

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2021





Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2021

Política Monetaria del Banco Central de Chile

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

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

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

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



Foto Portada: Cajón del Maipo / Región Metropolitana

Beltrán de Ramón A. / Representante Legal

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

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

CONTENIDO*/

| | |
|--|-----------|
| RESUMEN | 3 |
| I. ESCENARIO INTERNACIONAL | 10 |
| II. CONDICIONES FINANCIERAS | 25 |
| III. ACTIVIDAD Y DEMANDA | 39 |
| IV. PRECIOS Y COSTOS | 50 |
| V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA | 58 |
| | |
| RECUADROS | |
| Recuperación de la inversión global durante la pandemia | 20 |
| Determinantes de los movimientos recientes de tasas de interés de largo plazo | 34 |
| Actividad territorial en Chile durante la pandemia | 46 |
| El rol de las políticas macroeconómicas en la mitigación de la crisis del Covid-19 | 70 |
| Cambios del escenario central de proyección en el último año | 76 |
| | |
| ANEXOS | |
| BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE | 79 |
| ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES | 85 |
| PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL ADOPTADAS DURANTE EL 2021 | 94 |

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 31 de agosto. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 25 de agosto.



RESUMEN

La economía chilena ha experimentado una rápida recuperación de la recesión provocada por la pandemia del Covid-19, la que ha superado ampliamente las expectativas. Esta recuperación ha sido posible por la capacidad de adaptación de empresas y personas y el gran avance del proceso de vacunación, que ha permitido dar paso a un importante proceso de apertura. Todo esto ha sido apuntalado por el mayor despliegue de medidas de política que se haya conocido en Chile frente a un shock exógeno, así como por un entorno internacional marcado por la acción simultánea de contención de la crisis, liderada por los bancos centrales y otras autoridades de las mayores economías del mundo.

No obstante, la ampliación y persistencia de algunas de las medidas locales, combinada con una alta propensión de los hogares a consumir los recursos recibidos, ha tenido un impacto en el gasto privado que ha superado todas las previsiones. En un contexto en que la oferta aún no logra recuperarse completamente, ello ha modificado significativamente la evaluación de las presiones que enfrenta la economía, reflejándose en un aumento de la inflación y sus perspectivas inmediatas. A esto contribuye también la depreciación del peso, causada en parte por la percepción de un empeoramiento de los fundamentos de la economía producto de la liquidación de ahorro de largo plazo a través de los sucesivos retiros masivos de ahorros previsionales y del deterioro de las cuentas fiscales, todo ello en un entorno de alta incertidumbre local. Es así como las tasas de interés, las primas por riesgo y la bolsa, muestran un desempeño desfavorable cuando se les compara con sus símiles externos.

La necesidad de evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que, entre otras consecuencias, podría provocar un aumento más persistente de la inflación excediendo la meta de 3% a dos años plazo, ha llevado al Consejo a alterar la orientación de la política monetaria. La rápida evolución del escenario macroeconómico, las expectativas de inflación y los escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios, configuran un cuadro en que el Banco Central debe actuar con prontitud para asegurar la convergencia inflacionaria. Por ello, el Consejo aumentó la TPM en 75 puntos base (pb), hasta 1,5%, en su Reunión de agosto después de haberla incrementado en 25pb en julio. Además, anticipa que la convergencia de la inflación a la meta requerirá continuar retirando el impulso monetario, llevando la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022. De ahí en adelante, la evolución de la TPM dependerá de la concreción de los escenarios de sensibilidad que describe el corredor de tasas.

La economía chilena superó el nivel de actividad que exhibía previo al inicio de la crisis social. En el segundo trimestre del 2021, el PIB anotó un crecimiento anual de 18,1%, cifra donde se combinaron la capacidad de adaptación de los agentes económicos al contexto de la pandemia, el impacto de las políticas de apoyo a los ingresos de los hogares y una muy baja base de comparación. Esta tendencia se ratificó con el Imacec de julio, que anotó un crecimiento anual de 18,1%, con una velocidad de expansión mensual desestacionalizada de 1,4%.

Los datos del segundo trimestre y comienzos del tercero están mostrando un aumento del dinamismo del consumo que supera lo anticipado en junio, sugiriendo que el efecto de las políticas de apoyo a los hogares está siendo mayor que lo esperado. Destaca el comportamiento del consumo durable, que anotó un aumento de 130% anual en el segundo trimestre, ubicándose en un nivel cerca de 50% superior al del mismo trimestre del 2019. Los datos disponibles del tercer trimestre también dan cuenta de que este dinamismo



ha proseguido. En julio, la parte minorista el Índice de Actividad del Comercio (INE) —incluidas las ventas de automóviles— aumentó 62% anual. El consumo de bienes no durables y de servicios anotó un crecimiento algo más moderado en el segundo trimestre —entre 20 y 30% anual—, con estos últimos aún afectados por las restricciones de oferta asociadas a la pandemia, pero que, por la misma razón, podría responder con mayor dinamismo a los avances en el Plan Paso a Paso en los meses siguientes.

En línea con la mayor apertura de la economía, las vacantes disponibles y el empleo han ido aumentando, aunque persisten brechas que afectan especialmente al empleo por cuenta propia y las mujeres. La información de las encuestas y los datos administrativos muestran una recuperación importante del empleo asalariado formal, aunque con diferencias entre sectores. Esto es coherente con el comportamiento de las vacantes, que se han incrementado de manera importante en los últimos meses. En todo caso, el aumento de los puestos disponibles se ha topado con una oferta de trabajo que sigue contenida, afectada por la aplicación de cuarentenas y las ayudas estatales, así como por el retiro de cientos de miles de mujeres del mercado del trabajo debido a responsabilidades familiares. La evolución de los salarios es coherente con una creciente escasez de mano de obra. Las categorías de empleo menos formales —cuenta propia entre ellos— siguen rezagados, aunque los datos más recientes sugieren una mejoría coherente con la reducción de las restricciones de movilidad.

La recuperación de la inversión está fuertemente asociada a su componente de maquinaria y equipos, muy concentrado en bienes importados. En el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo creció casi 25% anual, con un aumento del componente de maquinaria y equipos que rozó el 50% anual. El favorable comportamiento de proyectos ligados a energías renovables y la muy baja base de comparación cooperaron en este resultado, lo mismo que la renovación de maquinarias y equipos de distinta índole en un contexto de aceleración de la actividad. Por su parte, el componente de construcción y otras obras tuvo un crecimiento menor —13,1% anual—, con niveles que persisten por debajo de los observados previo a la pandemia.

El aumento del gasto en bienes transables —especialmente bienes de consumo durable y maquinarias y equipos— se reflejó en el incremento de las importaciones y en que la cuenta corriente volviera a mostrar un saldo negativo. Durante el segundo trimestre, el volumen de las importaciones de bienes subió cerca de 44% anual —90% los bienes de consumo— reflejando el crecimiento del gasto y una baja base de comparación. A su vez, el volumen de las exportaciones se redujo algo más de 3% en ese período.

El fuerte dinamismo del consumo, en un contexto en que la oferta aún no logra reestablecerse completamente, ha presionado al alza la inflación. Los datos de los últimos meses han mostrado un aumento importante del precio de diversos productos, especialmente en rubros donde la demanda ha crecido con fuerza, como el vestuario y calzado, la electrónica, línea blanca y automóviles. Esto ha ocurrido en un escenario en que las restricciones en las cadenas de comercio globales impuestas por la pandemia aún permanecen. De hecho, la disponibilidad de existencias, los tiempos de despacho y los costos de transporte son factores que siguen afectando el desempeño de varias industrias a nivel global, incluido Chile.

La acumulación de masivos retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales han aumentado significativamente la liquidez de los hogares. A pesar del fuerte dinamismo que ha mostrado el consumo —incluida una sorpresa importante al alza en los últimos meses—, los datos del sistema financiero muestran que la liquidez de los hogares sigue siendo elevada. Así, para fines de julio, el saldo acumulado en cuentas corrientes de personas y cuentas de ahorro a la vista era alrededor de US\$23 mil millones superior al que se anotaba en julio del 2020. Esta cifra es bastante superior a los fondos acumulados en cuentas de ahorro a plazo y cuenta 2 de las AFP en ese lapso (US\$9 mil millones). Estos antecedentes apuntan a una mantención del dinamismo del gasto en los trimestres venideros.

Con la extensión del IFE universal y la implementación del IFE laboral y otros programas, el crecimiento del gasto fiscal superará lo considerado en el IPoM de junio. Los antecedentes del último Informe de Finanzas Públicas y los anuncios hechos por el Gobierno llevan a estimar que, en términos nominales, el gasto



fiscal aumentará más de 35% anual durante este año, con un déficit efectivo superior a 7% del PIB. Este incremento del gasto no alcanza a financiarse con los ingresos fiscales generados por el mayor crecimiento económico, aumentando las necesidades de financiamiento fiscal. Esto ha llevado a la autoridad a hacer nuevas colocaciones de bonos de la Tesorería y a efectuar nuevos giros de fondos soberanos.

La liquidación de ahorro de largo plazo tras los sucesivos retiros masivos de ahorros previsionales, el deterioro de las cuentas fiscales y el desafío que involucra reencauzarlas a una senda sostenible, unidos a un entorno de incertidumbre local ha llevado a una adversa evolución de las variables financieras locales. El mercado financiero nacional se ha desacoplado de los movimientos globales, situación que se ha hecho especialmente evidente a partir de inicios del segundo trimestre (Recuadro II.1). Desde entonces, las tasas de interés de largo plazo han aumentado del orden de 135 puntos base (pb), el riesgo soberano ha subido en torno a 10pb, la bolsa ha caído cerca de 11% y el peso se ha depreciado 10%. Esto se ha dado en un contexto en que, tras la parte más álgida de la pandemia, los indicadores que miden incertidumbre no han descendido con la misma velocidad que en otras economías y siguen en niveles por sobre los anotados antes del inicio de la crisis social.

En este contexto, el peso chileno se ha convertido en una de las monedas que más se ha debilitado en los últimos meses en el mundo. Ello contrasta visiblemente con el hecho de que, habitualmente, episodios de mayor crecimiento económico y elevados precios del cobre se han asociado con una apreciación de la moneda.

Proyecciones del escenario central

El escenario central asume que, tras crecer entre 10,5 y 11,5% este año, la economía se desacelerará de forma significativa, para crecer entre 1,5 y 2,5% el 2022 y entre 1 y 2% el 2023. El rango de crecimiento previsto para este año aumenta en respuesta a datos efectivos superiores a lo esperado en el segundo trimestre y a una importante revisión al alza de la trayectoria del consumo. Pese a que se anticipa también un mayor nivel de gasto privado para el próximo año, la mayor base de comparación resulta en un rango de crecimiento estimado para el 2022 más bajo. Hacia el 2023, la paulatina desaparición de los efectos de la política fiscal y la acción de la política monetaria reducen el rango de crecimiento estimado para dicho año. En este escenario, se estima que la brecha de la actividad ya se cerró producto del mayor dinamismo de la demanda, volviéndose significativamente positiva durante la segunda parte del año y por buena parte del 2022. Hacia el 2023 la brecha retornará al equilibrio.

La revisión al alza del consumo privado es el principal factor tras la corrección de crecimiento del 2021. Los datos del segundo trimestre mostraron un aumento del gasto privado que superó lo previsto en junio, por lo que el punto de partida para las proyecciones es más elevado. Se suma que este comportamiento del gasto, junto con los datos en el margen, dio cuenta de que la porción que se está consumiendo de los recursos disponibles —ingresos habituales, IFE y retiros previsionales— superó significativamente lo previsto en junio, lo que lleva a reevaluar dicho supuesto. Además, se incorpora a la proyección que los recursos disponibles para el consumo de los hogares serán mayores, dada la ampliación anunciada de las transferencias fiscales —extensión del IFE universal e IFE laboral.

