan las cuentas corrientes que mantienen en el Banco Central de Chile para depositar saldos en dólares y tomar depósitos, típicamente de muy corto plazo. Estos recursos en dólares se contabilizan como parte del portafolio de caja de las reservas internacionales y constituyen, al mismo tiempo, un pasivo exigible para el Banco Central. Esta contabilización se encuentra en línea con las mejores prácticas internacionales.



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

Moneda	Participación
Dólar de Estados Unidos	77,6
Renminbi de China	7,7
Euro	4,5
Libra esterlina	4,2
Won de Corea del Sur	3,0
Dólar de Australia	2,7
Otras monedas	0,3
TOTAL	100,0

(1) Incluye posiciones en forwards de monedas.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

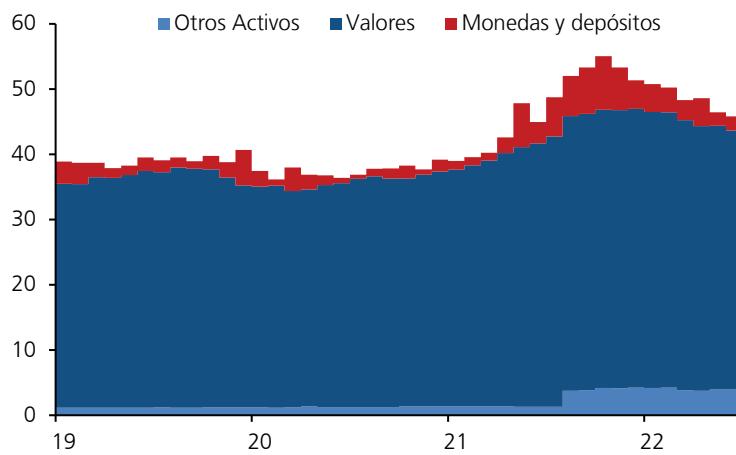
Adicionalmente, los bancos comerciales mantienen cuentas corrientes en dólares con el Banco Central, las que también utilizan para mantener saldos y tomar depósitos. Típicamente, los bancos utilizan las cuentas del Banco Central con el propósito de dar cumplimiento a los requerimientos normativos de Encaje y de Reserva Técnica. El comportamiento de los bancos comerciales es el que más incide en la evolución del tamaño y volatilidad del portafolio de caja, perteneciente a las reservas internacionales.

A modo de ejemplo, a mediados de octubre de 2021, el portafolio de caja superó los US\$10.000 millones, cifra que se compara con los US\$1.780 millones de cierre de junio 2022. Esta caída de más de US\$8.000 millones implica una disminución de igual magnitud en las reservas internacionales. Este movimiento, que es el resultado de decisiones de terceros, no es atribuible al eventual uso de reservas por parte del Banco Central o a un deterioro en el valor del portafolio de inversiones por movimientos de mercado (tasas y paridades).

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



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



Fuente: Banco Central de Chile.

Es importante destacar que las reservas internacionales constituyen la principal fuente de liquidez en moneda extranjera que dispone el Banco Central de Chile. Sin embargo, el Banco cuenta con fuentes complementarias de liquidez, de distinta naturaleza. Desde el 29 de agosto de 2022 se encuentra disponible la Línea de Crédito Flexible otorgada por el Fondo Monetario Internacional (FMI - US\$ 18.500 millones), la que es de carácter precautorio y transitorio (2 años). A esto, se debe sumar el potencial acceso a la línea del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR - hasta US\$ 1.250 millones) y a los recursos que podrían ser obtenidos de la línea swap RMB/CLP con el Banco Popular de la República de China, por US\$ 8.000 millones. De este modo, los *buffers* complementarios de liquidez llegan a US\$ 27.750 millones, los que se suman a las tenencias propias de reservas internacionales (Tabla B.8). Esto forma parte de la estrategia del Banco Central de Chile para fortalecer su posición líquida en moneda extranjera frente al riesgo de shocks externos.

