



## NOTA DE PRENSA

---

Martes 1 de septiembre de 2015.-

### **Banco Central presentó Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre de 2015**

El Consejo del Banco Central de Chile presentó hoy en sesión del Senado en pleno su Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, en el que señaló que la inflación se ha ubicado por sobre lo previsto en junio y que seguirá estando por encima de 4% al menos durante toda la primera mitad del próximo año, para retornar a 3% en el curso del año 2017. El IPoM resaltó que los escenarios de riesgo, especialmente los asociados al entorno internacional, imponen un sesgo al alza en el corto plazo para la inflación. Agregó que en este contexto las expectativas de inflación a dos años siguen en 3%.

Entre otros factores, dice que la brecha de actividad se ha ampliado y seguirá haciéndolo al menos hasta la primera parte del 2016. En ese contexto, el Consejo redujo el rango de crecimiento proyectado para este año a 2,0 y 2,5%, desde el 2,25 y 3,25% que había estimado en junio, y proyectó para el año 2016 un crecimiento de entre 2,5 y 3,5%. Tanto para 2015 como para 2016, el Consejo considera que el balance de riesgos para el crecimiento es a la baja.

El IPoM fue presentado por el Presidente del Instituto Emisor, Rodrigo Vergara, acompañado por el Vicepresidente Sebastián Claro y los Consejeros Joaquín Vial y Pablo García, quienes estuvieron acompañados del Gerente de la División Estudios, Alberto Naudon.

#### **Escenario macroeconómico**

El Informe señala que la fuerte depreciación del peso ha sido la principal causa del aumento de la inflación y que se espera siga afectando la dinámica inflacionaria en los meses siguientes, retrasando su convergencia a 3%. Se indica que el tipo de cambio real (TCR) se ubicó al cierre estadístico del IPoM por sobre lo que se considera sus valores de largo plazo, pero que su comportamiento era coherente con el de sus fundamentales actuales. En este contexto, las proyecciones del IPoM asumen que hacia fines del horizonte de proyección habrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, lo que sumado a una actividad que se prevé menos dinámica, ayudará a la convergencia de la inflación.

Señala en todo caso que la persistencia de inflaciones altas por un tiempo prolongado podría impactar las expectativas inflacionarias con implicancias para la política monetaria.

Respecto de las cuentas nacionales del segundo trimestre, el IPoM dice que mostraron mayor debilidad de la actividad y la demanda interna, al tiempo que las expectativas empresariales y de los consumidores volvieron a deteriorarse.

“Un escenario externo peor, una actividad minera deteriorada y la falta de antecedentes sobre una mejoría del consumo y la inversión privada, hacen prever que el crecimiento del segundo semestre será menor que lo anticipado en junio”, agrega.

Refiriéndose específicamente al escenario externo, sostiene el IPoM que el crecimiento de los socios comerciales se ajustó dos y tres décimas a la baja a 3,1 y 3,4% para este año y el próximo, respectivamente, lo que responde a un deterioro del crecimiento del mundo emergente y en especial de China, el mayor demandante de materias primas.

Incluye además una importante corrección del precio del cobre, que ahora se estima promediara US\$ 2,55 y 2,45 la libra el 2015 y 2016, luego de que llegó a su menor nivel de los últimos 6 años. Respecto del precio promedio del petróleo, este también fue corregido a la baja, con un promedio cercano a US\$ 52 en los años 2015 y 2016.

### **PIB tendencial y PIB potencial**

En este Informe, el Consejo revisó su estimación de crecimiento del PIB de mediano plazo de la economía –denominado PIB tendencial– que estima se ubica en torno a 3,5%, valor inferior al considerado hace un año. Las diferencias se derivan, principalmente, de una perspectiva de menor dinamismo para la inversión y una reevaluación de la dinámica esperada para el trabajo efectivo.

Además dice que el Consejo estima importante hacer explícita la distinción entre los conceptos de PIB tendencial y el denominado PIB coherente con una inflación estable, que es conocido en la literatura como PIB potencial de corto plazo o simplemente PIB potencial. Por su naturaleza, el PIB potencial es el relevante para el cálculo de la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias.

Añade que la diferencia entre ambos conceptos radica en que este último, en contraste con el de mediano plazo o tendencial, puede ser afectado por fluctuaciones temporales de la productividad y limitaciones transitorias a la disponibilidad de factores.

Señala que, al segundo semestre de 2015, la brecha de actividad relevante para la inflación, es menor que la que se obtendría de considerar como referencia el PIB tendencial.

### **Proyecciones de actividad e inflación**

Respecto de las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo, el IPoM dice que siguen considerando que se producirá una paulatina mejora de las expectativas privadas y que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante.

Añade que por el lado fiscal, contempla que en el 2016 el aumento del gasto será menor que el de este año, en concordancia con una reducción moderada del déficit estructural.

Respecto de la inflación, sostiene que el extenso período durante el que la variación anual del IPC se ha mantenido, y se espera continúe, por sobre 4%, podría aumentar su persistencia, impactando las expectativas inflacionarias. Esto plantea desafíos evidentes en el esquema de metas de inflación, que busca que esta se ubique en 3% a fines del horizonte de política.

Hace presente que la credibilidad en que la política monetaria logrará la convergencia de la inflación a la meta es un activo clave del Banco Central y que en este sentido, “es muy importante destacar que si bien las expectativas privadas de inflación a plazos más cortos han aumentado, a dos años plazo, las encuestas y los precios de los activos financieros siguen apuntando a una inflación alineada con la meta”.

## **Tipo de cambio real**

El IPoM dice que la nueva y significativa depreciación del peso en los últimos meses es el factor fundamental detrás del reciente aumento de la inflación efectiva y proyectada y que el aumento del tipo de cambio real es la respuesta natural y deseable de la economía a los cambios en el escenario macro interno y externo.

“La depreciación no es un fenómeno exclusivo de Chile. Se observa en la mayoría de los socios comerciales, incluso con mayor intensidad en varios de ellos”, sostiene.

Al cierre de este informe, el tipo de cambio real (TCR) se encontraba en valores por sobre lo que se considera sus niveles de equilibrio de largo plazo, pero coherentes con la evolución actual de sus fundamentos.

Como supuesto de trabajo, contempla que hacia fines del horizonte de proyección, el TCR tendrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los 10 días previos al cierre estadístico de este IPoM.

## **Escenarios de riesgo**

El Informe presenta una serie de escenarios de riesgo que podrían modificar el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

Menciona en lo externo, la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que podrían tener efectos en el panorama de inflación de corto plazo. Menciona específicamente los desarrollos recientes de China que han profundizado las dudas respecto de su economía, pero que también podrían darse que el conjunto de medidas adoptadas se traduzcan en un rebalanceo ordenado de esta economía, que evite sobresaltos posteriores. También menciona la incertidumbre que permanece sobre el impacto que tendrá la normalización de la tasa de política monetaria en Estados Unidos en el precio de los activos. Hace presente además que los escenarios de riesgo negativos podrían complicar aún más el ya difícil panorama para las economías emergentes, en especial de América Latina, en donde varios países siguen con altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios.

En lo interno, el escenario base del Informe asume que las expectativas de los consumidores y empresas mejoran gradualmente y que, de no darse esto, se afectará el ritmo de recuperación de la actividad y del gasto interno.

También señala que un mayor efecto de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional, podría dar un mayor impulso a la economía.

En cuanto a la inflación, dice que en el corto plazo los riesgos son elevados, en parte, porque “los escenarios de riesgo externos pueden provocar una depreciación adicional del peso”. Además, “la inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí es un riesgo para las expectativas”. No obstante, “estos riesgos pueden aminorarse por la reducción del crecimiento de los salarios nominales y no es descartable un escenario donde las holguras de capacidad se amplíen más de lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias”.

El balance de riesgos contenido en este IPoM está sesgado a la baja para la actividad, mientras que para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección.

Respecto de la Tasa de Política Monetaria, considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM.

### Principales proyecciones del escenario base

	2014	2015(f)	2016(f)
Crecimiento (%)	1,9	2,0 - 2,5	2,5-3,5
Demanda interna (%)	-0,6	2,0	3,1
- Formación Bruta de Capital Fijo (%)	-6,1	-1,2	1,9
- Consumo total (%)	2,5	2,1	3,3
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,2
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-2,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-0,7	-1,5

	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Precio del Cobre BML (US\$cent/libra)	255	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	49	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	54	55	60

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Inflación IPC promedio (%)	4,4	4,4	4,4	
Inflación IPC diciembre (%)	4,6	4,6	3,7	
Inflación IPC en torno a 2 años (%) (1)				3,0
Inflación IPCSAE promedio (%)	3,6	4,6	4,3	
Inflación IPCSAE diciembre (%)	4,3	4,5	3,5	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (%) (1)				2,9

(f) Proyección.

(1) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2017.

### La presente versión del IPoM incluye los siguientes recuadros:

- Crecimiento del PIB tendencial
- PIB potencial, brecha de actividad e inflación
- Evolución reciente de las holguras de capacidad
- Cambios en el escenario base de proyección durante el último año

Mayores antecedentes, contactarse con la Gerencia Asesora de Comunicaciones del Banco Central de Chile a los teléfonos (56-2) 2670 2438 - 2670 2274 o escribir al correo electrónico [comunicaciones@bcentral.cl](mailto:comunicaciones@bcentral.cl).



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA  
MONETARIA ANTE EL HONORABLE SENADO DE  
LA REPÚBLICA\***

Rodrigo Vergara  
Presidente  
Banco Central de Chile  
1 de septiembre de 2015

---

\*El *Informe de Política Monetaria* de septiembre de 2015 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.



## Introducción

Señor Presidente del Senado, senador Patricio Walker, honorables senadoras y senadores.

Agradezco la invitación extendida al Consejo del Banco Central de Chile para presentar el Informe de Política Monetaria (IPoM). Como es habitual en septiembre de cada año, este coincide con el informe anual del Consejo del Banco Central al Senado, donde presentamos nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena e internacional, así como sus perspectivas e implicancias para la conducción de la política monetaria.

En los últimos meses, la inflación anual del IPC ha seguido ubicándose por sobre 4 por ciento y, en el escenario de proyecciones que describiré en unos momentos, prevemos que continuará por sobre ese nivel por una buena parte del próximo año. Esta, sin lugar a dudas, no es una buena noticia para nuestro país. La meta de inflación del Banco Central es de 3 por ciento, con un rango de tolerancia cuyo límite superior es precisamente 4 por ciento.

La principal explicación detrás de la mayor inflación es el alza del tipo de cambio, que ha sido la respuesta natural de la economía a los cambios en el escenario macroeconómico interno y externo. En lo más reciente el peso ha vuelto a depreciarse de manera importante, lo que seguirá afectando la dinámica inflacionaria en los meses siguientes, retrasando la convergencia de la inflación a 3 por ciento.

En el escenario externo los riesgos han aumentado de forma significativa. Hemos visto en las últimas semanas cómo se han acrecentado las dudas con respecto a China y cómo ello ha impactado transversalmente a todas las economías. Las bolsas han sufrido fuertes vaivenes, los precios de las materias primas han caído, las monedas se han depreciado. Al ser China el principal demandante de materias primas a nivel mundial, su evolución es clave para estos precios y para el desempeño de las economías exportadoras de estos bienes, entre ellas Chile.

En lo interno, la actividad ha vuelto a sorprender a la baja y en el escenario base consideramos que el crecimiento de la economía durante este año será menor al que preveíamos en junio.

Las expectativas inflacionarias a dos años se han mantenido en 3 por ciento, lo que es clave para el accionar de un banco central como el nuestro que se rige por un esquema de metas de inflación. Sin embargo, la persistencia de la inflación por sobre la meta no nos deja tranquilos, puesto que podría afectar la trayectoria futura de esta variable. Además, como describiré dentro de poco, los escenarios de riesgo externo que vemos hoy apuntan en parte importante a que se podría generar nueva volatilidad en los mercados globales, lo que nos lleva a evaluar que los riesgos para la inflación están sesgados al alza en el corto plazo.

Ahora, permítanme detallarles el escenario macroeconómico que consideramos más probable para los próximos trimestres y los riesgos inherentes a él.

## **Escenario macroeconómico**

Como ya señalé, en los últimos meses, la inflación ha sido superior a lo previsto. A julio, su variación anual llegó a 4,6 por ciento en su medida IPC y a 4,9 por ciento en su medida subyacente —el IPCSAE, que es la medida que excluye los precios de los alimentos y la energía—. La fuerte depreciación del peso —que alcanza a 16 por ciento nominal en lo que va del año— ha sido la principal causa de este fenómeno. De hecho, cuando se analiza la descomposición del IPCSAE, se aprecia que los precios de los bienes incluidos en él, típicamente más ligados a productos transables, han aumentado su tasa de variación anual de forma significativa en los últimos dos años (gráfico 1). Se debe destacar que si bien las expectativas privadas de inflación a plazos más cortos han aumentado, a dos años plazo las encuestas y los precios de los activos financieros se encuentran ancladas con la meta. Esto es muy importante porque un activo clave del Banco Central es la credibilidad que la política monetaria logrará la convergencia de la inflación a la meta (gráfico 2).

Por el lado de la actividad, las Cuentas Nacionales del segundo trimestre mostraron que se mantiene la debilidad de la actividad y la demanda interna (gráfico 3). Al mismo tiempo, las expectativas empresariales y de los consumidores volvieron a deteriorarse. Ello, unido a un escenario externo peor, una actividad minera deteriorada, y la falta de antecedentes sobre una mejoría del consumo y la inversión privada, hacen prever que el crecimiento del segundo semestre será menor que lo anticipado en junio.

El escenario externo relevante para las economías emergentes, y para la chilena en particular, se ha vuelto más complejo. En parte, esto es la respuesta al proceso de rebalanceo del crecimiento global a favor de las economías desarrolladas —en especial Estados Unidos— y el próximo inicio de la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal, lo que ha llevado a un importante fortalecimiento del dólar (gráfico 4). A lo anterior se agregan las dudas sobre el desempeño de la economía china. A los datos de actividad menos auspiciosos, se suman los continuos y significativos ajustes en sus mercados financieros. En las últimas semanas hemos visto cómo se han producido correcciones relevantes en el valor de la bolsa china, que han arrastrado al resto de las bolsas mundiales. Las autoridades económicas en China han tomado diversas medidas para intentar estabilizar los mercados, bajando las tasas de interés y los encajes a los depósitos, depreciando su moneda y otras, pero todavía es temprano para evaluar su éxito (gráfico 5). Estos fenómenos han contribuido a la depreciación de las monedas emergentes, al empeoramiento de las condiciones financieras globales y a la caída del precio de las materias primas (gráfico 6).

En América Latina la situación es más compleja todavía. Por un lado, continuó el deterioro de la actividad y se volvieron a reducir las perspectivas de crecimiento. Además del panorama más débil de China y de los bajos precios de las materias primas, factores locales han incidido en estos ajustes. Ese es el caso de Brasil, por un buen margen la mayor economía de la región, que enfrenta un complejo escenario político, sumado a la recesión por la que está pasando y el empeoramiento de su mercado laboral. El contexto internacional actual de mayor riesgo, el incremento del costo de financiamiento externo y la salida de capitales desde la región, son factores que pueden complejizar aún más la situación de aquellas economías que mantienen elevados déficits de cuenta corriente. A ello



se suma que en varias economías el nivel de las reservas internacionales ha disminuido, dadas las intervenciones cambiarias realizadas para enfrentar la depreciación de sus monedas. Por su parte, los desequilibrios de las cuentas fiscales limitan el espacio para proveer impulso a sus economías, mientras el accionar de la política monetaria se dificulta por el aumento de la inflación.

Por todos estos antecedentes, en el escenario base, el crecimiento de los socios comerciales se ajusta dos y tres décimas a la baja para este año y el próximo, respectivamente. Así, prevemos que en 2015 el crecimiento de nuestros socios comerciales llegará a 3,1 por ciento, y en 2016 será de 3,4 por ciento. La revisión a la baja de estos números responde a un deterioro del crecimiento del mundo emergente y, en especial, de China. Este no es un punto menor, pues al ser el mayor demandante de materias primas a nivel global, su menor crecimiento impacta directamente estos precios y su trayectoria futura. De hecho, en las últimas semanas hemos observado cómo el precio del cobre ha descendido a sus menores niveles en varios años (gráfico 7).

En el escenario base, consideramos una importante corrección del precio del cobre. Así, ahora estimamos que este año promediará 255 centavos de dólar la libra, valor que se reduce a 245 centavos de dólar la libra en 2016. El precio promedio del barril de petróleo Brent y WTI también se corrige a la baja, promediando cerca de 52 dólares en 2015 y 2016. La volatilidad que vemos en el escenario externo queda reflejada también en este precio, pues luego de llegar a cerca de 40 dólares al cierre estadístico de este IPoM, ayer se cotizó en torno a 50 dólares. En los mercados emergentes, como ya mencioné, las bolsas se han resentido, los premios por riesgo han aumentado, han salido capitales y las monedas se han depreciado. No obstante el reciente empeoramiento, en el escenario base se prevé que las condiciones financieras externas seguirán favorables en perspectiva histórica (tabla 1).

En lo interno, el escenario base contempla que la actividad y el gasto evolucionarán por debajo de lo esperado en junio. El consumo y la inversión en maquinarias y equipos tuvieron un débil desempeño en el segundo trimestre, en parte compensado por el mayor dinamismo de la inversión en construcción y obras. Resaltó también la debilidad de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, con tasas de variación anual negativas. El escenario base de junio consideraba una mejora de las expectativas que no se dio, sino que, por el contrario, siguieron deteriorándose. Resalta que la pérdida de confianza es transversal a través de los sectores productivos y entre los factores que afectan las expectativas de los hogares (gráfico 8). Además, la mayoría de los entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios de agosto —documento que el Banco Central publica trimestralmente— percibió un estancamiento o una caída de su actividad, con un deterioro de sus perspectivas para el resto del año. Como se mencionó, a lo anterior se añade un menor impulso externo durante el horizonte de proyección y una menor actividad en la minería.

En todo caso, el mercado del trabajo continúa mostrando cifras positivas. En particular, el crecimiento anual del empleo sigue dinámico: cerca de 2 por ciento a julio. A su vez, la tasa de desempleo sigue baja, sin mayores cambios respecto de su nivel de un año atrás. Destaca el descenso del crecimiento anual de los salarios nominales hasta valores entre 6,3 y 6,7 por

ciento, dependiendo de su medida, luego de ubicarse por varios meses en algo por sobre 7,0 por ciento.

En esta ocasión, hemos revisado nuestras estimaciones para el crecimiento de mediano plazo de la economía chilena. Antes de referirme al detalle quisiera hacer un par de precisiones. Resulta del todo evidente que el nivel de crecimiento que pueda alcanzar una economía es una pregunta clave en la especificación de las políticas macroeconómicas. Por un lado, está el concepto de crecimiento del PIB tendencial, entendido como el crecimiento de mediano plazo de la economía. Este es el que el Ministerio de Hacienda considera para el cálculo de los ingresos estructurales del Fisco y que el Banco Central utiliza como referencia para las proyecciones de crecimiento consideradas en el escenario base del IPoM.

La revisión de nuestra estimación del crecimiento del PIB tendencial lo ubica ahora en torno a 3,5 por ciento. Este valor es inferior al considerado hace un año, principalmente por una perspectiva de menor dinamismo para la inversión y una reevaluación de la dinámica esperada para el trabajo efectivo. Esta cifra es similar al 3,7 por ciento que estimó el comité de expertos recientemente convocado por el Ministerio de Hacienda para el período 2016-2020.

Más allá de esto, la evaluación del escenario inflacionario, del estado de las holguras de capacidad, y de la brecha de actividad en particular, depende del nivel de actividad coherente en el corto plazo con una inflación estable. Este es el de PIB potencial de corto plazo o PIB potencial a secas. La distinción entre ambos conceptos, el PIB tendencial, que es relevante para las perspectivas de crecimiento de mediano plazo, y el PIB potencial, que es el relevante para medir presiones inflacionarias de corto plazo, es un tema ampliamente documentado en la literatura internacional y, además, una práctica habitual en los bancos centrales alrededor del mundo y organismos multilaterales como el FMI y la OCDE.

Por lo anterior, estimamos importante hacer explícita la distinción entre el concepto de PIB tendencial y el de PIB potencial. Como señalé, por su naturaleza, el PIB potencial es el relevante para el cálculo de la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias. La diferencia entre ambos radica en que este último, en contraste con el de mediano plazo o tendencial, puede ser afectado por fluctuaciones temporales de la productividad y limitaciones transitorias a la disponibilidad de factores. La reasignación de factores necesaria para enfrentar el fin de boom minero es un ejemplo de esas fluctuaciones. De este análisis se deriva que, al segundo trimestre de 2015, la brecha de actividad relevante para la inflación es negativa, pero menor que la que se obtendría de considerar como referencia el PIB tendencial. En el IPoM que les presentamos hoy se publican tres Recuadros que tratan específicamente sobre estos temas.

Permítanme volver a las proyecciones contenidas en nuestro escenario base.

En lo más reciente la brecha de actividad se ha ampliado, aunque menos que lo observado en otros ciclos de bajo crecimiento. Esto es coherente con otras medidas de holguras de capacidad, como las encuestas sobre el uso de capacidad instalada y el consumo de energía eléctrica (gráfico 9). En el escenario base, se prevé que la brecha de actividad continuará

ampliándose al menos hasta la primera parte de 2016, contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta. Por cierto la brecha de actividad es una variable no observable, por lo que existe incertidumbre en su medición. Por lo mismo, al momento de evaluar las holguras de capacidad en la economía la complementamos con otros indicadores como lo explicitamos en el IPoM.

Respecto de las proyecciones, para este año estimamos que el crecimiento del PIB se ubicará entre 2,0 y 2,5 por ciento, rango inferior al contemplado en junio. En 2016, la economía crecerá entre 2,5 y 3,5 por ciento. Estas proyecciones siguen considerando una paulatina mejora de las expectativas privadas y que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante. Por el lado fiscal, se contempla que en 2016 el aumento del gasto será significativamente menor que el de este año en concordancia con una reducción moderada del déficit estructural, calculado tanto para 2015 como para 2016 con los parámetros estructurales recientemente entregados por los comités de expertos. Debido a los riesgos, particularmente los que impone el nuevo escenario externo, estimamos que el balance de riesgos para la actividad, tanto para este como para el próximo año, está sesgado a la baja (tabla 2).

Como ya lo he dicho, la nueva y significativa depreciación del peso en los últimos meses es el factor fundamental detrás del reciente aumento de la inflación efectiva y también proyectada. La paridad peso/dólar aumentó 14 por ciento respecto de junio y en torno a 50 por ciento desde su menor nivel de 2013. El aumento del tipo de cambio real es la respuesta natural y deseable de la economía a los cambios en el escenario macroeconómico interno y externo. La apreciación global del dólar, la evolución del precio de las materias primas y la mayor debilidad del mundo emergente en general, y América Latina en particular, han afectado significativamente el valor de la paridad en los últimos meses. Por lo demás, la depreciación no es un fenómeno exclusivo de Chile. Se observa en la mayoría de los socios comerciales, incluso con mayor intensidad en varios de ellos (gráfico 10). Multilateralmente, la depreciación del peso ha sido menor: 10 por ciento respecto del cierre del IPoM previo; 29 por ciento respecto de su menor nivel de 2013. Lo anterior explica, en parte, por qué el aumento del tipo de cambio real es menor que el del nominal. A agosto, el tipo de cambio real se habría ubicado algo por sobre 100 en su medida habitual, equivalente a un incremento de 8 por ciento respecto de mayo pasado y de 17 por ciento respecto de su menor valor en 2013 (gráfico 11). Al cierre de este IPoM, el tipo de cambio real se encontraba en valores por sobre lo que se considera sus niveles de equilibrio de largo plazo, pero coherentes con la evolución actual de sus fundamentos. Así, como supuesto de trabajo, contemplamos que, en el horizonte de proyección, el tipo de cambio real tendrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM.

Con todo, una depreciación adicional del peso es uno de los eventos que podrían provocar cambios significativos en la trayectoria y persistencia de la inflación en el corto plazo. Al igual que en los últimos trimestres, es posible que un escenario de este tipo vuelva a responder a movimientos en las condiciones globales. Como ya indiqué, el extenso período con la inflación anual sobre 4 por ciento podría aumentar la persistencia de la inflación, impactando las expectativas inflacionarias con implicancias para la política monetaria. Esto plantea desafíos evidentes en el esquema de metas de inflación, que busca que esta se

ubique en 3 por ciento a fines del horizonte de política. En el escenario base, estimamos que a fines de año la inflación se ubicará por sobre 4 por ciento y que seguirá superando ese valor al menos durante toda la primera mitad de 2016. Luego, la inflación anual del IPC y del IPCSAE retornará a 3 por ciento en el curso de 2017, fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el tercer trimestre de 2017 (gráfico 12).

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

Como se mencionó, en lo externo persiste la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que podrían tener efectos en el panorama de inflación y de crecimiento de corto plazo. Por un lado, los desarrollos en China han profundizado las dudas respecto de su economía. Pero también puede ser que el conjunto de medidas adoptadas por sus autoridades se traduzcan en un rebalanceo ordenado que evite sobresaltos posteriores. Por otro, permanece la incertidumbre sobre el impacto que tendrá la normalización de la tasa de política monetaria en Estados Unidos en el precio de los activos. De todos modos, los acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en parte, las preocupaciones en torno a Grecia. Los escenarios de riesgo negativos podrían complicar aún más el ya difícil panorama para las economías emergentes, en especial de América Latina, en donde varios países siguen con altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. Aunque Chile no está ajeno a estos riesgos, la economía no presenta desbalances externos mientras que la regla fiscal asegura cuentas fiscales ordenadas, lo que ciertamente son fortalezas de nuestra economía. Aun así, como Chile es una economía pequeña y abierta, no debemos minimizar estos riesgos ni su eventual impacto.

En lo interno, el escenario base sigue considerando que mejorarán paulatinamente las expectativas de los consumidores y empresas en los próximos trimestres. De no darse aquello, afectará el ritmo de recuperación de la actividad y el gasto interno. Por el contrario, un efecto de mayor intensidad de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional, podría dar un mayor impulso a la economía.

En cuanto la inflación, en el corto plazo los riesgos inflacionarios son al alza. La inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí es un riesgo para las expectativas. Además, los escenarios de riesgo externos pueden provocar una depreciación adicional del peso. Con todo, la reducción del crecimiento de los salarios nominales aminora un riesgo previamente detectado. Por otra parte, no es descartable un escenario donde las holguras de capacidad se amplíen más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias.

Evaluados estos eventos, estimamos que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección. En tanto, el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja.

El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3 por ciento desde octubre de 2014. Esto luego de haber completado un proceso de reducción de 200 puntos base respecto del nivel que mostraba en octubre de 2013. Con ello, la política monetaria ha entregado un grado importante de expansividad, el mayor posible en las actuales circunstancias. De hecho, el nivel de las tasas de interés de mercado está en o cerca de sus niveles mínimos históricos (gráfico 13).

En el escenario base, consideramos como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 14). Esto implica, como supuesto de trabajo, que la TPM comenzará una senda de incrementos entre fines de este año y comienzos del próximo. Esto implica una reducción moderada de la expansividad monetaria para que la inflación converja a 3 por ciento a fines del horizonte de proyección.

Como siempre, es necesario aclarar que este no es un compromiso. Es un supuesto de trabajo coherente con las condiciones macroeconómicas internas y externas presentes y esperadas. Si el escenario cambia, lógicamente, esto se modificará. El Banco Central ha dado suficientes muestras de flexibilidad, pero también tenemos claro nuestro mandato en cuanto a que la estabilidad de los precios es central y actuaremos en concordancia con él. En este sentido estamos en una situación que se asemeja en mucho a la de los principales bancos centrales del mundo, que han destacado que los próximos pasos en política monetaria serán dependientes de los datos que se vayan conociendo y de sus implicancias sobre las proyecciones de inflación.

Permítanme unas reflexiones finales.

### **Reflexiones finales**

Cuando hace más de 25 años se discutió la autonomía del Banco Central, hubo un intenso debate respecto de cuáles debían ser los objetivos de la política monetaria. La decisión fue que debía concentrarse en la estabilidad de precios, entendida como lograr inflaciones bajas y estables, y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. La idea de concentrar los esfuerzos de la política monetaria en el control de la inflación se basaba en que con un mandato claro y sin ambigüedades era más fácil construir credibilidad, lo que a su vez permitiría a la autoridad monetaria controlar la inflación con un bajo costo en términos de actividad y contribuir con mayor decisión a la estabilización del ciclo económico.

El tiempo mostró que la decisión fue la correcta. Mientras a comienzos de los noventa la inflación era alrededor de 30 por ciento, a fines de esa década había disminuido a valores en torno a 3 por ciento, al tiempo que la economía creció 6 por ciento durante esos años. De ahí en adelante, con vaivenes que en ocasiones han sido importantes, la inflación ha sido en promedio 3,3 por ciento, al tiempo que una política monetaria decididamente contra cíclica ha contribuido a la suavización del ciclo de actividad, a pesar de los significativos episodios de volatilidad vividos desde el dos mil en adelante.

En un escenario donde, contra nuestros pronósticos, la inflación se ha mantenido por sobre 4 por ciento por dieciséis meses, y en el que prevemos que seguirá siendo así por todavía varios meses más, creo importante reiterar nuestra absoluta convicción respecto de que el control de la inflación es el mejor aporte que el Banco Central de Chile hace al bienestar de la sociedad. Al mismo tiempo, creo también necesario explicar a este Senado y, a través de él a la ciudadanía, la lógica detrás de las decisiones que hemos tomado en el último tiempo.

En años recientes la economía chilena ha enfrentado importantes cambios en el escenario económico interno y externo. Estos cambios han requerido un ajuste interno relevante, incluyendo algunos de gran magnitud en los precios relativos y una importante reasignación de recursos entre sectores. En este contexto, y con el objeto de facilitar el proceso de ajuste antes mencionado, es apropiado dejar que el tipo de cambio fluctúe y rebajar el costo del crédito, de manera de incentivar el aumento de la demanda interna y promover la reasignación de recursos productivos. El Banco Central ha actuado acorde, rebajando la tasa de interés en 200 puntos base desde 5 a 3 por ciento y, si se compara con experiencias anteriores, ha contribuido a un ajuste más suave de la economía a las nuevas circunstancias, tal como lo muestran los indicadores del mercado laboral. La otra cara de la moneda ha sido, por cierto, la presión al alza que la depreciación del peso ha tenido sobre la inflación. Aunque este era un fenómeno esperado, no es menos cierto que su intensidad y persistencia ha sido mayor a lo que proyectábamos hace un año.

¿Qué debe hacer en estas circunstancias un banco central con un mandato tan claro como el nuestro? Por ser esta una inflación de origen cambiario y que, como expliqué, es consecuencia del necesario ajuste por el que debe transitar la economía, es correcto que la autoridad monetaria actúe con menor intensidad, comparado con episodios donde la mayor inflación se origina en presiones de demanda por sobre la capacidad productiva de la economía. Pero esto no significa, bajo ninguna circunstancia, que el Banco Central pueda permanecer indiferente frente a una inflación alta y que se ha ubicado por ya varios trimestres por sobre su valor objetivo. De hecho, hacia fines del año pasado y comienzos de este las expectativas de mercado veían factible incluso un mayor impulso monetario, lo que no consideramos apropiado implementar justamente por el aumento de la inflación más allá de lo esperado.