Hacia el 2022 y el 2023, coherente con una economía que va dejando atrás los efectos de la pandemia y donde el impulso de las políticas económicas se reduce —entre ellos por la extinción de las elevadas transferencias fiscales—, el consumo reducirá sus tasas de expansión. El escenario central contempla que, tras alcanzar cifras del orden de 20% promedio en la segunda parte del 2021, la tasa de variación anual del consumo privado se reducirá hasta un promedio en torno a 0,5% en el período 2022-2023. En este resultado interactúan la muy elevada base de comparación, la extinción del IFE universal, el agotamiento de la liquidez acumulada por los retiros de ahorros previsionales y la mayor estrechez de las condiciones financieras.



En cuanto a la inversión, el escenario central prevé que, luego de crecer cerca de 16% anual este año, se manifestarán una serie de factores restrictivos que atenuarán su expansión a 0,3 y 0,6% en el 2022 y el 2023, respectivamente. En este caso, a la exigente base de comparación del 2021 se suman la lentitud que sigue mostrando la aparición de nuevos proyectos de envergadura —con la excepción de aquellos de energías renovables—, la significativa alza de las tasas de interés de largo plazo, el impacto de la depreciación del peso, el deterioro de la bolsa y una incertidumbre que sigue elevada en perspectiva histórica. El comportamiento esperado de la inversión en Chile difiere de lo que se prevé en otras economías, donde la recuperación posterior a la pandemia está mostrando una tracción mucho mayor de esta parte de la demanda interna (Recuadro I.1).

En el escenario central, se supone que la política fiscal iniciará una trayectoria de convergencia hacia cifras de gasto y déficit acordes con la regla de balance estructural, coherente con lo estipulado en el Informe de Finanzas Públicas y lo recomendado por el Consejo Fiscal Autónomo. Desviaciones respecto de esta trayectoria serán particularmente relevantes para la política monetaria, no solo por los impactos que la política fiscal tiene en el gasto privado, sino también por sus implicancias sobre las variables del mercado financiero, en particular la evolución de las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio.

Las proyecciones de inflación de corto plazo se revisan al alza de manera importante por el fuerte dinamismo del consumo, la depreciación idiosincrática del peso, los mayores precios internacionales de los combustibles y una oferta global y local que aún no logra reponerse del todo. En el escenario central, la inflación anual del IPC culminará el año en 5,7% (4,4% en junio), manteniéndose en cifras por sobre 5% durante la primera mitad del 2022 explicadas también por el alza del componente volátil de los precios de la energía y los alimentos. La inflación subyacente —IPC sin volátiles— también se revisa al alza respecto de junio, proyectándose que se ubicará en 4,7% a fin de año y que alcanzará su máximo hacia mediados del 2022, cuando su variación anual se acerque a 5,5%.

El carácter idiosincrático de la depreciación del peso lleva a que su traspaso a la inflación sea mayor. En los últimos meses, el peso ha perdido valor tanto respecto del dólar como de canastas multilaterales de monedas. Así, comparado el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la paridad peso/dólar ha aumentado del orden de 8%, cifra que es solo algo menor cuando se consideran los niveles para el tipo de cambio multilateral (TCM). La depreciación del peso en términos reales también ha sido significativa, con un TCR que ha aumentado algo más de 11% en lo que va del año. Como ya se ha documentado en ocasiones anteriores —[Recuadro IV.1, IPoM marzo 2018](#)—, el tamaño del coeficiente de traspaso promedio del tipo de cambio nominal a la inflación es mayor cuando el movimiento de la paridad proviene de *shocks* idiosincráticos a Chile —como el actual— versus uno relacionado con factores globales. Como referencia, las estimaciones muestran que un aumento de 10% del tipo de cambio nominal se asocia, un año después, a un incremento de la inflación del orden de 2,5% cuando responde a un *shock* idiosincrático (0,5% cuando responde a un *shock* global).

La desaceleración de la demanda generada por el retiro de las políticas de estímulo fiscal y monetario, entre otras cosas, llevará la inflación a converger a 3% en el horizonte de política de dos años. Así, luego de alcanzar su máximo entre fines de este año y comienzos del próximo, la variación anual del IPC comenzará a descender para ubicarse en valores por debajo de 4% a fines del 2022 y del orden de 3% para fines del 2023.

El escenario externo que sustenta esta proyección no tiene mayores variaciones respecto de junio, suponiéndose que la economía mundial sigue dejando atrás los efectos de la pandemia y el precio del cobre convergerá lentamente a su nivel de largo plazo. En el agregado, los datos económicos globales no han mostrado mayores novedades en los últimos meses, lo que es coherente con proyecciones de crecimiento mundial que, aunque con algunos cambios en composición, tampoco muestran variaciones significativas. Esto no resta que los temas en torno al desarrollo de la pandemia —contagios, variantes y vacunación, entre otros— sigan impactando en las cifras de corto plazo y, especialmente, en el comportamiento de los mercados financieros. Los precios de las materias primas, con algunas excepciones, han tenido descensos en los últimos meses. De hecho, coherente con lo previsto en junio, el precio del cobre dejó atrás los máximos históricos de mediados de mayo, y su promedio de los últimos diez días se ubica más cerca de US\$4,2 la libra.



Escenarios de sensibilidad

El escenario central se basa en un conjunto de supuestos respecto del entorno económico, el comportamiento de los agentes y la orientación de políticas. Sobre dichos supuestos, pueden realizarse ejercicios de sensibilidad que, manteniendo el crecimiento del PIB en torno a los rangos previstos, requieren de una acción de política monetaria algo distinta. Estos escenarios forman el corredor de TPM presentado en el Capítulo V (gráfico V.1).

En lo externo, la fortaleza de la recuperación y las presiones de costos pueden llevar a que la inflación supere lo previsto en las economías desarrolladas, haciendo necesario un alza más pronta de sus tasas de interés. Un escenario de este tipo provocaría un deterioro de las condiciones financieras para las economías emergentes, incluida una depreciación de sus monedas, y una reducción del crecimiento mundial. En una situación como esa operan fuerzas contrapuestas sobre la actividad y los precios, por lo que la reacción de la TPM estará sujeta a cuál de estas predomine. Sin embargo, no puede descartarse que la TPM deba ubicarse por sobre lo considerado el escenario central de proyección.

En lo interno, existen escenarios en que la evolución futura del consumo podría dar paso a trayectorias que lleven la TPM en direcciones opuestas entre sí, pero ubicándola dentro de los límites del corredor.

Por un lado, es posible que la propensión a consumir los recursos provenientes de transferencias gubernamentales y retiros de ahorros previsionales sea aún mayor, lo que expandiría más el consumo. Un escenario como este requeriría una respuesta más contractiva de la política monetaria para converger a la meta de inflación, ubicando la trayectoria de la TPM por encima de la definida en el escenario central. Por otro lado, también podría darse un escenario en que el consumo sea menos dinámico que lo previsto, ya sea porque su actual dinamismo corresponde a un adelantamiento de decisiones de gasto o porque factores del entorno, como un recrudescimiento de la pandemia, lleven a los hogares a contenerlo. Un escenario de este tipo reduciría las presiones inflacionarias de corto plazo, permitiendo un ritmo de normalización monetaria más pausado.

El límite inferior del corredor está determinado por un escenario donde la reducción de la incertidumbre disminuye las presiones inflacionarias. Una situación de este tipo podría suceder si amaina la incertidumbre referida a la continuación de los retiros masivos de ahorros previsionales y a la capacidad de la política fiscal de retomar una senda creíble de convergencia. Esto tendría un impacto en las condiciones financieras y la trayectoria del consumo, dando más espacio de maniobra a la política monetaria. Ello permitiría una normalización del impulso monetario significativamente más pausada.

El límite superior del corredor está determinado por un escenario donde se dilata el inicio de la consolidación fiscal. Una situación como esta podría provocar efectos importantes en la economía, requiriendo una reacción aún más enérgica de la política monetaria para ajustar los desbalances macroeconómicos. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de realizar un aumento más acelerado de la TPM.

Escenarios de riesgo

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

Al igual que en el IPoM de junio, uno de los riesgos identificados es que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo. En ese caso, sería posible observar no solo mayores presiones de gasto que las previstas en el escenario central, sino también la amplificación de los impactos en el mercado financiero. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de un aumento más acelerado de la TPM, pese a lo cual la inflación no alcanzaría a converger a la meta de política dentro del horizonte de dos años.



Otro escenario de riesgo es uno donde la persistente discusión respecto de la estabilidad de los ahorros previsionales termine por alterar significativamente el funcionamiento de los mercados financieros.

Inicialmente, el retiro de ahorros previsionales fue una medida de carácter excepcional, por una única vez, en medio de una emergencia económica. Pese a ello, se han continuado aprobando y proponiendo nuevos retiros, lo que ha provocado efectos significativos en la economía, como se deduce del comportamiento de las tasas de largo plazo y del tipo de cambio. Es muy probable que nuevos retiros de ahorros previsionales, más aún la probabilidad de retirar el 100% de ellos, lleven a los distintos agentes a considerar que está ocurriendo un cambio estructural en la base de ahorro de la economía, la que ha sido clave para el desarrollo del país, la dinámica de la inversión y el acceso del fisco a financiamiento a un costo adecuado. Un cambio en esta dirección provocaría múltiples efectos negativos difíciles de cuantificar, pero cuyo impacto sin duda será grande y muy persistente.

En lo más inmediato, un nuevo retiro aumentará la liquidez de los hogares impulsando el ya fuerte dinamismo del consumo, presionando aún más los precios y la trayectoria de la inflación.

A esto se suma el hecho de que mantener abierta esta discusión está aumentando significativamente los costos de endeudamiento, generando salidas de capitales y una mayor acumulación de fondos en dólares. Todos fenómenos que se verían significativamente amplificadas por la aprobación de un nuevo retiro que genere desconfianza respecto de las estructuras fundamentales que sostiene el mercado financiero. Ningún banco central cuenta con facultades, instrumentos o recursos para neutralizar riesgos de esta envergadura y restaurar los equilibrios macroeconómicos.

Pese a que el anterior es aún un escenario de riesgo, es posible que la probabilidad de su materialización ya esté afectando el comportamiento de los agentes económicos.

A diferencia de lo ocurrido durante la discusión de los anteriores retiros, el tipo de cambio se ha depreciado significativamente desde que se anunció la discusión de un cuarto retiro. Esto se ha dado, incluso considerando el significativo volumen de dólares que entraría al país debido a la liquidación de cartera extranjera de las AFP, situación que debería producirse de aprobarse esta medida.

Orientación de la política monetaria

La economía ya superó los impactos inmediatos de la pandemia en la actividad, y es necesario que las políticas públicas vayan adaptándose para evitar que los desequilibrios entre producción y gasto se prolonguen en el tiempo y generen costos elevados para el país.

El PIB ya recuperó los niveles previos al inicio de la crisis social, reflejo del significativo esfuerzo de personas y empresas, que ha estado apoyado por un conjunto de medidas donde la política monetaria ha cumplido un rol significativo (Recuadro V.1). No obstante, la magnitud de las políticas de estímulo a la demanda ha llevado a que el consumo exhiba un dinamismo muy superior al de otros componentes del gasto privado. Sostener un crecimiento con estas características sería muy perjudicial, en particular porque no cooperaría a reducir las brechas que aún existen en el mercado laboral.

La política monetaria buscará evitar desequilibrios macroeconómicos dañinos para el bienestar de las personas.

Es importante recordar que la inflación perjudica especialmente a los hogares de ingresos medios y bajos, que no poseen los mecanismos de protección de su poder adquisitivo y sus activos con que cuentan los más acomodados.

Las proyecciones de corto plazo apuntan a que la inflación alcanzará niveles sobre 5% en los próximos meses y las expectativas a plazos mayores se han ido elevando.

La importancia de mantener las expectativas de inflación ancladas a la meta del Banco Central y evitar un deterioro adicional muy costoso para la economía es evidente. Un escenario en que ello no ocurriera requeriría de respuestas drásticas de la política monetaria. El Banco Central actuará en concordancia con su mandato de controlar la inflación, tarea que será menos costosa para la economía en la medida en que otros actores contribuyan a restaurar los equilibrios macroeconómicos que se han perdido durante la pandemia.