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

Reservas internacionales (1)	45.821
Portafolio de inversiones	40.096
Portafolio de caja	1.780
Otros activos (2)	3.945
Líneas de liquidez vigentes	27.750
FMI - "Línea de crédito flexible" (3)	18.500
Banco Central RPC . "Línea swap"	8.000
FLAR - "Balanza de pagos"	1.250

(1) Al 30 de junio 2022.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile



ANEXO C:

Principales medidas del Banco Central de Chile adoptadas durante el 2022

ENERO

6. El Banco Central de Chile sometió a consulta pública, mediante Acuerdo N°2448-01-220106, una propuesta de perfeccionamientos a su regulación general sobre cuentas de ahorro^{1/}. Ello, con el objeto de adecuarla y modernizarla, tomando en consideración los desarrollos tecnológicos recientes de la industria financiera que han potenciado su crecimiento, tales como la contratación remota por medios digitales y las mayores posibilidades de integración con otros productos o instrumentos financieros. Las principales modificaciones corresponden a explicitar y facilitar la contratación de manera remota y en línea de cuentas de ahorro, y la revisión de límites y plazos asociados a estos productos. La normativa definitiva fue publicada el 22 de junio de 2022^{2/}.

13. Por Acuerdo N° 2449-01-220113, el Consejo aprobó el Plan de Deuda 2022 del Banco Central de Chile.

20. Por Acuerdo N° 2450-04-220120, el Consejo aprobó la incorporación del Banco Central de Chile en calidad de Banco Central Asociado al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), mediante el envío de una Solicitud de Vinculación. El acuerdo se ajustó a los siguientes términos: Capital a ser suscrito: US\$500.000.000 (quinientos millones de dólares de EE.UU.). Capital a ser pagado: US\$500.000.000 (quinientos millones de dólares de EE.UU.). Reservas institucionales a ser pagadas: US\$58.600.000 (cincuenta y ocho millones seiscientos mil dólares de EE.UU.). El pago de los montos descritos se realizó mediante su equivalente en Derechos Especiales de Giro que integran las reservas internacionales del Banco Central de Chile.

25. Mediante Acuerdo N° 2450-05-220120, el Banco Central de Chile publicó una nueva regulación que autoriza la creación y reglamenta el funcionamiento de las Cámaras de Compensación para Pagos de Bajo Valor. Esto, siguiendo su mandato legal de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, y con el objetivo de modernizar la regulación y facilitar desarrollos e innovaciones en los medios de pago de bajo valor.

Este nuevo marco normativo está desarrollado con el objetivo de adaptarse a distintos modelos de funcionamiento de manera flexible, permitiendo la innovación, y al mismo tiempo, avanzar en una mayor convergencia hacia la implementación de estándares internacionales de gestión de riesgos. Para estos efectos, el diseño de la regulación considera un desarrollo incremental, de manera que a través del tiempo se configuren requerimientos proporcionales para actores y se admitan modelos de funcionamiento diversos^{3/}.

^{1/} Modificaciones a los Capítulos del Título III.E de su Compendio de Normas Financieras (CNF). Para mayor detalle, ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-publica-para-consulta-propuesta-que-moderniza-su-regulacion-sobre-cuentas-de-ahorro-a-plazo>.

^{2/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-moderniza-regulacion-sobre-cuentas-de-ahorro-a-plazo>.

^{3/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-publica-nueva-regulacion>.



26. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 150 puntos base (pb), hasta 5,5%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de los Consejeros presentes⁴.

FEBRERO

16. En el marco de sus acciones para fortalecer la posición de liquidez internacional del país, el Banco Central de Chile anunció la aprobación de su solicitud de ingreso al FLAR⁵, lo que fue aprobado con esta fecha por la Asamblea de ese organismo, del cual forman parte Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

El Fondo tiene como objetivos acudir en apoyo de las balanzas de pagos de los países miembros, otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros; mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros; y contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países que lo integran.

En ese sentido, la incorporación al FLAR no solo permite al Banco Central de Chile ampliar las fuentes de liquidez en moneda extranjera, sino que también ayuda a fortalecer la red de seguridad financiera regional, contribuyendo al proceso de consolidar líneas de financiamiento regionales, tal como ocurre en otros continentes. Asimismo, expande las instancias de trabajo colaborativo, mediante la asistencia técnica e intercambio de mejores prácticas en distintos ámbitos de interés⁶.