Así, hemos sido claros en señalar que la política monetaria se encuentra hoy en el máximo grado de expansividad posible dadas las circunstancias actuales y que, en el escenario más probable, el proceso de normalización debería comenzar hacia fines de este año o principios del próximo, lo que no significa una postura monetaria restrictiva, sino que un retiro gradual del estímulo actual. Esto, sin perjuicio de que si se identifican cambios en el entorno que hagan variar el diagnóstico dentro del horizonte usual de dos años, será necesario introducir modificaciones a la trayectoria de la política monetaria.

Mirando hacia adelante, es evidente que el escenario macroeconómico al que nos enfrentamos hoy se ha vuelto particularmente complejo. Por un lado, los riesgos del escenario internacional, especialmente para una economía exportadora de materias primas como la nuestra, han aumentado de forma significativa. China, la segunda economía del mundo y nuestro principal comprador, está atravesando por una situación difícil. La inestabilidad de sus mercados financieros y las dudas sobre su real capacidad de

crecimiento han tenido efectos importantes en el resto del mundo. Por otro lado, el normal y deseable proceso de rebalanceo del crecimiento mundial, con un Estados Unidos más fortalecido, también ha provocado efectos, especialmente sobre las monedas del mundo emergente. Por último, la situación económica de América Latina se ha tornado más frágil, lo que agrega riesgos.

En este ambiente, el impulso externo relevante para nuestra economía es menor que hace un tiempo y también menor que lo que preveíamos. El crecimiento mundial, y el de nuestros socios comerciales es más bajo; nuestros términos de intercambio, en particular el precio del cobre, se han deteriorado y las condiciones financieras, aunque ventajosas desde un punto de vista histórico, no lo son tanto como hace un tiempo.

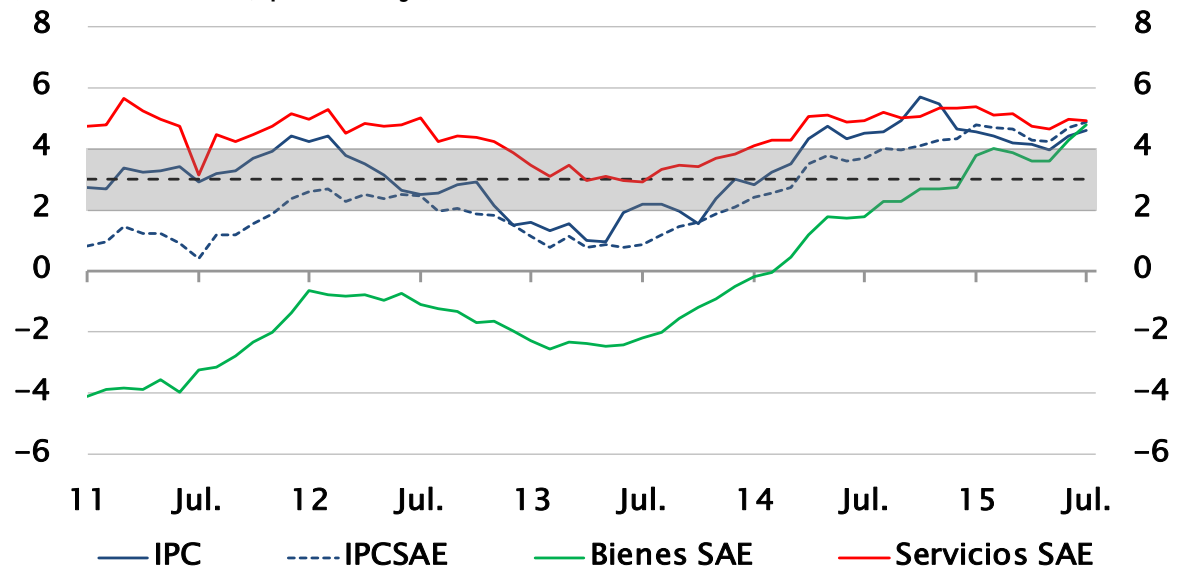
En lo interno, el repunte que esperábamos tendría la actividad y la demanda se ha vuelto a retrasar. Las tasas de crecimiento que prevemos para la economía en 2015 y 2016 son menores que el promedio del último quinquenio. Ello es la respuesta a un escenario global menos favorable, pero también a los ajustes internos que debemos realizar luego de varios años en que nos beneficiamos del *boom* de inversión en el sector minero. La corrección que se presentó hoy en el crecimiento del PIB tendencial de mediano plazo, y también en el PIB potencial, es coherente con este ajuste de proyecciones.

En términos macroeconómicos, Chile es hoy una economía sana: no tiene desequilibrios internos, tampoco externos y el cumplimiento de la regla fiscal garantiza cuentas fiscales ordenadas. Su sistema financiero es sólido y bien regulado, el Banco Central goza de una alta credibilidad y el marco de metas de inflación más un tipo de cambio flexible han ayudado a transitar de buena manera por estas difíciles coyunturas. Basta mirar la situación de otras economías de la región para darse cuenta de que, desde un punto de vista macroeconómico, nos encontramos en buen pie para enfrentar los desafíos que vienen, aunque evidentemente no somos inmunes y sí nos afecta lo que sucede en el resto del mundo.

En este contexto, es nuestra convicción de que el mejor aporte que podemos hacer a nuestros compatriotas es simplemente cumplir con nuestro mandato, manteniendo inflaciones bajas y estables. No le quepa duda a este Senado que haremos todo lo necesario para que así sea.

Muchas gracias.

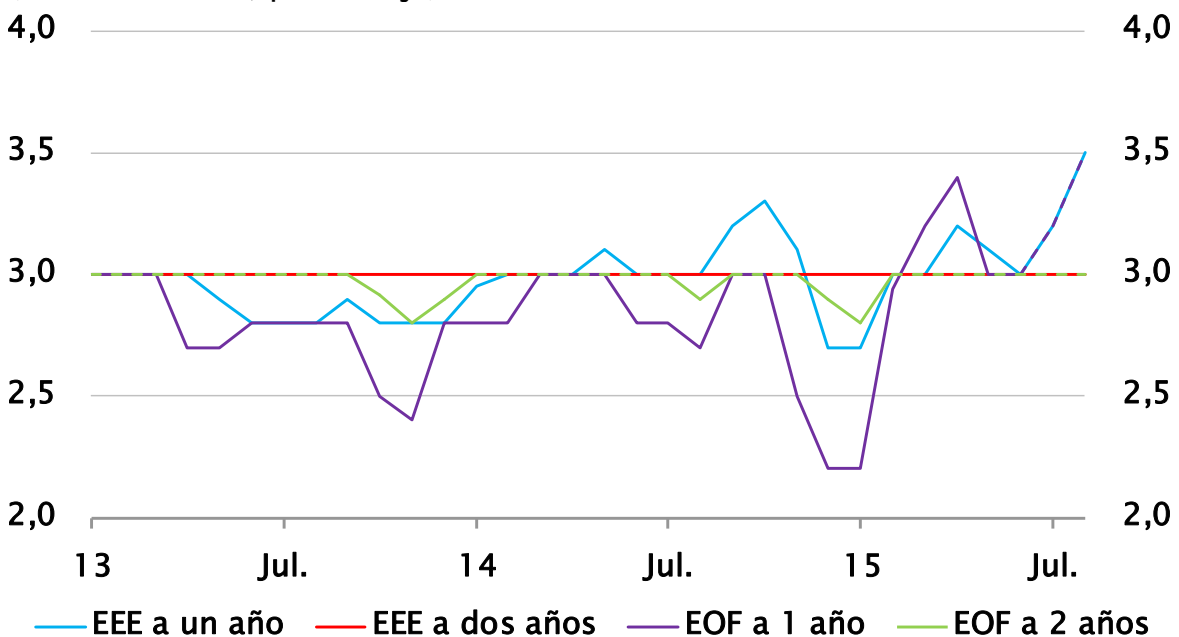
**Gráfico 1**  
**Indicadores de inflación (\*)**  
 (variación anual, porcentaje)



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

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

**Gráfico 2**  
**Expectativas de inflación (\*)**  
 (variación anual, porcentaje)

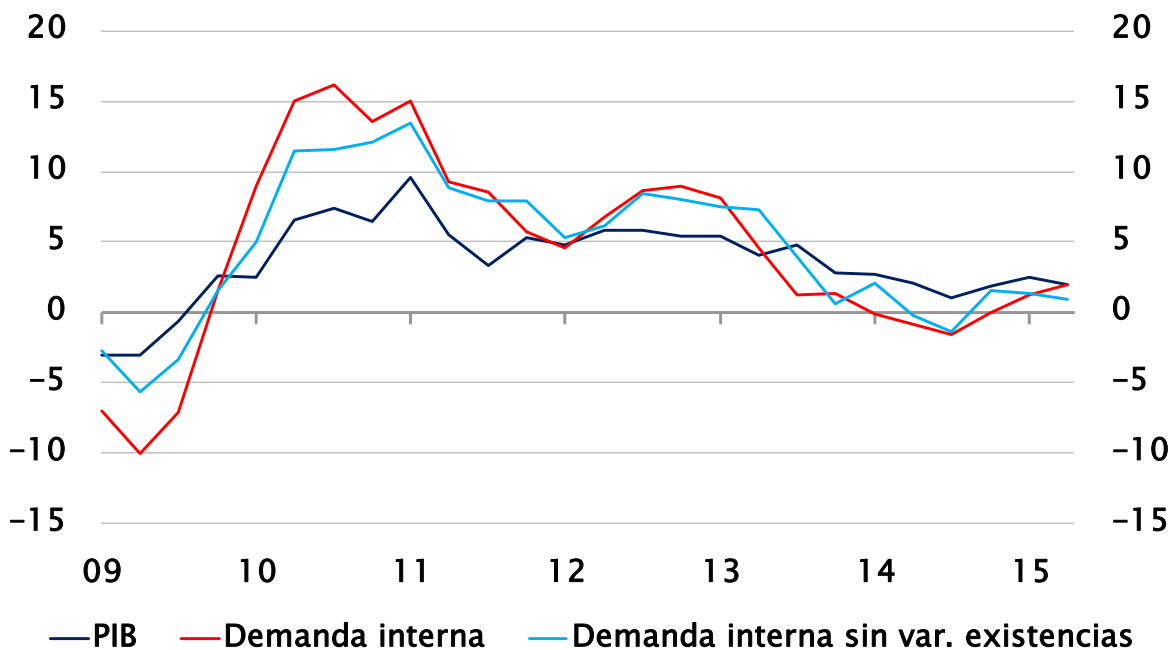


(\*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, a excepción de agosto del 2015 que se considera la segunda.

Fuente: Banco Central de Chile.

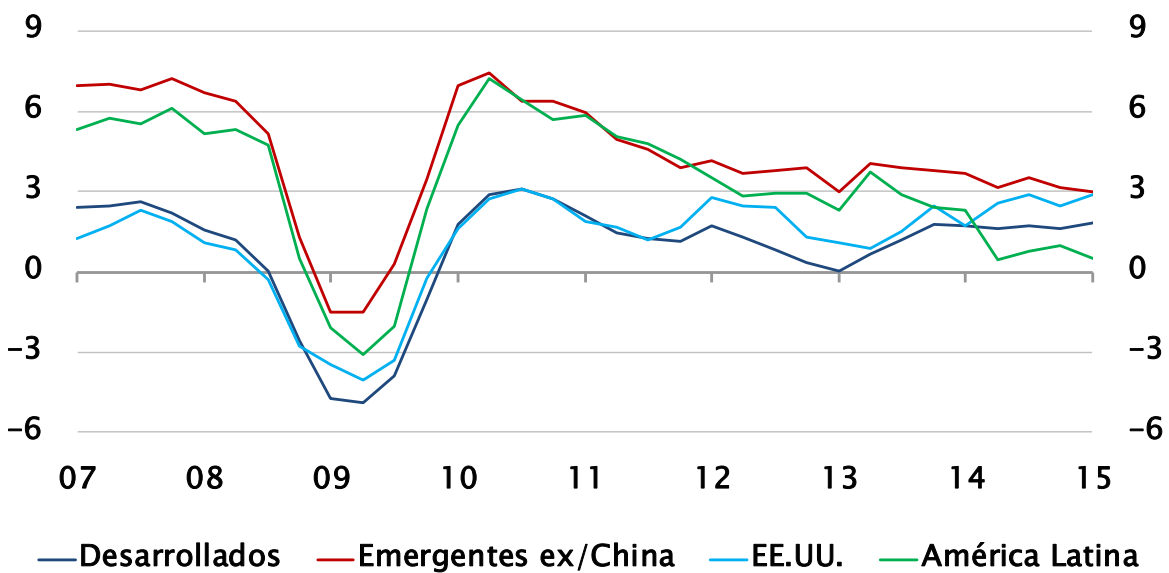


Gráfico 3  
**PIB y demanda interna**  
 (variación anual, porcentaje)



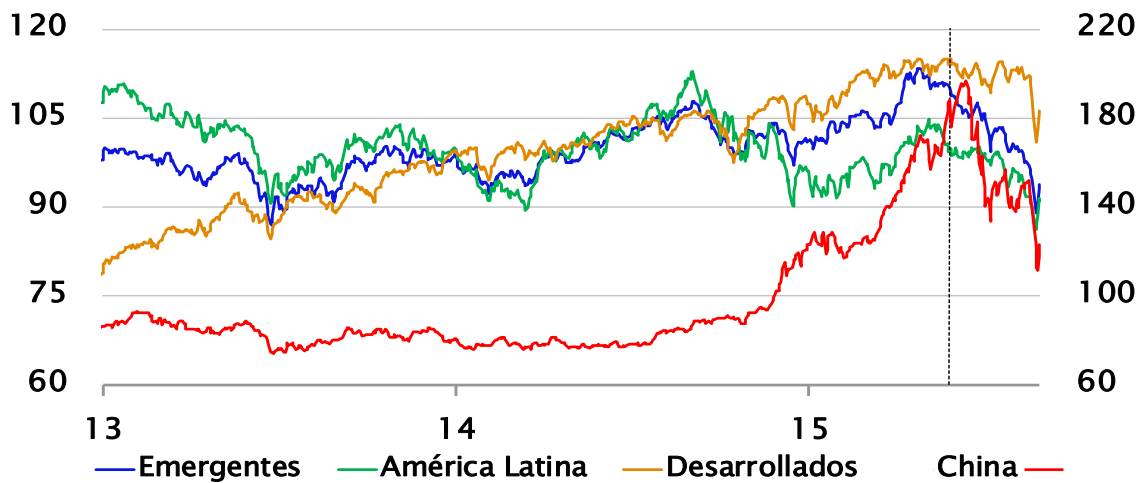
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4  
**Crecimiento del PIB mundial**  
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI.

Gráfico 5  
**Mercados bursátiles (1) (2)**  
 (índice 2013-2015 = 100)



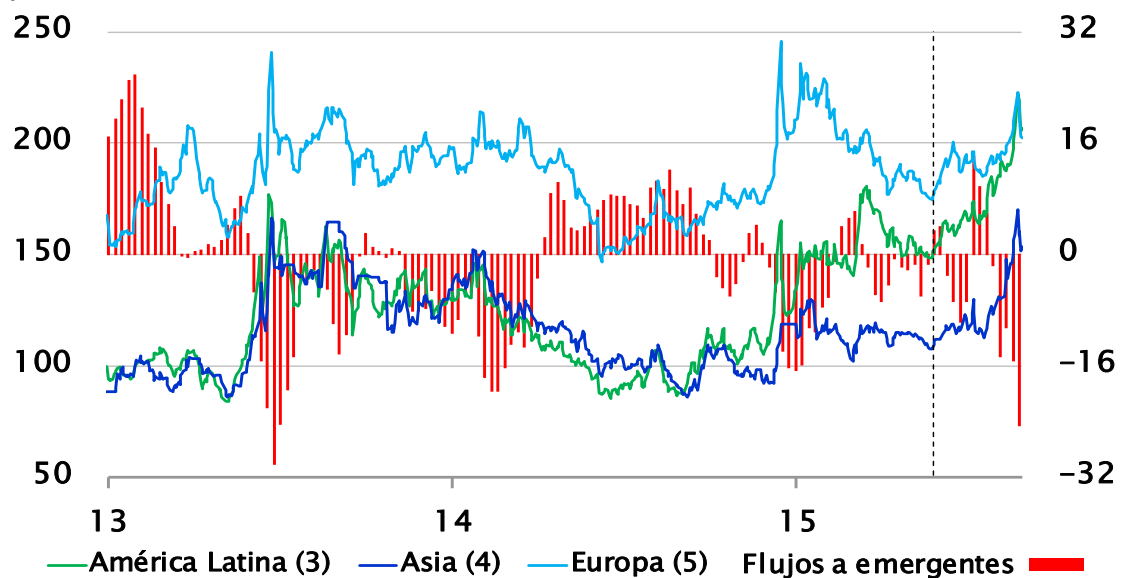
(1) Datos medidos en moneda local. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015.

(2) China corresponde al índice accionario compuesto de Shanghai, y para regiones, a los índices accionarios de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6

**Países emergentes: Premios por riesgo y flujos de capitales (1) (2)**  
 (puntos base; miles de millones de dólares, mes móvil)



(1) Premios por riesgo medidos por los CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (3) Incluye Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia. (4) Incluye China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia. (5) Incluye Rep. Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria, Rumania, Rusia y Turquía.

Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

**Gráfico 7**  
**Precio del cobre**  
(US\$/libra)



Fuente: Bloomberg.

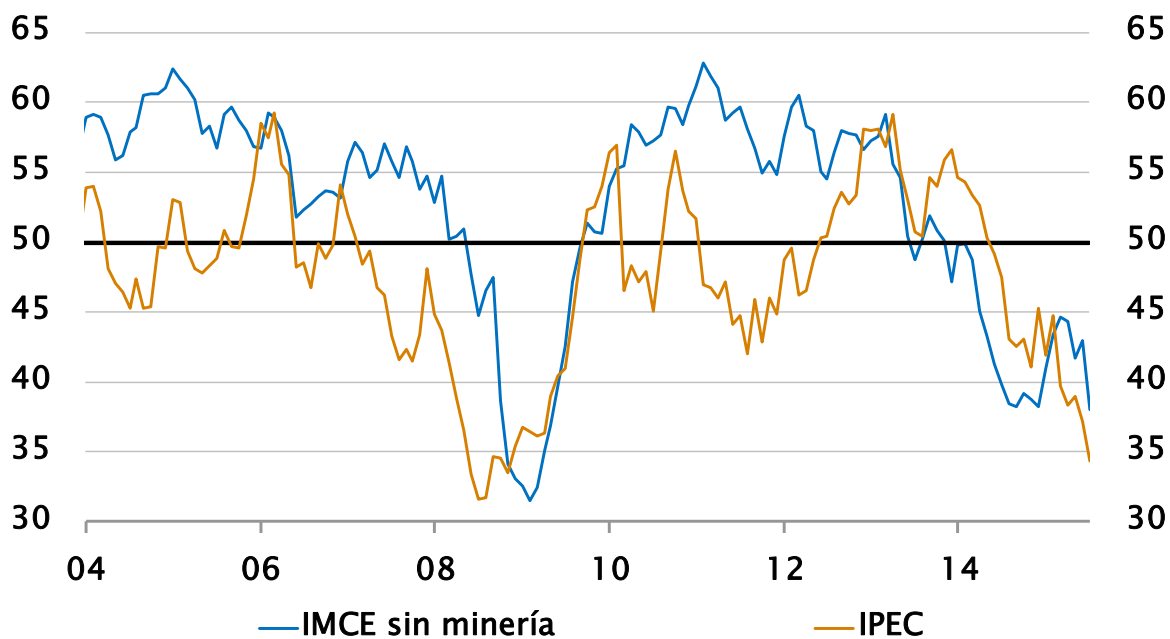
**Tabla 1**  
**Escenario base internacional**

	2014	2015 (f)			2016 (f)			2017 (f)
		IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Sep.15
		(variación anual, porcentaje)						
Mundo a PPC	3,4	3,5	3,4	3,2	3,8	3,7	3,5	3,5
Socios comerciales	3,4	3,4	3,3	3,1	3,8	3,7	3,4	3,4
Términos de intercambio	-1,4	1,4	1,3	-3,0	-0,2	-0,2	-1,0	-0,4
Estados Unidos	2,4	3,0	2,5	2,4	3,0	2,9	2,8	2,8
Eurozona	0,9	1,5	1,5	1,5	1,9	2,0	1,9	1,9
Japón	-0,1	1,1	1,0	1,0	1,5	1,4	1,4	0,5
China	7,4	7,0	6,9	6,7	6,7	6,5	6,4	6,1
Resto de Asia	3,9	4,2	4,2	3,7	4,6	4,5	4,0	4,2
América Latina (excl. Chile)	1,0	0,8	0,2	-0,1	2,1	1,8	1,0	1,4
		(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	311	275	280	255	285	290	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	93	51	57	49	58	63	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	99	58	63	54	65	70	55	60
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,2	0,6	0,5	0,4	1,9	1,3	1,2	2,2

(f) Proyección.

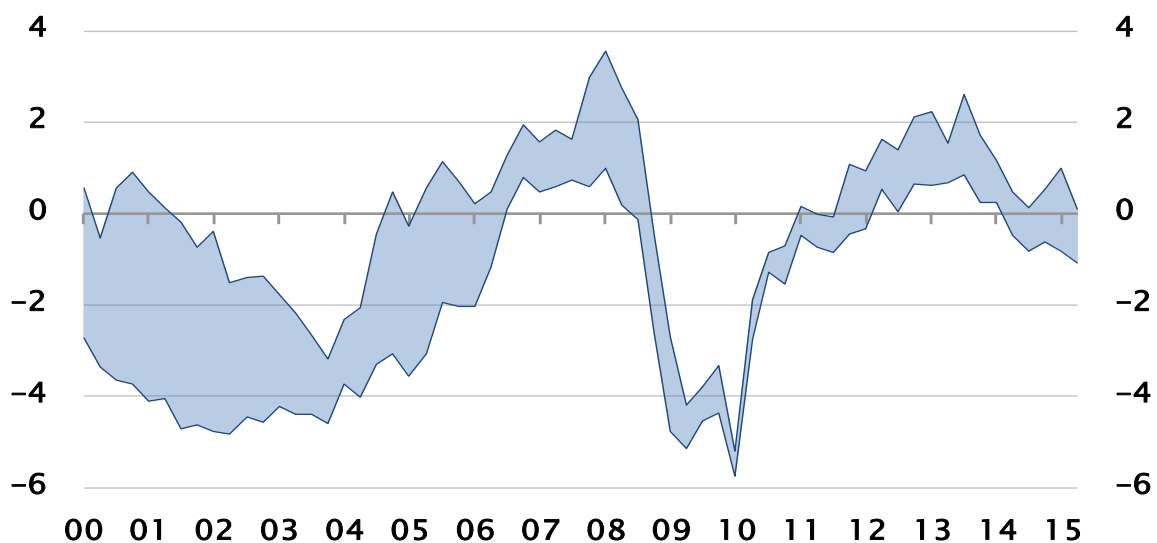
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 8**  
**Expectativas de las empresas y consumidores (\*)**  
 (índice, pivote=50)



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

**Gráfico 9**  
**Brecha de actividad inferida por distintos métodos (\*)**  
 (PIB efectivo menos PIB potencial para los sectores resto, porcentaje)



(\*) El área representa la brecha de actividad máxima y mínima obtenidas de los métodos de estimación que se presentan en el Recuadro V.2, IPoM septiembre 2015.  
 Fuente: Albagli et al. 2015. Producto Potencial Relevante para la Inflación. Mimeo Banco Central de Chile.

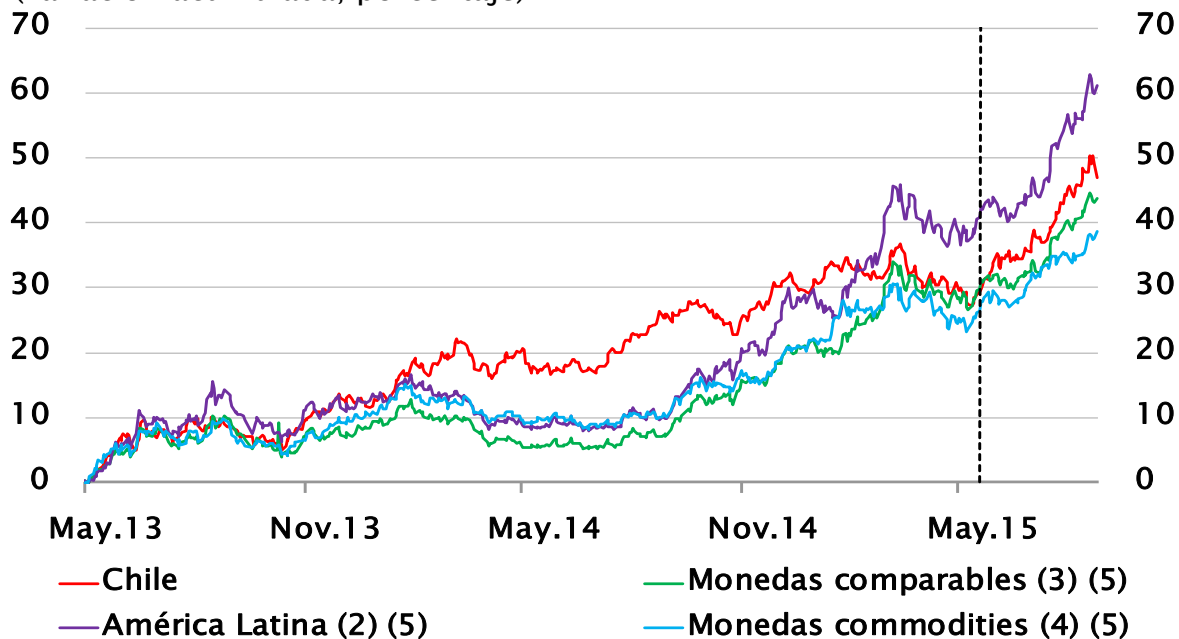
Tabla 2  
**Escenario interno**  
 (variación anual, porcentaje)

	2013	2014	2015 (f)			2016 (f)
			IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Sep.15
PIB	4,2	1,9	2,5-3,5	2,25-3,25	2,0-2,5	2,5-3,5
Demanda interna	3,7	-0,6	2,5	2,6	2,0	3,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,5	2,2	2,2	1,4	3,0
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	1,2	0,7	-1,2	1,9
Consumo total	5,5	2,5	2,5	2,7	2,1	3,3
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	3,4	1,3	-1,7	1,2
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	2,4	1,1	-2,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,3	-0,4	-0,7	-1,5
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,5	21,0	20,8	20,0

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

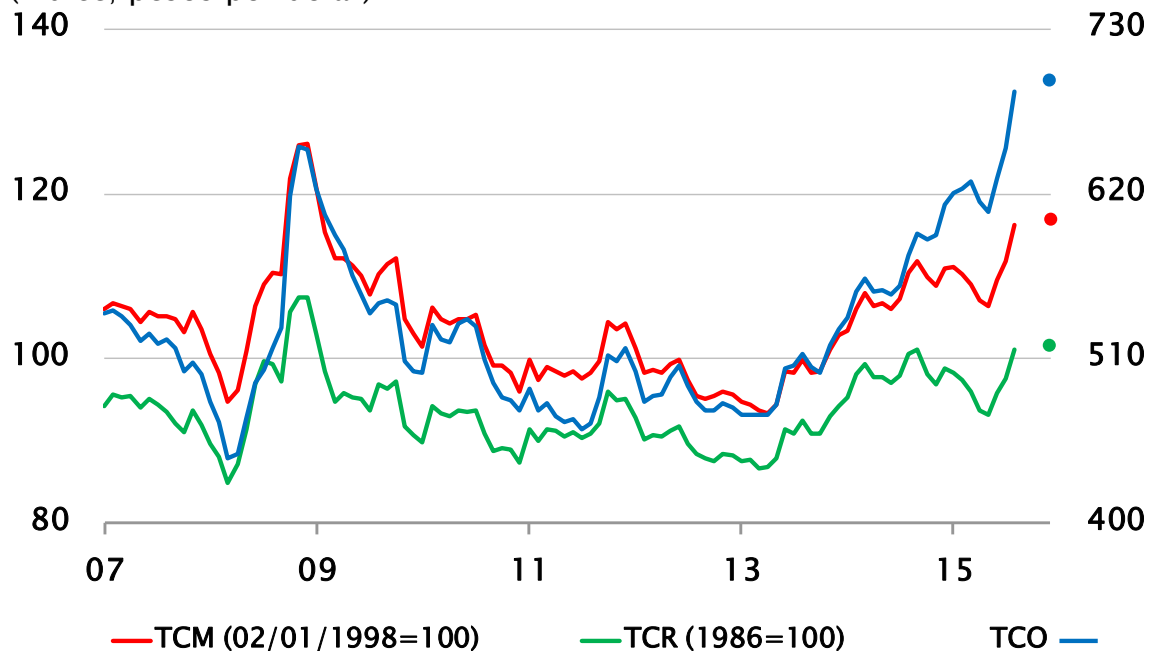
Gráfico 10  
**Tipo de cambio nominal (1)**  
 (variación acumulada, porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2015.