En el escenario central, el Consejo anticipa que la convergencia de la inflación a la meta requerirá continuar retirando el impulso monetario, llevando la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022. De ahí en adelante, la evolución de la TPM dependerá de la concreción de los escenarios de sensibilidad que describe el corredor de tasas. El juicio del Consejo es que los escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios tienen una probabilidad algo mayor de ocurrir, lo que podría llevar a una trayectoria de la TPM más cercana al borde superior del corredor de tasas. Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación.

RESUMEN PROYECCIONES

| | 2021 (f) | 2022 (f) | 2023 (f) |
|--|-----------|----------|----------|
| PIB (var. anual; %) | 10,5-11,5 | 1,5-2,5 | 1,0-2,0 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -2,2 | -2,1 | -2,3 |
| Inflación total (prom. anual; %) | 4,2 | 4,9 | 3,1 |
| Inflación subyacente (prom. anual; %) | 3,7 | 5,1 | 3,2 |
| Inflación a dos años (%) (*) | -- | -- | 3,0 |
| Crecimiento mundial (var. anual; %) | 6,2 | 4,8 | 3,5 |
| Precio del cobre (prom. anual; US\$cent/libra) | 415 | 400 | 370 |

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2023.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. ESCENARIO INTERNACIONAL

La actividad mundial ha seguido recuperándose según lo previsto, aunque con ritmos diferentes entre los países, dado el desigual avance en los procesos de vacunación y el impacto de la variante delta. En las economías desarrolladas, la mejora en el mercado laboral, las perspectivas de las empresas y el alto ahorro acumulado siguen anticipando una expansión en lo venidero, en un entorno de gran expansividad monetaria y fiscal. Por el contrario, en buena parte de las economías emergentes, la baja vacunación y los rebrotes mantienen perspectivas menos auspiciosas. En América Latina, se añade el rezago en la recuperación del mercado laboral y una evaluación más negativa de los mercados financieros vinculada a distintos factores de riesgo idiosincrático. La mayor inflación global ha llevado a que algunas autoridades monetarias, principalmente de economías emergentes, hayan empezado el retiro del estímulo monetario. El riesgo de una inflación más persistente en EE.UU. y la reversión abrupta de las condiciones financieras han seguido ganando fuerza, al igual que el riesgo de reversión de los elevados precios de activos financieros. A lo anterior, se suma la preocupación por que la expansión de nuevas variantes retrase la recuperación de algunos países y profundice los cuellos de botella existentes.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

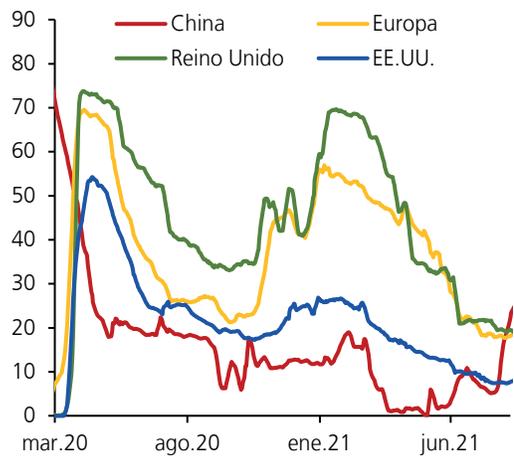
La actividad mundial ha seguido recuperándose, aunque con ritmos diferentes entre los países, especialmente por el desigual avance en los procesos de vacunación y las implicancias que ha tenido la expansión de la variante delta en cada uno de ellos (gráfico I.1). En las economías desarrolladas, la mayor tasa de inoculación se ha consolidado como el factor clave en su repunte, a medida que han ido disminuyendo las restricciones, ha aumentado la movilidad y se ha reanudado la actividad en los sectores más rezagados. Por el contrario, en las economías emergentes la vacunación presenta retrasos significativos, lo que complejiza su situación sanitaria en medio de la expansión de la variante delta, al limitar la posibilidad de avanzar en la reapertura y obligar a la imposición de restricciones en economías que se habían visto menos afectadas hasta ahora, especialmente en Asia. Este comportamiento dispar ha incrementado los cuellos de botella y las dificultades logísticas derivadas de la reapertura mundial, en un contexto en que el mercado ha cambiado su valoración de las economías que atraviesan un peor desempeño sanitario y/o tensiones internas, especialmente de América Latina, conllevando caídas de las bolsas y menores flujos de capitales en algunos países de la región.

Con todo, las cifras de actividad y las perspectivas de las principales economías arrojan un panorama similar al de hace unos meses (gráfico I.2) (Recuadro I.1). En EE.UU., el consumo continúa impulsando la actividad, y los servicios han seguido reanudándose. En la Eurozona, si bien los indicadores de producción industrial y ventas minoristas exhibieron una ralentización, destacó la mayor fortaleza en el desempeño y las perspectivas de los servicios. Hacia adelante, las expectativas de las empresas (PMI) persisten en terreno expansivo (gráfico I.3), y tanto la mejora del mercado laboral tras la reapertura como el ahorro acumulado por los hogares continúan anticipando una recuperación en las economías desarrolladas. En EE.UU., los planes de inversión de las empresas, la necesidad de reponer inventarios y los nuevos anuncios en materia fiscal siguen apuntando hacia una recuperación. Pese a que han surgido inquietudes por los nuevos rebrotes en ese país que podrían ralentizar en algo la recuperación, hasta el momento estos se han concentrado en los estados con menor vacunación y se esperaba un menor impacto sobre la actividad que el de rebrotes anteriores. En esta línea, la evidencia en el Reino Unido da cuenta de que la mayor tasa de vacunación ha evitado que el alza de los contagios se esté traduciendo en más hospitalizaciones o muertes como en las primeras olas de contagios.



Distinto es el caso en Israel, donde sí se han visto aumentos de las hospitalizaciones y los fallecidos, y se ha retrocedido algo en el elevado grado de apertura que había logrado esta economía. En ese país, luego del rápido progreso de la vacunación, esta se estancó en cifras en torno al 60% de la población total. Esto respalda la idea de que, si bien las vacunas siguen siendo efectivas en la contención de los casos más graves respecto de los rebrotes previos, se necesitaría un porcentaje muy alto de la población vacunada para contener la expansión de nuevas cepas de Covid-19 y la aplicación de nuevas dosis de refuerzo.

GRÁFICO I.1 ÍNDICE DE CONFINAMIENTO EFECTIVO (*)
(índice)



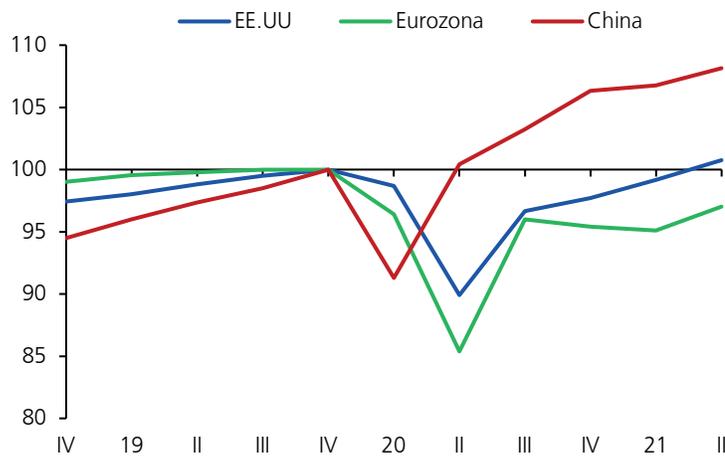
TRÁFICO AÉREO Y RESERVAS EN RESTAURANTES EN EE.UU. (1)
(pasajeros examinados, millones; variación c/r a 2019, porcentaje)



(*) Promedio móvil de 7 días.

Fuentes: Goldman Sachs y Bloomberg.

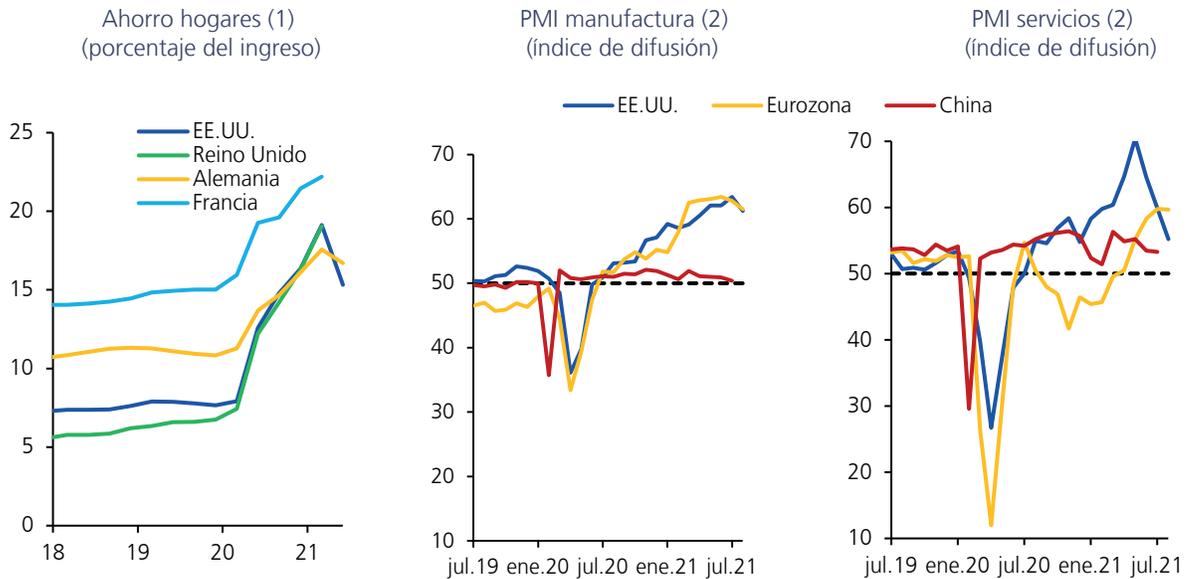
GRÁFICO I.2 ACTIVIDAD MUNDIAL
(índice IV.19=100, series desestacionalizadas)



Fuente: Bloomberg.



GRÁFICO I.3



(1) Promedio móvil de 4 trimestres. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuente: Bloomberg.

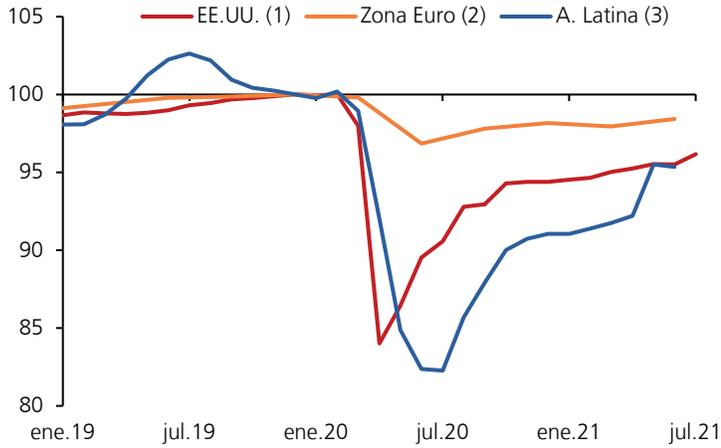
El mercado laboral ha mejorado en las economías desarrolladas, destacando la creación de empleos ligados a servicios, pese a que la oferta laboral sigue contenida en algunos países (gráfico I.4). En EE.UU., el empleo en servicios continúa tomando impulso, en especial los sectores de ocio y recreación, servicios profesionales y de transporte. Por el lado de la oferta laboral en ese país, las restricciones se han atenuado algo en el margen, en un contexto en que un número importante de estados retiraron los beneficios de desempleo durante junio y julio. En todo caso, estas limitaciones han llevado a alzas salariales puntuales en algunos rubros y puestos de trabajo, principalmente en los de menor calificación. En el Reino Unido, la escasez de mano de obra se ha manifestado de forma generalizada. Esta se ha atribuido a las medidas de autoaislamiento, en caso de contacto estrecho, fomentadas por el gobierno ante el aumento de los contagios, a lo que se suma el cambio de las políticas migratorias luego de la entrada en vigor del Brexit.