MARZO

8. El Banco Central de Chile publicó, mediante Acuerdo N°2456-02-220303, una nueva regulación sobre gestión de riesgos de liquidez del sistema bancario. Esto, en el marco de la adaptación de la regulación del Banco Central a los estándares de Basilea III. Este proceso se completa y profundiza a través de las modificaciones publicadas⁷.

Los principales ajustes corresponden a: i) incorporación gradual de un límite normativo sobre el indicador Coeficiente de Financiación Estable Neta (NSFR) de Basilea III, adopción de Coeficiente de Cobertura de Liquidez (LCR) mínimo de 100%, y derogación de límites sobre Descalces de Plazo; ii) perfeccionamiento del reconocimiento de la Reserva Técnica (RT) en la medición del LCR; y iii) incorporación del proceso de autoevaluación de liquidez.

29. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la TPM en 150pb, hasta 7%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de los Consejeros⁸.

⁴/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-rpm-enero-2022>.

⁵/ Solicitud acordada mediante el Acuerdo N°2451-06-220127. Para mayor información, ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/2451-06-220127>.

⁶/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-se-integra-al-fondo-latinoamericano-de-reservas-fla-1>.

⁷/ Modificaciones al Capítulo III.B.2.1 de su Compendio de Normas Financieras (CNF). Para mayor detalle, ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-publica-nueva-regulacion-sobre-gestion-de-riesgos-de-liquidez-del-sistema-bancario>.

⁸/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-rpm-marzo-2022>.



ABRIL

7. Por Acuerdo N° 2464-04-220407, el Consejo del Banco Central de Chile designó a doña Natalia Aránguiz Berrios como reemplazante en el cargo de integrante subrogante del Comité para la Fijación de Límites a las Tasas de Intercambio, creado por la Ley N° 21.365, que le corresponde nombrar al Banco.

14. El Banco Central de Chile, a través del Acuerdo N° 2466-03-220414, derogó el Capítulo VIII del Compendio de Normas de Cambios Internacionales y del Manual del referido Compendio. Lo anterior, debido a la existencia de fuentes alternativas de información, a través de las cuales el Banco Central puede acceder más fácilmente a estos datos. La derogación entró en vigencia el 1 de julio de 2022^{9/}.

18. El Consejo del Banco Central de Chile, en virtud del principio de probidad en el ejercicio de la función pública y de su política de transparencia institucional, mediante Acuerdo N° 2466-01-220414, resolvió adoptar y divulgar un Código de Conducta que establece normas, obligaciones y prohibiciones a las que los Consejeros deberán ajustarse en el desempeño de sus funciones. Ello, más allá del mínimo que establece la legislación vigente, en concordancia con el compromiso del Banco Central de aplicar los más altos estándares de integridad en el cumplimiento de su mandato. Este Código fue publicado en el sitio web institucional con fecha 18 de abril de 2022^{10/}.

21. El Banco Central de Chile, mediante acuerdo N°2466-04-220414, abrió consulta pública sobre nuevos requisitos de acceso y normas de funcionamiento del Mercado Cambiario Formal (MCF). Estas modificaciones constituyen la tercera etapa de proceso de modernización de la regulación cambiaria del Banco Central, contemplado en su Planificación Estratégica 2018-2022.

En lo esencial, se simplifican los requisitos aplicables a entidades no bancarias para formar parte del MCF, facilitando el acceso de corredores de bolsa, agentes de valores y bancos extranjeros con oficinas de representación en Chile, que estén fiscalizados por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). De manera adicional, las entidades del MCF que utilicen plataformas transaccionales electrónicas deberán verificar que estas cumplan con estándares mínimos de funcionamiento y reglas de acceso públicas, objetivas y no discriminatorias^{11/}.

MAYO

2. En el contexto de revisión y actualización permanente de los requerimientos y normas de seguridad aplicables al Sistema de Pagos de Alto Valor administrado por el Banco Central, denominado Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), se informó la adopción, a contar del 5 de septiembre de 2022, de requerimientos de seguridad adicionales para efectos de la conexión y comunicación de los apoderados de los participantes del LBTR con dicho sistema de pagos.