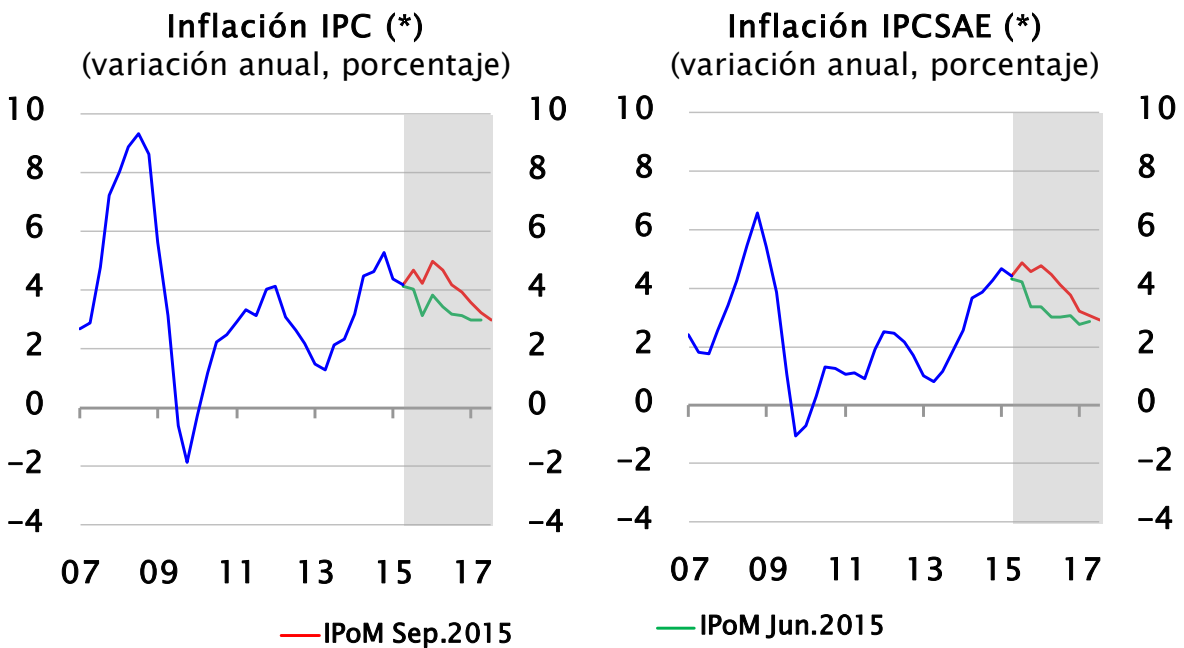
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 11  
**Tipo de cambio (\*)**  
 (índice; pesos por dólar)  
 140



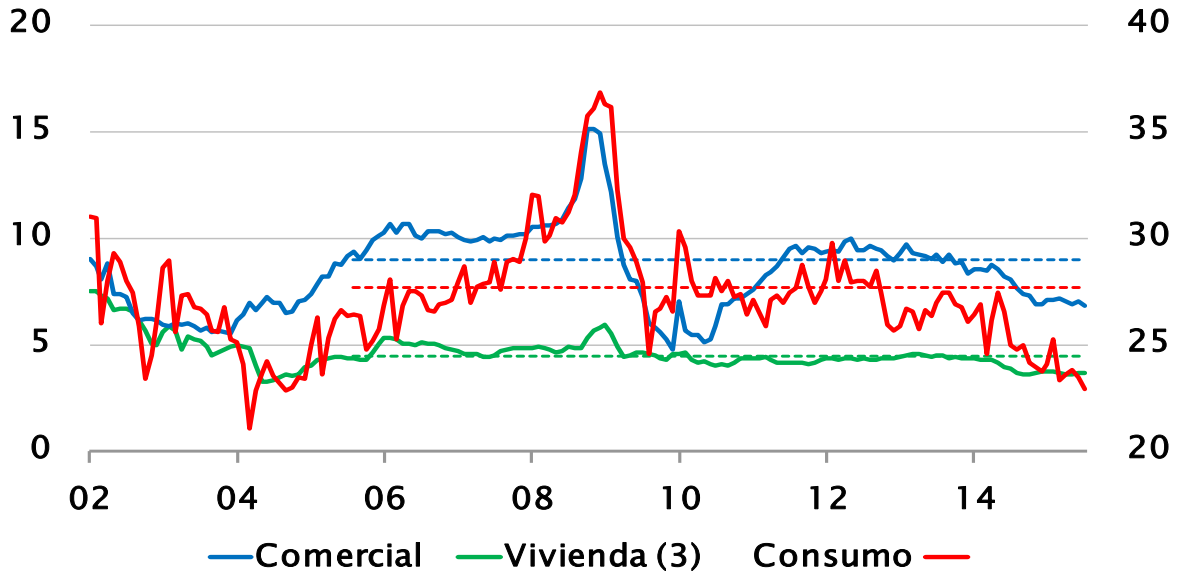
(\*) Los puntos representan los valores spot al 01 de septiembre.  
 Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12



(\*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.  
 Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

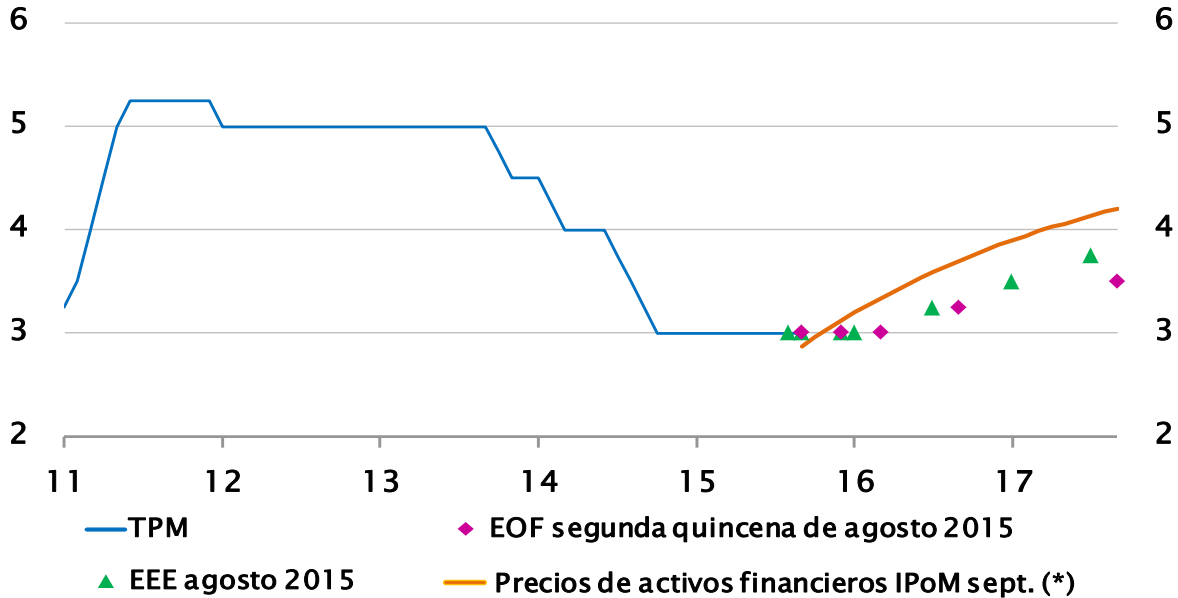
Gráfico 13  
Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)  
(porcentaje)



- (1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.
- (2) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.
- (3) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.

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

Gráfico 14  
TPM y expectativas  
(porcentaje)



(\*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. Considera valores al cierre estadístico de este IPOm.

Fuente: Banco Central de Chile.

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Como parte de nuestro esfuerzo para mejorar la calidad del Informe de Política Monetaria (IPoM), estamos interesados en conocer su opinión respecto de la estructura y contenidos del informe y qué tan útil es para usted.

[Por favor tome algunos minutos para llenar este cuestionario. Sus respuestas nos serán de mucha utilidad.](#)



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2015



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Septiembre 2015





# CONTENIDO\*/

---

<b>PREFACIO</b>	<b>5</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>7</b>
<b>DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES</b>	<b>11</b>
<b>I. ESCENARIO INTERNACIONAL</b>	<b>13</b>
<b>II. MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>17</b>
<b>III. ACTIVIDAD Y DEMANDA</b>	<b>21</b>
<b>IV. PRECIOS Y COSTOS</b>	<b>25</b>
<b>V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN</b>	<b>29</b>
<b>GLOSARIO Y ABREVIACIONES</b>	<b>53</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>55</b>
<b>RECUADROS</b>	
Crecimiento del PIB tendencial	33
PIB potencial, brecha de actividad e inflación	35
Evolución reciente de las holguras de capacidad	38
Cambio en el escenario base de proyección durante el último año	40
<b>ANEXOS</b>	
<b>BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE</b>	<b>42</b>
<b>ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES</b>	<b>44</b>
<b>PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2015</b>	<b>49</b>

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 24 de agosto de 2015.



# PREFACIO

---

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 26 de agosto de 2015 para presentarse ante el Senado el 1 de septiembre de 2015.

## **El Consejo**



# RESUMEN

En los últimos meses, la inflación ha sido superior a lo previsto, llegando en julio a 4,6% anual en su medida IPC y a 4,9% en su medida subyacente —IPCSAE. La fuerte depreciación del peso —16% nominal en el año— ha sido la principal causa de este fenómeno y se espera que siga afectando la dinámica inflacionaria en los meses siguientes, retrasando su convergencia a 3%. La incertidumbre sobre China y el deterioro del panorama para las economías emergentes, en especial, para las exportadoras de materias primas, han aumentado los riesgos del escenario externo. Como supuesto de trabajo, se contempla que hacia fines del horizonte de proyección el tipo de cambio real (TCR) tendrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM. Ello, sumado a una actividad que se prevé menos dinámica, permitirá la convergencia de la inflación. No obstante, en el corto plazo, los riesgos para la inflación están sesgados al alza, por la trayectoria del tipo de cambio. La persistencia de inflaciones altas por un tiempo prolongado podría impactar las expectativas inflacionarias con implicancias para la política monetaria.

Las Cuentas Nacionales del segundo trimestre mostraron una mayor debilidad de la actividad y la demanda interna, al tiempo que las expectativas empresariales y de los consumidores volvieron a deteriorarse. Ello, unido a un escenario externo peor, una actividad minera deteriorada y la falta de antecedentes sobre una mejoría del consumo y la inversión privada, hacen prever que el crecimiento del segundo semestre será menor que lo anticipado en junio. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%, con lo que la política monetaria ha entregado la mayor expansividad posible en las actuales circunstancias.

El escenario externo relevante para las economías emergentes, y para la chilena en particular, se ha vuelto más complejo, en parte, porque el proceso de rebalanceo del crecimiento global a favor de las economías desarrolladas —en especial EE.UU.— y el próximo inicio de la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal, ha llevado a un importante fortalecimiento del dólar. Se agregan las dudas sobre el desempeño de China, no solo por los débiles datos de actividad, sino también por los continuos y significativos ajustes en sus mercados financieros. Estos fenómenos han contribuido a la depreciación de las monedas emergentes, al empeoramiento de las condiciones financieras globales y a la caída del precio de las materias primas. En América Latina la situación es algo más compleja, por el mayor deterioro de la actividad, las elevadas inflaciones y, en varios casos, desequilibrios externos y fiscales, destacando la situación de Brasil.

En el escenario base, el crecimiento de los socios comerciales se ajusta dos y tres décimas a la baja a 3,1% el 2015 y a 3,4% el 2016. Esto responde a un deterioro del crecimiento del mundo emergente y, en especial, de China, el mayor demandante de materias primas. Por ello, en el escenario base, se considera una importante corrección





## SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2014	2015	2016	2017
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-3,0	-1,0	-0,4
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,1	3,4	3,4
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,4	3,2	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,2	2,7	2,5	3,0	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,7	1,7	1,9	2,3	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	5,9	4,8	4,1	4,6	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-9,0	-0,4	3,2
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	154	368	311	255	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	49	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	54	55	60
Precio paridad de la gasolina (US\$/m <sup>3</sup> ) (*)	366	742	731	497	461	483
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,4	1,2	2,2

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

del precio del cobre, que ahora se estima promediará US\$2,55 y 2,45 la libra el 2015 y 2016, respectivamente. Esto, luego de llegar a su menor nivel de los últimos 6 años y de que al cierre estadístico de este IPoM se ubicara por debajo de US\$2,3 la libra. El precio promedio del barril de petróleo Brent y WTI también se corrige a la baja, promediando cerca de US\$52 el 2015 y 2016. Esto, después de que, al cierre de este IPoM, se cotizaran en torno a US\$40. En los mercados emergentes, las bolsas han bajado, los premios por riesgo aumentado, han salido capitales y las monedas se han depreciado. No obstante el reciente empeoramiento, en el escenario base se prevé que las condiciones financieras externas seguirán favorables en perspectiva histórica.

En lo interno, el escenario base contempla que la actividad y el gasto evolucionarán por debajo de lo esperado en junio. El consumo y la inversión en maquinaria y equipo tuvieron un débil desempeño en el segundo trimestre, en parte compensado por el mayor dinamismo de la inversión en construcción y obras. Resaltó también la debilidad de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, con tasas de variación anual negativas. El escenario base de junio consideraba una mejora de las expectativas que no se dio, sino que, por el contrario, siguieron deteriorándose. Resalta que la pérdida de confianza es transversal entre sectores del IMCE y entre los factores que analiza el IPEC. Además, la mayoría de los entrevistados en el *Informe de Percepciones de Negocios* de agosto percibió un estancamiento o una caída de su actividad, con un deterioro de sus perspectivas para el resto del año. Como se mencionó, a lo anterior se añade un menor impulso externo durante el horizonte de proyección.

En todo caso, el mercado del trabajo continúa mostrando cifras positivas, en particular porque el crecimiento anual del empleo asalariado privado sigue sólido: cerca de 2% a junio. A su vez, la tasa de desempleo sigue baja, sin cambios respecto de su nivel de un año atrás. Eso sí, destaca el descenso del crecimiento anual de los salarios nominales hasta valores entre 6,3 y 6,7%, dependiendo de su medida, luego de ubicarse por varios meses en algo por sobre 7,0%.

En esta ocasión, el Consejo revisó su estimación de crecimiento del PIB de mediano plazo de la economía —también denominado PIB tendencial—, que estima se ubica en torno a 3,5%. Este valor es inferior al considerado hace un año, principalmente por una perspectiva de menor dinamismo para la inversión y una reevaluación de la dinámica esperada para el trabajo efectivo (Recuadro V.1). Además, el Consejo estima importante introducir explícitamente la distinción entre este concepto y el denominado PIB coherente con una inflación estable, conocido en la literatura como PIB potencial de corto plazo o simplemente PIB potencial. Por su naturaleza, el PIB potencial es el relevante para el cálculo de la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias. La diferencia entre ambos conceptos radica en que este último, en contraste con el de mediano plazo o tendencial, puede ser afectado por fluctuaciones temporales de la productividad y limitaciones transitorias a la disponibilidad de factores. De esto, se deriva que, al segundo trimestre del 2015, la brecha de actividad relevante para la inflación es menor que la que se obtendría de considerar como referencia el PIB tendencial.

En lo más reciente la brecha de actividad se ha ampliado, aunque menos que lo observado en otros ciclos de bajo crecimiento (Recuadro V.2). Esto es coherente con otras medidas de holguras de capacidad, como la tasa de desempleo, encuestas de uso de capacidad instalada y el consumo de energía eléctrica (Recuadro V.3). En el escenario base, se prevé que la brecha de actividad continuará ampliándose

al menos hasta la primera parte del 2016, contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta. Para este año se estima que el PIB se ubicará entre 2,0 y 2,5%, rango inferior al contemplado en junio. En el 2016, la economía crecerá entre 2,5 y 3,5%. Estas proyecciones siguen considerando una paulatina mejora de las expectativas privadas y que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante. Por el lado fiscal, se contempla que en el 2016 el aumento del gasto será menor que el de este año en concordancia con una reducción moderada del déficit estructural.

Como se mencionó, la nueva y significativa depreciación del peso en los últimos meses es el factor fundamental detrás del reciente aumento de la inflación efectiva y proyectada. La paridad peso/dólar aumentó 14% respecto de junio y en torno a 50% desde su menor nivel del 2013, ubicándose en torno a \$700 por dólar al cierre de este IPoM. El aumento del tipo de cambio nominal es la respuesta natural y deseable de la economía a los cambios en el escenario macro interno y externo. La apreciación global del dólar, la evolución del precio de las materias primas y la mayor debilidad del mundo emergente en general, y América Latina en particular, han afectado significativamente el valor de la paridad en los últimos meses. La depreciación no es un fenómeno exclusivo de Chile. Se observa en la mayoría de los socios comerciales, incluso con mayor intensidad en varios de ellos. Multilateralmente, la depreciación del peso ha sido menor: 10% respecto del cierre del IPoM previo; 29% respecto de su menor nivel del 2013. Lo anterior explica, en parte, por qué el aumento del TCR es menor que el del nominal. A agosto, el TCR se habría ubicado algo por sobre 100 en su medida habitual, equivalente a un incremento de 8% respecto de mayo pasado y de 17% respecto de su menor valor en el 2013. Al cierre de este IPoM el TCR se encontraba en valores por sobre lo que se considera sus niveles de equilibrio de largo plazo, pero coherentes con la evolución actual de sus fundamentos. Así, como supuesto de trabajo, se contempla que hacia fines del horizonte de proyección, el TCR tendrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico.

Una nueva depreciación del peso es uno de los eventos que podrían provocar cambios significativos en la trayectoria y persistencia de la inflación en el corto plazo. Al igual que en los últimos trimestres, es posible que un escenario de este tipo vuelva a responder a movimientos en las condiciones globales. Los eventos que podrían provocar una nueva depreciación del peso son variados, y sus efectos en la inflación tendrían implicancias para la conducción de la política monetaria. El extenso período con la inflación anual sobre 4% podría aumentar la persistencia de la inflación, impactando las expectativas inflacionarias. Esto plantea desafíos evidentes en el esquema de metas de inflación, que busca que esta se ubique en 3% a fines del horizonte de política.

La credibilidad en que la política monetaria logrará la convergencia de la inflación a la meta es un activo clave del Banco Central. En este sentido, es muy importante destacar que si bien las expectativas privadas de inflación a plazos más cortos han aumentado, a dos años plazo las encuestas y los precios de los activos financieros siguen apuntando a una inflación alineada con la meta. En el escenario base, a fines de año, la inflación se ubicará en 4,6% y seguirá superando el rango de tolerancia al menos durante toda la primera mitad del 2016, completando cerca de dos años por encima de 4%. Luego, la inflación anual del IPC y del IPCSAE retornará a 3% en el curso del 2017, fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el tercer trimestre del 2017.

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE**

	2014	2015 (f)	2016 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	1,9	2,0-2,5	2,5-3,5
Ingreso nacional	1,9	2,2	2,4
Demanda interna	-0,6	2,0	3,1
Demanda interna (sin variación de existencias)	0,5	1,4	3,0
Formación bruta de capital fijo	-6,1	-1,2	1,9
Consumo total	2,5	2,1	3,3
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,2
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-2,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-0,7	-1,5
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,3	20,8	20,0
Inversión nacional bruta (% del PIB)	21,4	21,5	21,5
FBCF (% del PIB nominal)	22,0	21,5	21,5
FBCF (% del PIB real)	24,0	23,3	23,1
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-2.995	-1.750	-3.700
Balanza comercial	7.767	5.950	3.900
Exportaciones	75.675	64.750	64.500
Importaciones	-67.908	-58.800	-60.600
Servicios	-3.757	-4.200	-4.150
Renta	-8.857	-5.050	-4.950
Transferencias corrientes	1.851	1.550	1.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**INFLACIÓN**

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	4,4	4,4	4,4	
Inflación IPC diciembre	4,6	4,6	3,7	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	3,6	4,6	4,3	
Inflación IPCSAE diciembre	4,3	4,5	3,5	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

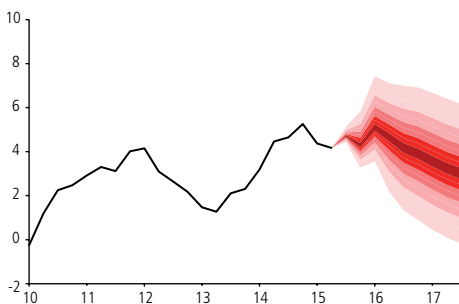
(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)**

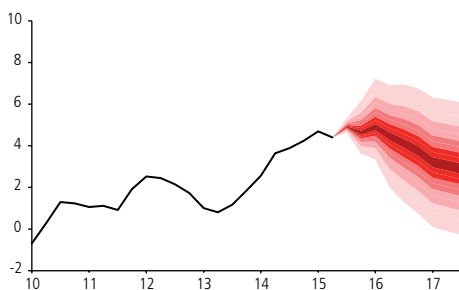
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM. Fuente: Banco Central de Chile.

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

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM. Fuente: Banco Central de Chile.

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

Como se mencionó, en lo externo persiste la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que podrían tener efectos en el panorama de inflación de corto plazo. Por un lado, los desarrollos en China han profundizado las dudas respecto de su economía. Pero también puede ser que el conjunto de medidas adoptadas se traduzcan en un rebalanceo ordenado de esta economía que evite sobresaltos posteriores. Por otro, permanece la incertidumbre sobre el impacto que tendrá la normalización de la tasa de política monetaria en EE.UU. en el precio de los activos. De todos modos, los acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en parte, las preocupaciones en torno a Grecia. Los escenarios de riesgo negativos podrían complicar aún más el ya difícil panorama para las economías emergentes, en especial de América Latina, en donde varios países siguen con altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. Aunque Chile no está ajeno a estos riesgos, la economía no presenta desbalances externos ni fiscales.

En lo interno, el escenario base sigue considerando que se disipará paulatinamente el *shock* autónomo de confianza que ha afectado negativamente a las expectativas de los consumidores y empresas en los últimos trimestres. De no darse, afectará el ritmo de recuperación de la actividad y el gasto interno. Por el contrario, un mayor efecto de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional, podría dar un impulso superior a la economía.

En cuanto la inflación, en el corto plazo, los riesgos inflacionarios son elevados. La inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí es un riesgo para las expectativas. Además, los escenarios de riesgo externos pueden provocar una depreciación adicional del peso. Con todo, la reducción del crecimiento de los salarios nominales aminora un riesgo previamente detectado. Por otra parte, no es descartable un escenario donde las holguras de capacidad se amplíen más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias.

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección.

El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM.

La inflación anual volvió a aumentar, manteniéndose sobre 4% y previéndose que seguirá en esos niveles por un tiempo mayor al esperado. La actividad y el gasto interno perdieron fuerza en el segundo trimestre y las perspectivas de crecimiento se han vuelto a rebajar para el 2015. El Consejo ha mantenido una instancia monetaria expansiva, con la TPM en 3%. Como siempre, cambios futuros en ella dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

## ANTECEDENTES: IPOM JUNIO 2015

Al cierre del IPoM de junio, el escenario macroeconómico había mostrado cambios menores respecto de lo previsto en marzo. La inflación anual había bajado, pero seguía por sobre 4%, por el efecto de la depreciación del peso y la indexación habitual. La actividad y la demanda habían crecido a un ritmo moderado, con un primer trimestre que había sido mejor de lo previsto, pero donde los indicadores coyunturales sugerían una recuperación algo más lenta. El panorama de crecimiento global se materializaba en lo grueso, pero destacaba el inicio de año más débil en EE.UU., contrastando con el mejor desempeño de Europa. Las condiciones financieras para las economías emergentes seguían favorables en perspectiva histórica. El mercado había postergado el momento de la primera alza de la tasa Fed Funds, y el dólar había perdido parte de la fortaleza ganada a inicios de año. El peso chileno, tras superar los \$640 durante marzo y llegar a cerca de \$600 en mayo, se ubicaba en torno a \$615. De todos modos, desde abril, las tasas de largo plazo habían subido en gran parte de las economías desarrolladas, y también los precios de las materias primas. En este contexto, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3% desde marzo, sosteniendo el importante grado de expansividad de la política monetaria.

Las proyecciones no tenían grandes cambios. La inflación tendría una convergencia algo más rápida a 3%, por la apreciación del peso respecto de marzo y un dinamismo algo menor de la actividad. El rango de crecimiento del PIB para el 2015 se había recortado levemente, a 2,25-3,25%, por los efectos de los aluviones en el norte, factores puntuales en la minería y el dinamismo algo menor de las cifras recientes. Además, entre otros elementos, se consideraba que las expectativas privadas tendrían una mejora relevante en la segunda mitad del año. El impulso externo era similar al de marzo.

El balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad estaba equilibrado. En lo externo, se estimaba que eventos puntuales podrían generar una alta volatilidad en el mercado financiero mundial, afectando el costo de financiamiento, la paridad cambiaria y el panorama de inflación de corto plazo. Ello, por ejemplo, por sorpresas sobre el momento o la velocidad con que la Fed subiría su tasa. También, una cesación de pagos en Grecia podría afectar los mercados financieros globales y el

crecimiento de la Eurozona, aunque la capacidad de manejo de los grandes bancos centrales había mejorado, reduciendo, en cierto grado, el posible impacto negativo. Otra nota positiva era el crecimiento más afianzado en la Eurozona, que había contribuido a un panorama de actividad global más balanceado. El mundo emergente seguía con riesgos relevantes, a pesar de la recuperación de los precios de las materias primas. Se sumaba el riesgo de China y sus implicancias en el precio del cobre.

Los riesgos locales estaban relacionados, por un lado, con la falta de recuperación de los índices de confianza. Por otro, si bien las presiones inflacionarias eran algo menores respecto de marzo, los riesgos seguían siendo importantes, por la prolongada alta inflación, márgenes acotados, alto crecimiento salarial, el alza de los combustibles y porque los riesgos externos podrían provocar una significativa depreciación adicional del peso.

## REUNIONES DE JUNIO, JULIO Y AGOSTO

En junio, las noticias reafirmaban el diagnóstico del último IPoM. Los mercados financieros externos habían tenido una alta volatilidad y habían generado una depreciación adicional del peso. En Chile, se confirmaba un repunte más lento de la economía. La inflación había vuelto al rango de tolerancia, pero las proyecciones indicaban que fluctuaría por sobre 4% en lo venidero. La depreciación cambiaria adicional retrasaría en algo la convergencia a 3%, pero era muy posible que el peso siguiera con vaivenes importantes y la inflación fuera algo más volátil.

La División Estudios propuso como única opción mantener la TPM. Se descartaba un recorte, pues la inflación había estado en o por sobre 4% por más de un año y era probable que siguiera así por algunos meses más. A pesar del riesgo para el anclaje de las expectativas por la prolongada alta inflación, también se descartó un alza de la TPM. A los argumentos planteados en mayo —menores presiones inflacionarias por las cifras de actividad y una inflación subyacente sin sorpresas— se sumaba la reducción del crecimiento anual de los salarios. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 3%.

En julio, las cifras conocidas habían modificado en forma relevante el escenario base. La inflación seguía siendo el principal foco de preocupación y nuevamente se postergaba el momento en que convergería a la meta. El tamaño y la



persistencia de la depreciación nominal habían sorprendido durante el último año, transformándose en la principal causa de las continuas correcciones al alza de la inflación proyectada y del momento de su convergencia. En todo caso, la convergencia de la inflación a la meta seguía siendo el escenario base, porque los efectos inflacionarios del tipo de cambio eran transitorios y la economía seguía acumulando holguras de capacidad. El riesgo de una convergencia más rápida, por el menor dinamismo de la economía, se estimaba de una incidencia considerablemente menor que los riesgos alcistas por el tipo de cambio. Como se había mencionado, los altos niveles de inflación constituían en sí mismos un riesgo para el anclaje de expectativas. Ello, especialmente porque los escenarios de riesgo externos tenían una probabilidad relevante y movimientos abruptos del peso podrían aumentar la inflación en el corto plazo. Especialmente importante era la situación de China, pues los sobresaltos en sus mercados financieros habían profundizado las dudas sobre su capacidad de crecimiento. Si bien el panorama para la actividad mundial no había variado mayormente, la baja de los precios de las materias primas había agregado mayor incertidumbre sobre las economías exportadoras de ellas.

Por otro lado, las cifras del gasto interno seguían débiles y las expectativas privadas habían vuelto a retroceder. La tasa de desempleo había subido y los salarios habían seguido moderándose, dando cuenta del proceso de normalización de las condiciones en el mercado laboral. Además, las perspectivas del PIB de las encuestas de mercado se habían vuelto a recortar para el año, pero también para el 2016 y el 2017.

La División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM. La opción de una baja se descartaba, dado el riesgo que implicaría iniciar un ciclo de recortes en este contexto. Las condiciones de financiamiento de empresas y hogares eran relativamente holgadas, el grado de expansividad de la política monetaria parecía adecuado, y los efectos de un relajamiento adicional sobre la actividad se preveían bajos. En tanto, la opción de subir la TPM tampoco parecía relevante, pues la visión de que la inflación era un fenómeno asociado al tipo de cambio era compartida en gran parte por el mercado y no se veían presiones inflacionarias por el lado de la actividad, por lo que el riesgo de desanclaje, si bien no desaparecía, se acotaba, especialmente considerando la sistemática baja de las proyecciones de actividad. Las considerables fluctuaciones de la inflación esperada a un año, pero no la prevista a dos años, daba cuenta de esta situación. El Consejo decidió mantener la TPM en 3%.

En agosto, los antecedentes daban cuenta de una dinámica inflacionaria significativamente mayor que la prevista solo un par de meses atrás. El elevado nivel de la inflación, su alta persistencia y las sucesivas correcciones al alza de los pronósticos internos

representaban un riesgo relevante para la dinámica inflacionaria de mediano plazo, toda vez que implicaban un riesgo para las expectativas. En opinión de la División Estudios, la evolución reciente de la inflación y, especialmente de su proyección, habían elevado este riesgo, por lo que la opción de aumentar la TPM en 25 puntos base —orientada a prevenir un posible desanclaje de las expectativas de inflación— era una opción relevante de discutir. Evidentemente convendría anticiparse a un desanclaje de expectativas, ya que, de presentarse, la historia mostraba que debía ser combatido con medidas de mayor intensidad.

No obstante la relevancia de esta opción, la División Estudios era de la opinión de que los antecedentes presentados favorecían la opción de mantener el curso actual de la política monetaria. Esto se fundamentaba en lo siguiente: en primer lugar, no había evidencia que sugiriera que, de mantenerse las expectativas de inflación a mediano plazo bien ancladas, hubiera mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo. De hecho, la mayor debilidad de la actividad local y externa, así como la corrección a la baja del precio de las materias primas, apuntaban a que esas presiones eran algo menores. Esto era coherente con que, nuevamente, las correcciones afectaban principalmente a las proyecciones de inflación a plazos menores que un año, y estaban relacionadas con cambios en la visión respecto del tipo de cambio. En este contexto, el importante impulso monetario entregado desde hace ya un buen tiempo no debía ser entendido como una elección que favorecía el crecimiento por sobre el control de la inflación, sino como una medida necesaria para asegurar la convergencia de la inflación en el mediano plazo, en un contexto donde la actividad presentaba una debilidad importante. Asimismo, la mayor inflación de corto plazo era el costo transitorio de dicho ajuste, el que sin duda había sido más prolongado y más intenso que lo previsto, como lo atestiguaban los sucesivos recortes en las proyecciones de actividad.

En segundo lugar, mantener la TPM se sustentaba en que la gran mayoría del mercado compartía la visión del Banco respecto del ajuste macro en el que estaba inmersa la economía, lo que contribuía a contener el riesgo de un desanclaje. En particular, tanto de las encuestas realizadas por el Banco como de los precios de los activos financieros se deducía que, si bien el mercado había corregido al alza de manera importante las proyecciones de inflación a plazos menores a un año, las expectativas para los años siguientes permanecían en 3%. La evolución de las expectativas y la forma en que el mercado fuera entendiendo el proceso inflacionario debía ser un foco central de preocupación en los meses venideros, ya que, si bien incipiente, algunas encuestas mostraban una dispersión mayor que hace algún tiempo en las proyecciones de inflación a dos años. El Consejo decidió mantener la TPM en 3%.

# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

*Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas del escenario externo relevante para la economía chilena. Además, describe los principales riesgos.*

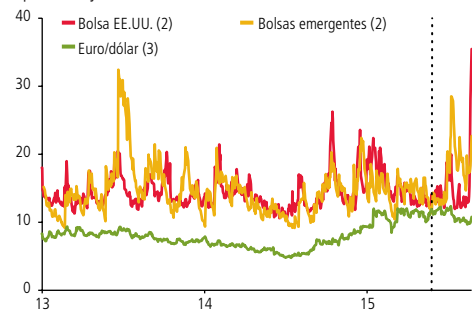
El escenario internacional se ha tornado más complejo, incrementándose los riesgos para las economías exportadoras de materias primas y, en particular, la chilena. Por un lado, el rebalanceo del crecimiento global a favor de las economías desarrolladas, en especial de EE.UU., junto con el próximo inicio de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed), ha resultado en un importante fortalecimiento internacional del dólar. Por otro, las dudas sobre China se han acrecentado pues, a las noticias de un mayor debilitamiento de la actividad, se han sumado fuertes turbulencias en sus mercados financieros, que se han traspasado a los mercados mundiales. Todo ello ha acentuado las reasignaciones de portafolios comentadas en el IPoM previo. Las economías emergentes han sido las más afectadas, ya que han visto depreciarse sus monedas, aumentar sus costos de financiamiento externo, además de enfrentar importantes caídas de los precios de las materias primas. La situación es especialmente delicada en América Latina por el mayor deterioro de la actividad, los altos niveles de inflación y, en varios casos, desequilibrios externos y fiscales relevantes, destacando la situación de Brasil. Así, el impulso externo para la economía chilena es menor, especialmente por el deterioro de los términos de intercambio.

## MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros internacionales han estado enfrentando nuevos episodios de tensión, con un marcado incremento de la volatilidad, tanto en las bolsas como en los mercados de renta fija, especialmente tras los eventos en China (gráfico I.1). Su bolsa, luego de alcanzar niveles históricamente altos en junio, ha mostrado correcciones abruptas que se acentuaron hacia el cierre de este IPoM (gráfico I.2). El contagio al resto de los mercados fue muy alto, con caídas importantes en los principales índices accionarios. Para las economías emergentes el efecto fue más marcado, pues se generaron importantes salidas de capitales, las monedas se depreciaron significativamente respecto del dólar y el costo de financiamiento externo subió por el aumento de los premios por riesgo, que llegaron a niveles similares o incluso superiores a los de mediados del 2013 (gráficos I.3, I.4 y II.8).