En las economías emergentes, la lenta velocidad de la vacunación mantiene perspectivas menos favorables que en los países desarrollados, las que podrían agudizarse ante nuevos rebrotes (gráfico I.5). Además, el rezago del mercado laboral podría ser un escollo adicional para la recuperación. En América Latina, más allá de la resiliencia y adaptación que las distintas economías siguieron reflejando en el segundo trimestre, el panorama luce poco auspicioso. A la baja vacunación y las dificultades en el manejo sanitario de varios países, se suma la lenta recuperación del mercado laboral y la persistencia de factores de tensión interna que se han traducido en riesgos institucionales en varias naciones del continente. Por su parte, en China, la velocidad de inoculación aumentó de forma importante en los últimos meses, pero la política de tolerancia cero frente al Covid-19 repercutió en nuevas restricciones de movilidad ante un leve incremento de los contagios. A esto se agrega una desaceleración del impulso externo, asociada en parte a una rotación mundial hacia el consumo de servicios y los anuncios de mayor regulación en ciertos sectores que, en conjunto, restarán algo de tracción al crecimiento en lo venidero. En India han caído los contagios, aunque el bajo nivel de inoculación mantiene latentes los riesgos de rebrotes. Asimismo, en el sudeste asiático, la rápida expansión de la variante delta llevó a cifras récord de contagios, aumentos de fallecidos y una consiguiente extensión de las restricciones.



GRÁFICO I.4 NIVEL DE EMPLEO

(índice diciembre 2019=100, series desestacionalizadas)

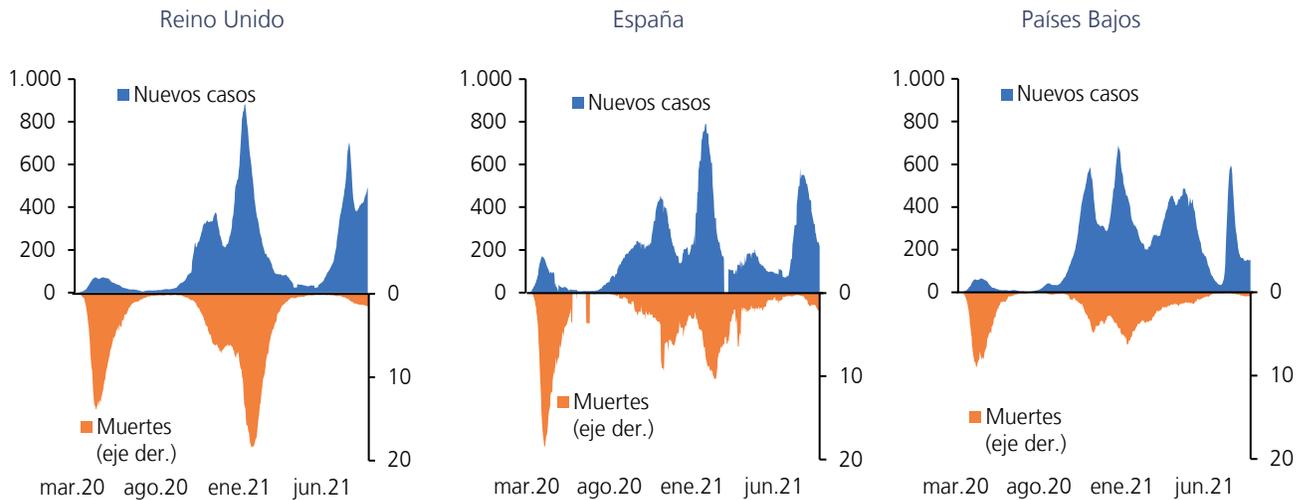


(1) Datos mensuales. (2) Datos trimestrales. (3) Mediana entre Colombia, Brasil, México, Perú y Chile. Corresponde al promedio móvil de tres meses. Último dato para Brasil considera promedio entre abril y mayo. Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.5 NUEVOS CASOS Y MUERTES DIARIAS EN PAÍSES CON DISTINTOS NIVELES DE VACUNACIÓN

(por millón de habitantes, promedio móvil de 7 días)

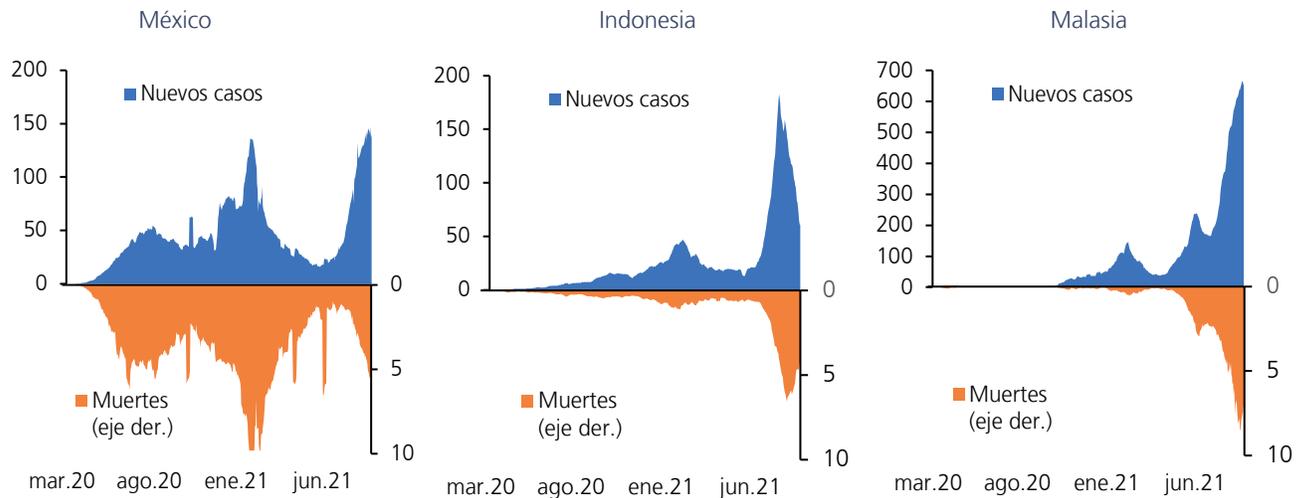
a) Países con alta vacunación (1)



(1) Porcentaje de la población vacunada con dos dosis: Reino Unido: 62%; España: 69% y Países Bajos: 62%. Fuente: Our World in Data.



b) Países con baja vacunación (2)



(2) Porcentaje de la población vacunada con dos dosis: México: 25%; Indonesia: 12% y Malasia: 43%.
Fuente: Our World in Data.

En concordancia con la evolución de la pandemia y la demanda mundial, la presión sobre las cadenas de suministro y los cuellos de botella a nivel global siguen presentes, afectando tanto la velocidad de recuperación como las presiones inflacionarias. Las limitaciones de oferta, en un entorno de alta demanda, han proseguido en varios mercados a medida que continúa la reapertura de los países. La dificultad para adquirir ciertas materias primas, insumos y bienes intermedios ha generado retrasos importantes en las cadenas de producción. Así, la demora de las órdenes de compra y el peor desempeño de los proveedores son factores que continúan siendo reportados por las empresas a nivel mundial (gráfico I.6). En este sentido, las dificultades sanitarias y la reimposición de restricciones en Asia, principalmente en China, han jugado un rol importante sobre la persistencia de estas disrupciones. De igual forma, los costos del transporte marítimo se mantienen en niveles inusualmente elevados, ante la fuerte demanda por estos servicios, la capacidad restringida de las empresas navieras y las interrupciones en el funcionamiento de algunos puertos chinos.

Las condiciones financieras se han mantenido favorables en las economías avanzadas, mientras se observan deterioros en las emergentes, reflejo de un menor apetito por riesgo, en un panorama de apreciación global del dólar. En las primeras, el acceso a financiamiento sigue siendo ampliamente atractivo para las empresas (gráfico I.7). Esto ha ocurrido en un escenario en que las tasas largas de estas economías, en general, han retrocedido, aunque todavía se encuentran por sobre los niveles de inicios de año. Además, continúa la alta valoración de diversos activos financieros, propiciada por la expansividad de sus políticas de apoyo y las mejores perspectivas de crecimiento. Por otro lado, en los países emergentes, y en particular en América Latina, destaca la evaluación más negativa del mercado acerca de los riesgos políticos y cambiarios, lo que se ha reflejado en alzas de tasas, mayor riesgo soberano, caídas de algunas bolsas y menores flujos de capitales. En el mercado chileno, estas reacciones también han sido notorias (Capítulo II).

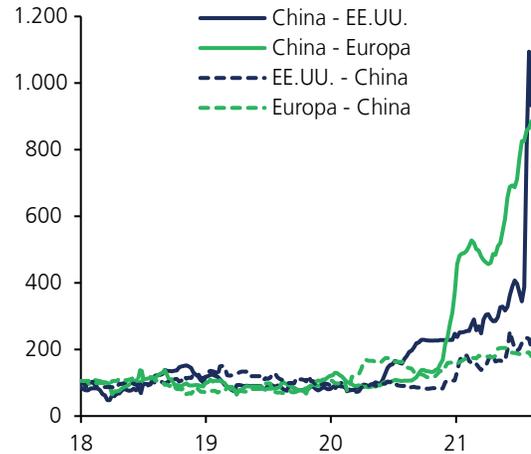


GRÁFICO I.6 CUELLOS DE BOTELLA

PMI global de manufactura: Tiempos de entrega de proveedores (1)
(índice de difusión)



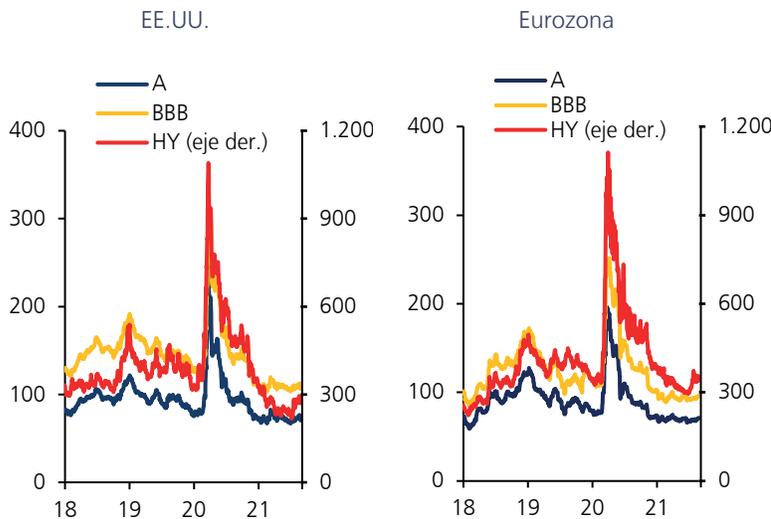
Costo de transporte marítimo (2)
(índice, promedio 2018=100)



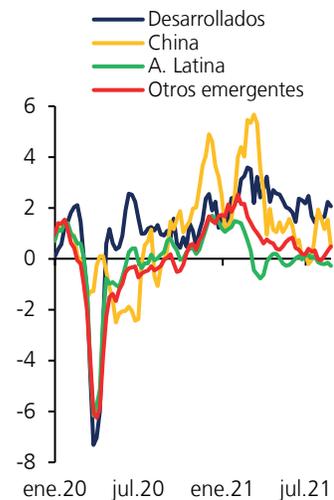
(1) Una caída del índice significa una extensión de los tiempos de entrega de los proveedores y viceversa. (2) Tarifa para transportar un container de 40 pies en las rutas respectivas.
Fuentes: JP Morgan, IHS Markit y Bloomberg.