Se adoptaron los cambios normativos correspondientes en los Reglamentos Operativos, para los subsistemas LBTR, en Moneda Nacional y en Dólares, contenidos en el Compendio de Normas Financieras del Banco (CNF)^{12/}.

5. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la TPM en 125pb, hasta 8,25%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de los Consejeros^{13/}.

^{9/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/2466-03-220414>.

^{10/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/consejo-del-banco-central-aprueba-codigo-de-conducta>.

^{11/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-abre-consulta-publica-sobre-nuevos-requisitos-de-acceso-y-normas-de-funcionamiento-del-mercado-cambiario-formal>.

^{12/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/cc679>.

^{13/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-rpm-mayo-2022>.



11. El Banco Central de Chile publicó con esta fecha el informe “Emisión de una Moneda Digital de Banco Central en Chile”, en el que realiza su primera evaluación respecto de los beneficios y desafíos que supondría la emisión de una moneda digital de este tipo en nuestro país (MDBC).

El interés del Banco Central en explorar la posibilidad de emitir pesos chilenos en formato digital se enmarca en un contexto de creciente digitalización de los pagos, la que ha sido impulsada por el acelerado avance tecnológico y la incorporación de nuevos instrumentos y actores al mercado de pagos.

El informe destaca que la emisión de una MDBC permitiría potenciar los beneficios asociados a la transformación digital, a la vez que mitigar algunos de sus riesgos. En particular, una MDBC podría contribuir al desarrollo de un sistema de pagos más competitivo, innovador, integrado, inclusivo y resiliente. No obstante, el informe concluye que una decisión final al respecto requiere un análisis más profundo sobre sus costos y beneficios, así como una comparación más acabada con otras alternativas de política que abordan los mismos desafíos¹⁴.

12. Se modernizó el Compendio de Normas Monetarias y Financieras del Banco Central de Chile (CNMF), por Acuerdo N°2470-02-220512, para efectos de incluir a las Cooperativas de Ahorro y Crédito fiscalizadas por la CMF, que den cumplimiento a lo dispuesto en el Capítulo III.C.2 del CNF, en la lista de instituciones financieras o agentes de características comunes, que pueden operar en el Mercado Primario de instrumentos de deuda emitidos por el Banco Central^{15/16}.

12. El Consejo del Banco Central de Chile designó, por Acuerdo N° 2470-03-220512, a doña Bárbara Pamela Ulloa Llanos, como reemplazante del integrante subrogante del Comité para la Fijación de Límites a las Tasas de Intercambio (“Comité”), creado por la Ley N° 21.365, que corresponde nombrar al Banco Central.

13. Con esta fecha se publicó la modificación del Reglamento para el Funcionamiento del Consejo del Banco Central de Chile¹⁷.

Lo anterior, con el objetivo de incorporar el esquema de Reuniones de Política Financiera (RPF) para implementar el proceso de toma de decisiones referido al Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC), previsto en el artículo 66 ter de la Ley General de Bancos (LGB), incorporado por la Ley N° 21.130 sobre Modernización de la Legislación Bancaria. Cabe señalar que dicho precepto legal es el que otorga al Banco Central la responsabilidad de activar, mantener o desactivar el RCC, determinando el nivel y plazo de adopción del mismo, en su caso¹⁸.

El RCC se concibe como un requerimiento de carácter macroprudencial, cuyo objetivo es aumentar la resiliencia de dicho sistema frente a escenarios de estrés severos, producto de riesgos de carácter sistémico.

Por su parte, se contempla efectuar dos sesiones ordinarias de RPF cada año, cuyas fechas son anunciadas anualmente por el Banco, lo que es sin perjuicio que pudiere determinarse celebrar sesiones extraordinarias o especiales.

13. Del mismo modo, a través del Acuerdo citado, se modernizó el CNMF para permitir que en las operaciones de la Facilidad de Liquidez Intradía (FLI), efectuadas mediante la Línea de Crédito con garantía prendaria (LCGP), se puedan constituir en prenda valores que tengan vencimientos parciales durante la vigencia de la misma operación^{19/20}.

¹⁴/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-publica-informe-emision-de-una-moneda-digital-de-banco-central-en-chile>.