La volatilidad financiera en China se dio en conjunto con crecientes temores sobre el desempeño de su actividad. En las últimas semanas, sus autoridades han tomado diversas medidas, tanto para mitigar la caída de las bolsas como para impulsar la actividad, destacando la depreciación del yuan, la disminución de tasas de interés y de los requerimientos de reservas a los bancos. Al cierre de este IPoM, la caída de su bolsa acumuló cerca de 40% desde su máximo a mediados del 2015, ubicándose en niveles aún por sobre los de hace un año. De todos modos, debe tenerse en

**GRÁFICO I.1**  
Volatilidad de mercados bursátiles y de la paridad euro/dólar (1)  
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015.

(2) EE.UU. corresponde al VIX y para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

(3) Volatilidad implícita de opciones a tres meses.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.2**  
Mercados bursátiles (1) (2)  
(índice 2013-2015 = 100)



(1) Datos medidos en moneda local. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015.

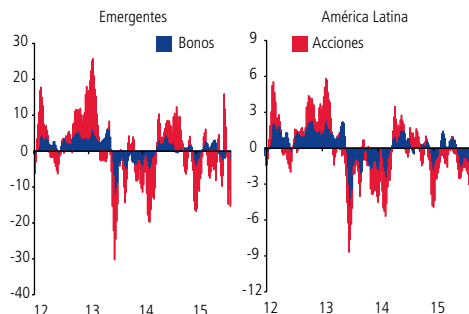
(2) China corresponde al índice accionario compuesto de Shanghai, y para regiones, a los índices accionarios de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

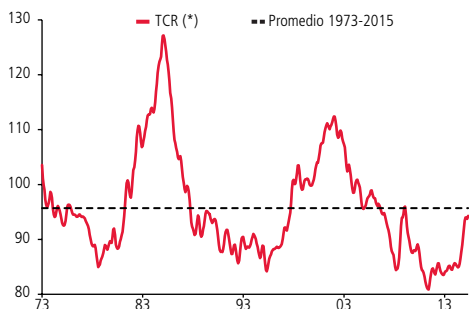
**GRÁFICO I.3****Premios por riesgo en economías emergentes (1) (2)**  
(puntos base)

(1) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (3) Incluye Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia. (4) Incluye China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia. (5) Incluye Rep. Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria, Rumania, Rusia y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.4****Flujos netos de capitales a economías emergentes**  
(miles de millones de dólares, mes móvil)

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

**GRÁFICO I.5****Tipo de cambio real multilateral de Estados Unidos**  
(índice marzo 1973 = 100)

(\*) Promedio móvil trimestral. Aumento indica apreciación.

Fuente: Bloomberg.

cuenta que, a diferencia de otras economías donde la riqueza de los consumidores se acumula en acciones, en China el mercado accionario solo acoge una parte menor de esta.

Además, la sostenida apreciación del dólar, derivada de la consolidación de la mayor fortaleza relativa de EE.UU. y el próximo inicio de alza de tasas de la Fed, ha generado presiones adicionales sobre las monedas emergentes. Con todo, el nivel del tipo de cambio real de EE.UU. recién se ha ido acercando a su promedio histórico, por lo que, en principio, no se puede descartar que la tendencia apreciativa de la moneda se mantenga (gráfico I.5). Tras la última reunión de la Fed y la entrega de datos de actividad de EE.UU. más robustos, las apuestas del mercado sitúan el inicio de la normalización de política monetaria hacia fines de año. La autoridad de la Fed ha dado señales de que su actuar será gradual y con cautela —considerando los niveles de inflación y sujeto a que continúe el ritmo actual de robustecimiento de la actividad—, siendo interpretada esta señal como coincidente con la posición de los mercados.

Las tasas de interés de largo plazo de los bonos soberanos de las economías desarrolladas, luego de mostrar alzas con posterioridad al cierre estadístico del IPoM de junio, retrocedieron en las últimas semanas, coincidiendo con el deterioro en el panorama para China y un entorno económico mundial que se ha vuelto más adverso y riesgoso (gráfico I.6). Además, los cambios en las apuestas del mercado sobre el momento exacto del inicio de la normalización de la tasa de política monetaria de EE.UU. generaron volatilidad adicional. Ello también se reflejó en las alzas en las tasas largas de algunas economías emergentes. Con todo, el escenario base de este IPoM considera que las condiciones financieras externas seguirán siendo favorables desde una perspectiva histórica.

La agudización de la situación de Grecia tuvo un contagio limitado y de corta duración, principalmente en la periferia europea, con un aumento temporal de los *spreads* de los bonos de largo plazo. Tras arduas negociaciones, Grecia alcanzó un acuerdo con sus acreedores, con lo que —por ahora— cedieron las preocupaciones. Con todo, se mantiene la incertidumbre en torno a la implementación de las medidas acordadas, especialmente tras la renuncia y llamado a elecciones anticipadas por parte del primer ministro griego.

Este IPoM considera que uno de los principales riesgos al escenario base es la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros, asociados a nuevos desarrollos en China que profundicen las dudas respecto de su economía y/o al proceso de la normalización de tasas en EE.UU.

**MATERIAS PRIMAS**

La apreciación global del dólar, sumada a las dudas sobre el desempeño de China y la volatilidad de los mercados financieros internacionales, ha provocado disminuciones importantes y generalizadas en los precios de las materias primas. Destacan los descensos del cobre y del petróleo (gráfico I.7), trayectorias en las que también incidieron elementos propios de cada mercado.

El precio del cobre retrocedió 19% desde el cierre estadístico del IPoM de junio y, hacia el cierre estadístico de este IPoM, su valor se ubicó por debajo de US\$2,3 la libra, alcanzando valores mínimos desde el 2009. Ello se dio en

medio de una visión más holgada respecto del balance de este mercado. Así, el precio proyectado en el escenario base se revisó a la baja a US\$2,55 y 2,45 la libra para el 2015 y el 2016, respectivamente.

Por su parte, el precio del petróleo WTI y Brent descendió cerca de 30% desde el IPoM previo, alcanzando al cierre del presente valores en torno a US\$40 el barril y registrando nuevos mínimos desde fines del 2008. La gasolina, por su parte, cayó 15%. A los efectos globales sobre los precios de las materias primas se agregaron factores de oferta, como el aumento de inventarios, la mantención de cuotas de producción de la OPEP y expectativas de aumento de exportaciones desde Irán e Irak. En el escenario base, el precio proyectado para el barril de WTI y Brent se ajusta a la baja con respecto a lo previsto en el IPoM previo, a un promedio de US\$52 el barril para el 2015 y 2016.

Los precios de los alimentos, aunque con movimientos mixtos, han retrocedido en el agregado, pero en magnitud mucho menor que el resto de las materias primas.

## CRECIMIENTO MUNDIAL E INFLACIÓN

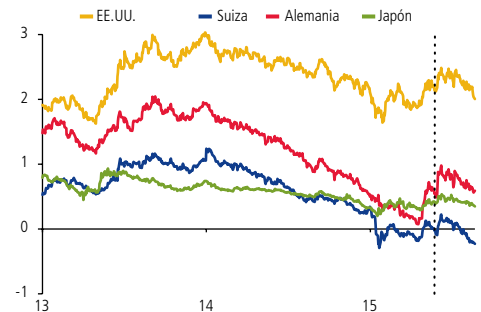
En un contexto de mayor turbulencia en los mercados financieros, bajas de los precios de las materias primas y deterioro del desempeño de China, el escenario de crecimiento de las economías emergentes se ha tornado más complejo, en particular el de América Latina. En el mundo desarrollado, en cambio, las perspectivas siguen apuntando a que las economías continuarán recuperándose. La expansión esperada de los socios comerciales de Chile se ajusta en dos y tres décimas a la baja a 3,1 y 3,4%, respectivamente, para este año y el próximo (tabla I.1).

En China, tras un crecimiento anual de 7% en el segundo cuarto del año, diversos indicadores de actividad dan cuenta de un desempeño más débil (gráfico I.8). Las expectativas manufactureras acumulan seis meses en terreno negativo, alcanzando en agosto la cifra más baja de los últimos dos años. Asimismo, tanto las exportaciones como las importaciones se han debilitado. Ello ha motivado que el mercado y este IPoM proyecten la expansión de esta economía por debajo de 7%. De cualquier forma, existen riesgos al respecto. En una publicación reciente, Consensus Forecasts consultó a analistas por su estimación sobre el “verdadero” crecimiento de China, tasa que varios ubicaron por debajo de 5%. Por otro lado, el conjunto de medidas adoptadas podrían traducirse en un rebalaceo ordenado de esta economía que evite sobresaltos posteriores. En otras economías emergentes de Asia las exportaciones se ralentizaron, debilitando una demanda interna ya frágil, a lo que ha contribuido el menor desempeño de China.

En América Latina continuó el deterioro del ritmo de crecimiento y se volvieron a reducir sus perspectivas (gráfico I.9). Además del panorama más débil de China y de los bajos precios de las materias primas, factores locales han incidido en estos ajustes. Ese es el caso de Brasil, que enfrenta un complejo escenario político, sumado al empeoramiento del mercado laboral<sup>1/</sup>. En lo positivo, destacan los avances en el proceso de aprobación del ajuste fiscal propuesto por el gobierno brasileño. Con todo, el contexto internacional de mayor riesgo, el

<sup>1/</sup> Información posterior al cierre estadístico de este IPoM muestra que Brasil registró una caída de 2,6% anual en el crecimiento del segundo cuarto del 2015.

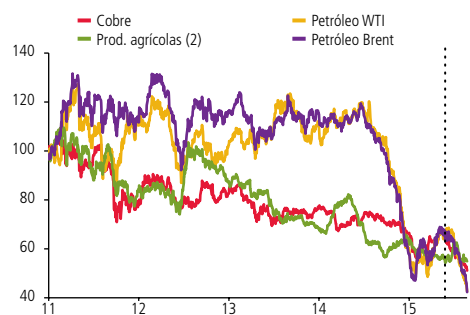
**GRÁFICO I.6**  
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo (\*)  
(porcentaje)



(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.7**  
Precios de materias primas (1)  
(índice enero 2011=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015.

(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

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

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2013	2014 (e)	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
Mundo a PPC	4,2	4,0	3,1	3,4	3,2	3,5	3,5
Mundial a TC de mercado	3,2	3,2	2,4	2,7	2,5	3,0	2,9
Socios comerciales	3,6	4,6	3,5	3,4	3,1	3,4	3,4
Estados Unidos	2,6	2,1	1,5	2,4	2,4	2,8	2,8
Eurozona	2,2	1,0	-0,4	0,9	1,5	1,9	1,9
Japón	1,7	2,0	1,5	-0,1	1,0	1,4	0,5
China	10,5	9,1	7,7	7,4	6,7	6,4	6,1
India	7,1	7,3	4,7	7,2	7,5	7,8	7,5
Resto de Asia	5,1	5,3	3,9	3,9	3,7	4,0	4,2
América Latina (excl. Chile)	3,5	4,5	2,3	1,0	-0,1	1,0	1,4
Exp. de prod. básicos	3,1	2,6	2,2	2,6	1,7	2,4	2,1

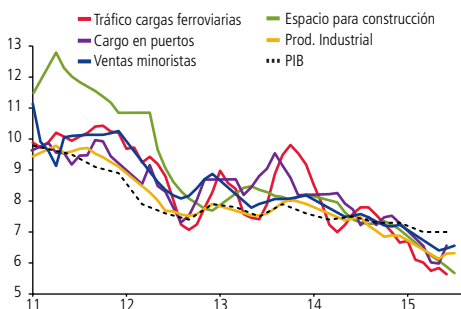
(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(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.



**GRÁFICO I.8****China: Indicadores de actividad y PIB (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

(\*) Considera promedio trimestral móvil para los indicadores de actividad. Estos fueron estandarizados y transformados para que reflejen la media y varianza del crecimiento del PIB.

Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.

incremento del costo de financiamiento externo y la salida de capitales desde la región pueden complejizar aun más la situación de economías como Colombia y Brasil, que mantienen elevados déficits de cuenta corriente. A ello se suma que en varias economías el nivel de las reservas internacionales ha disminuido, dadas las intervenciones cambiarias realizadas para enfrentar la depreciación de sus monedas. Por su parte, los desequilibrios de las cuentas fiscales limitan el espacio para proveer impulso a sus economías, mientras el accionar de la política monetaria se dificulta por la creciente inflación. Aunque Chile no se encuentra ajeno a estos riesgos, la economía no presenta desbalances externos ni fiscales.

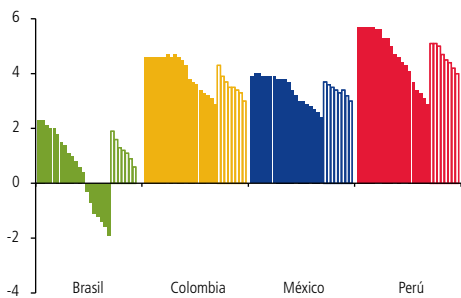
En contraste, las economías desarrolladas muestran un continuo afianzamiento de su recuperación. EE.UU. retomó un mayor ritmo de crecimiento en el segundo cuarto del año: 3,7% trimestral (t/t) anualizado<sup>2/</sup>, confirmando la transitoriedad del magro resultado del primer trimestre (+0,6%). El consumo privado, principalmente de bienes durables, continuó apuntalando la actividad, e indicadores del mercado laboral hacen prever que esta tendencia continuará. El desempleo siguió descendiendo y la creación mensual de empleos se mantiene dinámica.

La Eurozona continuó su tendencia de recuperación gradual. En el segundo trimestre, la región creció 1,3% t/t anualizado. Destacó el crecimiento de España. Italia y Holanda se desaceleraron levemente y Francia no registró crecimiento. Otros indicadores de actividad muestran un desempeño mixto en la región. El desempleo continuó disminuyendo, especialmente en España y Portugal, y las políticas monetarias más expansivas, junto con los bajos precios del petróleo, han permitido una continua recuperación del consumo. La producción industrial e inversión se mantienen débiles. Por su parte, la agudización de la situación griega, además de haber tenido un impacto menor y acotado en los mercados financieros, no tuvo mayor efecto en el desempeño y expectativas del resto de Europa. En el Reino Unido la actividad ha dado señales de una más sólida recuperación, impulsada principalmente por el consumo. Por su parte, Japón se contrajo en el segundo trimestre del 2015, afectado por el bajo dinamismo del consumo y del sector exportador.

En economías desarrolladas exportadoras de materias primas, tales como Australia, Noruega, Nueva Zelanda y Canadá, la actividad se ha desacelerado, principalmente por un debilitamiento de los planes de inversión en los sectores relacionados con materias primas, pero también por las menores exportaciones.

En un contexto de actividad mundial acotada, apreciación del dólar, bajos precios del petróleo y caída generalizada de los precios en dólares, la inflación mundial se ha mantenido baja. La excepción ha sido América Latina, que continúa registrando inflaciones elevadas, a lo que ha contribuido de manera importante la depreciación de sus monedas. En países como Brasil y Rusia la mayor inflación también responde a factores más idiosincrásicos.

En este escenario de baja inflación prevalecen las políticas monetarias expansivas. Desde el IPoM previo bajaron sus tasas de instancia Suecia, Nueva Zelanda, Noruega y Canadá, entre otros. En EE.UU. se espera que la Fed empiece a subir su tasa hacia fines de año, a lo que podría seguir el Reino Unido.

**GRÁFICO I.9****Proyecciones de crecimiento 2015 y 2016 (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

(\*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2015 desde enero del 2014 hasta agosto del 2015. Las barras no sólidas corresponden a proyecciones para el 2016 desde enero hasta agosto del 2015.

Fuente: Consensus Forecasts.

<sup>2/</sup> Información publicada con posterioridad al cierre estadístico de este IPoM.

## II. MERCADOS FINANCIEROS

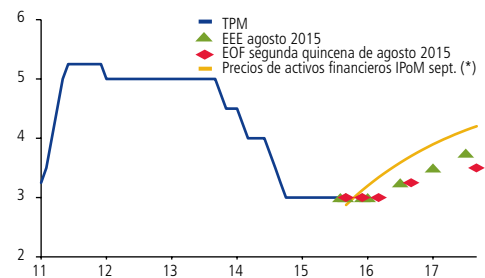
*Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.*

### POLÍTICA MONETARIA

En los últimos meses, la inflación ha sido superior a lo previsto, llegando en julio a 4,6% anual en su medida IPC y a 4,9% en su medida subyacente —IPCSEA. La fuerte depreciación del peso —16% nominal en el año— ha sido la principal causa de este fenómeno y se espera que siga afectando la dinámica inflacionaria en los meses siguientes, retrasando su convergencia a 3%. Los riesgos del escenario externo han aumentado, por la incertidumbre sobre China y el deterioro del panorama para las economías emergentes, en especial, para las exportadoras de materias primas. Un panorama distinto se aprecia en las economías desarrolladas que siguen recuperándose. La actividad y la demanda interna volvieron a debilitarse en el segundo trimestre y las expectativas de los consumidores y empresas, contrario a lo previsto, siguieron deteriorándose. Ello, junto con indicadores más recientes que no dan cuenta de una mejora del consumo y la inversión privada, hace prever un crecimiento para la segunda mitad del año menor que el anticipado en junio. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%, con lo que la política monetaria ha entregado la mayor expansividad posible en las actuales circunstancias.

Sobre la TPM, las expectativas que se extraen de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM indican que el primer aumento de la tasa de referencia se daría entre fines de este año y comienzos del próximo. En tanto, las encuestas de mercado (Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y Encuesta de Operadores Financieros (EOF)) indican que ello ocurriría durante la segunda mitad del próximo año. Con esto, las distintas medidas de expectativas auguran que, a un año plazo, la TPM se ubicaría entre 3,25 y 3,7% (entre 3,25 y 3,5% en el IPoM de junio) y que, a dos años plazo, lo haría entre 3,5 y 4,2% (entre 3,75 y 4,0% en junio) (gráfico II.1 y tabla II.1). El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM.

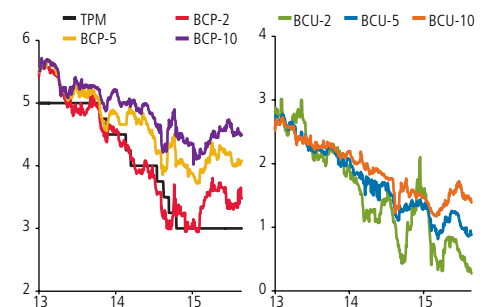
**GRÁFICO II.1**  
TPM y expectativas  
(porcentaje)



(\*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

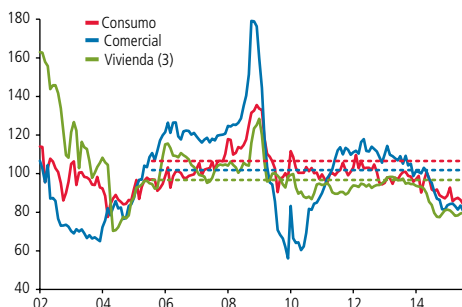
**GRÁFICO II.2**  
TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**

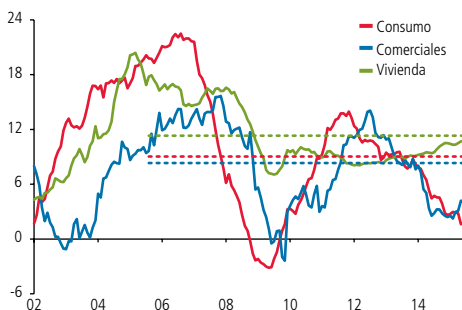
Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)  
(índice 2002-2015=100)



- (1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.  
(2) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.  
(3) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO II.4**

Crecimiento real anual de las colocaciones (1) (2) (3)  
(porcentaje)



- (1) Las cifras de julio del 2015 son provisorias.  
(2) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.  
(3) El aumento del crecimiento anual de las comerciales y el descenso de las de consumo desde mayo, obedece a operaciones de compraventa en el sistema bancario.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**TABLA II.1**

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A diciembre 2015		A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre
EEE (1)	3,00	3,00	3,25	3,25	3,75	3,75
EOF (2)	3,00	3,00	3,25	3,25	3,75	3,50
Precios de activos financieros (3)	3,22	3,12	3,52	3,70	4,01	4,20

- (1) Corresponde a la encuesta de mayo y agosto 2015.  
(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de mayo y agosto 2015.  
(3) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años. Para el IPoM de septiembre considera los valores al cierre estadístico.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Comparadas con las de inicios del 2015, las tasas de interés de los documentos del Banco Central y de la Tesorería subieron en sus denominaciones en pesos en todos sus plazos relevantes, mientras que en UF cayeron, especialmente en los tramos más cortos. En el caso de las tasas nominales, ello ha estado en línea con expectativas que han eliminado la posibilidad de nuevos recortes de la TPM, a la vez que el descenso de las tasas reajustables se condice con las mayores expectativas de inflación a corto plazo (gráfico II.2). En este panorama, desde el IPoM de junio, los mayores ajustes se dieron en los instrumentos en UF, cuyas tasas descendieron en torno a 40 puntos base (pb) promedio para los plazos de dos y cinco años, más que devolviendo el aumento que registraron desde marzo. Como ha sido la tónica durante este año, persisten los riesgos de un incremento de las tasas de interés internas de los bonos de largo plazo ante eventos de volatilidad financiera global. Se agrega el riesgo de que la normalización monetaria de EE.UU. ocurra en un momento o a una velocidad diferente del consenso, aunque este riesgo se ha moderado en lo más reciente.

## CONDICIONES FINANCIERAS

El costo del crédito en el mercado local sigue reducido desde una perspectiva histórica, reflejando la expansividad de la política monetaria. Sin embargo, la baja disposición a endeudarse de los agentes económicos que reportan la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) y el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN), mantiene acotado el crecimiento del crédito de consumo y comercial. De todos modos, la misma ECB indica que los requisitos para acceder al crédito siguieron restringiéndose, aunque a un ritmo más bajo que en trimestres previos. En lo externo, las condiciones financieras empeoraron, en particular por la mayor volatilidad del último tiempo, pero son aún favorables en una visión de largo plazo.

El costo del crédito en el mercado local, más allá de movimientos en el margen, sigue en niveles bajos (gráfico II.3). Para las tasas de las colocaciones comerciales está cerca de los más bajos de los últimos cinco años, mientras que para las de consumo e hipotecarias, su nivel se encuentra en torno a los mínimos de los últimos diez años.

Si bien el costo del crédito es reducido, con datos provisorios a julio, las colocaciones de consumo y comerciales muestran un crecimiento real anual no muy diferente al de los trimestres previos y muy por debajo de sus promedios de

los últimos diez años <sup>1/</sup> (gráfico II.4). La excepción la constituye el crecimiento real de las colocaciones hipotecarias, que ha venido incrementándose desde el 2013, en coherencia con la actividad del sector de la construcción habitacional y el rubro inmobiliario.

El comportamiento del crédito comercial y de consumo es coherente con conductas más cautas por parte de los demandantes de estas fuentes de financiamiento. La ECB del segundo trimestre de este año da cuenta de una demanda que ha seguido contrayéndose, a excepción del segmento hipotecario (en personas) y el crédito para empresas inmobiliarias. Llama la atención la mayor contracción de la demanda de crédito de grandes empresas, cuya motivación, según la ECB, se asocia a menores proyectos de inversión. En la misma línea, el IPN de agosto señala que, tanto empresas como bancos, no tienen o no observan mayor disposición al endeudamiento, principalmente por la incertidumbre que perciben acerca del desempeño futuro de sus negocios (empresas) o de sus puestos de trabajo (consumidores). Entre los consumidores, según los entrevistados, se observa además una mayor preferencia por pagos en efectivo o con tarjeta de débito. La excepción, de acuerdo con la mayoría de los consultados, es la evolución de los créditos hipotecarios, coherente, como ya se mencionó, con la actividad del sector.

En lo externo, si bien resalta la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y el empeoramiento de las condiciones financieras, en el escenario base se prevé que estas últimas seguirán favorables desde una perspectiva histórica. La volatilidad tuvo aumentos bruscos, principalmente ante los drásticos ajustes del mercado bursátil chino. Desde el IPOM de junio, aunque disminuyeron las tasas de interés de los bonos de gobierno de largo plazo de las economías desarrolladas, aumentaron los premios por riesgo en las emergentes (gráfico II.5). Además, en estas últimas, continuó la salida de capitales, la depreciación de sus monedas y los mercados bursátiles tuvieron desempeños negativos. El IPSA, medido en moneda local, se redujo 7,4% desde junio, ubicándose por debajo de los niveles de comienzos de año (gráfico II.6).

En este escenario, las colocaciones de bonos por parte de las empresas privadas chilenas, en el acumulado a agosto, son inferiores a las del 2014, principalmente por una menor emisión en el exterior de las empresas no financieras. Sin embargo, se mantienen elevadas en una comparación histórica (gráfico II.7).

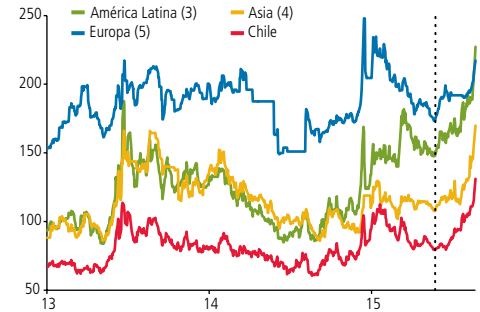
En cuanto a los agregados monetarios nominales, con información disponible a julio, el M1, compuesto por activos más líquidos, fue el que más subió su expansión anual desde abril: desde 13 a 15%. El M2 y el M3 también aumentaron su crecimiento anual, a valores en torno a 11%.

**TIPO DE CAMBIO**

El tipo de cambio nominal tuvo un nuevo y significativo aumento desde el IPOM de junio. Desde entonces, el peso chileno se depreció cerca de 14% respecto del dólar estadounidense, ubicándose en torno a \$700 por dólar al cierre de este IPOM. Esto, en un escenario donde se conjugan varios factores: las dudas acerca del desempeño

<sup>1/</sup> En las colocaciones, se observó un aumento del crecimiento anual de las comerciales y un descenso de las de consumo, motivados por operaciones de compraventa en el sistema bancario. [http://www.bcentral.cl/publicaciones/estadisticas/dinero-banca/pdf/im2015/emf\\_junio.pdf](http://www.bcentral.cl/publicaciones/estadisticas/dinero-banca/pdf/im2015/emf_junio.pdf)

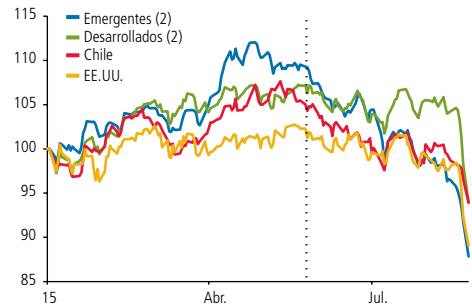
**GRÁFICO II.5**  
Premios por riesgos en economías emergentes (1) (2)  
(puntos base)



(1) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de junio 2015. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (4) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. (5) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

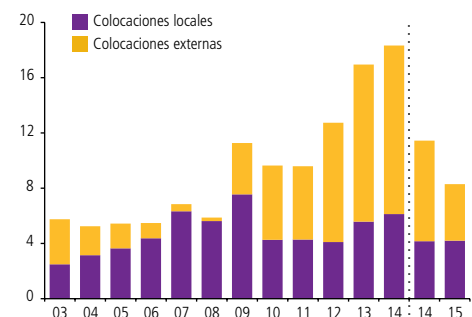
**GRÁFICO II.6**  
Mercados bursátiles (1)  
(índice 1 enero 2015=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de junio 2015. (2) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.7**  
Colocaciones de bonos corporativos y bancarios (\*)  
(miles de millones de dólares)



(\*) Incluye empresas financieras y no financieras. Barras a la derecha de la línea punteada, considera las colocaciones acumuladas a agosto de cada año.

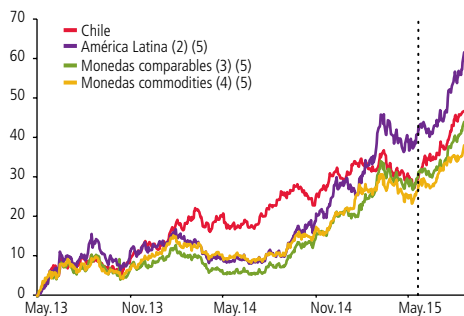
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y BCS.



**GRÁFICO II.8**

**Tipo de cambio nominal (1)**

(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)



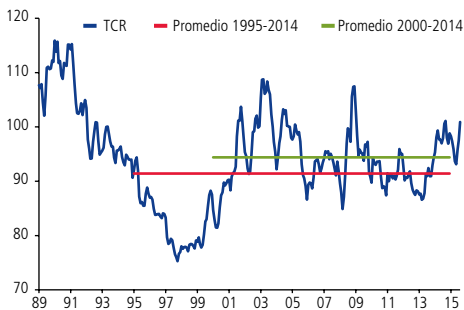
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO II.9**

**Tipo de cambio real (\*)**

(índice 1986=100)



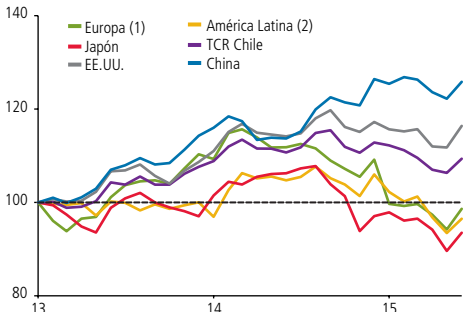
(\*) Cífra de agosto del 2015 incluye información hasta el día 24.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.10**

**TCR bilateral de Chile: Economías seleccionadas**

(índice enero 2013=100)



(1) Considera a Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda e Italia. (2) Considera a Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile.

de la economía china y la volatilidad de sus mercados financieros; la caída del precio de la mayoría de las materias primas, incluido el cobre; el continuo fortalecimiento del dólar a nivel global.

Si bien la paridad peso/dólar ha alcanzado niveles que no se observaban desde hace varios años, el tamaño de la depreciación multilateral ha sido menor. Comparada con su menor nivel del 2013 —año en que comenzó el proceso de depreciación del peso—, la paridad peso/dólar ha aumentado en torno a 50%, mientras la paridad multilateral —TCM— lo ha hecho 29%. Aún más, si se considera el índice que excluye el dólar —TCM-X— la depreciación llega a 24%. En este sentido, la pérdida de valor del peso chileno, si bien se ubica algo por sobre el promedio de las economías comparables y a las exportadoras de materias primas, está claramente por debajo del promedio de América Latina, en particular de Brasil y Colombia (gráfico II.8 y tabla II.2).

**TABLA II.2**

**Paridades respecto del dólar estadounidense (1)**

(porcentaje)

	Variación TCN		
	IPoM Sept.15/ IPoM Jun.15	Spot/2.Ene.15	Spot/mínimo de mayo 2013
Rusia	33,3	22,6	137,4
Colombia	23,0	36,2	84,0
Brasil	14,6	33,7	82,7
Turquía	10,3	26,2	68,2
América Latina (2) (5)	11,0	26,5	63,1
Sudáfrica	8,6	14,6	56,5
Noruega	9,4	10,2	50,5
<b>Chile</b>	<b>14,5</b>	<b>16,3</b>	<b>51,3</b>
Australia	8,2	14,4	48,1
Indonesia	5,3	13,4	46,1
Monedas comparables (3) (5)	8,1	19,5	44,6
México	9,1	16,6	43,6
Monedas commodities (4) (5)	6,0	14,7	42,3
Canadá	7,6	14,4	35,1
Nueva Zelanda	11,9	20,3	33,2
Perú	3,1	10,0	29,2
India	2,5	5,2	25,4
Rep. Checa	-1,6	1,6	24,9
Tailandia	5,8	8,2	24,4
Rep. Corea	8,5	9,6	14,2

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

(2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía.