GRÁFICO I.7 CONDICIONES FINANCIERAS

Spreads corporativos
(puntos base)



Flujos de capitales estandarizados (1) (2)
(desviaciones estándar)

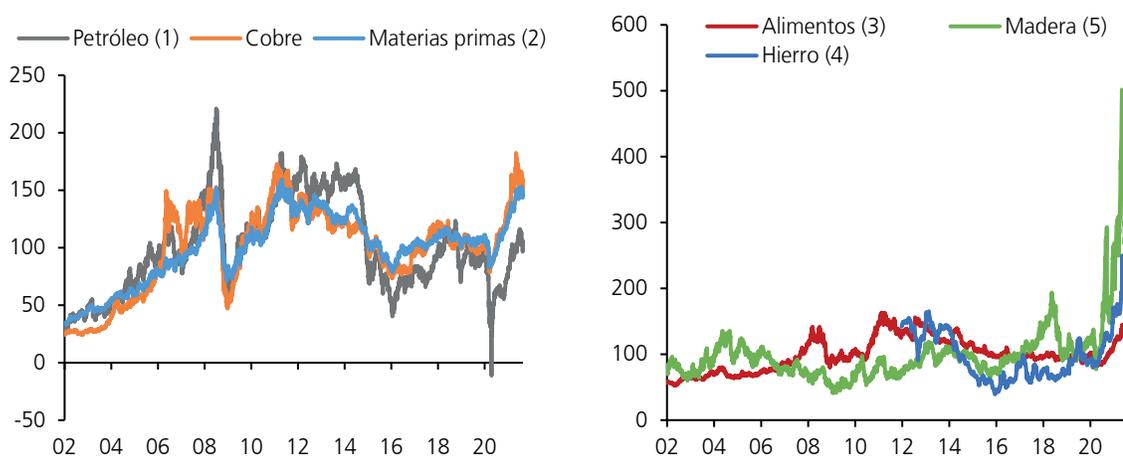


(1) Estandarizados por media y desviación estándar del período 2008-2021. (2) Promedio móvil de 4 semanas.
Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.



Los precios de las materias primas continúan altos, más allá de que desde el IPoM de junio a la fecha hayan moderado su tendencia alcista o anotado descensos desde niveles históricamente elevados (gráfico I.8). En este último caso se enmarcan los precios de algunos metales, entre ellos el cobre. El precio del metal se ubicó en US\$4,2 la libra al cierre de este IPoM (-8% desde el cierre estadístico de junio). Este descenso fue impulsado en cierta medida por el anuncio de la liberación de stocks de reserva para la venta por parte de China, como un intento de frenar la escalada de precios y la menor demanda esperada de cobre de este país, a lo que se añade la apreciación del dólar en los últimos meses. Por el lado de la oferta, han empezado a entrar en vigor algunos proyectos previstos, lo que ayudará a relajar la estrechez del mercado observada a principios de año. Respecto de otras materias primas, destaca la significativa caída del precio mundial de la madera, que cayó del orden de 60% desde el cierre de junio, luego de alcanzar máximos históricos. Esto responde a la normalización paulatina de su oferta y la moderación de expectativas en el mercado de la vivienda en EE.UU. Asimismo, los precios de los alimentos también han mostrado un declive en lo reciente, especialmente los aceites vegetales, los cereales y algunos lácteos. El petróleo ha seguido subiendo (+1,5% para el promedio WTI-Brent desde el cierre de junio), en medio de una alta volatilidad asociada a las tensiones en la OPEP+ para acordar un aumento de la producción y a los temores recientes por los rebrotes y sus efectos sobre la demanda mundial de crudo.

GRÁFICO I.8 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS
(índice promedio 2002-2021=100)

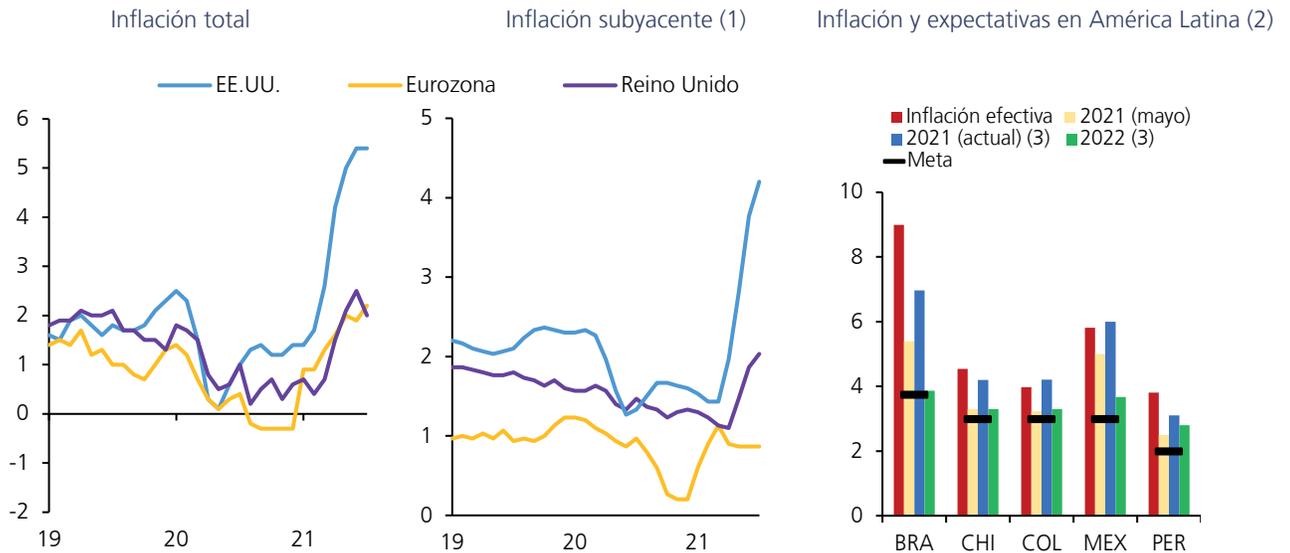


(1) Promedio simple entre WTI y Brent. (2) Corresponde al Bloomberg Commodity Spot Index. (3) Corresponde al S&P GSCI Agricultural & Livestock Index Spot CME. (4) Precios spot de importación de mineral de hierro del puerto de Qingdao, China. (5) Precios de los contratos futuros de madera, medidos en dólares por mil pies tablares.
Fuente: Bloomberg.

En este contexto, la inflación global ha continuado subiendo —en parte por el aumento del precio de los combustibles y la baja base de comparación—, con un componente subyacente que muestra heterogeneidad entre países (gráfico I.9). En EE.UU., los registros de precios más recientes sorprendieron nuevamente al alza, y se concentraron principalmente en las categorías con desajustes de oferta tras la reapertura, como vehículos y alojamiento. Esto ha ocurrido en un escenario en que la demanda ha permanecido alta como consecuencia del amplio estímulo fiscal. En la Eurozona, pese al fuerte incremento de los precios al productor, su traspaso a la inflación total ha sido menos generalizado, y su parte subyacente no muestra grandes cambios. En América Latina, la inflación ha sorprendido al alza, ubicándose por sobre la meta en la mayoría de los países. Con ello, las expectativas para 2021 han subido y para 2022 se ubican en niveles más cercanos a las metas oficiales. Entre los aspectos transversales que han influido en esta evolución destacan los mayores precios de los alimentos, combustibles, insumos y la depreciación generalizada de las monedas latinoamericanas respecto del dólar.



GRÁFICO I.9 INFLACIÓN MUNDIAL
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses de las variaciones anuales. (2) La inflación efectiva corresponde a los datos de julio 2021. Las expectativas corresponden a la inflación anual esperada para 2021 y 2022. (3) Para Brasil, Colombia y Chile se utilizan encuestas de expectativas publicadas en agosto, para México y Perú en julio.
Fuente: Bloomberg.

Las autoridades monetarias de países desarrollados han mantenido las tasas de referencia, en tanto algunas ya han comenzado a retirar los estímulos no convencionales. Entre los emergentes, varios países iniciaron el aumento de tasas, en un contexto de mayor preocupación por la inflación. La Fed ha seguido señalando que aún se necesitan avances hacia sus dos objetivos antes de reducir los estímulos y mantiene su visión de transitoriedad respecto del incremento inflacionario. No obstante, en la minuta de la reunión de julio se menciona la posibilidad de reducir la velocidad de compra de activos durante este año, existiendo incertidumbre sobre el ritmo que este retiro tendrá. El BCE, por su parte, anunció un cambio de estrategia respecto de su meta, pasando a ser simétrica al 2% en el mediano plazo, lo que implica que las desviaciones tanto positivas como negativas de la meta son igualmente indeseadas, otorgando algo más de espacio a la política monetaria.^{1/} Los países exportadores de materias primas han continuado reduciendo la velocidad de compra de activos, aunque sin cambios en la tasa. Esto contrasta con algunos países europeos — Hungría y República Checa— y de América Latina —Chile, México y Perú— que se sumaron a Brasil al iniciar su ciclo de subida tasas en lo reciente.

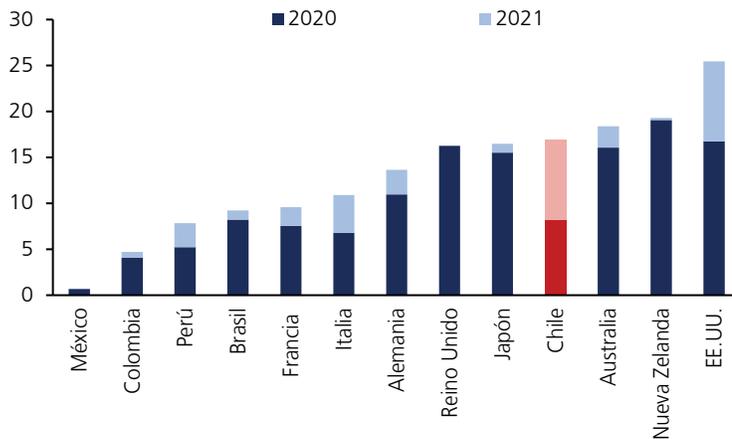
En el plano fiscal, no se han sumado nuevos paquetes de estímulos a los hogares y destacan los planes de inversión pública aprobados en EE.UU. Más allá de la extensión de los beneficios a los hogares en algunos países —como Brasil y Chile—, en general no han existido mayores anuncios de nuevas transferencias fiscales. Hacia adelante, se prevé que los países desarrollados retirarán los cuantiosos estímulos de forma más paulatina que los emergentes (gráfico I.10). En junio, el Senado de EE.UU. aprobó un plan de US\$250.000 millones destinados a fortalecer la industria tecnológica e impulsar la competitividad con China. Asimismo, en

^{1/} La meta de inflación anterior estipulaba mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a mediano plazo. Para mayor detalle, ver [Revisión de la estrategia \(BCE\)](#).



Lo reciente, se aprobó un programa de infraestructura que involucra US\$550.000 millones de nuevos gastos, orientado a inversiones en carreteras, puentes y mejoras al servicio de internet, entre otros. Ambos planes forman parte del programa fiscal que ha impulsado el presidente Biden, que se sigue discutiendo en el Congreso, y que significarán un impulso relevante para la economía estadounidense para los próximos ocho a diez años.