¹⁵/ Capítulo 1.3 del CNMF, junto con Reglamento Operativo N° 2 de su Manual.

¹⁶/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/cc680>.

¹⁷/ Acuerdo N°2470-01-220512.

¹⁸/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/2470-01-220512>.

¹⁹/ Capítulo 2.3 del CNMF, junto con Reglamento Operativo N° 6 de su Manual.

²⁰/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/cc681>.



17. En su primera Reunión de Política Financiera, celebrada como sesión ordinaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó no activar el RCC. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros²¹.

17. El Consejo del Banco Central de Chile nombró, a partir del 1 de junio, a don Javier Cruz Tamburrino como Oficial de Cumplimiento, cargo que fue establecido este año²².

Las principales responsabilidades del nuevo cargo —que depende de la Fiscalía del Banco Central— comprenden diseñar e implementar un Plan Anual de Cumplimiento, coordinar y articular, en forma colaborativa, las actividades de cumplimiento para asegurar la correcta consecución de su cometido. Asimismo, evaluar los elementos existentes de *compliance* y su integración al programa de cumplimiento (canales de denuncia, sistema de declaraciones, entre otros).

20. Por Acuerdo N° 2473E-01-220520 y en virtud de lo dispuesto en el artículo 38 N°3 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, el Consejo aprobó la apertura de una Línea de Liquidez de Corto Plazo (LLCP) por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) a favor del Banco Central de Chile, por una suma equivalente al 145% de la cuota que mantiene Chile en ese organismo multilateral por un plazo de un año, renovable²³.

JUNIO

7. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la TPM en 75pb, hasta 9%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de los Consejeros²⁴.

16. Por Acuerdo N° N° 2482-01-220616, el Consejo aprobó la suscripción del “Accession Agreement - RMB Liquidity Arrangement for Central Banks” (RMLA) con el Banco de Pagos Internacionales (BIS), en virtud de lo dispuesto en el artículo 38 N°s 3 y 7 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile²⁵.

16. Por Acuerdo N° 2482-02-220616, el Consejo del Banco Central de Chile designó a Roxana Silva Cornejo como reemplazante en el cargo de integrante titular del Comité para la Fijación de Límites a las Tasas de Intercambio, creado por la Ley N° 21.365, que le corresponde nombrar al Banco.

22. El Banco Central de Chile publicó la normativa que moderniza su regulación de cuentas de ahorro, la que fue puesta en consulta el 6 de enero de este año^{26/27}.

23. El Banco Central, como resultado de un esfuerzo continuo por ampliar la información estadística disponible, publicó, por primera vez, estadísticas de PIB regional (PIBR) con frecuencia trimestral. En esta oportunidad, correspondió a la información del PIBR al primer trimestre de 2022²⁸.

²¹/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-rpf-mayo-2022>.

²²/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-designa-a-javier-cruz-tamburrino-como-oficial-de-cumplimiento>.

²³/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/suscripcion-de-chile-a-la-linea-de-liquidez-de-corto-plazo-llcp-del-fondo-monetary-internacional>.

²⁴/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-rpm-junio-2022>.

²⁵/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-suscribe-acuerdo-de-liquidez-con-el-banco-de-pagos-internacionales>.

²⁶/ Modificaciones a los Capítulos del Título III.E de su Compendio de Normas Financieras (CNF), de conformidad al Acuerdo N°2482-03-220616.

²⁷/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-moderniza-regulacion-sobre-cuentas-de-ahorro-a-plazo>.

²⁸/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-publicara-por-primeravez-pib-regional-con-frecuencia-trimestral>.



JULIO

4. El Banco Central de Chile publicó una encuesta dirigida al público general y contrapartes especializadas, para explorar los potenciales beneficios y desafíos de emitir en Chile una MDBC. Con esta iniciativa se espera profundizar el proceso de evaluación iniciado en mayo con la publicación de un primer informe del Banco Central sobre la emisión de una MDBC. En este contexto, el Instituto Emisor declaró su interés por recoger opiniones de todas las partes que pudieran estar interesadas respecto de una potencial emisión de MDBC, tanto desde la perspectiva de la ciudadanía, como de las distintas instituciones y empresas vinculadas a la cadena de pagos, del sector financiero y tecnológico^{29/}.

13. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la TPM en 75pb, hasta 9,75%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de los Consejeros^{30/}.

14. El Consejo del Banco Central de Chile, con el objeto de facilitar el ajuste de la economía chilena a las inciertas y cambiantes condiciones internas y externas, decidió implementar un programa de intervención cambiaria y provisión preventiva de liquidez en dólares, por un monto de hasta US\$25.000 millones a partir del próximo lunes 18 de julio y hasta el 30 de septiembre de 2022.

En particular, la intervención en el mercado cambiario considera: ventas de dólares spot por un monto de hasta US\$10.000 millones; ventas de instrumentos de cobertura cambiaria por un monto de hasta US\$10.000 millones; y un programa swap de divisas por un monto de hasta US\$5.000 millones, dentro de otras medidas^{31/}.

Acorde con su política de transparencia, el Banco Central de Chile informará a través de un comunicado al final de cada semana el monto y demás términos y condiciones de las subastas de la semana siguiente. Asimismo, el Banco Central publicará oportunamente información acerca de las operaciones realizadas, indicando en forma agregada los montos de estas.

Por su parte, se consigna que estas medidas excepcionales son congruentes con el esquema de la política monetaria, basado en una meta inflacionaria y flexibilidad cambiaria. En este sentido, el Consejo del Banco Central reiteró que seguirá usando todas las herramientas de que dispone para el logro de los objetivos que le asigna la ley, en particular, mantener el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, y que la inflación se ubique en la meta del 3% en el horizonte de política de dos años.

25. Banco Central anunció que publicará estadísticas de género y regionales en su Base de Datos Estadísticos y sitio web^{32/}, siendo la primera de ellas el 29 de julio del año en curso.

28. El Banco Central de Chile publicó su nuevo Informe de Sistemas de Pago, el que tendrá una frecuencia anual.

A través de la publicación periódica de este informe se espera transmitir, de manera clara y sistemática, el funcionamiento, los principales desarrollos y la visión del Banco Central sobre los sistemas de pago, en línea con la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central que establece la obligación para el Banco de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos^{33/}.

^{29/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/encuesta-sobre-potenciales-beneficios-y-desafios-de-emitir-monedas-digitales-de-banco-central>.

^{30/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-rpm-julio-2022>.

^{31/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-14072022>.

^{32/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-publicara-estadisticas-genero-regionales-base-datos-estadisticos-sitio-web>.

^{33/} Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-de-chile-publica-su-nuevo-informe-de-sistemas-de-pago>.



AGOSTO

25. Por Acuerdo N° 2497-03-220825, el Consejo aprobó un nuevo Capítulo III del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI) que establece las normas relativas a las entidades autorizadas para formar parte del MCF y el funcionamiento de dicho mercado. Esencialmente, estas modificaciones buscan permitir un acceso más expedito al MCF a intermediarios financieros fiscalizados por la CMF, y simplificar el envío de información para entidades del MCF no bancarias. Además, se incorporan exigencias para las entidades del MCF que utilizan plataformas transaccionales electrónicas, de manera que verifiquen que cumplan con algunos requisitos básicos de acceso y mitigación de riesgo operacional³⁴.

29. El Banco Central de Chile, con la concurrencia del Ministerio de Hacienda, suscribió la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI por US\$18.500 millones, cancelando, al mismo tiempo, la LLCP por US\$3.300 millones³⁵.

SEPTIEMBRE

6. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la TPM en 100pb, hasta 10,75%. La decisión fue adoptada con los votos de la Presidenta señora Costa y los Consejeros señores Naudon y Céspedes. El Vicepresidente señor García votó por aumentar la TPM en 125 puntos base. La Consejera señora Griffith-Jones votó por aumentarla en 75 puntos base³⁶.

³⁴/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-modifica-normas-que-regulan-el-acceso-y-funcionamiento-del-mercado-cambiariero-formal>.

³⁵/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-suscribe-linea-credito-flexible-fondo-monetario-internacional>.

³⁶/ Ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-rpm-septiembre-2022>.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA SEPTIEMBRE 2022