(4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

(5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En línea con la menor depreciación multilateral, el aumento del tipo de cambio real (TCR) también ha sido menor que la variación de la paridad peso/dólar: 17% respecto de su menor nivel del 2013 (8% desde el IPoM previo). En niveles, y con la información disponible al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el TCR de agosto se ubicaría algo por sobre 100 en su medida 1986=100, registro por sobre lo que se considera sus niveles de equilibrio de largo plazo, pero coherentes con la evolución actual de sus fundamentos (gráfico II.9). No obstante, Chile se ha apreciado en términos reales respecto de un grupo de economías (gráfico II.10). Como supuesto de trabajo, este IPoM contempla que, hacia fines del horizonte de proyección, el TCR tendrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM.

### III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

#### ACTIVIDAD

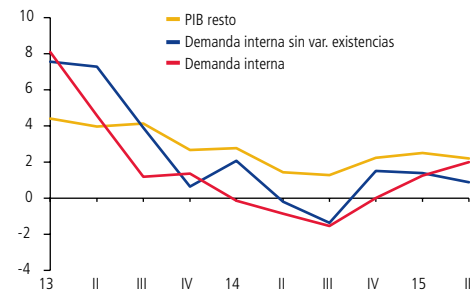
En el segundo trimestre del 2015, la actividad y la demanda interna descontadas las existencias mostraron un crecimiento más bajo que el del trimestre previo y el previsto en el IPoM de junio. El consumo y la inversión tuvieron un bajo desempeño, en un contexto en que, a diferencia de lo esperado, los índices de confianza tuvieron un nuevo y significativo deterioro. Ello redundó en una mayor acumulación de inventarios respecto de trimestres previos, resultando así en un crecimiento de la demanda interna total algo superior (gráfico III.1).

Por sectores, destacó el menor crecimiento de los Recursos Naturales, cuya expansión anual pasó de 2,8 a 0,4% entre el primer y el segundo trimestre. La Minería anotó un crecimiento muy bajo, que explicó cerca de dos puntos porcentuales de la menor expansión de este grupo. Los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto) crecieron 2,2% (2,5% anual en el primero), aunque con desempeños disímiles en su interior. Por un lado, la construcción, el comercio y la industria aumentaron su tasa de crecimiento anual respecto del primer trimestre. Por otro, los servicios, como transporte, comunicaciones, restaurantes y hoteles, mostraron un desempeño inferior al de comienzos de año (tabla III.1).

El crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue inferior a lo previsto en el IPoM de junio y a lo esperado por las expectativas privadas. En abril, primer mes donde la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) recoge una estimación para el segundo trimestre, se anticipaba que el PIB aumentaría 2,5%, cifra que bajó a 2,3% en mayo y a 2% en junio, lo que se compara con el 1,9% de crecimiento efectivo. Para lo que resta del año, el escenario base de este IPoM considera que la actividad tendrá una velocidad de expansión menor que la prevista hace unos meses. Con ello, este año el PIB crecerá en un rango entre 2,0 y 2,5%.

Las expectativas privadas para el crecimiento del año también se han corregido a la baja en los últimos meses. Entre mayo y agosto, considerando las encuestas disponibles al cierre estadístico de cada IPoM, la EEE bajó el crecimiento previsto para el 2015 de 2,7 a 2,2%. A pesar de que el desempeño de la actividad en junio resultó por sobre lo previsto por el mercado, las expectativas

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



Fuente: Banco Central de Chile.

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

	Pond.	2014				2015	
		2014	I	II	III	IV	I
Agropecuaria-silvícola	2,7	2,9	-5,6	-3,4	4,9	7,5	3,7
Pesca	0,3	21,8	34,0	10,7	3,4	-14,3	-8,5
Minería	11,2	1,2	4,8	0,0	-0,4	3,3	0,9
Industria	11,3	0,2	-0,7	-0,7	-0,1	-0,2	0,2
EGA	2,3	1,3	9,4	3,4	5,7	2,1	0,2
Construcción	7,3	3,1	1,1	-1,4	3,2	1,0	3,6
Comercio	8,0	2,2	-0,4	-0,2	0,7	0,3	1,0
Restaurantes y hoteles	1,8	1,0	0,3	0,9	0,9	2,5	-0,9
Transportes	4,2	3,4	1,5	1,3	3,1	2,4	0,7
Comunicaciones	1,8	7,6	7,5	5,7	5,8	8,1	7,9
Servicios financieros	5,1	3,9	2,2	2,2	3,6	2,9	4,6
Servicios empresariales	13,9	3,4	2,1	1,2	0,9	1,7	1,8
Servicios de vivienda	5,2	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,6
Servicios personales (1)	11,7	3,4	3,7	4,6	3,9	4,8	3,1
Administración pública	4,6	3,3	3,0	2,7	5,4	3,8	4,3
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
<b>PIB Resto (2)</b>	<b>77,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
<b>PIB RRNN (2)</b>	<b>13,9</b>	<b>1,6</b>	<b>6,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.

(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA III.2

## Demanda interna

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

	Pond.	2014				2015	
		2014	I	II	III	IV	I
<b>Demanda interna</b>	<b>98,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>
Demanda interna (s/ var. existencias)	99,1	2,1	-0,2	-1,4	1,5	1,4	0,9
Formación Bruta Capital Fijo	22,0	-4,9	-7,8	-12,1	0,5	-1,9	-3,0
Construcción y otras obras	14,9	3,0	0,1	-1,6	2,2	0,4	3,3
Maquinaria y equipo	7,2	-19,3	-21,4	-29,6	-3,1	-6,6	-15,9
Consumo total	77,1	4,4	2,3	2,0	1,8	2,4	2,0
Consumo privado	64,2	3,9	2,2	1,9	1,0	1,9	1,6
Bienes durables	6,2	3,6	-1,5	-3,9	-4,6	-5,1	-0,9
Bienes no durables	26,4	4,1	1,2	1,6	0,6	1,9	1,4
Servicios	31,6	3,7	3,6	3,3	2,7	3,2	2,4
Consumo Gobierno	12,9	8,2	2,6	2,3	5,5	5,7	3,6
Variación de existencias (*)	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3
Exportación bienes y servicios	33,8	4,1	-0,4	-2,6	1,7	1,5	-4,9
Importación bienes y servicios	32,3	-4,7	-9,4	-9,8	-3,9	-2,3	-5,1
<b>PIB Total</b>	<b>100,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>

(\*) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2

## Importaciones de bienes de capital

(millones de dólares, promedio móvil trimestral)

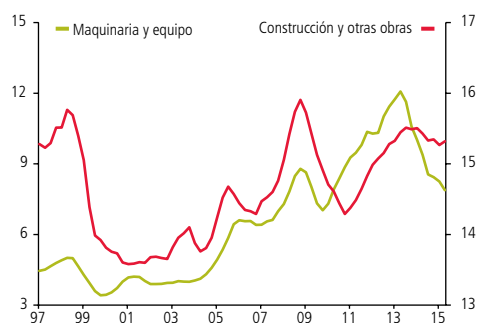


Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3

## Formación bruta de capital fijo real

(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

para el año se recortaron en la última medición. Para el 2016, retrocedieron de 3,5 a 2,8% entre mayo y agosto.

## DEMANDA INTERNA

La demanda interna descontadas las existencias redujo su ritmo de expansión anual en el segundo trimestre a 0,9% (desde las tasas en torno a 1,5% que mostró a fines del 2014 y comienzos del 2015). Por componentes, fue notoria la mayor debilidad de la formación bruta de capital fijo, cuya tasa de variación anual se hizo más negativa que en el trimestre previo, principalmente por el componente de maquinaria y equipo que cayó cerca de 16% anual (tabla III.2). Además, los datos en el margen de importaciones de bienes de capital (junio y julio) tampoco mostraron mayores variaciones en estas tendencias (gráfico III.2). En tanto, el crecimiento anual del componente de construcción y obras aumentó respecto del primer trimestre, lo que en buena parte se debió al impulso que ha agregado la inversión pública, y a la mayor actividad inmobiliaria y de la construcción de viviendas. De hecho, ambos componentes han contribuido a que esta parte de la inversión muestre un comportamiento mucho más estable respecto de otros ciclos de bajo crecimiento económico (gráfico III.3). De todos modos, en el escenario base de este IPoM se estima que el impulso proveniente de estos factores se irá aminorando. Además, las perspectivas de expansión de la construcción y obras en los siguientes trimestres se han visto mermadas. En particular, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de junio dio cuenta de que el valor de los proyectos del sector energético se recortó para el trienio 2016-2018, a lo que se suma la ausencia de un repunte en los proyectos mineros dado el menor precio del cobre.

Por el lado del consumo, su ritmo de crecimiento anual también se redujo en el segundo trimestre, lo que fue visible en la expansión del gasto tanto público como privado. De este modo, el consumo privado creció 1,6% en el segundo trimestre (1,9% en el primero). Por componentes, el consumo de bienes durables se contrajo menos que en el primer trimestre, aunque en parte gracias a las bajas bases de comparación con igual trimestre del año anterior. En el consumo habitual, destacó la moderación de los servicios (2,4% en el segundo; 3,2% en el primero), que experimentaron un ritmo de crecimiento por debajo de lo anotado a lo largo del 2014.

Respecto de los determinantes del consumo, el mercado laboral se ha mantenido resiliente. La tasa de desempleo se ubica en el mismo nivel del año pasado: 6,5% en el trimestre móvil terminado en junio y la creación de empleo privado ha aumentado en lo que va del 2015. De todos modos, destaca el menor crecimiento de los salarios nominales que pasó de cerca de 7% anual en marzo a 6,5% en junio —en promedio para las distintas mediciones—. En términos reales, disminuyeron desde 2,9% anual a cerca de 2% en igual lapso, tanto por el menor crecimiento nominal como por la mayor inflación. Como resultado de estas tendencias del empleo y los salarios, el crecimiento de la masa salarial se ha mantenido prácticamente estable en los últimos meses (gráfico III.4). De todos modos, la información recopilada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de agosto indica que por el lado del

empleo se irán abriendo holguras, pues las empresas han mostrado una mayor reticencia al momento de contratar personal y prevén posibles ajustes en sus dotaciones en los meses siguientes.

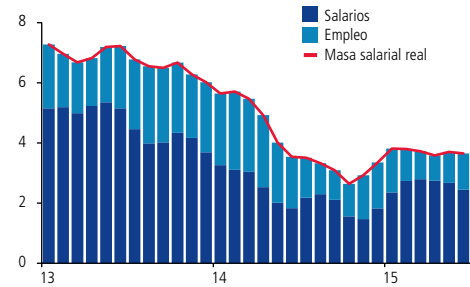
En cuanto a otros determinantes del gasto privado, sigue resaltando el nuevo e importante deterioro de los indicadores de confianza empresarial (IMCE) y de consumidores (IPEC), que además se ha hecho transversal entre los factores propios y de la economía en general (gráficos III.5 y III.6). Llama la atención que en el IMCE, a la caída de las expectativas en el comercio y la industria, se sumó una percepción más negativa en la construcción a pesar del dinamismo de su actividad en el segundo trimestre. Esto refleja, en parte, que una proporción importante de los encuestados se concentra en la construcción de obras de ingeniería, sector que ha estado muy poco dinámico. Además, en el margen, los datos dan cuenta de que después de un notable impulso, la actividad habitacional debería empezar a reducirse en los trimestres que vienen.

Al alicaido panorama que ofrecen los indicadores de expectativas se suma la información del IPN de agosto. Este dio cuenta de que, para la mayoría de las empresas consultadas, en el segundo trimestre el desempeño de sus negocios se deterioró o estancó respecto de comienzos de año, con percepciones que se fueron haciendo más negativas en el curso del período. Destaca que esta evaluación es transversal entre sectores —destinados al mercado interno o a las exportaciones—, con la excepción del rubro de construcción e inmobiliario. Además, las empresas tienen planes y proyectos de inversión reducidos para los siguientes trimestres. En general, estos apuntan a los gastos estrictamente necesarios para mantener la operación de los negocios y no a ampliaciones de la capacidad productiva. Se suma una preocupación generalizada por el desempeño de la economía en el segundo semestre del 2015 y que no prevén una recuperación relevante respecto de los niveles actuales.

La mayor reticencia en las decisiones de gasto de los hogares y las empresas también se ha reflejado en el bajo crecimiento de las colocaciones bancarias, pese al reducido nivel de las tasas de interés, que se encuentran en mínimos históricos o en torno a ellos. El IPN de agosto señala que las bajas tasas de interés han incidido más bien en reestructuraciones en los plazos de pago. Las cuentas nacionales por sector institucional del primer trimestre indican que la deuda de los hogares como porcentaje del ingreso disponible bruto y la deuda de las empresas no financieras mostraron un descenso desde fines del 2014. Además, indican que ello ha estado acompañado de una mayor tasa de ahorro privado. Entre fines del 2014 y el primer trimestre de este año, la tasa de ahorro de los hogares como porcentaje del ingreso disponible bruto pasó de 9,4 a 9,6%, y la de las empresas no financieras como porcentaje del PIB, de 7,5 a 8,9%.

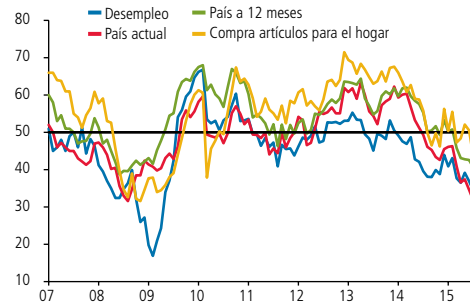
Como se destacó, en el segundo trimestre la acumulación de existencias aumentó respecto de trimestres previos. En el año móvil terminado en el segundo trimestre del 2015, la variación de existencias equivalió a -0,3% del PIB, que se compara con el -0,7% que se verificó a fines del primer cuarto. Según la información que entrega el IMCE a julio, es posible que esta acumulación de existencias sea un fenómeno no deseado. De todos modos, tampoco puede descartarse que el comportamiento de las existencias esté afectado por el paro

**GRÁFICO III.4**  
Incidencia anual en la masa salarial real  
(puntos porcentuales)



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

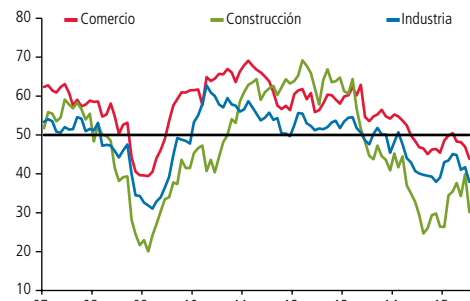
**GRÁFICO III.5**  
IPEC: Expectativas de los consumidores (\*)  
(índice)



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

Fuente: Adimark.

**GRÁFICO III.6**  
IMCE: Percepción de los empresarios (\*)  
(índice)

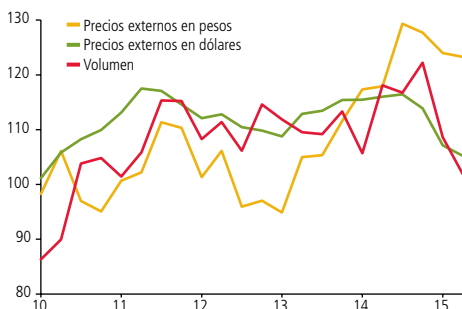


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

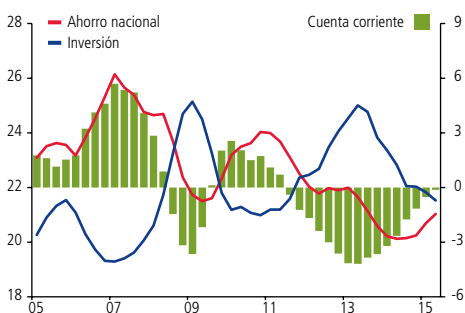


**GRÁFICO III.7**  
Exportaciones industriales  
(índice 2003-2015=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.8**  
Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión  
(porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

aduanero y los cierres temporales de los puertos asociados a las marejadas que se verificaron en el curso del trimestre.

## CUENTA CORRIENTE

En cuanto al sector externo, en el segundo trimestre el valor de las exportaciones de bienes cayó 15% anual, lo que se debió a una reducción tanto del volumen de envíos (-3,9%) como de los precios (-11,5%). Por sectores, se dio una caída generalizada de los precios, en particular de las exportaciones mineras e industriales, mientras que, en términos de volúmenes, las mineras crecieron en términos anuales (3,9%), las agrícolas bajaron 11% anual y las industriales retrocedieron 13,7% anual.

Desde una perspectiva más amplia, en el sector industrial se ha visto un desempeño menor a lo que *a priori* se podría esperar del impulso proveniente de la depreciación cambiaria de los últimos dos años. Varios factores se conjugan para este resultado. Primero, la depreciación del peso ha respondido, en buena medida, a un proceso de apreciación del dólar que ha afectado a todas las monedas. De hecho, aunque durante parte del 2014 el peso fue una de las monedas más depreciadas en el mundo emergente y, en particular en América Latina, desde fines del año pasado esa situación ha cambiado y el peso está en el promedio de las depreciaciones globales y de la región (tabla II.8)<sup>1/</sup>. En particular, una parte no menor de los envíos industriales chilenos van a mercados latinoamericanos, en especial Brasil, que han sufrido depreciaciones bastante mayores que las de Chile. Segundo, la demanda externa se ha debilitado en los últimos trimestres, en especial en América Latina, lo que ha más que contrapesado el efecto expansivo de la depreciación del peso. Por último, la apreciación del dólar a nivel global, entre otros factores, ha llevado a un descenso de los precios en dólares de los envíos, deteriorando los resultados de las empresas nacionales (gráfico III.7).

Por el lado de las importaciones de bienes, en el segundo trimestre el valor de estas mostró una caída de 17,3% anual, lo que fue mayor al descenso que registraron las exportaciones de bienes. Ello fue generado, en mayor medida, por el descenso del volumen de importaciones de bienes de capital y de consumo (en promedio cerca de 11% anual) y, en menor medida, por una baja de los precios (cerca de 5% anual en promedio).

El mayor ajuste del gasto interno incidió en un menor déficit de la cuenta corriente. Al segundo trimestre, el saldo acumulado de la cuenta corriente fue -0,1% del PIB en el último año móvil (-0,5% en el cuarto anterior) (gráfico III.8). De todos modos, en el escenario base, el déficit de la cuenta corriente para el 2015 se ampliará a -0,7% del PIB.

<sup>1/</sup> Ver Recuadro III.2 I PoM Junio 2014 para mayor detalle sobre el tema.

## IV. PRECIOS Y COSTOS

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

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

A julio, la variación anual del IPC y de la medida subyacente (IPCSAE) llegó a 4,6 y 4,9%, respectivamente, aumentando en comparación con lo observado al cierre estadístico anterior (4,1 y 4,3% en abril) (gráfico y tabla IV.1). Detrás de este fenómeno está, principalmente, la fuerte alza del tipo de cambio —que acumula un aumento de 16% nominal durante el año—, que se espera que siga afectando la dinámica inflacionaria por algunos meses más, retrasando su convergencia a 3%. La depreciación del peso también ha impulsado las expectativas privadas a plazos más cortos, especialmente a fines del 2015 y a un año plazo. A dos años plazo, las expectativas privadas permanecen ancladas en 3%.

TABLA IV.1

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

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

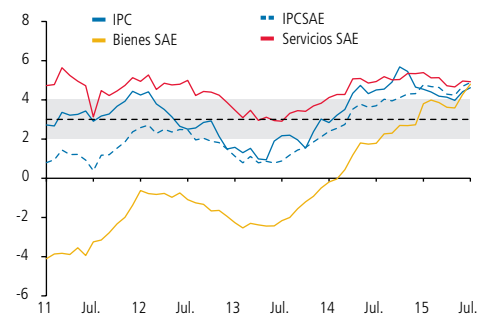
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

GRÁFICO IV.1

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



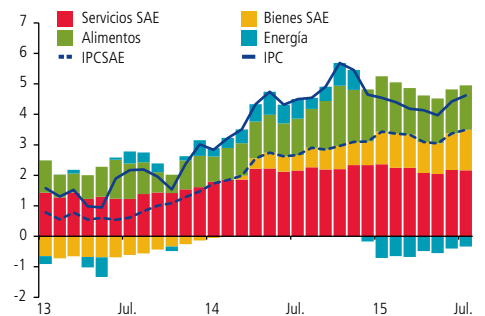
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

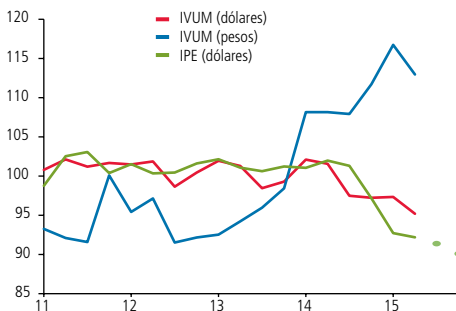
GRÁFICO IV.2

Incidenencias en la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)



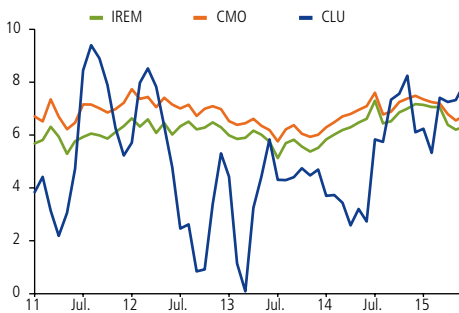
(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

**GRÁFICO IV.3**
**IVUM de consumo e IPE (\*)**  
 (índice 2011-2015=100)


(\*) Datos trimestrales al segundo cuarto del 2015, excepto los dos puntos en el gráfico que corresponden a la estimación y proyección mensuales del IPE para julio y agosto, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.4**
**Salarios y costo laboral unitario nominales**  
 (variación anual, porcentaje)


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

**GRÁFICO IV.5**
**Márgenes (\*)**  
 (índice 2003-2015=100)


(\*) Aproximación medida como el ratio entre el IPCSAE de bienes y el IVUM en pesos.

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

Como ya se señaló, la variación anual del IPC aumentó en los últimos meses, a la vez que resultó mayor que lo previsto en el IPoM de junio. Gran parte del mayor avance y de la sorpresa se explicó por el incremento de la inflación de bienes SAE. Desde el cierre estadístico pasado, este fue el componente que más subió su incidencia en el IPC anual —en 0,3pp— (gráfico IV.2). La trayectoria ascendente del tipo de cambio a partir de mediados del 2013 ha sido el principal impulsor de su variación anual, que pasó desde cifras en torno a -2,5% en ese período a algo por debajo de 5% actualmente. Ello ha prevalecido por sobre la notoria disminución de los precios de los bienes de consumo importados (IVUM) en dólares en el último año. Entre el segundo trimestre del 2014 y el mismo lapso del 2015, estos han descendido algo más de 6%, relativamente en línea con la evolución de la inflación externa relevante en dólares (IPE) (gráfico IV.3).

Desde el cierre estadístico anterior, la inflación de servicios SAE también subió su contribución en el IPC anual, aunque en menor magnitud que la de bienes. Como se mencionó en IPoM previos, estos también han dado cuenta de los efectos cambiarios, especialmente a través de la indexación. Aun cuando persiste en niveles elevados, cerca de 5%, la expansión anual de estos precios ha mostrado cierta moderación respecto de lo observado hacia fines del 2014 e inicios de este año (gráfico IV.1). Ello es coincidente con el escenario local de bajo dinamismo de la actividad.

Las presiones inflacionarias derivadas del costo de la mano de obra han cedido algo en los últimos meses. El crecimiento anual de los salarios nominales bajó del 7% anual luego de varios meses, mientras en términos reales cayó en promedio a tasas del orden de 2%, en línea con el menor aumento nominal y el mayor IPC. Esto concuerda con la información recabada en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de agosto, en el cual buena parte de los entrevistados dio cuenta de una baja de las presiones salariales. El costo laboral unitario (CLU), en tanto, exhibe una expansión anual más elevada que las remuneraciones y que ha ido al alza durante este año (gráfico IV.4). De todas formas, distintas mediciones reflejan cómo las holguras de capacidad se han ampliado en lo más reciente, lo cual ayudará a la convergencia de la inflación a la meta (Recuadro V.3).

Los márgenes del comercio se aprecian estrechos, en particular por el efecto que han tenido la depreciación del peso y la indexación por inflación pasada sobre los costos, así como por la dificultad para traspasar su alza a precios finales dada la debilidad de la economía. Si se toma el ratio entre el IPCSAE de bienes y el IVUM en pesos como una aproximación de la medición de los márgenes, se aprecia que estos se han reducido sustantivamente desde mediados del 2013 (gráfico IV.5). De cualquier modo, en el último IPN la mayoría de los entrevistados señala que para mejorar resultados han debido adoptar estrategias de control de costos, toda vez que no prevén que la demanda les dé espacio para revisiones relevantes de precios.

La energía siguió dando un aporte negativo a la inflación anual, aunque en menor cuantía que en el IPoM anterior. Esto último obedeció, principalmente, al impacto al alza que la depreciación del peso ha provocado en las tarifas eléctricas (gráfico IV.6). Por el lado de los combustibles, desde fines del 2014

estos muestran una variación anual negativa, debido a que el precio del crudo en los mercados extranjeros ha persistido en los bajos niveles alcanzados tras su fuerte caída en ese período. La contribución de este subgrupo al IPC anual no ha variado mayormente desde el IPoM previo. Ello, en un contexto en el que se han conjugado el declive del valor internacional del petróleo en las últimas semanas —en torno a 30% desde el IPoM anterior— y la depreciación del peso (gráfico IV.7). La combinación de estos factores sugiere una trayectoria para el precio de los combustibles en los meses siguientes no muy diferente de la prevista en junio. En tanto, las cuentas de electricidad se verán impulsadas de la mano del mayor tipo de cambio, efecto que de todas maneras actúa con algún rezago.

Por su parte, los alimentos redujeron marginalmente su aporte anual al IPC, de la mano de los productos distintos de frutas y verduras frescas (gráfico IV.6). Entre otros factores, resalta la disminución de la variación anual del precio de las carnes que, luego de llegar a su mayor valor en varios años a fines del 2014, a julio de este año era cerca de 6%. El significativo descenso del precio en dólares de las carnes en los últimos meses —poco menos de 20% desde septiembre pasado según el índice FAO— ha incidido en su menor incremento a nivel nacional. Los precios externos de otros alimentos también se han reducido, pero la influencia en el mercado local ha sido más acotada que en las carnes. Ello, por cuanto el componente importado de estas últimas en el consumo interno es mayor que el de otros productos (gráfico IV.8).

## PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

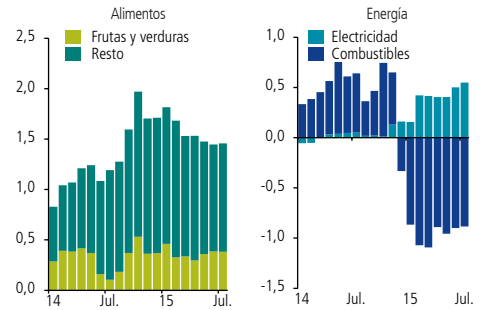
Como se ha mencionado, el traspaso de la nueva y significativa depreciación del peso en los meses recientes es el principal fundamento tras la trayectoria de inflación más elevada en lo próximo y la postergación de la convergencia a la meta incorporadas en el nuevo escenario base. Este también ha sido el elemento más relevante detrás de las sucesivas correcciones al alza en la inflación prevista a lo largo del último año (gráfico IV.9).

Las perspectivas de inflación privadas para plazos más inmediatos también volvieron a ajustarse al alza. En agosto, la inflación esperada para diciembre del 2015 según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) aumentó a 4,2% (3,5% en mayo), con lo cual acumuló un incremento de 1,5 puntos porcentuales comparado con lo que proyectaba en enero de este año (gráfico IV.10). Los seguros de inflación han tenido un progreso incluso mayor desde esa fecha, situándose en 4,4% en promedio en los diez días previos al cierre estadístico actual.

A un año plazo, tanto la EEE como la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) subieron a 3,5% (3,1 y 3% al cierre estadístico anterior respectivamente). Los seguros de inflación mostraron prácticamente el mismo avance en ese lapso, más allá de que en algunos momentos alcanzaron cifras mayores. A dos años plazo, los diversos sondeos mantienen las perspectivas en 3%.

El Consejo estima que, en el escenario base, el IPC anual se situará por sobre 4% al menos durante todo el primer semestre del 2016. De manera temporal,

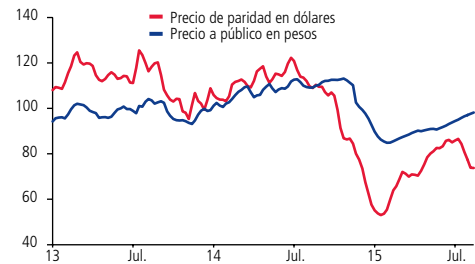
**GRÁFICO IV.6**  
Incidencias de alimentos y energía en la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)



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

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

**GRÁFICO IV.7**  
Precio semanal de la gasolina (1) (2)  
(índice 2013-2015=100)

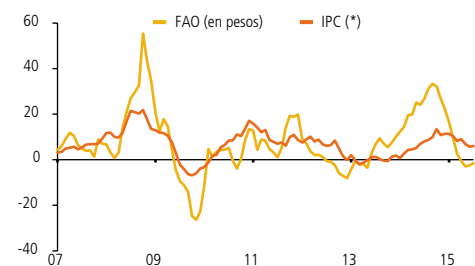


(1) A partir de agosto del 2014, la CNE publica el precio de paridad en pesos, por lo que desde entonces se pasa a dólares utilizando el promedio del TCO de las últimas dos semanas previas al dato.

(2) Datos efectivos hasta la semana del 3 de agosto del 2015. Para las semanas posteriores son estimaciones preliminares.

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

**GRÁFICO IV.8**  
Precio de las carnes  
(variación anual, porcentaje)



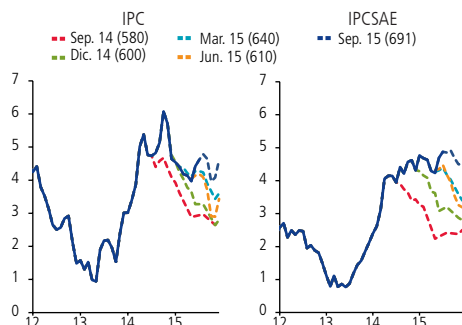
(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.



**GRÁFICO IV.9**

Tipo de cambio y ajuste de la proyección de inflación (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



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

(2) Líneas discontinuas corresponden a la proyección de inflación en los IPoM de las fechas indicadas en la leyenda. Números entre paréntesis son el tipo de cambio (pesos/dólar) vigente al momento de la proyección.