GRÁFICO I.10 ANUNCIOS DE GASTOS O INGRESOS DEJADOS DE PERCIBIR POR PARTE DE LOS GOBIERNOS EN RESPUESTA AL COVID-19 (*)
(porcentaje del PIB 2020)



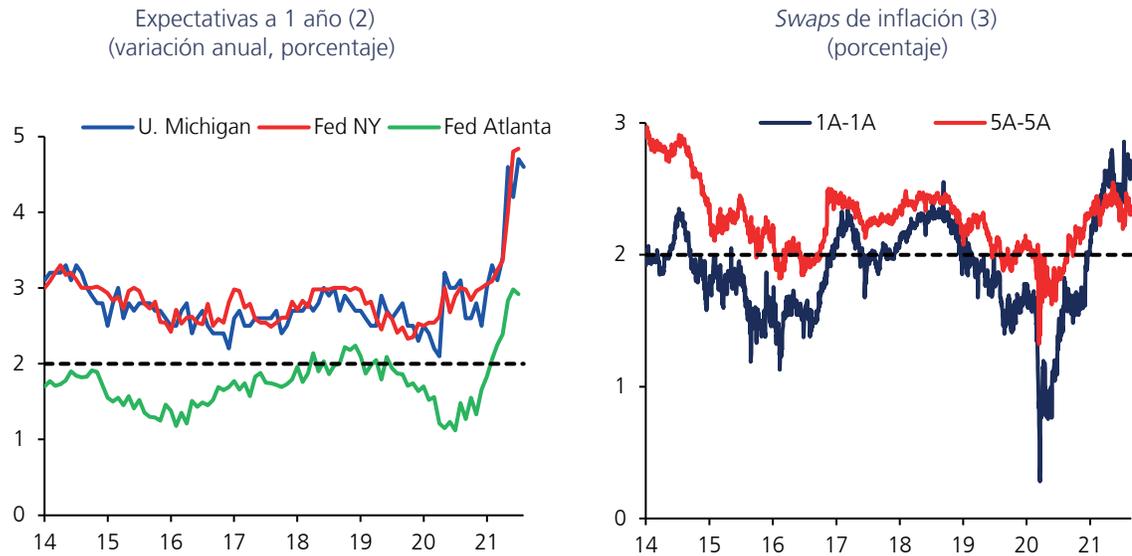
(*) Las cifras de 2020 corresponden a los datos del Fiscal Monitor de enero. Las cifras de 2021 corresponden a la diferencia entre la entrega de julio y enero. Para Chile se considera un 2,8% adicional correspondiente al IFE.
Fuente: Banco Central de Chile en base a datos del FMI.

RIESGOS

El riesgo de una reversión abrupta de las condiciones financieras, derivada de una inflación persistente en EE.UU. ha ganado algo más de fuerza. Un mayor impulso fiscal, sumado a la potencial aparición de presiones salariales y a un rápido cierre de brecha plantean riesgos en la medida en que las altas expectativas de inflación en el corto plazo se extiendan a plazos más largos y cambie la evaluación de la Fed acerca de la transitoriedad del alza inflacionaria (gráfico I.11). A esto se añade como un factor adicional y/o amplificador la reversión de la alta valoración de los precios de activos y sus implicancias sobre la estabilidad financiera, en medio de una mayor incertidumbre respecto del ritmo del retiro de las medidas no convencionales por parte de la Fed. En las economías emergentes, se agrega el riesgo de una evaluación aun más negativa del mercado de los países con tensiones internas y/o problemas institucionales.



GRÁFICO I.11 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN EE.UU. (1)



(1) Línea horizontal segmentada corresponde a la inflación objetivo de la Fed. (2) La Universidad de Michigan y la Fed NY recogen expectativas de los hogares, la Fed Atlanta expectativas de costos de las empresas. (3) Calculados a partir de las tasas *swap* de inflación en dólares.

Fuentes: Fed, Universidad de Michigan y Bloomberg.

La divergencia en las velocidades de vacunación mantiene latente la aparición de nuevos rebrotes y/o variantes que profundicen la heterogeneidad en la recuperación. Una agudización de la pandemia retrasaría de forma significativa el repunte de algunas economías, especialmente de las emergentes. A esto se suma la evidencia sobre el debilitamiento de la inmunidad de las vacunas, que implicaría la aplicación de dosis de refuerzo que podrían generar un rezago aun mayor en esas economías. Asimismo, el empeoramiento de los cuellos de botella y las dificultades de abastecimiento, principalmente por mayores restricciones en Asia, es un importante riesgo a la baja de la actividad, además de acrecentar el riesgo inflacionario.



RECUADRO I.1:

Recuperación de la inversión global durante la pandemia

Tras la significativa caída registrada a comienzos de la pandemia, la inversión se ha recuperado rápidamente tanto en economías desarrolladas como emergentes, volviendo en la mayoría de ellas a niveles similares a los del 2019. Este dinamismo ha respondido a distintos factores. En primer lugar, después del deterioro inicial, las condiciones financieras internacionales evolucionaron favorablemente, apoyadas por la fuerte expansividad de las políticas monetarias de los bancos centrales de economías desarrolladas. A su vez, las respuestas excepcionales de política monetaria y fiscal de apoyo al crédito permitieron a las empresas acceder a este en los momentos más críticos de la crisis, evitando quiebras masivas y luego financiando la inversión. Se agregó que, a medida que los gobiernos levantaron las restricciones y las empresas volvieron a operar, estas pudieron retomar, al menos parcialmente, sus planes de inversión interrumpidos. Finalmente, se suma el dinamismo que ha tomado la construcción residencial apoyado por el impulso reciente del mercado inmobiliario, sobre todo en las economías desarrolladas. Esta rápida recuperación de la inversión es un elemento diferenciador respecto a otras crisis, en las cuales la persistencia de la debilidad de esta es uno de los principales elementos que demora la recuperación de la actividad y el empleo.

Las perspectivas para la trayectoria de la inversión son, en general, favorables para las economías desarrolladas y más inciertas para las emergentes. En las primeras, los paquetes fiscales, las favorables perspectivas económicas y el alza de la construcción residencial seguirán apoyando la recuperación de la inversión. En las segundas, se observan factores de riesgo que podrían afectarla negativamente. A la posibilidad de que se reviertan las buenas condiciones financieras internacionales en respuesta al fuerte aumento de la inflación a nivel global y en EE.UU. en particular, se suma el empeoramiento de las condiciones financieras locales producto del surgimiento de riesgos idiosincráticos, la mayor incertidumbre y un retiro abrupto de las políticas expansivas ante la pérdida de espacio de maniobra por parte de las autoridades fiscales y monetarias. Además, el incremento de la deuda corporativa podría afectar negativamente los planes de inversión de las empresas, tanto en economías emergentes como desarrolladas^{1/}. De todas maneras, en términos de impactos de más largo plazo, la rápida recuperación de la inversión sugiere que esta crisis tendría efectos permanentes de menor magnitud que en episodios previos^{2/}.

Evolución reciente de la inversión

Tras las fuertes caídas observadas a comienzos de la pandemia, la inversión mundial volvió a los niveles observados con anterioridad a la crisis. La recuperación actual ha sido significativamente más rápida que la ocurrida durante la crisis financiera global, episodio en el que la inversión tardó más de seis años en volver a los niveles previos. Al mismo tiempo, esta recuperación ha sido más rápida que la registrada por otros componentes de la demanda agregada como el consumo, cuyo crecimiento ha sido dificultado principalmente por su componente de servicios.

La recuperación de niveles de inversión similares o superiores a los de dos años atrás es transversal entre economías, sin observarse diferencias importantes entre emergentes y desarrolladas. De igual forma, todos los componentes de la inversión tuvieron una rápida recuperación, tanto la construcción residencial y no residencial como la inversión en maquinaria y equipo (gráfico I.12).

^{1/} Ver [Albuquerque \(2021\)](#).

^{2/} Ver [Recuadro I.1 IPoM Junio 2021](#).



GRÁFICO I.12 INVERSIÓN Y SUS COMPONENTES, PIB Y CONSUMO (*)
(índice 1T.2005=100)



(*) Mediana entre 54 economías, entre las que se incluyen economías de Europa, Asia, América Latina, exportadores de materias primas y EE.UU. Para la construcción residencial, no residencial y maquinaria y equipos se utiliza un subgrupo de 29 países.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a datos de Bloomberg y Haver Analytics.

Factores que explican el dinamismo de la inversión

Un factor clave para explicar el comportamiento de la inversión durante la pandemia ha sido la ausencia de una crisis financiera, las favorables condiciones financieras globales y las medidas de apoyo al crédito de bancos centrales y gobiernos. Tras un rápido y abrupto deterioro de las condiciones financieras en marzo del 2020, la fuerte expansividad de la política monetaria de bancos centrales de economías desarrolladas permitió que las condiciones financieras internacionales reviertan el deterioro inicial y se mantengan favorables desde entonces. A su vez, las medidas especiales de apoyo al crédito implementadas por las autoridades monetarias y los gobiernos —en particular, vía garantías fiscales— permitieron que este estuviese disponible para empresas tanto en economías desarrolladas como emergentes. Se sumó la decisión de muchos bancos centrales de llevar sus tasas de política monetaria a mínimos históricos —en muchos casos mínimos técnicos— buscando así abaratar el costo de financiamiento de empresas y hogares. Las buenas condiciones financieras y los programas de apoyo al crédito permitieron que las empresas pudieran acceder a fuentes de financiamiento en los momentos más complicados de la crisis, evitando así quiebras masivas y la consecuente destrucción permanente de puestos de trabajo^{3/}.

La rápida recuperación de la inversión es también consecuencia del tipo de *shock* que enfrentaron las economías durante el 2020. La caída de la actividad del año pasado obedeció, en parte, a las restricciones impuestas por la pandemia. Así, el sector construcción se vio imposibilitado de operar en varios países, al mismo tiempo que cayó la demanda de maquinarias y equipos por parte de las empresas que no estaban produciendo. Al levantarse las restricciones, en un contexto de alta disponibilidad de crédito y con perspectivas económicas que mejoraron rápidamente, tanto la construcción como la demanda de maquinaria y equipo se recuperaron.

^{3/} Ver [Boosting Productivity in the Aftermath of Covid-19, FMI, junio 2021](#).



La veloz recuperación del mercado inmobiliario y de la construcción también ha contribuido al mayor vigor de la inversión. En ello ha sido clave el aumento significativo de la demanda por viviendas en distintas economías, posiblemente explicado por un cambio de preferencias de los hogares en un contexto de tasas largas históricamente bajas^{4/}. Considerando el reciente aumento de los permisos de vivienda, se espera que este factor entregue un impulso adicional a la inversión por varios trimestres más (gráfico I.13).

GRÁFICO I.13 INVERSIÓN RESIDENCIAL Y PERMISOS DE EDIFICACIÓN RESIDENCIAL
(índice 4T.2019=100)



(1) Corresponde a la mediana entre 30 economías, principalmente europeas. (2) Considera permisos en unidades edificadas o en metros cuadrados según disponibilidad.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a datos de Bloomberg y Haver Analytics.

La evidencia econométrica presentada en [Bertinatto et al. \(2021\)](#) corrobora que las diferencias en la recuperación de la inversión entre economías durante la pandemia estuvieron asociadas a las políticas fiscales y monetarias de apoyo al crédito, al levantamiento de las restricciones, a las perspectivas económicas y a riesgos idiosincráticos. Los resultados de las estimaciones de panel para cuarenta economías sugieren que la inversión evidenció un mejor desempeño desde el comienzo de la pandemia en los países en que las perspectivas económicas mejoraron de forma más rápida, el riesgo idiosincrático cayó más y/o la movilidad se recuperó más ágilmente. Además, mientras más cuantiosas fueron las respuestas de política monetaria y fiscal orientadas a proveer liquidez y apoyar el crédito a empresas, mayor fue la recuperación de la inversión.

^{4/} Ver [World Economic Outlook Update. Fondo Monetario Internacional, julio 2021](#), y [Liu y Su \(2020\)](#).



Perspectivas e implicancias de la rápida recuperación de la inversión

Si bien hasta el momento no se han observado diferencias relevantes en la evolución de la inversión entre economías desarrolladas y emergentes, las perspectivas sí difieren. En países desarrollados, destacan los paquetes fiscales que ya se han aprobado o que están en discusión en la Eurozona y EE.UU. que, a diferencia de los distribuidos al comienzo de la pandemia, destinarán una parte importante de recursos a la inversión pública, al igual que los paquetes fiscales implementados en China^{5/}. Se suman las favorables perspectivas económicas y el incremento de la demanda de viviendas, que anticipan que la inversión seguirá dinámica en estos países.

En economías emergentes, en cambio, numerosos riesgos podrían afectar negativamente a la inversión en lo venidero. Tal como ha comenzado a suceder en América Latina en los últimos meses, las buenas condiciones financieras podrían revertirse ante eventos globales, como el retiro anticipado de la política monetaria en EE.UU. Se suman a lo anterior distintos factores idiosincráticos, como el reciente aumento de los riesgos institucionales en varias de estas economías, la evolución más desfavorable de la pandemia ante el avance más lento en el proceso de vacunación, y el retiro de los estímulos monetarios ante las mayores presiones inflacionarias. Un factor adicional que podría afectar la inversión en los próximos años, tanto en economías desarrolladas como emergentes, es la imposición del impuesto mínimo global que está actualmente en discusión. Uno de los objetivos del mismo es limitar la competencia entre países por atraer capitales extranjeros vía reducciones del impuesto corporativo. Si bien se han logrado avances en lo reciente, aún existe incertidumbre en torno a cuándo entraría en vigencia y a qué valor alcanzaría el gravamen.