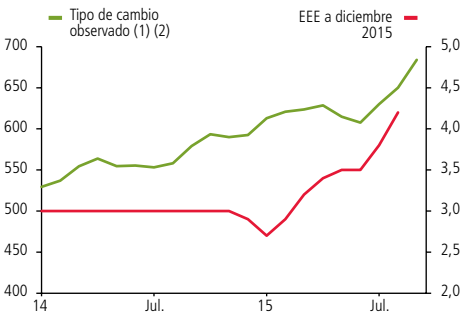
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

este podría bajar de esa cifra en el cuarto trimestre de este año por efecto base de comparación. Con ello, la inflación completaría alrededor de dos años por sobre el rango meta. A diciembre de este año, el IPC anual llegaría a 4,6%, para luego subir a inicios del 2016 por la aplicación del cambio en la Ley del Impuesto de Timbres y Estampillas. En tanto, el IPCSAE se ubicaría en 4,5% anual a diciembre. La convergencia más lenta proyectada en este IPoM contempla que la inflación retornará a 3% en el curso del 2017, fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el tercer trimestre de ese año.

En el corto plazo, los riesgos inflacionarios son elevados. La inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí es un riesgo para las expectativas. Además, los escenarios de riesgo externo pueden provocar una depreciación adicional del peso. Con todo, la reducción del crecimiento de los salarios nominales aminora un riesgo previamente detectado. Por otra parte, no es descartable un escenario donde las holguras de capacidad se amplíen más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias.

**GRÁFICO IV.10**

Tipo de cambio y expectativas de inflación a diciembre 2015  
(pesos por dólar; variación anual, porcentaje)



(1) Adelantado en un mes, dado que las expectativas de inflación contenidas en cada EEE consideran la evolución cambiaria del mes previo.

(2) Cifra de agosto es el promedio de los datos diarios al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

## V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

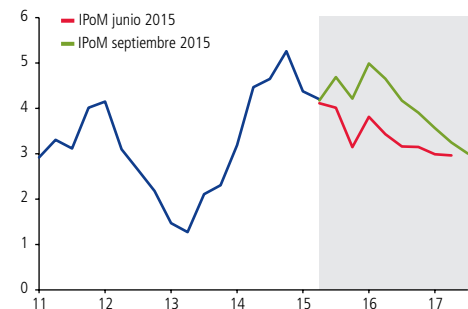
Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta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

### ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

El escenario base de este IPoM ajusta las proyecciones de inflación al alza. En particular, se espera que continúe por encima de 4% por al menos toda la primera mitad del 2016, permaneciendo, así, cerca de dos años por encima del rango de tolerancia (gráficos V.1 y V.2). Como ha sido la tónica en los últimos IPoM, la pérdida de valor del peso ha sido la principal causante detrás del cambio en las proyecciones y de la persistencia de la inflación en niveles elevados (Recuadro V.4). Desde el cierre del IPoM de junio el peso anotó una nueva y significativa depreciación al pasar de \$615 por dólar a cerca de \$700 al cierre de este IPoM, completando así 26 meses de variaciones anuales positivas. Además, cabe destacar que a inicios del próximo año, la modificación del impuesto de timbres y estampillas elevará aún más los registros inflacionarios. Por otra parte, la baja de los precios de los combustibles ayudará a reducir la inflación, especialmente en el 2016. En cuanto al comportamiento del tipo de cambio real, se supone que hacia fines del horizonte de proyección, este tendrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM.

También ayudará a la convergencia de la inflación el supuesto que la brecha de actividad continuará ampliándose al menos hasta la primera parte del 2016. En esta ocasión, el Consejo estimó importante introducir explícitamente la distinción entre el PIB tendencial y el denominado PIB coherente con una inflación estable, conocido en la literatura como PIB potencial de corto plazo o simplemente PIB potencial (Recuadros V.1 y V.2). Por su naturaleza, el PIB potencial es el relevante para el cálculo de la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias. La diferencia entre ambos conceptos radica en que este último, en contraste con el de mediano plazo o tendencial, puede ser afectado por fluctuaciones temporales de la productividad y limitaciones transitorias a la disponibilidad de factores. En lo más reciente la brecha de actividad se ha ampliado, aunque menos que lo observado en otros ciclos de bajo crecimiento. Esto es coherente con otras medidas, como el uso de la capacidad instalada y el consumo eléctrico, que también apuntan a la existencia de mayores holguras en el último tiempo. (Recuadro V.3).

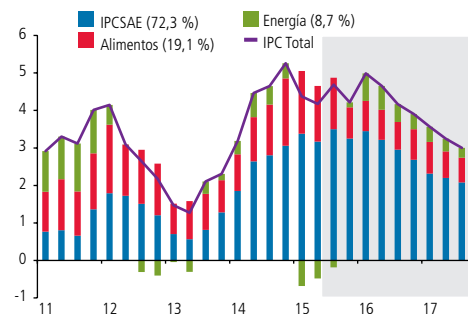
**GRÁFICO V.1**  
Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) El área gris, a contar del tercer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA V.1**  
Inflación

	2014	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	4,4	4,4	4,4	
Inflación IPC diciembre	4,6	4,6	3,7	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	3,6	4,6	4,3	
Inflación IPCSAE diciembre	4,3	4,5	3,5	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA V.2**  
Crecimiento económico y cuenta corriente

	2014	2015 (f)	2016 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	1,9	2,0-2,5	2,5-3,5
Ingreso nacional	1,9	2,2	2,4
Demanda interna	-0,6	2,0	3,1
Demanda interna (sin variación de existencias)	0,5	1,4	3,0
Formación bruta de capital fijo	-6,1	-1,2	1,9
Consumo total	2,5	2,1	3,3
Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-1,7	1,2
Importaciones de bienes y servicios	-7,0	-2,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-0,7	-1,5
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,3	20,8	20,0
Inversión nacional bruta (% del PIB)	21,4	21,5	21,5
FBCF (% del PIB nominal)	22,0	21,5	21,5
FBCF (% del PIB real)	24,0	23,3	23,1
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-2.995	-1.750	-3.700
Balanza comercial	7.767	5.950	3.900
Exportaciones	75.675	64.750	64.500
Importaciones	-67.908	-58.800	-60.600
Servicios	-3.757	-4.200	-4.150
Renta	-8.857	-5.050	-4.950
Transferencias corrientes	1.851	1.550	1.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA V.3**  
Supuestos del escenario base internacional

	Prom. 00-07	Prom. 10-12	2014 (f)	2015 (f)	2016 (f)	2017 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	4,2	-1,4	-3,0	-1,0	-0,4
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,6	3,4	3,1	3,4	3,4
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,4	3,2	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,2	2,7	2,5	3,0	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,7	1,7	1,9	2,3	2,2
PIB emergentes PPC (*)	7,4	5,9	4,8	4,1	4,6	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	5,2	-0,9	-9,0	-0,4	3,2
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	154	368	311	255	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	89	93	49	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	101	99	54	55	60
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	366	742	731	497	461	483
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	0,2	0,4	1,2	2,2

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Así, la inflación anual del IPC y la del IPCSAE retornarán a 3% en el curso del 2017, fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el tercer trimestre del 2017 (tabla V.1). Las expectativas de inflación que se derivan de las encuestas (de Expectativas Económicas, EEE y de Operadores Financieros, EOF) también se han ido ajustando al alza en estos meses, especialmente a plazos más cortos, mientras que a dos años permanecen en 3%. Sin embargo, el escenario base de este IPoM considera una convergencia más lenta de la inflación al 3% que lo implícito en las encuestas. De hecho, a diciembre de 2015, la EEE anticipa una variación anual del IPC en 4,2%, mientras que este IPoM la ubica en 4,6%. A plazos más largos la divergencia entre ambas proyecciones es más marcada y a diciembre del 2016 se amplía a 6 décimas: la EEE considera 3,1% y escenario base de este IPoM 3,7%. Con todo, los seguros de inflación entregan una trayectoria de convergencia más parecida a la contemplada en el escenario base de este IPoM.

Como se mencionó, en el escenario base la brecha de actividad seguirá ampliándose, al menos hasta la primera parte del 2016. En el 2015 el PIB tendrá una expansión entre 2,0 y 2,5%, rango inferior al contemplado en junio. En el 2016, la economía crecerá entre 2,5 y 3,5% (tabla V.2). Detrás del ajuste a la proyección del 2015 está que las cifras efectivas del segundo trimestre de actividad y la demanda interna fueron más débiles que lo anticipado; que las expectativas empresariales y de los consumidores no solo no se han recuperado, sino incluso han vuelto a deteriorarse desde junio; que las perspectivas para la actividad minera han empeorado; que aún no se observan señales de mejoría del consumo y la inversión privada; y, especialmente, que el panorama externo que enfrenta la economía chilena ha empeorado significativamente en el último mes. Con todo, estas proyecciones siguen considerando que se producirá una mejora paulatina de las expectativas privadas y que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante. Por el lado fiscal, se considera que en el 2016 el aumento del gasto será menor que el de este año, en concordancia con una reducción moderada del déficit estructural.

Por el lado del gasto, el 2015 el consumo —contrario a lo anticipado en junio— tendrá una expansión menor que en el 2014, de 2,1%. La reducción de la masa salarial determina un crecimiento más bajo del consumo privado durante este año. Hacia el 2016, el consumo total crecerá 3,3%, considerando que, como se mencionó, este escenario base asume una recuperación de las expectativas de consumidores en lo venidero.

Se estima que la formación bruta de capital fijo (FBCF), que ya se contrajo el 2014, lo hará nuevamente este año (en 1,2%). La corrección respecto de lo esperado en junio dice relación en gran medida con maquinaria y equipo. Este componente registró una contracción importante en la primera mitad del año y no da luces de una pronta recuperación. Ello, pues los indicadores más recientes de importaciones de bienes de capital no muestran mayores variaciones respecto de lo observado en la primera mitad del año. Por el lado de la construcción y obras el ajuste es menor, gracias al impulso que ha recibido la construcción de viviendas por el adelantamiento de compras asociado a la entrada en vigencia del IVA a la venta de viviendas. Esto compensa, en parte, la corrección a la baja del catastro de la CBC, que nuevamente disminuyó el valor de los proyectos en carpeta. En la misma línea, los entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* relataron no tener mayores planes y proyectos de inversión para los siguientes trimestres. Con ello, la FBCF pasará de 24% del PIB el 2014 en

términos reales a 23,3% el 2015 (21,5% en términos nominales). El 2016 sufrirá una reducción adicional a 23,1% del PIB.

Si bien la depreciación cambiaria debería tener un efecto positivo en la actividad de los sectores transables, en los últimos meses otros fenómenos han contrarrestado su impacto. Las monedas de los socios comerciales también se han depreciado, se han observado reducciones de los precios en dólares de algunas exportaciones y se ha debilitado la demanda, especialmente en América Latina, lo que ha sido particularmente relevante para los envíos industriales. Hacia adelante, la significativa menor producción anunciada por la minera Escondida para el año comprendido entre julio del 2015 y junio del 2016, impactará a los envíos mineros en este período<sup>1/</sup>.

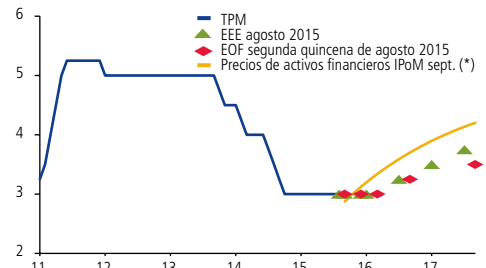
La cuenta corriente de la balanza de pagos será levemente deficitaria este año, -0,7% del PIB, algo más negativa que lo previsto en junio. El déficit se ampliará el 2016 a -1,5% del PIB, en línea con el menor precio del cobre y la moderada recuperación prevista para la demanda interna. Medido a precios de tendencia<sup>2/</sup> estará entre 2 y 3% del PIB en el bienio 2015-2016, algo por sobre su valor del 2014, pero bastante por debajo de sus registros de años previos.

El impulso externo contenido en este IPoM se reduce de manera relevante. Los principales ajustes provienen de la fuerte caída de los precios de las materias primas en los últimos meses, como respuesta a las dudas sobre el desempeño de la economía china, la apreciación del dólar, la volatilidad de los mercados financieros y el exceso de oferta en algunos mercados. La caída del precio del cobre alcanza a 19% desde junio, lo que motiva una revisión a la baja de su precio tanto para el 2015 como para el 2016, a US\$2,55 y 2,45 la libra, respectivamente. El petróleo también ha tenido bajas importantes en este período y las proyecciones del precio del WTI y el Brent promediarán cerca de US\$52 el 2015 y 2016. Los términos de intercambio, contrario a lo previsto en junio, tendrán un nuevo deterioro el 2015 y el 2016.

Las proyecciones de crecimiento mundial también se ajustan respecto de lo previsto en el IPoM previo y ahora se proyecta que el 2015 y el 2016 los socios comerciales se expandirán 2 y 3 décimas menos, respectivamente. Las principales revisiones provienen de la desaceleración en China, que pasará de crecer 7,4% el 2014 a expandirse 6,7 y 6,4% el 2015 y el 2016. Notable es también el ajuste de América Latina, que sentirá el impacto de los menores precios de las materias primas, de una demanda externa más debilitada y de la salida de flujos de capitales desde la región, lo que considerando las necesidades de financiamiento externo y fiscales que tienen algunos países podría gatillar ajustes costosos. Resalta el caso de Brasil, que experimentará este año una contracción no vista en los últimos 25 años.

El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM (gráfico V.3).

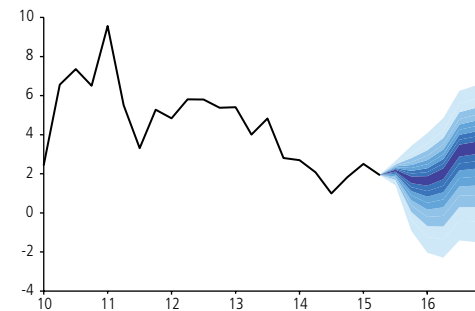
**GRÁFICO V.3**  
TPM y expectativas  
(porcentaje)



(\*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.4**  
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM.

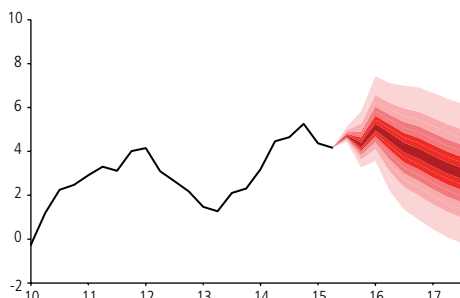
Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Para más detalles, ver informe operacional de BHP Billiton para el año finalizado el 30 de junio de 2015.  
<sup>2/</sup> Este cálculo considera correcciones en precio y no en volúmenes. Se asume un precio del cobre de largo plazo de US\$2,85 la libra y del petróleo Brent de US\$85 el barril.



**GRÁFICO V.5**

Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)

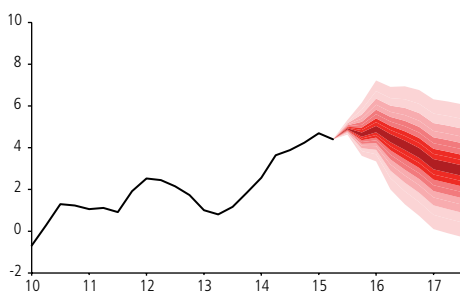


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.6**

Proyección de inflación IPCSAE (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente que realiza el Consejo. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

**ESCENARIOS DE RIESGO**

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

Como se mencionó, en lo externo persiste la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que podrían tener efectos en el panorama de inflación de corto plazo. Por un lado, los desarrollos en China han profundizado las dudas respecto de su economía. Pero también puede ser que el conjunto de medidas adoptadas en China se traduzcan en un rebalaceo ordenado de esta economía que evite sobresaltos posteriores. Por otro, permanece la incertidumbre sobre el impacto que tendrá la normalización de la tasa de política monetaria en EE.UU en el precio de los activos. De todos modos, los acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en parte, las preocupaciones en torno a Grecia. Los escenarios de riesgo negativos podrían complicar aún más el ya difícil panorama para las economías emergentes, en especial de América Latina, en donde varios países siguen con altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. Aunque Chile no está ajeno a estos riesgos, la economía no presenta desbalances externos ni fiscales.

En lo interno, el escenario base sigue considerando que se disipará paulatinamente el *shock* autónomo de confianza que ha afectado negativamente a las expectativas de los consumidores y empresas en los últimos trimestres. De no darse, afectará el ritmo de recuperación de la actividad y el gasto interno. Por el contrario, un mayor efecto de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional, podría dar un mayor impulso a la economía.

En cuanto la inflación, en el corto plazo los riesgos inflacionarios son elevados. La inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí es un riesgo para las expectativas. Además, los escenarios de riesgo externos pueden provocar una depreciación adicional del peso. Con todo, la reducción del crecimiento de los salarios nominales aminora un riesgo previamente detectado. Por otra parte, no es descartable un escenario donde las holguras de capacidad se amplíen más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias.

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección (gráficos V.4, V.5 y V.6).

La inflación anual volvió a aumentar, manteniéndose sobre 4% y previéndose que seguirá en esos niveles por un tiempo mayor al esperado. La actividad y el gasto interno perdieron fuerza en el segundo trimestre y las perspectivas de crecimiento se han vuelto a rebajar para el 2015. El Consejo ha mantenido una instancia monetaria expansiva, con la TPM en 3%. Como siempre, cambios futuros en ella dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

## RECUADRO V.1 CRECIMIENTO DEL PIB TENDENCIAL

En este Recuadro se revisa el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, concepto que se denomina crecimiento del PIB tendencial. El análisis actualiza las estimaciones presentadas en el IPoM de septiembre del 2014 en el Recuadro "Crecimiento de mediano plazo" y es muy similar al que realiza el Comité Consultivo del PIB Tendencial, convocado por el Ministerio de Hacienda.

Al enfocarse en el potencial de crecimiento de mediano plazo, este ejercicio analiza un escenario donde el efecto de los *shocks* que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos. Como es usual en la literatura, se asume una función de producción Cobb – Douglas.

Este ejercicio, por lo tanto, no está pensado para calcular la brecha de actividad relevante para la medición de las presiones inflacionarias, pues estas se relacionan con la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy. Esta última se denomina simplemente PIB potencial o, a veces, para enfatizar su foco en la capacidad productiva actual de la economía, PIB potencial de corto plazo, y puede diferir del PIB tendencial (Recuadro V.2).

Por cierto, lo anterior no implica que el crecimiento del PIB tendencial sea irrelevante para la conducción de la política monetaria. Por el contrario, es un elemento importante en la calibración de los modelos de proyección utilizado por el Banco Central y, por tanto, sirve de referencia para las proyecciones de crecimiento contenidas en los IPoM. En Albagli y Naudon (2015) se explica con mayor detalle las diferencias entre el PIB tendencial y el PIB potencial.

Como es usual, para efectos del cálculo, se separa el PIB total entre PIB de recursos naturales (RR.NN.) y resto. En el caso de los RR.NN., la estimación de crecimiento de mediano plazo se hace en base a una proyección de la producción futura de las principales empresas del sector. Para el PIB resto, la estimación se basa en el análisis del crecimiento de mediano plazo del capital, el trabajo y la productividad.

Al ser una medida de mediano plazo, que supone que el efecto de los *shocks* se ha disipado, los resultados de este ejercicio se aplican a periodos más bien largos, por lo menos 5 o 10 años. Por

comparabilidad con lo presentado en septiembre del 2014 y con los resultados del Comité Consultivo del PIB Tendencial, en este Recuadro se presentan los resultados para el período 2016–2020. Las estimaciones para periodos más largos se encuentran en Albagli et al. (2015a).

En el ejercicio, el crecimiento del PIB tendencial se ubica en torno a 3,5%; una corrección a la baja respecto de lo estimado en septiembre del año pasado. La diferencia se debe, principalmente, al menor crecimiento previsto para el stock de capital, a la incorporación de una trayectoria descendente para las horas trabajadas y a una proyección algo menor del crecimiento del premio por calidad del empleo.

### Calculo del crecimiento del PIB tendencial

#### Crecimiento del PIB tendencial en los sectores resto

Respecto de la evolución del capital, se estima que en el próximo quinquenio su crecimiento será 3,6%. Esta estimación se basa en la evolución reciente y prevista de la Formación Bruta de Capital Fijo en los sectores distintos a RR.NN. En particular, se prevé que la razón de inversión a PIB en los sectores resto se mantendría alrededor de 20,5%, equivalente al promedio que muestra desde el 2008 a la fecha y algo por sobre lo observado en los últimos años (gráfico V.7). Esta estimación es menor que la de hace un año, cuando se supuso que el capital crecería alrededor de 4,5% en estos sectores.

**GRÁFICO V.7**  
Formación bruta de capital fijo/PIB en los sectores resto (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



La evolución prevista para el empleo considera, además de una trayectoria para la fuerza de trabajo, un ajuste por calidad del trabajo y uno por horas trabajadas. Salvo que se indique lo contrario, el supuesto de trabajo es que las características que describen el mercado laboral (participación, nivel educacional, horas trabajadas, entre otras) convergen gradualmente a niveles similares a los de la OCDE, hacia el 2050<sup>1/</sup>. El crecimiento de la población y su composición etaria se basan en las estimaciones del Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Con estos supuestos, para los próximos cinco años, se estima un crecimiento de la fuerza de trabajo de 1,3% anual, un ajuste por calidad de 0,7% anual, y una caída de las horas trabajadas de 0,4% anual. Así, el crecimiento del trabajo efectivo, ajustado por horas y calidad, se estima en 1,6% en los próximos años. Esta cifra es menor a la supuesta en septiembre del año pasado. La corrección responde, principalmente, a la incorporación de una tendencia a la baja en el promedio de horas trabajadas, en línea con el comportamiento observado de esta variable y con la experiencia internacional.

Más en detalle, el indicador de calidad del empleo fue ajustado en esta estimación. Para su proyección se supone que los nuevos entrantes a la fuerza laboral irán convergiendo al promedio de años de educación de la mediana de los países de la OCDE en el 2014 y que los premios asociados permanecen en niveles similares a los observados en los últimos años. Con esto, como ya se mencionó, se estima que el índice de calidad de los ocupados crecerá 0,7% promedio en el período, esto es 0,3 puntos porcentuales por debajo de lo estimado previamente.

La estimación del crecimiento de la fuerza de trabajo no cambia de lo supuesto en septiembre pasado. Este cálculo se basa en las proyecciones INE para el crecimiento de la población en los distintos segmentos etarios, ponderados por su participación en la fuerza laboral. Además, se asume que la participación laboral femenina seguirá aumentando lentamente en los años venideros, para acercarse a los niveles que muestran el conjunto de países de la OCDE.

Por último, el crecimiento de la productividad total de factores en los sectores resto se estima en 1% promedio en el quinquenio 2016-2020. Este valor es idéntico al supuesto en septiembre del año pasado.

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

En el caso de Minería y Electricidad, Gas y Agua, su crecimiento proyectado en los próximos cinco años se obtiene a partir del Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, Cochilco, CNE y CDEC, además del análisis de la evolución histórica de la ley del cobre. Para la Pesca, se considera un promedio de la evolución histórica de la producción sectorial. Con esto, se obtiene un crecimiento esperado para los próximos cinco años de 2,9%.

<sup>1/</sup> Albagli et al. (2015a) muestran en más detalle el cálculo de los supuestos aquí mencionados.

### Crecimiento del PIB tendencial

Para el cálculo del crecimiento del PIB tendencial se agregan los supuestos sobre sectores resto, RR.NN. e impuestos indirectos (IVA y derechos de importación). Para su ponderación se mantiene fijo el peso relativo que tenía cada uno en el PIB del 2013: 14% para RR.NN., 77% los sectores resto, y 9% para IVA y derechos de importación. Con esto, se obtiene un crecimiento del PIB tendencial de 3,5% entre el 2016 y el 2020 (tabla V.4). La estimación es similar a la presentada por el Comité Consultivo del PIB Tendencial convocado por el Ministerio de Hacienda. Dicho Comité estimó que el PIB tendencial de Chile crecerá en promedio 3,7% entre los años 2016 y 2020.

**TABLA V.4**  
**Crecimiento del PIB tendencial 2016-2020**  
(variación anual, porcentaje)

Período	PIB total (1)	PIB resto (2)			PIB RR.NN.	
		Total	PTF	Capital		Trabajo
16-20	3,5	3,6	1,0	3,6	1,6	2,9

(1) Para la proyección de mediano plazo se asumen las participaciones de PIB Resto y de PIB RR.NN. en el PIB nominal del 2013. Para llegar al PIB total se asume que el IVA y la recaudación de aduana por los derechos de importación crecen a la misma tasa que el PIB resto.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Es importante notar que en estos ejercicios siempre existe un alto grado de incertidumbre respecto de los supuestos que alimentan las estimaciones, de modo que es relevante un análisis de sensibilidad. En Albagli et al. (2015a) se realizan varios ejercicios de este tipo y se presentan sus resultados.

## RECUADRO V.2

### PIB POTENCIAL, BRECHA DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

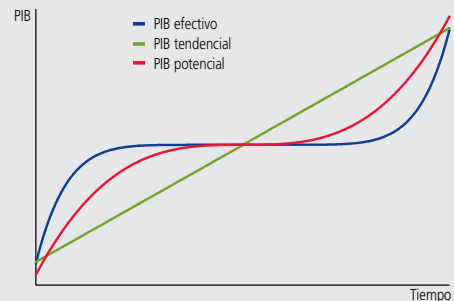
La dinámica de la inflación está determinada por diversos factores, varios de los cuales, al no ser directamente observables, requieren de métodos de medición indirectos para su caracterización. Dentro de estos destaca la llamada brecha de actividad, que mide la diferencia entre el nivel efectivo del PIB y el PIB potencial<sup>1/</sup>, entendido como el nivel de actividad coherente con la estabilidad de la inflación.

Como se menciona en el Recuadro V.1, el PIB potencial difiere del PIB tendencial, ya que el primero, al medir la capacidad productiva de una economía hoy, puede ser afectado por *shocks* transitorios a la productividad y limitaciones temporales al uso de factores que alteran la capacidad productiva de corto plazo<sup>2/</sup>, pero no la de mediano plazo, que es la que intenta medir el PIB tendencial (gráfico V.8). Algunos ejemplos de eventos que podrían afectar el PIB potencial, pero no necesariamente el tendencial son los siguientes: un evento climático que disminuye la producción de la zona afectada, aun si la cantidad de capital y trabajo no han variado (esto es una baja temporal de la productividad); o un *shock* que requiere un grado importante de reubicación sectorial de factores que puede disminuir temporalmente su disponibilidad, ya que el proceso de reasignación de factores entre mercados no es instantáneo. El *boom* de inversión minera es un buen ejemplo de esto, pues un número importante de trabajadores de sectores como la agricultura se trasladaron a la minería, lo que implicó un cambio de sector y, en varios casos, de ubicación geográfica.

Como es tradicional, para el análisis del ciclo económico y la inflación, el Banco Central diferencia entre el PIB de recursos naturales y el PIB resto. Ello radica en que en los sectores ligados a recursos naturales, el nivel de producción tiene menos relación con las condiciones macroeconómicas agregadas y más con factores propios, como las condiciones hidrológicas, la ley del mineral y la disponibilidad de recursos pelágicos. Por esta razón, la medición más adecuada del PIB potencial se circunscribe al llamado PIB resto. Los métodos descritos en este Recuadro calculan el PIB potencial y la brecha de actividad para el sector resto.

La dificultad en medir el nivel de PIB potencial ha llevado a la mayoría de los bancos centrales a considerar una gama amplia de métodos para estimar la brecha de actividad. Este Recuadro da cuenta de tres metodologías distintas y discute cómo se utilizan en la evaluación del nivel de brecha relevante para la inflación<sup>3/</sup>. En el Recuadro V.3 se comparan con otras variables que el Consejo estima relevante analizar para tener un mejor panorama de las holguras de capacidad.

**GRÁFICO V.8**  
PIB tendencial y PIB potencial



Fuente: Banco Central de Chile.

#### Medición de la brecha de actividad<sup>4/</sup>

Existen diferentes formas de computar la brecha de actividad, pero todas ellas tienen el mismo objetivo: separar el nivel actual de PIB en dos componentes, uno más persistente llamado potencial, y otro menos persistente llamado "ciclo" o brecha de actividad. Además de algunas diferencias técnicas, las distintas metodologías presentadas a continuación utilizan diversas relaciones macroeconómicas —y, por lo tanto, también usan información proveniente de diferentes variables— para identificar ambos componentes.

<sup>1/</sup> Sin perjuicio de que en algunas ocasiones la noción de PIB Potencial ha sido ocupada en otros contextos, instituciones multilaterales, como el FMI y la OCDE, y la mayoría de los bancos centrales, suelen usar la terminología "PIB potencial" para referirse al nivel de producto compatible con la estabilidad de la inflación (OCDE (2015); FMI (2015a)).

<sup>2/</sup> La importancia de los *shocks* transitorios a la productividad es reconocida en la literatura de ciclos económicos. Ver King y Rebelo (1999) y Rebelo (2005) para una discusión sobre la literatura de ciclos reales y el rol de los *shocks* de productividad.

<sup>3/</sup> Para mayor detalle de cada metodología ver Albaghi et al. (2015b).

<sup>4/</sup> Los métodos A y C han sido utilizados previamente por el Banco Central, y están descritas en Fuentes et al. (2008).



### Método A: Filtro Hodrick–Prescott, curva de Phillips y curva IS

Este método supone que la relación entre el componente potencial y cíclico (brecha de actividad) del PIB están bien descritos por un filtro tipo Hodrick–Prescott (HP). Para identificar el tamaño de ambos, utiliza una curva de Phillips, que relaciona la inflación con la brecha de actividad y el TCR, y una curva IS, que relaciona la brecha de actividad con la diferencia entre la tasa de interés real y natural, la que a su vez se relaciona con el crecimiento del PIB potencial.

### Método B: Filtro multivariado

Este es una adaptación de la metodología usada recientemente por el FMI para calcular el producto potencial (FMI (2015a)) y se basa en el trabajo de Blagrove et al. (2015). La estimación utiliza información del PIB, inflación, TCR y tasa de desempleo. El modelo es similar al anterior, con algunas diferencias metodológicas relevantes. Dentro de ellas destaca el uso de expectativas de crecimiento e inflación (para reducir el sesgo de fin de muestra usual en filtros estadísticos simples) y que considera una estructura de *shocks* más flexible que la implícita en el filtro HP. Para la identificación de los *shocks* este modelo usa una curva de Phillips con expectativas e indexación y, a diferencia del modelo anterior, en vez de una curva IS, utiliza la llamada Ley de Okun, que relaciona la brecha de actividad con la tasa de desempleo.

### Método C: VAR estructural

El método de vectores auto-regresivos estructural (SVAR) sigue el trabajo de Blanchard y Quah (1989), quienes proponen un método para distinguir entre dos tipos de *shocks*: los que tienen efectos solamente temporales en el nivel de producto y desempleo, y los que tienen efectos permanentes en el producto. A los primeros se les denomina *shocks* de demanda y a los segundos de oferta. En este método, la noción de PIB potencial es el efecto acumulado de todos los *shocks* de oferta, y la brecha los *shocks* acumulados de demanda.

### Evolución reciente de la brecha

Los tres métodos coinciden en que hoy la brecha es entre 1 y 2 puntos porcentuales menor que en el período 2012–2013 y, en dos de métodos, su nivel es negativo. Comparado con el 2002–2003 o con lo visto *post crisis* financiera global del 2008, hoy la situación es claramente de menor brecha de actividad (gráfico V.9, Recuadro V.3).

### Evaluación de la capacidad predictiva fuera de muestra de la brecha respecto de la inflación

Uno de los principales objetivos de contar con una buena medida de la brecha de actividad es entender mejor la evolución de la inflación y, en particular, mejorar la capacidad de predicción de dicha variable. A continuación se analiza el desempeño de la brecha de cada método en predecir inflación, utilizando la siguiente ecuación:

$$(1) \pi_{(t+h)} = c + \sum_{(p=1)}^4 \alpha_p \pi_{t-p} + \beta y_{t-1} + \gamma \Delta TCR_{t-1} + e_t$$

Donde  $y_{t-1}$  es la brecha y  $\Delta TCR_{t-1}$  es la variación anual del tipo de cambio real (ambos rezagados un trimestre).

Estas ecuaciones se estiman para el IPCSAE e IPCSAE servicios. Como modelo de referencia, se utiliza un proceso AR(4) para la inflación sin brecha, ni tipo de cambio real ( $\beta, \gamma=0$ ).

Para comparar el desempeño de los métodos, se calcula la raíz del error cuadrático medio (RECM) de la proyección en tiempo real de cada uno de ellos. En el pronóstico del IPCSAE, los resultados son mixtos dependiendo del horizonte que se considere. Para el IPCSAE servicios, el método B es el de mejor desempeño en la mayoría de los horizontes<sup>5/</sup> (tabla V.5, panel superior).

Una manera de mejorar los pronósticos de inflación es mediante un promedio óptimo de predicciones individuales<sup>6/</sup>, donde cada método recibe una ponderación acorde con su desempeño absoluto, además de la estructura de covarianzas de sus errores predictivos respecto de otros métodos. En este ejercicio destaca la alta ponderación del método B bajo diversas medidas de inflación y horizontes (tabla V.5, panel inferior). Es importante notar que, en la mayoría de los casos, la predicción usando el promedio óptimo es mejor que usando los métodos de forma individual (tabla V.5, panel superior).

<sup>5/</sup> En la tabla se muestran los resultados del ejercicio con el IPCSAE total y de servicios, pues en estos componentes se espera que la relación entre la brecha y la inflación sea mayor. En Albagli et al (2015b) se reportan los resultados del ejercicio usando el IPC, además de otros ejercicios de robustez.

<sup>6/</sup> Ver Granger y Ramanathan (1984).

**TABLA V.5**  
Raíz del error cuadrático medio en distintos horizontes  
(muestra de evaluación: 2007.I - 2015.II)

RECM (*)	IPCSAE				IPCSAE servicios			
	h=1	h=2	h=4	h=8	h=1	h=2	h=4	h=8
AR(4)	0,80	1,37	2,02	2,03	0,98	1,34	1,83	1,74
Método A	0,78	1,15	1,62	2,12	1,01	1,29	1,76	1,92
Método B	0,74	1,20	2,00	2,08	0,91	1,13	1,86	1,80
Método C	0,78	1,25	1,90	2,06	0,96	1,26	1,79	1,92
<b>Promedio ponderado</b>	<b>0,74</b>	<b>1,13</b>	<b>1,61</b>	<b>1,82</b>	<b>0,91</b>	<b>1,13</b>	<b>1,62</b>	<b>1,54</b>

Ponderación óptima	IPCSAE				IPCSAE servicios			
	h=1	h=2	h=4	h=8	h=1	h=2	h=4	h=8
Método A	0,13	0,76	0,83	0,00	0,00	0,20	0,56	0,00
Método B	0,87	0,24	0,04	0,43	1,00	0,80	0,28	0,55
Método C	0,00	0,00	0,14	0,57	0,00	0,00	0,16	0,45
<b>Total</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>

(\*) RECM: raíz del error cuadrático medio del error de proyección inflación en el horizonte t+h. Regresores incluyen 4 rezagos de inflación (t-1;t-4), la brecha rezagada a (t-1), y el TCR rezagado (t-1).  
Fuente: Albagli et al. (2015b).

Finalmente, se evalúan las presiones inflacionarias implícitas en las distintas medidas de brecha. Para esto, se computa el efecto de la brecha actual (y sus rezagos) en la inflación a distintos horizontes, utilizando la ecuación (1) (tabla V.6). Para el IPCSAE a dos años plazo, los métodos individuales predicen un impacto de entre -0,45% y 0,03% (en tasas anualizadas), mientras el promedio óptimo (con los ponderadores de la tabla V.5) proyecta un impacto de -0,26% en la inflación (anualizada) en el horizonte meta. Esto, de acuerdo con la lectura de la brecha de actividad contemporánea realizada por las distintas metodologías.

**TABLA V.6**  
Contribución de la brecha de actividad a la inflación proyectada  
(puntos porcentuales)

	Contribución a un año		Contribución a dos años	
	IPCSAE	IPCSAE servicios	IPCSAE	IPCSAE servicios
Método A	-0,65	-0,36	-0,45	-0,22
Método B	-0,12	-0,09	-0,07	-0,05
Método C	0,03	0,03	0,03	0,02
<b>Promedio pond.</b>	<b>-0,54</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,12</b>

Fuente: Albagli et al. (2015b).

### Limitaciones del cálculo de brechas

Cabe mencionar que el cálculo de la brecha de actividad está sujeto a un grado importante de incertidumbre. Por un lado, no existe certeza de cuál es el mejor método para describir la economía e inferir la brecha en un momento determinado. Por esto, se consideran distintos métodos, cuya explicación es el objetivo del presente Recuadro. Por otro, la estimación de brecha de cada método tiene un grado de incertidumbre estadística al tratarse de inferencias de

variables inobservables. En la práctica, eso lleva a revisiones *ex-post* de la brecha estimada que pueden ser de magnitudes importantes. El tamaño de esta incertidumbre ha sido resaltada por diversos estudios<sup>7/</sup>, y se explica en más detalle en Albagli et al. (2015 b).

Dicha incertidumbre implica que si bien estas metodologías son informativas, es conveniente complementarlas con mediciones alternativas. Dentro de estas mediciones destacan el uso de la capacidad instalada proveniente de encuestas, indicadores de consumo eléctrico efectivo, y el análisis de variables del mercado laboral (Recuadro V.3).

### Conclusiones

El análisis presentado da cuenta de tres formas de computar la brecha de actividad relevante para la inflación. Estas medidas son elementos que el Consejo tiene a la vista para dilucidar el estado de las holguras de capacidad en la economía, las que se complementan además con mediciones alternativas.

Los resultados dan cuenta de que hoy la brecha de actividad es significativamente menor que hace un año, pero que su nivel no es tan negativo como el observado en otros períodos de bajo crecimiento, como fue el inicio de los dos mil y los años después de la crisis financiera global del 2008.

El análisis también muestra que los tres métodos presentados son relevantes para el análisis de la inflación, aunque el método B tiene algunas ventajas. De cualquier forma, el carácter inobservable de esta variable otorga valor al análisis de más de una alternativa de cálculo de la brecha de actividad.

<sup>7/</sup> Orphanides y van Norden (2002).

## RECUADRO V.3 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS HOLGURAS DE CAPACIDAD

El débil desempeño de la economía en los últimos trimestres, junto al comportamiento más resiliente del mercado laboral, han generado algunas dudas sobre el estado de las holguras de capacidad. En este Recuadro se muestran distintos elementos que el Banco Central considera en su evaluación. Se incluyen las brechas de actividad que se obtiene a partir de distintos métodos de estimación del PIB potencial<sup>1/</sup> (Recuadro V.2), además de mediciones basadas en encuestas, así como la evolución del consumo eléctrico y el desempleo.

Del análisis del conjunto de medidas presentadas en este Recuadro, se concluye que las holguras de capacidad han aumentado en lo más reciente. Por un lado, la brecha de actividad hoy es claramente menor que hace unos años, aunque todavía se encuentra en niveles por sobre los de otros episodios de bajo crecimiento, como a principio de los dos mil y los años posteriores a la crisis financiera global del 2008. Por otro lado, indicadores como el uso de la capacidad instalada reportado por encuestas y el consumo eléctrico, también dan cuenta de una utilización de los recursos menor al potencial. Por el contrario, la tasa de desempleo es evidentemente menor que su promedio histórico. Sin embargo, cuando se consideran los cambios demográficos que han afectado la tasa de desempleo de largo plazo, se observa un panorama algo más coherente con las medidas antes mencionadas.

Las proyecciones presentadas en el escenario base de este IPoM asumen que la brecha de actividad continuará ampliándose al menos hasta la primera parte del 2016, contribuyendo a la convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de proyección.

### Brecha de actividad

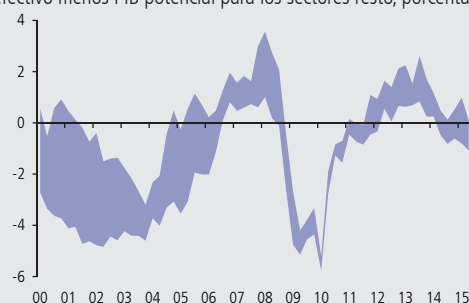
La brecha de actividad es una variable no observable, pero que puede ser estimada usando distintos métodos. Las estimaciones reportadas en el Recuadro V.2 coinciden en que hoy la brecha es entre 1 y 2 puntos porcentuales menor que en el período 2012–2013 y, en dos de las tres metodologías su nivel es negativo (tabla V.7). Comparado con el período 2002–2003 o *post crisis* financiera global del 2008, hoy la brecha de actividad es claramente menos negativa<sup>2/</sup> (gráfico V.9). Detrás de esto hay dos elementos. Por una parte, hoy el PIB potencial es menor que en esos episodios, de modo que para un mismo crecimiento efectivo, el nivel de la brecha es menor. Por otra parte, la economía viene de un período en que el PIB efectivo fue mayor al potencial.

<sup>1/</sup> Ver Recuadros V.1 y V.2 para una discusión sobre la diferencia entre PIB potencial, nivel de actividad coherente con la estabilidad de la inflación, y PIB tendencial, que mide el potencial de crecimiento de mediano plazo de una economía.

<sup>2/</sup> Se debe tener en cuenta que el PIB potencial puede diferir del PIB tendencial, tal como se explica en el Recuadro V.2.

**GRÁFICO V.9**

**Brecha de actividad relevante para la inflación (\*)**  
(PIB efectivo menos PIB potencial para los sectores resto, porcentaje)



(\*) El área representa la brecha de actividad máxima y mínima obtenidas de los métodos de estimación que se presentan en el Recuadro V.2, IPoM septiembre 2015.

Fuente: Albagli et al. (2015b).

**TABLA V.7**

**Brecha de actividad relevante para la inflación en 2015.II (\*)**  
(PIB efectivo menos PIB potencial para los sectores resto, porcentaje)

Método	Brecha	Brecha Prom. 2012-2013	Crecimiento PIB potencial
Método A	-1,1	1,1	3,2
Método B	-0,2	0,9	2,9
Método C	0,1	1,8	3,0

(\*) Los métodos de estimación se describen en el Recuadro V.2, IPoM septiembre 2015.

Fuente: Albagli et al. (2015b).

### Estimación en encuestas

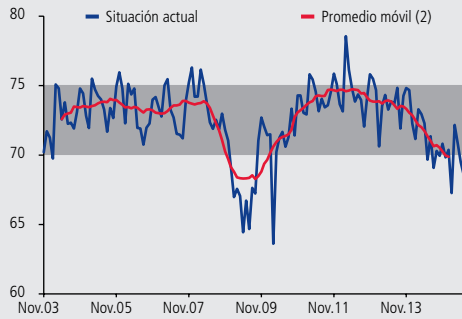
La encuesta mensual realizada por ICARE y la UAI para medir el nivel de confianza empresarial, IMCE, pregunta por la capacidad utilizada en la industria manufacturera. Entre noviembre del 2003 y agosto del 2015 muestra una capacidad utilizada promedio de 72,5% con una desviación estándar de 2,5%. En lo más reciente, este indicador se ubica en niveles en torno a 68,5% (gráfico V.10).

### Evolución de la generación eléctrica

Otra variable que da luces sobre el estado de las holguras de capacidad y que, por lo tanto, suele ser analizada en conjunto con las ya presentadas es la desviación cíclica de la generación eléctrica. Si bien esta variable no entrega información directa respecto de alguna brecha relevante, al estar correlacionada positivamente con

la intensidad de uso del capital en los sectores que usan energía eléctrica, es una buena proxy de holguras de capacidad existentes en ellos. En particular, usando información del CDEC respecto de generación eléctrica en el Sistema Interconectado Central (SIC), se observa una disminución de la generación respecto de su nivel de tendencia en los últimos trimestres. Comparado con otros episodios, se aprecia que su nivel es hoy algo mayor que en el 2009 y similar a lo observado el 2002-2003 (gráfico V.11). Esto sugiere que el uso del stock de capital en la industria es menor al potencial.

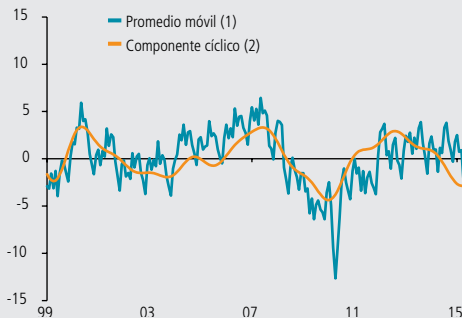
**GRÁFICO V.10**  
**IMCE: uso de la capacidad instalada en la industria (1)**  
 (porcentaje)



(1) Área gris es la media (72,5) ± una desviación estándar.  
 (2) Promedio móvil centrado en ± seis meses.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

**GRÁFICO V.11**  
**Generación eléctrica SIC**  
 (desviación respecto de su tendencia)



(1) Desviación respecto de una tendencia cúbica. Promedio móvil 3 meses.  
 (2) Componente cíclico que se obtiene de un *band-pass filter*, Christiano y Fitzgerald (2003).

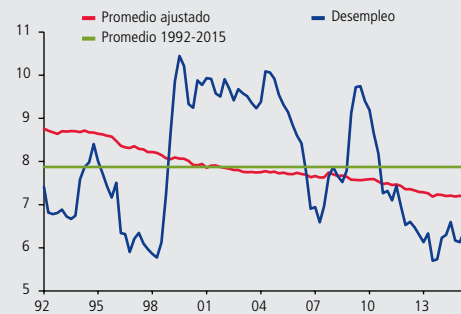
Fuentes: Centro de Despacho Económico y de Carga (CDEC).

**Evolución del mercado del trabajo**

Finalmente, el análisis de la tasa de desempleo también es relevante en la discusión sobre las holguras de capacidad. En particular, en

este ciclo ha llamado la atención la resiliencia que ha mostrado el mercado laboral, en especial por una tasa de desempleo que se ha mantenido baja en comparación histórica. Como se indicó en el IPoM de marzo 2015<sup>3/</sup>, existen algunos factores de tipo estructural, específicamente, una menor participación laboral de jóvenes y una mayor de edades más avanzadas, que ayudan a explicar en parte la baja tasa de desempleo. No obstante, sigue siendo cierto que al compararla con su promedio 1992–2015 y su promedio ajustado por factores demográficos<sup>4/</sup>, se observa una tasa de desempleo baja. Alternativamente, como se mencionó en marzo del 2015, si se fijan las participaciones etarias de los noventa y se considera la tasa de desempleo actual de los diferentes grupos demográficos, la tasa de desempleo sería hoy 1,4 puntos porcentuales mayor, es decir se acercaría a 8%, nivel similar a su promedio 1992-2015.

**GRÁFICO V.12**  
**Tasa de desempleo nacional**  
 (porcentaje)



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

**Conclusión**

Varias medidas coinciden en que hoy las holguras de capacidad son mayores que hace un tiempo. En el caso de la brecha de actividad, dos de las tres estimaciones muestran una economía que está creciendo por debajo del PIB potencial. De todos modos, esta brecha negativa es inferior a la que se observó en otros períodos de bajo crecimiento, como a principios de los dos mil y posterior a las crisis financiera global del 2008. En el escenario base de este IPoM, se espera que el nivel de la brecha se vuelva más negativo en lo venidero y que, de esta manera, contribuya a la convergencia de la inflación a 3% hacia fines del horizonte de proyección. Otras medidas, en particular el uso de la capacidad instalada y el consumo eléctrico, también apuntan a la existencia de mayores holguras en el último tiempo.

<sup>3/</sup> Recuadro III.1.

<sup>4/</sup> Se obtiene usando el desempleo promedio de las distintas categorías etarias y de género, y ponderándolas con los pesos de inicio de los noventa





## RECUADRO V.4 CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

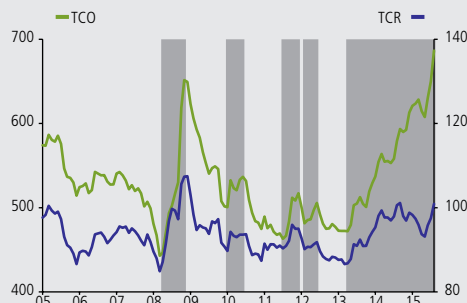
El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado en el último año. En lo interno, las proyecciones de inflación han tenido sucesivas correcciones al alza, principalmente como consecuencia del continuo y significativo proceso de depreciación del peso. Ello deriva en que la variación anual del IPC permanecerá en o por sobre 4% por cerca de dos años seguidos. Por otra parte, el rango de crecimiento del PIB proyectado para el 2015 ha tenido ajustes relevantes a la baja, de la mano de previsiones para la demanda interna que se han ido debilitando tanto por un consumo que no retoma dinamismo como por una inversión que ahora se prevé se contraerá nuevamente. El impulso del entorno externo también se ha ido reduciendo paulatinamente, por la fuerte caída de los términos de intercambio y por la reducción de las previsiones de crecimiento de los socios comerciales —gatillado principalmente por la desaceleración de China y por la prácticamente nula expansión que ahora se prevé para América Latina en el bienio 2015-2016—.

significativa depreciación del peso, traduciéndose a su vez en registros inflacionarios que han permanecido elevados por un período más prolongado, tanto por sus efectos directos como por efecto de la indexación (gráfico V.13). De los 1,8 puntos porcentuales (pp) que ha aumentado la inflación proyectada a diciembre del 2015 en el último año, 1,4 pp provienen de ajustes en la proyección del IPCSAE. Las restantes cuatro décimas, se relacionan con el componente de alimentos sin frutas y verduras frescas y tarifa eléctrica (tabla V.8). Las proyecciones de inflación de corto plazo que muestran las encuestas del mercado también han aumentado por estos factores, aunque estas contemplan una convergencia más pronta que lo implícito en el escenario base de este IPoM (gráfico IV.10). Para diciembre de este año, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasó de prever 3 a 4,2% en el último año. Sin embargo, a dos años plazo, las expectativas se han mantenido en la meta de 3%.

GRÁFICO V.13

Tipo de cambio (1) (2)

(pesos por dólar; índice 1986=100)



(1) Las áreas sombreadas corresponden a períodos de depreciación nominal del peso.  
(2) Cifras de agosto del 2015 consideran información disponible hasta el día 24.

Fuente: Banco Central de Chile.

El cambio más notorio del escenario base desde septiembre del 2014 a la fecha ha sido en la inflación. Hace un año, ya con la variación anual del IPC sobre 4%, se preveía que esta retornaría rápidamente a 3% durante el curso de la primera mitad del 2015. Sin embargo, el continuo fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales, ha llevado a una

TABLA V.8

Cambios en la proyección de inflación IPC para diciembre 2015 (\*)

	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Sep.15
Proyección IPoM anterior	2,8	2,8	3,6	3,4
Combustibles	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Alimentos sin frutas y verduras frescas	0,0	0,4	-0,1	0,0
Frutas y verduras frescas	0,1	-0,1	0,0	0,0
Tarifas eléctricas	0,0	0,1	0,1	0,1
IPCSAE	0,2	0,5	-0,2	0,9
Proyección IPoM	2,8	3,6	3,4	4,6

(\*) Cifras redondeadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

A la postergación de la convergencia de la inflación a la meta se han sumado cifras de actividad y demanda interna que han dado cuenta de una debilidad mayor que la esperada. Así, luego de que hace un año se anticipaba un PIB creciendo entre 3 y 4% el 2015, hoy se proyecta que dicho valor estará entre 2,0 y 2,5% (tabla V.9). Por el lado del gasto, el mayor ajuste se ha dado en la formación bruta de capital fijo, en particular por su componente de maquinaria y equipo, toda vez que construcción y obras ha reflejado la mayor actividad de la construcción de viviendas y de la inversión pública. Con todo, en el escenario base de este IPoM, se prevé que la formación bruta de capital fijo se contraerá nuevamente en el 2015. El consumo en tanto, tendrá, contrario a lo que se esperaba hace

un año, un crecimiento algo menor al del 2014. Los escenarios de proyección de los IPoM del último año han tenido como supuesto la recuperación paulatina de las expectativas empresariales y de consumidores, algo que no solo no ha ocurrido, sino que estas variables han seguido deteriorándose. El ajuste del gasto también se ha reflejado en la reducción del déficit de cuenta corriente previsto para el 2015 respecto de lo que se estimó hace un año. Esto más allá de que su revisión más reciente (septiembre respecto de junio) es al alza producto del deterioro de los términos de intercambio.

**TABLA V.9**  
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2015

	Sep. 14	Dic. 14	Mar. 15	Jun. 15	Sep. 15
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	3,0-4,0	2,5-3,5	2,5-3,5	2,25-3,25	2,0-2,5
Balance de riesgos actividad	sesgado a la baja	sesgado a la baja	sesgado a la baja	equilibrado	sesgado a la baja
Demanda interna	3,4	3,0	2,5	2,6	2,0
Demanda interna (s/variación existencias)	3,2	2,6	2,2	2,2	1,4
Consumo total	3,6	2,8	2,5	2,7	2,1
Formación bruta de capital fijo	1,8	1,9	1,2	0,7	-1,2
	(porcentaje del PIB)				
Cuenta corriente	-2,2	-1,1	-0,3	-0,4	-0,7

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario internacional también se deterioró durante el año, con un empeoramiento importante en lo más reciente, principalmente derivado de menores expectativas de crecimiento para los socios comerciales y por la importante caída que tuvieron los precios de las materias primas. Más allá de algunos vaivenes, las condiciones financieras internacionales han permanecido favorables desde una perspectiva histórica (tabla V.10).

**TABLA V.10**  
Principales supuestos del escenario internacional

	Sep.14	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Sep.15
PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje)					
2015	3,7	3,5	3,5	3,4	3,2
2016	4,1	3,9	3,8	3,7	3,5
PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje)					
2015	3,8	3,5	3,4	3,3	3,1
2016	3,9	3,9	3,8	3,7	3,4
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)					
2015	104	70	58	63	54
2016	101	75	65	70	55
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)					
2015	92	64	51	57	49
2016	89	68	58	63	50
Precio del cobre BML (US\$/cent/libra)					
2015	305	295	275	280	255
2016	300	285	285	290	245
Términos de intercambio (v. anual, porcentaje)					
2015	-0,8	1,7	1,4	1,3	-3,0
2016	-0,5	-2,1	-0,2	-0,2	-1,0
Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje)					
2015	1,2	-0,7	-6,0	-8,5	-9,0
2016	1,3	0,6	1,6	1,0	-0,4

Fuente: Banco Central de Chile.

La fuerte caída de los precios de las materias primas está relacionada con la constante apreciación del dólar en los mercados financieros internacionales, las dudas sobre el desempeño de China y en algunos de ellos, excesos de oferta. A estos factores se ha sumado en lo más reciente la volatilidad financiera. Así, el petróleo WTI pasó de cotizarse en valores del orden de US\$100 el barril a mediados del 2014 a bordear los US\$40 el barril en lo más reciente. El cobre en tanto, pasó de valores en torno a US\$3,2 la libra a menos de US\$2,3 en igual lapso. Las proyecciones de precio para estas materias primas han tenido ajustes acordes con este comportamiento, con lo que ahora se prevé que los términos de intercambio tendrán una caída de 3% este año.

La apreciación del dólar también ha determinado en gran medida el ajuste en las proyecciones de los precios externos relevantes para la economía chilena (IPE): si hace un año se esperaba que estos se tuvieran una pequeña expansión el 2015, hoy se prevé una caída de 9%.

En cuanto al crecimiento global, lo más destacable ha sido la desaceleración de las economías emergentes. Resalta el caso de China: hace un año se preveía que crecería 7,2% el 2015, proyección que se ha reducido a 6,7% en este IPoM en la medida que los datos efectivos y las cifras más coyunturales fueron dando cuenta de un menor dinamismo. América Latina también ha sido testigo de una desaceleración de sus economías en el último año. La baja de los precios de las materias primas, en conjunto con una menor demanda externa, inflaciones crecientes y en algunos casos desequilibrios externos y fiscales relevantes, han deteriorado el panorama para estas economías en un contexto en que las políticas monetarias y fiscales tienen poco espacio de maniobra. Las economías desarrolladas por otra parte, han seguido su camino de recuperación, lideradas por Estados Unidos. En esta economía, ello ha redundado en expectativas de un pronto inicio del proceso de normalización de su tasa de política monetaria y en una apreciación adicional de su moneda.

En este contexto, el Consejo, luego de reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base en septiembre y octubre del 2014, llevándola a 3%, la ha mantenido en este nivel altamente expansivo. Ello se ha traspasado a las tasas de interés del sistema financiero local, con tasas en o cerca de sus mínimos históricos. Como siempre, cambios futuros en la TPM dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.



## Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile. Primero, se revisa brevemente la evolución del balance en el primer semestre del 2015, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2015 y del 2016.

Los movimientos de cualquier cuenta del balance se pueden explicar por: a) flujos, relacionados con la extinción de ciertos derechos u obligaciones o nuevas transacciones, b) rentabilidad, que corresponde a los intereses ganados y c) reajustes, utilidades o pérdidas asociadas a cuentas indexadas al tipo de cambio o a la inflación. Debido a que alrededor del 96% de los activos corresponden a reservas internacionales, y 58% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el Banco Central es deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera. Así, la rentabilidad del balance está determinada por la evolución del diferencial entre la tasa de interés internacional (rentabilidad de las reservas) y la tasa de interés interna o costo de la deuda. A su vez, las utilidades y pérdidas dependen también de la variación del peso frente a las monedas que constituyen las reservas internacionales. Actualmente, las monedas que constituyen el comparador se conforman principalmente de dólares de Estados Unidos (63,6%) y euros (16,8%), además de otras monedas como la libra esterlina, el yen, franco suizo, renminbí, won coreano, dólar australiano, dólar neozelandés y dólar canadiense.

### EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2015

En la primera mitad del 2015, disminuyó el tamaño de los activos y el de los pasivos, manteniéndose el déficit del patrimonio como porcentaje del PIB en un nivel similar al del cierre del 2014 (-2,4% del PIB) (tabla A.1).

Entre el 31 de diciembre de 2014 y el 30 de junio de 2015, el tamaño del balance disminuyó en \$461 mil millones, pasando de 17,4% a 16,4% del PIB.

**TABLA A.1**

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

	2012	2013	2014	Jun.15	2015 (f)	2016 (f)
<b>ACTIVOS</b>	<b>17,7</b>	<b>17,2</b>	<b>17,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,4</b>	<b>16,7</b>
Reservas internacionales	15,3	15,7	16,7	15,8	16,8	16,3
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	0,8	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Instrumentos de política monetaria	0,9	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Otros Activos	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2
<b>PASIVOS</b>	<b>21,1</b>	<b>20,0</b>	<b>19,8</b>	<b>18,8</b>	<b>18,8</b>	<b>18,1</b>
Pagarés con mercado secundario	9,9	9,5	8,8	9,5	9,2	8,6
Instrumento de política con bancos	3,7	2,6	3,5	2,2	2,2	2,1
Otros pasivos con bancos	0,4	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5
Otros pasivos excepto base monetaria	1,1	0,8	1,5	1,0	1,0	1,0
Base monetaria	6,0	6,4	5,6	5,5	5,7	5,8
<b>PATRIMONIO (A+B+C)</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
A. Patrimonio inicial	-1,8	-3,3	-2,6	-2,3	-2,4	-1,3
B. Resultado Neto	-1,6	0,5	0,2	-0,1	0,9	-0,1
No financieros	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Por variación TC y de UF	-1,3	0,8	1,1	0,1	1,2	0,2
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (*)	13,5	13,6	14,2	13,9	14,8	14,3

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

Fuente: Banco Central de Chile.

En los activos, al 30 de junio las reservas internacionales disminuyeron en \$339 mil millones, explicado principalmente por menores depósitos de los bancos nacionales y del Fisco por \$606 mil millones e intereses y revalorización de las inversiones de reservas por \$386 mil millones. Entre otras cuentas del activo, destaca la disminución de la deuda subordinada por \$123 mil millones.

En los pasivos, aumentaron la deuda de PDBC en \$1.437 mil millones y la deuda de largo plazo en \$327 mil millones. A su vez, disminuyó el uso de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) en \$906 mil millones y los depósitos de los bancos comerciales en \$841 mil millones.

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron un incremento de la base monetaria de \$294 mil millones (tabla A.2).

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

	2012	2013	2014	Jun.15	2015 (f)	2016 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	-539	-127	354	-561	-602	-72
2. Instrumentos de política en MN	1.133	997	401	-427	202	799
3. Pagars del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-100	-136	-979	709	599	-70
5. Otras operaciones en ME (3)	546	130	-347	573	614	72
Base Monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	1.039	864	-571	294	813	729
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5) (4)	6	3	6	12	12	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 pagars 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 BCCh.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La situación patrimonial del Banco disminuyó respecto del cierre del año anterior. De acuerdo con la contabilidad, el patrimonio pasó de -\$3.544,4 mil millones el 31 de diciembre de 2014 a -\$3.689,9 mil millones el 30 de junio de 2015. Esto se debió principalmente a pérdidas provenientes del diferencial de tasas de interés entre el interés pagado por la deuda y el interés ganado por las reservas internacionales de \$251 mil millones, gastos de administración más costos de emisión y distribución de billetes y monedas por \$50 mil millones y ganancias por paridad, asociadas a la depreciación del peso respecto de las divisas por \$194 mil millones.

### PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2015 Y 2016

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) la Facilidad Permanente de Depósitos

permanecerá en niveles equivalentes a los del cierre del primer semestre del 2015; (iii) el saldo de los instrumentos de política monetaria, principalmente repos y depósitos de liquidez se mantendrá sin uso; (iv) los depósitos del Fisco seguirán en los niveles vigentes al 30 de junio de 2015; (v) la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; y (vi) de acuerdo con el plan de deuda publicado en enero del 2015, para lo que resta del 2015 no se realizarán colocaciones de deuda de largo plazo (BCU, BCP). Para el 2016, se supone la renovación de los vencimientos y cupones pagados en el período, descontado el crecimiento esperado de la base monetaria. Las operaciones con PDBC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

En el escenario base, en lo que resta del 2015 y durante el 2016 la brecha entre las tasas de interés local y externa disminuye levemente respecto del cierre del primer semestre de este año. Con estos supuestos, por concepto de intereses netos, se proyectan pérdidas patrimoniales de aproximadamente 0,2% del PIB en cada año.

Para la proyección del Balance del Banco, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican sus valores *forward* al cierre de este IPoM. Por el lado de la inflación, en el escenario base, a diciembre del 2015 y 2016 esta será 4,6 y 3,7%, respectivamente. Con estos supuestos, se proyectan ganancias asociadas a cambios de valoración por 1,2% del PIB el 2015 y 0,2% del PIB el 2016.

Con todos los supuestos descritos, para fines del 2015 se prevé un tamaño del balance de 17,4% del PIB. Para el 2016, se proyecta que el tamaño del balance se reducirá a 16,7% del PIB. A su vez, el patrimonio alcanzará un déficit de 1,4% del PIB el 2015 y el 2016.



## Anexo B: Administración de las reservas internacionales

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

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

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

En la administración de las reservas internacionales se aplican principios de segregación de funciones. La Gerencia de Mercados Internacionales participa en la definición de la Política de Inversión que aprueba el Consejo y es responsable de su implementación en cuanto a la definición de estrategias de inversión, su ejecución y seguimiento. La Gerencia de Servicios Financieros es responsable del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiéndose por esto su registro, contabilización y generación de todas las instrucciones de pago y/o movimientos de fondos que aseguren el cumplimiento de

las obligaciones que se contraen. Ambas gerencias dependen funcionalmente de la Gerencia de División Operaciones Financieras.