La rápida recuperación de la inversión a nivel global favorecerá la recuperación de la actividad, el empleo y apoyará los precios de *commodities* en el corto plazo, a su vez que mitigará los efectos de más largo plazo sobre el crecimiento. A diferencia de otras crisis, la inversión no actuará como un lastre en la recuperación de la actividad y el empleo. Asimismo, considerando la importancia de las materias primas para la inversión, su dinamismo reciente es un sostén para los precios de estas en el corto plazo. En términos de las perspectivas de más largo plazo, aun cuando el proceso de acumulación de capital se vio frenado tras el comienzo de la pandemia, su ágil recuperación anticipa que los efectos de largo plazo sobre la actividad global serían más acotados que en crisis anteriores.

Conclusión

A diferencia de las crisis previas, la recuperación de la inversión durante el Covid-19 ha mostrado ser significativamente más rápida. Este fenómeno es generalizado tanto en una comparación entre países — desarrollados vs. emergentes— como entre distintos componentes de la inversión. En este positivo resultado contribuyeron, de forma importante, las políticas fiscales y monetarias, en particular los programas especiales de apoyo al crédito que evitaron quiebras masivas de empresas y mejoraron las perspectivas económicas. A su vez, el levantamiento de las restricciones contribuyó en forma relevante en este proceso, remarcando la fuerte influencia inicial del cierre de las economías sobre las distintas actividades de inversión.

^{5/} El Congreso de EE. UU. se encuentra discutiendo el plan fiscal “*American Jobs Plan*” propuesto por el presidente Biden. Mientras que la Unión Europea está empezando a desembolsar los montos asociados al “*EU- next generation*” y el nuevo presupuesto multianual.



Hacia adelante, es posible que surja una brecha entre la tendencia de recuperación de la inversión entre las economías desarrolladas y emergentes. Mientras las perspectivas para las primeras continúan auspiciosas de la mano de favorables condiciones financieras y reducidos niveles de incertidumbre, la situación para las segundas podría deteriorarse por la evolución menos favorable de la pandemia y por los efectos de la mayor incertidumbre doméstica, ligada a una variedad de elementos idiosincráticos de índole político-social, sobre sus mercados financieros. En efecto, el reciente informe trimestral del FMI^{6/} realza la necesidad de velar por una distribución equitativa de vacunas a nivel mundial, de manera de permitir una recuperación más homogénea y así mitigar los factores que profundizan dicha inestabilidad en economías en vías de desarrollo.

^{6/} Ver [World Economic Outlook Update](#). Fondo Monetario Internacional, julio 2021.



II. CONDICIONES FINANCIERAS

La influencia de factores idiosincráticos sigue siendo el principal determinante del desempeño de los mercados financieros locales, resaltando la depreciación del peso y la importante alza de las tasas de interés de largo plazo. Esto se ha dado en un contexto en que los niveles de incertidumbre permanecen elevados y la percepción de riesgo en torno a la economía chilena ha ido aumentando, en medio de discusiones abiertas en varios frentes, una política fiscal que se ha vuelto procíclica y mayores presiones para la inflación. En cuanto al crédito, el incremento de los recursos disponibles para hogares y empresas también ha reducido su demanda por financiamiento, lo que constituye uno de los elementos esenciales detrás del bajo dinamismo de las colocaciones bancarias. En este contexto, el Consejo continuó con el retiro del estímulo monetario, aumentando la TPM hasta 1,5%. En lo externo, cambios en las percepciones sobre la evolución de la pandemia siguen incidiendo en los movimientos de los mercados financieros, a la vez que se mantienen presentes los riesgos referentes a una reversión abrupta de los mismos.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

El comportamiento del mercado financiero nacional ha seguido ligado principalmente a factores internos, ampliando las discrepancias respecto de la evolución de sus símiles internacionales. En ello se combinan eventos de diferente índole, con notorios efectos en los mercados desde marzo a la fecha. Está el impacto del tercer retiro de los ahorros previsionales y de la discusión en torno a retiros adicionales, así como del aumento significativo del gasto fiscal —en particular tras la extensión del Ingreso Familiar de Emergencia— y las operaciones de Tesorería para hacer frente a estas mayores necesidades. Tanto los retiros de fondos como el incremento del déficit fiscal han repercutido especialmente en las tasas de interés del mercado de renta fija, que acumulan alzas sustantivas. También han incidido los eventos políticos y la multiplicación de iniciativas legislativas con impacto financiero, la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, y las recientes sorpresas al alza en los datos de actividad e inflación.

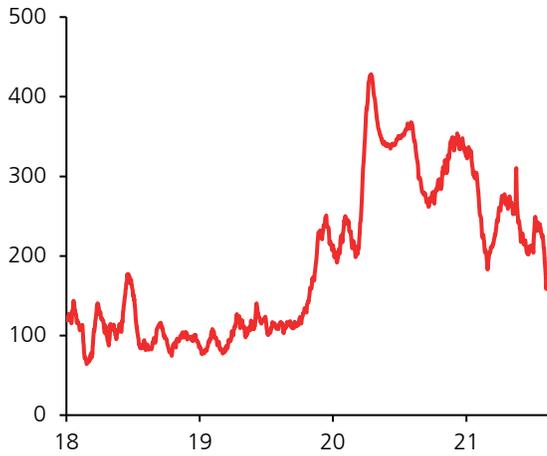
Los indicadores de riesgo e incertidumbre continúan mostrando niveles superiores a los previos al inicio de la crisis social. Más allá de una caída en meses recientes, que se puede vincular a elementos como la mejora del panorama sanitario local, el DEPUC (Índice diario de incertidumbre económica y política) persiste elevado en términos históricos, en tanto el *spread* soberano (CDS), aunque con vaivenes, ha ido subiendo paulatinamente en lo que va de este año (gráfico II.1). De cualquier manera, la clasificación de riesgo de Chile no ha tenido ajustes significativos.

A su vez, la bolsa local conserva un desempeño más débil que el de otras contrapartes, pese a que los resultados de la economía en materia de actividad han superado con creces lo previsto (gráfico II.2). Es así como, en términos netos, durante los últimos meses el IPSA deshizo el grueso de las ganancias acumuladas en la primera parte del año, manteniendo las diferencias que venía exhibiendo respecto de las plazas bursátiles de economías comparables desde mediados del 2020.

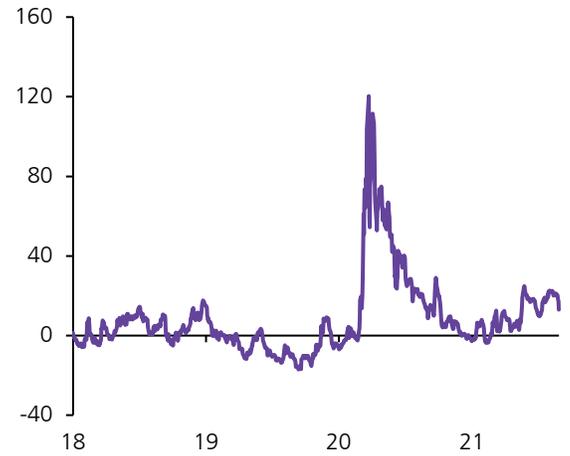


GRAFICO II.1

Índice de incertidumbre económica y política (DEPUC) (*)
(índice 1 de enero 2012=100)



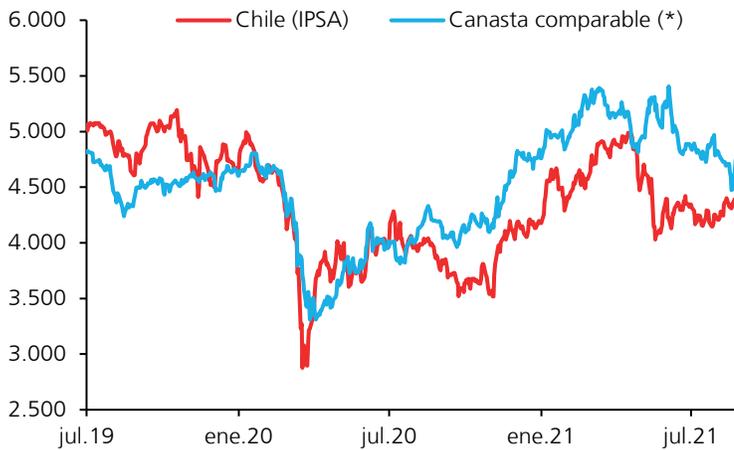
CDS 5 años
(diferencia respecto del prom. 2018-III.19, puntos base)



(*) Media móvil de 30 días.

Fuentes: [Becerra y Saqner \(2020\)](#), y Bloomberg.

GRAFICO II.2 BOLSAS DE VALORES DE CHILE Y ECONOMÍAS COMPARABLES (índice)



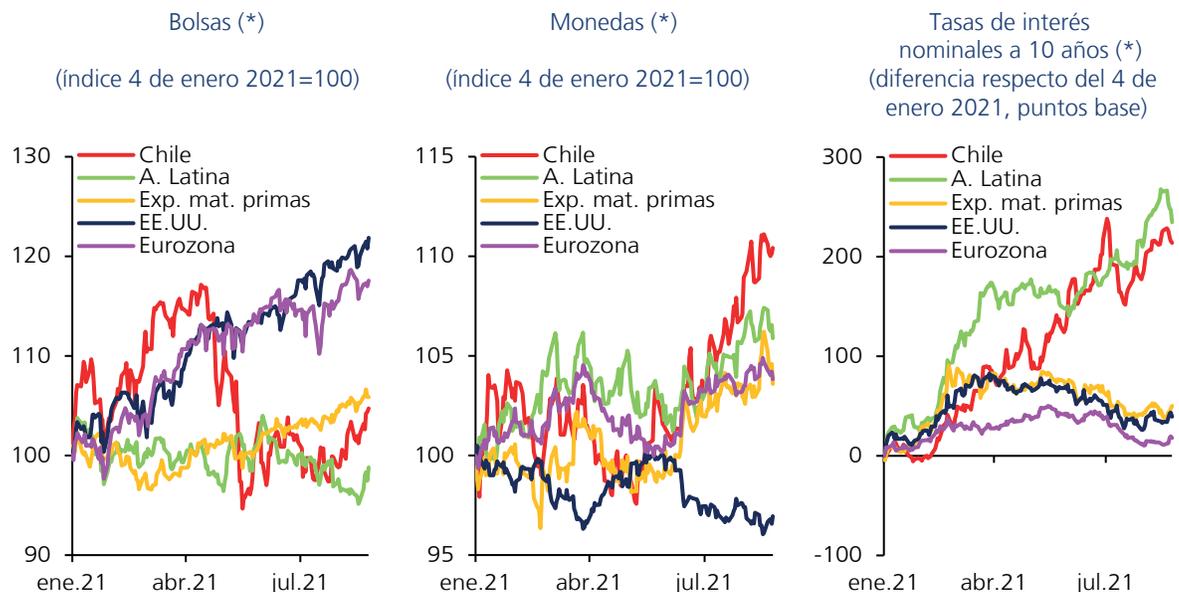
(*) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el IPSA según las bolsas de las economías de la canasta comparable. Esta se conforma por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con el mercado accionario de Chile.

Fuente: Bloomberg.