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

Para la administración del riesgo de crédito asociado a la inversión de las reservas internacionales, esto es, definición de elegibilidad y exposición máxima permitida a países, entidades supranacionales, bancos comerciales y agencias, se utilizan, entre otras, variables tales como clasificación de riesgo, patrimonio de las instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas.

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

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

Estructura	Riesgo de crédito	Participación	Comparador referencial
Portafolio de liquidez de corto plazo	Soberano	24%	<i>Índice Merrill Lynch: Treasury Bills Index (unhedged)</i> Tramo de duración 0 - 1 año (USD)
Portafolio de liquidez de mediano plazo	Soberano	61%	<i>Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged)</i> Tramo de duración 1 - 3 años (90%) Tramo de duración 3 - 5 años (10%) (USD, EUR, CAD, AUD)
Portafolio de diversificación	Soberano y Bancario	15%	<i>Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged)</i> Tramo de duración 5 - 7 años (70,6%) Tramo de duración 7 - 10 años (9,4%) (USD, EUR, JPY, KRW, CHF, NZD, GBP) <i>Índice Bloomberg CGDRC:</i> Customizado para depósitos en CNH (20%)
Cartera total		100%	

Fuente: Banco Central de Chile.

La composición referencial del Portafolio de Inversiones contempla un total de diez monedas: dólar de Estados Unidos (63,60%), euro (16,75%), dólar de Canadá (4,57%), dólar de Australia (4,57%), yen (0,45%), franco de Suiza (0,75%), libra esterlina (1,50%), won de la República de Corea del Sur (3,00%), dólar de Nueva Zelanda (1,80%) y Renminbí de China (3,00%).

En cuanto al riesgo de crédito de este portafolio, el comparador referencial contempla 97% en riesgo soberano y 3% en riesgo bancario, siendo este último únicamente depósitos denominados en Renminbí de China. El riesgo de tasa de interés global del Portafolio de Inversiones, medido por duración modificada, es de aproximadamente 23 meses (tabla B.2).

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 2015, una porción del portafolio de inversiones (1,45%) era gestionada por un administrador externo de manera independiente (*Pacific Investment Management Company*).

En el primer semestre del 2015, el retorno anualizado obtenido por la gestión interna de las reservas internacionales fue 0,90% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Al expresar los retornos en pesos, la rentabilidad anualizada es 5,13%, explicada por la depreciación de la moneda local respecto de las monedas en las que se invierten las reservas internacionales. Al expresar los retornos en dólares se obtiene una rentabilidad anualizada de -5,24% (tabla B.3), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen, considera la trayectoria que tuvieron las paridades de los activos en que se invierte. En este caso, el retorno positivo asociado a tasas de interés fue dominado por el retorno negativo asociado a movimiento en paridades. En particular, se observó una depreciación significativa de la canasta de monedas en las que se invierten las reservas internacionales respecto del dólar de Estados Unidos (gráfico B.1). El retorno diferencial anualizado atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue 32 puntos base por debajo del comparador referencial.

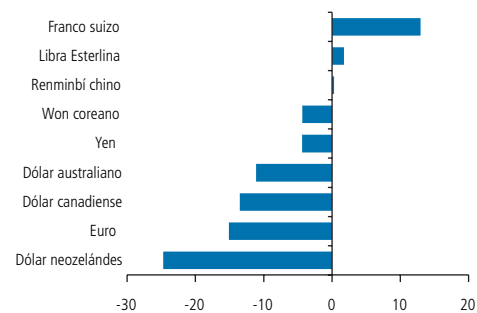
**TABLA B.3**  
Retornos absolutos y diferenciales, gestión interna reservas internacionales (1) (2) (3)  
(porcentaje)

Período	En moneda de origen		En dólares		Diferencia
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2015	0,90	1,20	-5,24	-4,93	-0,32
2014	1,65	1,52	-2,94	-3,14	0,21
2013	0,26	0,21	-0,71	-0,77	0,05
2012	0,66	1,01	1,43	1,77	-0,35
2011	2,43	2,41	1,22	1,20	0,02
2010	2,10	2,19	-0,15	-0,06	-0,09
2009	2,15	1,65	3,34	2,85	0,50
2008	5,70	5,37	4,14	3,81	0,33
2007	4,81	4,78	8,86	8,83	0,03
2006	2,45	2,39	6,84	6,78	0,06
2005	2,90	2,85	-1,72	-1,77	0,05

- (1) Cifras del 2015 corresponden a retornos anualizados del primer semestre del año.
- (2) Excluye tenencias en oro monetario, derechos especiales de giro, posición de reserva en FMI, acuerdos de créditos recíprocos y otros activos de reservas.
- (3) A contar del 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 el 2005 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*.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



- (1) Variación anualizada de las monedas durante el primer semestre del 2015.
- (2) Signo negativo (positivo) corresponde a una apreciación (depreciación) del dólar de EE.UU. respecto de la moneda.

Fuente: Bloomberg.

Al 30 de junio de 2015, las reservas internacionales alcanzaron US\$38.179,3 millones (gráfico B.2). Del total de estas reservas, US\$33.530,4 millones correspondían al portafolio de inversiones, US\$3.209,3 millones al portafolio de caja y US\$1.439,7 millones a otros activos. Del total de las reservas internacionales, 64,7% estaban invertidas en dólares de Estados Unidos, 14,5% en euros y 20,8% en otras divisas.

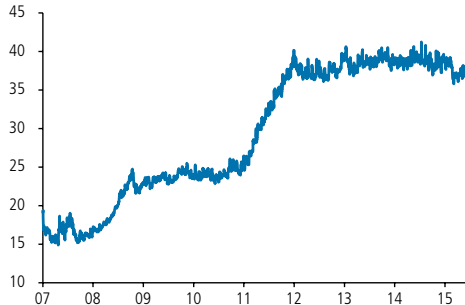


**TABLA B.2**  
Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna

		USD		EUR		AUD		CAD		CHF		GBP	
		Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año	24,7%	4,1										
	<b>Subtotal LCP</b>	<b>24,7%</b>	<b>4,1</b>										
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	1-3 años	33,9%	21,7	14,1%	21,0	4,2%	20,2	4,2%	19,5				
	3-5 años	3,8%	46,8	1,6%	44,5	0,5%	44,7	0,5%	43,3				
	<b>Subtotal LMP</b>	<b>37,6%</b>	<b>24,2</b>	<b>15,7%</b>	<b>23,4</b>	<b>4,7%</b>	<b>22,6</b>	<b>4,7%</b>	<b>21,9</b>				
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	5-7 años	2,22%	67,6	1,1%	64,3					0,6%	66,9	1,1%	63,5
	7-10 años	0,30%	94,0	0,2%	93,4					0,1%	90,8	0,2%	92,2
	Bancario 0-1 año												
	<b>Subtotal PD</b>	<b>2,51%</b>	<b>70,7</b>	<b>1,3%</b>	<b>67,7</b>					<b>0,6%</b>	<b>69,7</b>	<b>1,3%</b>	<b>66,9</b>
<b>Cartera total</b>		<b>64,8%</b>	<b>18,4</b>	<b>17,0%</b>	<b>26,7</b>	<b>4,7%</b>	<b>22,6</b>	<b>4,7%</b>	<b>21,9</b>	<b>0,6%</b>	<b>69,7</b>	<b>1,3%</b>	<b>66,9</b>
		JPY		KRW		NZD		CNY		Total			
		Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año												
	<b>Subtotal LCP</b>									<b>24,7%</b>	<b>4,1</b>		
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	1-3 años												
	<b>Subtotal LMP</b>									<b>62,8%</b>	<b>23,7</b>		
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	5-7 años	0,3%	68,0	2,2%	58,5	1,3%	60,2						
	7-10 años	0,0%	97,7	0,3%	85,3	0,2%	77,2						
	Bancario 0-1 año							2,5%	1,5				
	<b>Subtotal PD</b>	<b>0,4%</b>	<b>71,5</b>	<b>2,5%</b>	<b>61,6</b>	<b>1,5%</b>	<b>62,2</b>	<b>2,5%</b>	<b>1,5</b>	<b>12,6%</b>	<b>53,3</b>		
<b>Cartera total</b>		<b>0,4%</b>	<b>71,5</b>	<b>2,5%</b>	<b>61,6</b>	<b>1,5%</b>	<b>62,2</b>	<b>2,5%</b>	<b>1,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>22,6</b>		

Fuentes: Banco Central de Chile, Merrill Lynch y Barclays, al 30 de junio de 2015.

GRÁFICO B.2

Reservas internacionales (\*)  
(stock, miles de millones de US\$)

(\*) Incluye portafolio de inversiones y portafolio de caja. Excluye otros activos.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2015, las reservas internacionales totalizaron US\$2.267,6 millones menos que al cierre del 2014. Por una parte, se observó una caída de la partida otros activos (-US\$259,3 millones) y del portafolio de caja (-US\$1.141,5 millones), cuya variación refleja cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco. Por otro lado, el portafolio de inversiones disminuyó US\$866,8 millones respecto del cierre del año anterior, explicado principalmente por la apreciación del dólar de los Estados Unidos (tabla B.4).

En cuanto a la exposición del portafolio de inversiones de administración interna por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio del 2015, las inversiones en riesgo soberano representaban 89,3% del portafolio de inversiones de administración interna, y se encontraban mayoritariamente en Estados Unidos (54,7%) y Alemania (20,2%). Al cierre del periodo, las inversiones en riesgo supranacional representaban 5,1% y el riesgo de agencias 0,8%. El riesgo bancario, que representó 4,9% del total del portafolio de inversiones de administración interna, se encontraba en bancos de Australia, Francia, Reino Unido, Japón, Holanda, Suiza, Singapur, Dinamarca y China (tabla B.5). Además, se mantenía exposición a un *BIS Investment Pool* (BISIP) denominado en Renminbí (equivalentes a US\$106,3 millones), gestionado directamente por el Banco de Pagos Internacionales. A través de este instrumento se tiene exposición al mercado de renta fija chino *onshore*.

TABLA B.4

Composición de las reservas internacionales  
(millones de US\$)

Tipo de Portafolio	Moneda	2014		2015	
		Dic.	%	Jun.	%
<b>Portafolio de Inversiones</b>		<b>34.397,2</b>	<b>85,0</b>	<b>33.530,4</b>	<b>87,8</b>
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	712,0	1,8	748,6	2,0
	Euro	1,4	0,0	0,3	0,0
	Dólar de Canadá	0,1	0,0	0,2	0,0
	Dólar de Australia	0,2	0,0	0,1	0,0
	Otras Divisas	733,7	1,8	893,3	2,3
Valores	Dólar de EE.UU.	16.421,6	40,6	20.715,0	54,3
	Euro	7.886,7	19,5	5.533,9	14,5
	Dólar de Canadá	3.093,1	7,6	1.506,1	3,9
	Dólar de Australia	2.014,4	5,0	1.484,0	3,9
	Otras Divisas	3.534,0	8,7	2.648,8	6,9
Totales	Dólar de EE.UU.	17.133,6	42,4	21.463,7	56,2
	Euro	7.888,1	19,5	5.534,2	14,5
	Dólar de Canadá	3.093,2	7,6	1.506,3	3,9
	Dólar de Australia	2.014,6	5,0	1.484,0	3,9
	Otras Divisas	4.267,6	10,6	3.542,2	9,3
<b>Portafolio Caja</b>		<b>4.350,8</b>	<b>10,8</b>	<b>3.209,3</b>	<b>8,4</b>
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	4.350,8	10,8	3.209,3	8,4
<b>Otros Activos</b>		<b>1.698,9</b>	<b>4,2</b>	<b>1.439,7</b>	<b>3,8</b>
Oro Monetario	Otras Divisas	9,4	0,0	9,3	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	1.079,1	2,7	1.047,8	2,7
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	489,7	1,2	366,0	1,0
Acuerdos de Crédito Recíprocos	Dólar de EE.UU.	119,4	0,3	15,5	0,0
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	1,3	0,0	1,1	0,0
<b>Total Reservas Internacionales</b>		<b>40.446,9</b>	<b>100,0</b>	<b>38.179,3</b>	<b>100,0</b>
	Dólar de EE.UU.	21.605,2	53,4	24.689,5	64,7
	Euro	7.888,1	19,5	5.534,2	14,5
	Dólar de Canadá	3.093,2	7,6	1.506,3	3,9
	Dólar de Australia	2.014,6	5,0	1.484,0	3,9
	Otras Divisas	5.845,9	14,5	4.965,3	13,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2015, la composición de monedas del portafolio de inversiones de administración interna era: 64,3% en dólares de Estados Unidos, 16,4% en euros, 4,7% en dólares de Canadá y 4,6% en dólares de Australia. El resto estaba invertido en libras esterlinas, francos de Suiza, dólares de Nueva Zelanda, Renminbí de China, won de República de Corea y yen (tabla B.6).

Al cierre de junio, se encontraba en desarrollo un proceso de selección para la contratación de un administrador externo de cartera. Al cierre de este informe, el administrador externo vigente gestionaba US\$487,3 millones, pertenecientes al portafolio de diversificación, concentrando 78,4% de las inversiones en riesgo soberano (tabla B.7).





TABLA B.5

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

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales (3)	Total
Estados Unidos	16.139		165		16.304
Alemania	5.963		85		6.048
Canadá	1.755				1.755
Supranacional				1.682	1.682
Australia	1.298	365			1.663
Francia	1.020	17			1.037
Corea del Sur	907				907
Reino Unido	456	294			751
Nueva Zelanda	423				423
Austria	366				366
Holanda		328			328
España	277				277
Suiza	176	99			275
Japón	138	124			262
Dinamarca		210			210
Italia	208				208
Irlanda	203				203
Singapur		156			156
China	136	21			157
Bélgica	28				28
Varios (cash)		2			2
<b>TOTAL</b>	<b>29.494</b>	<b>1.617</b>	<b>250</b>	<b>1.682</b>	<b>33.043</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - 2.207,7 millones), Export Development Canada (EDC / Canadá - 350,3 millones) y Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - 366,1 millones). La exposición soberana en EE.UU. incluye recursos mantenidos en el FED de Nueva York por USD 2.1 millones (USD 0,5 millones en depósito overnight y USD 1,6 millones en cuenta corriente). Se incluye en el riesgo soberano de China US\$106,3 millones del instrumento BISIP-CNY, el que es gestionado directamente por el BIS.

(2) La exposición a Agencias de los Estados Unidos corresponde a Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac - USD 165,3 millones). La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (USD 84,9).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: European Investment Bank (EIB - USD 571,8 millones), Eurofima (USD 4,3 millones), Nordic Investment Bank (USD 29,5 millones), International Finance Corporation (IFC - USD 57,5 millones) y Bank for International Settlements (USD 1.018,5 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.6

Portafolio de administración interna: inversiones por moneda  
(porcentaje)

Moneda	Participación
Dólar de Estados Unidos	64,3
Euro	16,4
Dólar de Canadá	4,7
Dólar de Australia	4,6
Libra esterlina	1,4
Won de Corea del Sur	2,8
Yen japonés	0,3
Renminbi chino	3,1
Dólar de Nueva Zelanda	1,5
Franco de Suiza	0,7
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.7

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

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales (3)	Total
Estados Unidos	47	10	64		121
Alemania	14		4		17
Supranacional				13	13
Francia	12				12
Corea del Sur	96				96
Reino Unido	12				12
Nueva Zelanda	51				51
Austria	25				25
España	14				14
Suiza	11				11
Japón	39				39
Italia	15				15
Singapur		14			14
China	21				21
Suecia	5				5
Bélgica	21				21
Varios (cash)		1			1
<b>TOTAL</b>	<b>382</b>	<b>24</b>	<b>68</b>	<b>13</b>	<b>487</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - US\$13,8 millones), Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - US\$24,6 millones) y Japan Bank for International Cooperation (JBIC - US\$18,4 millones).

(2) La exposición a Agencias de los Estados Unidos incluye los siguientes emisores: Federal National Mortgage Association (Fannie Mae - US\$30,3 millones) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac - US\$33,8 millones). La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (US\$3,5 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: European Investment Bank (EIB - US\$9,0 millones) y Nordic Investment Bank (NIB - US\$4,3 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

## Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2015

### ENERO

5 El Banco Central de Chile informó que el Consejo, en su Sesión de fecha 18 de diciembre de 2014, aprobó el programa anual de colocación de instrumentos de deuda contemplado para el año 2015 (Plan de Deuda), que considera la emisión de hasta \$1.350.000 millones en bonos denominados en pesos y con madurez a 5 años (BCP-5).

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

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

15 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

22 El Consejo, por Acuerdo N° 1879-03-150122 acordó modificar las Normas sobre Relación de las Operaciones Activas y Pasivas de los Bancos contenidas en el Capítulo III.B.2 del Compendio de Normas Financieras; incorporar un nuevo Capítulo III.B.2.1 relativo a "Normas sobre la gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias", cuyo plazo de entrada en vigencia estaba previsto a contar del 1° de agosto de 2015.

El Capítulo III.B.2.1 introduce una nueva regulación sobre la gestión de liquidez de los bancos, la que busca incorporar los desarrollos y consensos internacionales sobre la regulación del riesgo de liquidez, en especial de aquellos que surgen como consecuencia de las lecciones de la crisis financiera internacional.

En particular, la nueva regulación busca: i) fortalecer las políticas de gestión de riesgo de liquidez en la banca, en línea con orientaciones más recientes del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, ii) perfeccionar los actuales requerimientos normativos sobre descalces de plazo, iii) aumentar la cantidad y calidad de información disponible para el supervisor y el mercado, incorporando obligaciones de reportar con mayor

detalle tanto activos como pasivos líquidos, y iv) incorporar las medidas cuantitativas de Basilea III con fines informativos y complementarios al proceso de supervisión, sin establecer un límite normativo específico, de manera de avanzar en la calibración de estos indicadores en Chile mientras continúa su discusión e implementación internacional.

29 Por Acuerdo de Consejo N°1881-08-150129, y de conformidad con el artículo 76 de la Ley General de Bancos, el Banco Central autorizó a Corpbanca a aumentar la inversión en su sociedad filial corredora de bolsa en el exterior, "Corpbanca Securities LLC" establecida en Estados Unidos de América, cuya inversión inicial fue autorizada por Acuerdo N°1752-03-130509.

### FEBRERO

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

23 El Presidente del Banco Central, en su calidad de Gobernador en representación de Chile ante el Fondo Monetario Internacional (FMI), resolvió nominar al señor Ricardo Vicuña Poblete para desempeñar el cargo de Asesor Principal en la Silla del Cono Sur ante dicho organismo financiero internacional, desde el 1 de junio de 2015 y por lo que resta del bienio 2014-2016.

26 En virtud del Acuerdo N°1887-01-150226 el Consejo acordó renovar la designación del señor Gustavo Favre Domínguez en carácter de miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco Central de Chile, por el plazo de tres años, a contar del 2 de marzo de 2015.

### MARZO

10 El Banco Central de Chile informó el calendario de licitaciones de bonos en pesos a 5 años (BCP-5) que serán emitidos conforme al Plan de Deuda del año 2015.

19 El Consejo, por Acuerdo N° 1890-02-150319, aceptó la Agencia Fiscal encomendada al Banco Central de Chile mediante Decreto Supremo N° 26, de 22 de enero de 2015, del Ministerio de Hacienda, para representar y actuar en nombre y por cuenta



del Fisco en la colocación y administración de los bonos a que se refiere dicho decreto a ser emitidos por la Tesorería General de la República en el mercado de capitales local.

19 El Consejo, por Acuerdo N° 1890-03-150319 emitió su informe previo favorable respecto de las normas de funcionamiento de ComDer, Contraparte Central S.A., de acuerdo con el marco legal vigente para la compensación y liquidación de instrumentos financieros (Ley N° 20.345), que posteriormente fueron aprobadas por la Superintendencia de Valores y Seguros por Resolución Exenta N°181 de fecha 8 de junio de 2015. Esta nueva infraestructura actúa como contraparte central para operaciones realizadas en los mercados de Derivados OTC por empresas bancarias y otros participantes, e inició sus operaciones el 30 de julio de 2015.

19 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

26 Por Acuerdo 1893-01-150326, el Consejo del Banco Central de Chile designó al Señor Francisco Ruiz Aburto en reemplazo del señor Ricardo Vicuña Poblete como representante ante el Consejo de la Comisión Chilena del Cobre.

26 El Consejo, por Acuerdo N° 1893-02-150326, modificó el Capítulo 1.2 de la Primera Parte del Compendio de Normas Monetarias y Financieras, ampliando las alternativas de fecha de pago de los instrumentos de deuda emitidos por el Banco que sean adjudicados o vendidos a las diversas instituciones y agentes que forman parte de su Mercado Primario, mediante licitaciones o ventas por ventanilla de esos títulos en el mercado abierto.

30 Por Acuerdo N° 1894E-01-150330, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió optar porque el total de las utilidades o excedentes del Banco de Chile correspondientes al ejercicio 2014 que le corresponden al Instituto Emisor, en su carácter de acreedor de la obligación subordinada, le sean pagados en dinero efectivo. Esta decisión fue adoptada en conformidad con lo dispuesto en la letra b) del artículo 31 de la ley N° 19.396, sobre nueva forma de pago de la obligación subordinada.

## ABRIL

16 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

## MAYO

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

25 El Banco Central de Chile y el Banco Central de la República Popular China (PBC) suscribieron los siguientes acuerdos de cooperación financiera: (i) un Acuerdo Bilateral sobre Swap de Monedas en Renminbi y Pesos (RMB/CLP), en vigencia a contar del 25 de mayo de 2015, el cual considera la apertura de una facilidad o línea por un monto máximo de hasta RMB22 miles de millones o CLP 2.200 miles de millones. Este acuerdo es válido por tres años y será renovable por consentimiento mutuo de ambos bancos centrales; y (ii) un Memorando de Entendimiento (MoU) para propiciar las condiciones que faciliten el uso del Renminbi en Chile.

## JUNIO

11 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

18 Por Acuerdo de Consejo N° 1909-02-150618, el Banco Central aceptó las nuevas directrices de ejecución relacionadas con los recursos del Fondo de Reserva de Pensiones y del Fondo de Estabilización Económica y Social, impartidas por el Ministerio de Hacienda mediante Oficios N° 1566 y 1567 ambos de fecha 17 de junio de 2015.

Lo anterior, no exigió modificar la retribución del Fondo de Reserva de Pensiones ni del Fondo de Estabilización Económica y Social, aceptada por Acuerdo N° 1861E-01-141022.

25 Por Acuerdo N° 1910-04-150625, el Consejo del Banco Central de Chile actualizó su Política de Comunicaciones, incorporando lo referido al ajuste efectuado al período de silencio que tuvo lugar con fecha 5 de junio, respecto del lapso previo a la Reunión de Política Monetaria (RPM) y el Informe de Política Monetaria (IPoM). En el caso de la RPM, el período de silencio comenzará cinco días antes de la reunión, incluido este día, y terminará al mediodía de la jornada posterior a la reunión. En cuanto al IPoM, el período comenzará una semana corrida previa a la difusión del informe, hasta el día en que es presentado ante la instancia parlamentaria que corresponda del Senado.

Los periodos de silencio tienen por finalidad disminuir la volatilidad y especulación de los mercados alrededor de decisiones de política monetaria o publicación de informes con

proyecciones, y son informados en el Calendario de Eventos del sitio web institucional.

## JULIO

2 El Consejo, por Acuerdo N° 1911-02-150702 acordó dejar sin efecto la autorización conferida a Cruz del Sur Corredora de Bolsa S.A. para operar como entidad del Mercado Cambiario Formal.

6 En el marco de su política institucional de transparencia, el Consejo resolvió poner a disposición del público en su sitio web institucional la agenda de reuniones y actividades públicas programadas del Presidente y Consejeros del Banco, la cual se publica a contar de esa fecha en la sección Transparencia Activa. Esto, sin perjuicio de los Registros de Agenda Pública que el Banco mantiene en cumplimiento de lo dispuesto en la Ley que Regula el Lobby y Gestión de Intereses Particulares ante Autoridades y Funcionarios.

9 En virtud del Acuerdo N° 1913-02-150709, el Consejo acordó designar al señor José Alberto Pino Urbina en carácter de miembro integrante del Comité Asesor de tecnología de la Información del Banco Central de Chile, por un nuevo período de tres años, a contar del 1° de agosto de 2015. Asimismo, se nombró al señor Ignacio Casas Raposo en el cargo de Presidente del referido Comité por un nuevo período de un año, a contar del 1° de agosto de 2015.

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

15 El Consejo acordó, por Acuerdo N° 1914-01-150715 complementar las condiciones generales aplicables a las cuentas corrientes bancarias abiertas en el Banco Central de Chile por las sociedades administradoras regidas por la Ley N°20.345, y, consecuentemente introducir ajustes en los Capítulos III.H.4 y III.H.4.1 del Compendio de Normas Financieras.

Se dispuso que las sociedades administradoras de Sistemas de Compensación y Liquidación (SCL) de instrumentos financieros, regidas por la Ley N°20.345, podrán acceder a la apertura de cuentas corrientes adicionales, de carácter accesorio, que estarán destinadas a operar como cuentas de liquidación adicionales en el Sistema LBTR; con la finalidad específica de mantener en ellas fondos enterados por concepto de garantías en efectivo requeridas bajo la ley citada, a objeto de caucionar la liquidación del saldo neto de efectivo resultante de las órdenes de compensación aceptadas por el SCL respectivo, previsto que dicha liquidación tenga lugar en el Sistema LBTR.

La apertura de estas cuentas corrientes adicionales será opcional, debiendo contemplarse expresamente dicha modalidad en las normas de funcionamiento pertinentes a él o los SCL que administre la sociedad administradora, pudiendo solicitar la apertura indicada en forma simultánea o con posterioridad a la de la cuenta corriente principal que ésta mantenga en el Banco.

30 Mediante Acuerdo N° 1918E-01-150730, el Consejo acordó modificar el Capítulo III.B.2 del Compendio de Normas Financieras, a objeto de prorrogar, en forma parcial y diferida, el plazo de entrada en vigencia de las nuevas normas de gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, que se contienen en el Capítulo III.B.2.1 de dicho Compendio. Esto, a objeto de permitir la adecuada implementación y adopción gradual de las normas y requerimientos de información dictados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. En particular, las normas sobre: (a) Gestión del riesgo de liquidez, que comprenden exigencias en cuanto al Rol del Directorio y la Administración, Política de Administración de Liquidez (PAL), Pruebas de Tensión y Planes de Contingencia, entraron a regir a contar del 1° de agosto de 2015; (b) Medición y control de los descalces de plazo sujetos a límites normativos, comenzarán a regir, a más tardar, el 1° de diciembre de 2015; (c) Medición de nuevos indicadores de monitoreo de la posición de liquidez, en materia de Seguimiento de los Activos Líquidos y de los Pasivos; Razón de Cobertura de Liquidez; Razón de Financiamiento Neto Estable; y sobre Información al público y a la SBIF, entrarán en vigencia, a más tardar, el 1° de marzo de 2016.

En tanto, en caso de que no entren a regir las normas antes señaladas, se aplicarán las disposiciones contenidas en el numeral 1 del Capítulo III.B.2 que se sustituyó por Acuerdo N° 1879-03-150122.

## AGOSTO

13 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

13 Mediante Acuerdo 1920-02-150813, el Consejo acordó designar como sujetos pasivos de la Ley N°20.730 que regula el Lobby y las Gestiones que representen Intereses Particulares ante las Autoridades y Funcionarios, a los funcionarios del Banco Central de Chile que ejerzan los siguientes cargos: Gerente General, Fiscal, Revisor General y Gerente de División, en tanto ejerzan funciones en dichos cargos en carácter de titular, subrogante o interino.



# GLOSARIO

---

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

**Brecha de actividad:** Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto).

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2015). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2015-2017 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,5% para el período 2015-2017.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2015). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2015-2017.

**Crecimiento socios comerciales:** Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2014.

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

**Holguras de capacidad:** Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de las brechas de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de empresas.

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

**IPE:** Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

**PIB potencial:** Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

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



**PIB RRNN:** PIB de recursos naturales, incluye los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

**PIB tendencial:** Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los shocks que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

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

**TCM:** Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2015: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, Suiza y Tailandia.

**TCM-X:** TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

## ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

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

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adrian, T, R.K. Crump y E. Moench. 2013. Pricing the Term Structure with Linear Regressions. *Journal of Financial Economics*, 110 (1), 110-138.
- Albagli, E., G. Contreras, C. De la Huerta, E. Luttini, A. Naudon y F. Pinto. 2015a. Crecimiento Tendencial de Mediano Plazo en Chile. Mimeo Banco Central de Chile.
- Albagli, E., J. Fornero, A. Gatty, M. Kirchner, E. Luttini, R. Tranamil y A. Yanny. 2015b. Producto Potencial Relevante para la Inflación". Mimeo Banco Central de Chile.
- Albagli, E. y A. Naudon. 2015. ¿De Qué Hablamos Cuando Hablamos de Producto Potencial? Mimeo Banco Central de Chile.
- Asian Pacific Consensus Forecasts 2015. Agosto.
- Banco Central de Chile. 2015. Informe de Percepciones de Negocios. Agosto
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2015. Global Economics Weekly. Varios números.
- BHP. 2015. Billiton Operational Review for the year ended 30 June 2015. [http://www.bhpbilliton.com/~media/bhp/documents/investors/reports/2015/150722\\_bhpbillitonoperationalreviewfortheyearended30june2015.pdf](http://www.bhpbilliton.com/~media/bhp/documents/investors/reports/2015/150722_bhpbillitonoperationalreviewfortheyearended30june2015.pdf).
- Blagrove, P., R. Garcia-Saltos, D. Laxton y F. Zhang. 2015. A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output. IMF Working Paper WP/15/79.
- Blanchard, O. J., y D. Quah. 1989. The Dynamic Effects of Aggregate Supply and Demand Disturbances. *American Economic Review*, vol. 79(4): 655-73.
- Consensus Forecasts. 2015. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2015. Copper Quarterly Industry and Market Outlook. Julio.
- Christiano, L. y T. Fitzgerald. 2003. The Band Pass Filter. *International Economic Review*, 44(2), Mayo.
- Deutsche Bank. 2015. Macro Forecast. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2015. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2015a. Neven growth: short and long-term factors. *World Economic Outlook (WEO)*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2015b. *World Economic Outlook*. Abril.
- Food and Agriculture Organization. 2015. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- Fuentes, R., F. Gredig y M. Larraín. 2008. La Brecha de Producto en Chile: Medición y Evaluación. *Economía Chilena*, vol. 11(2): 7-30.
- Granger, C. W. J y R. Ramanathan. 1984. Improved Methods of Combining Forecasts. *Journal of Forecasting*, 3: 197-204.
- International Energy Agency. 2015. Oil Market Report. Varios números.
- Institute of International Finance. 2015. EM Portfolio Flows Tracker. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2015. Global Data Watch. Varios números.
- King, R. y S. Rebelo. 1999. Resuscitating Real Business Cycles. *Handbook of macroeconomics*, 1, 927-1007.
- OCDE. 2015. OECD Glossary of Statistical Terms. <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2094>.
- Orphanides, A. y S. van Norden. 2002. The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time. *Review of Economics and Statistics*, vol. 84(4): 569-83.
- Rebelo, S. 2005. Real Business Cycle Models: Past, Present and Future. *The Scandinavian Journal of Economics*, 107(2), 217-238.



Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones

SEPTIEMBRE 2015

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

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

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

---

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA** Septiembre 2015