Los mercados financieros externos han mantenido un tono favorable, en especial en el mundo desarrollado. En el emergente, se observan deterioros en el margen, reflejo de un menor apetito por riesgo global y elementos idiosincráticos en estos países. En el primero, las tasas de interés de largo plazo, en general, han retrocedido, aunque permanecen por encima de los niveles de comienzos de año, y los precios de diversos activos financieros siguen dando cuenta de valoraciones elevadas. Esto se da en el marco de una política monetaria altamente expansiva alrededor del mundo, más allá de que un grupo de bancos centrales dio inicio o anunció la pronta normalización de estos estímulos ante el alza de las presiones inflacionarias, entre ellos varios de América Latina. Los desarrollos en el plano financiero en la región son los que más divergen respecto de otros mercados, en medio de un complejo panorama político y social (gráfico II.3). Los flujos de capitales a estas economías han disminuido (gráfico I.7), a lo que se suman caídas de las bolsas e incrementos de las tasas largas y de los premios por riesgo.

GRAFICO II.3



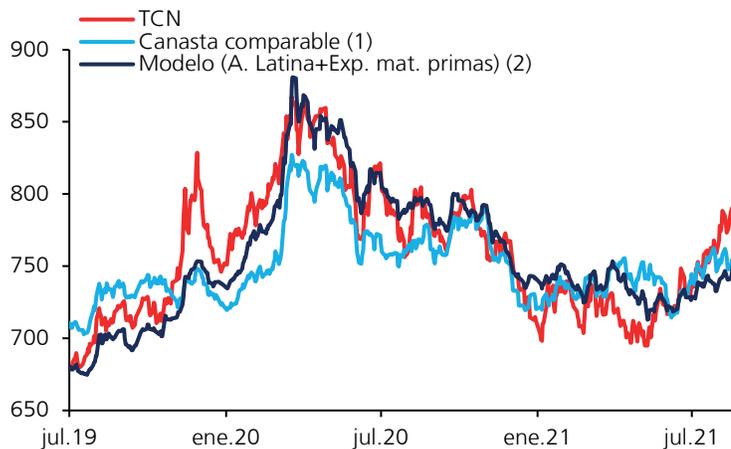
(*) Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, el promedio simple entre los índices de Australia y Nueva Zelanda. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En este contexto, el peso chileno es una de las monedas que más se han debilitado alrededor del mundo en los últimos meses (gráfico II.4). El tipo de cambio local muestra un sostenido deterioro desde mediados de mayo, acumulando una depreciación respecto del dólar del orden de 11% desde entonces. La pérdida de valor del peso ha sido transversal relativo a distintos grupos de monedas. En ese mismo lapso, este se depreció en algo más de 9% comparado con el promedio de las medidas multilaterales (TCM, TCM-5 y TCM-X). El deterioro del tipo de cambio ha sido bastante más pronunciado que lo que sugieren sus fundamentos de corto plazo, como la evolución del precio del cobre o del dólar multilateral, el que de todos modos también ha tendido a apreciarse frente al resto de las monedas en lo más reciente.

El mayor ritmo de liquidación de divisas del Ministerio de Hacienda ha sido absorbido por el fortalecimiento transversal de la demanda por dólares de los diferentes agentes del mercado, por ejemplo, para fines de constitución de reserva técnica de los bancos o como moneda de refugio de agentes locales. Es así como se observa un incremento de las compras por parte de variados actores, como empresas productivas o financieras, entre otros, al mismo tiempo que se anota un importante alza en el número de nuevas cuentas corrientes en moneda extranjera que las personas mantienen en la banca local.



GRAFICO II.4 TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(pesos por dólar)



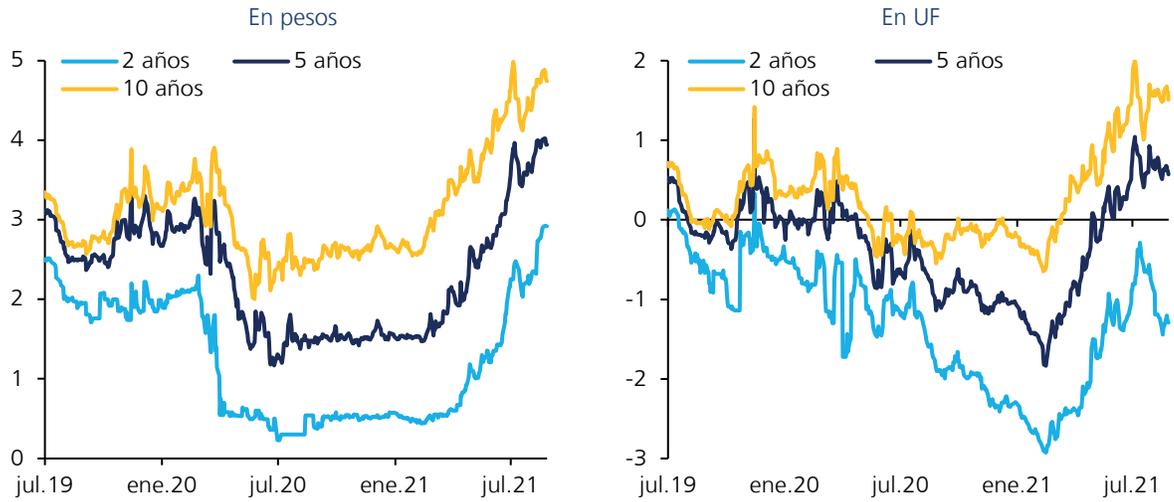
(1) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el TCN según las monedas de las economías de la canasta comparable. Esta se conforma por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con el tipo de cambio nominal chileno. (2) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el TCN según sus fundamentos, como el precio del cobre, nivel de precios interno, entre otros. Para más detalle ver "[Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile](#)" (2020). Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Comparadas con comienzos de año, las tasas de interés de largo plazo acumulan aumentos muy superiores a los de sus símiles externos, además con una volatilidad mayor (gráfico II.11). Buena parte de estas alzas se explica por un incremento de la incertidumbre capturada por el premio por plazo. La trayectoria de este último ha estado influida por la ocurrencia de diversos eventos, siendo hitos importantes el inicio de la discusión del tercer retiro de los fondos de pensiones y posteriormente de un cuarto (Recuadro II.1). Esto se da en un escenario en que a su vez las perspectivas de crecimiento han subido y en que se ha ido ocupando gran parte del espacio de política fiscal. De hecho, las últimas emisiones de deuda del Ministerio de Hacienda tuvieron impactos importantes en estas tasas y en las de mediano plazo.

El escenario de mayor dinamismo del gasto público y privado, sumado a la depreciación idiosincrática del peso, han elevado las presiones inflacionarias de corto plazo, llevando a un ajuste de la política monetaria. El aumento de la TPM y el cambio en su sesgo futuro se ha transmitido hacia las tasas de más corto plazo. Así, la curva *benchmark* nominal ha ido aplanándose, lo mismo que para los *Swap* Promedio Cámara (SPC). El incremento de las tasas de interés también se ha traspasado a la curva en UF, donde se aprecian aumentos de entre 100 y 180 puntos base para plazos hasta los 10 años en lo que va del 2021. De todas maneras, a dos años estas han tendido a disminuir en meses recientes debido a la subida de las expectativas de inflación (gráfico II.5).



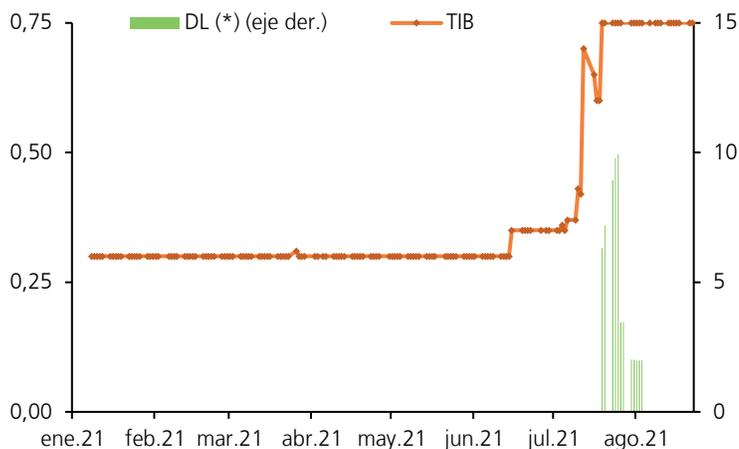
GRAFICO II.5 TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS *BENCHMARK*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés en el mercado monetario también han subido, coincidiendo con los cambios de la política monetaria señalados y las mayores expectativas del mercado para la TPM. Las operaciones de gestión de la liquidez del Banco Central han posibilitado los ajustes de estas tasas, principalmente a través de una mayor emisión de Pagarés Descontables (PDBC), cuyo stock ha aumentado hasta algo más de US\$50.000 millones, y la incorporación de depósitos de liquidez (DL) para los bancos. Así, la tasa interbancaria (TIB) se ha equiparado con la TPM (gráfico II.6). Las tasas de los PDBC y de los depósitos a plazo (DAP) se han ido alineando con los movimientos de la curva SPC. En tanto, la liquidez en dólares de la banca continúa en torno a sus máximos, favorecida por las ventas de divisas del fisco y los fondos de pensiones, lo que mantiene acotado el costo de financiamiento en esta moneda a nivel local.

GRAFICO II.6 TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA Y STOCK DE DEPÓSITOS DE LIQUIDEZ
(porcentaje; miles de millones de dólares)



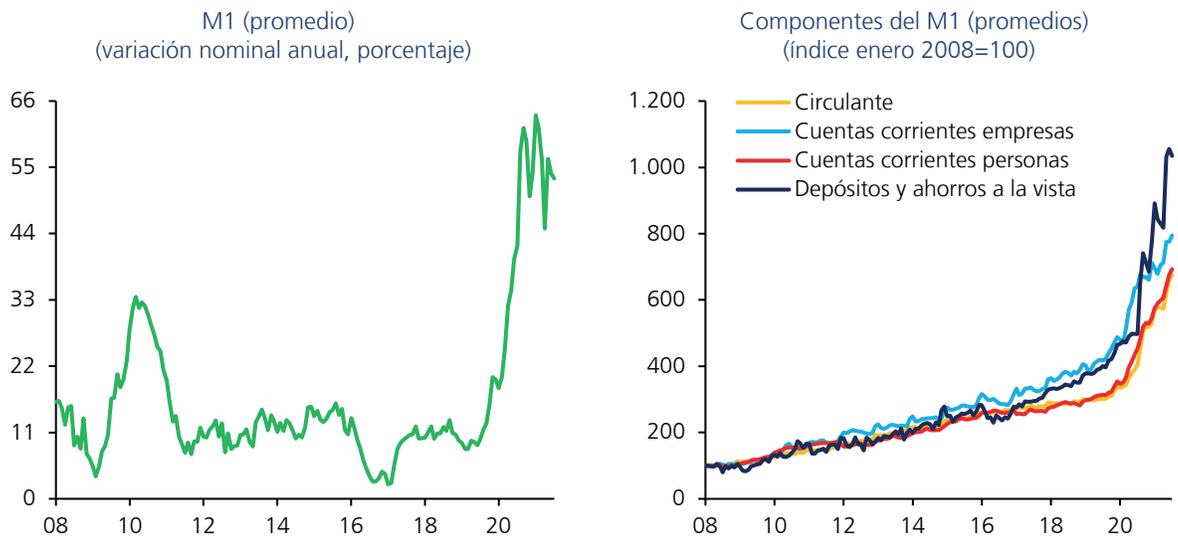
(*) Para la conversión a dólares se utiliza el tipo de cambio observado en las respectivas fechas.
Fuente: Banco Central de Chile.



LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

La liquidez de hogares y empresas ha aumentado significativamente, fruto de los retiros de ahorros previsionales, medidas de apoyo crediticio y transferencias del fisco, a lo que se agrega el impacto de menores restricciones a la movilidad y el fuerte crecimiento de la economía. Gran parte de los mayores recursos disponibles ha sido destinada a activos más líquidos, lo que ha sostenido el crecimiento del M1 en torno a sus máximos de las últimas décadas, lo mismo que el de los diferentes componentes de este agregado monetario —cuentas corrientes, circulante y depósitos y ahorros a la vista— (gráfico II.7). Asimismo, se observa el traspaso de una fracción de los fondos desde las cuentas obligatorias de las AFP hacia las voluntarias, cuyos saldos a junio consignaban un incremento de 140% anual.

GRAFICO II.7



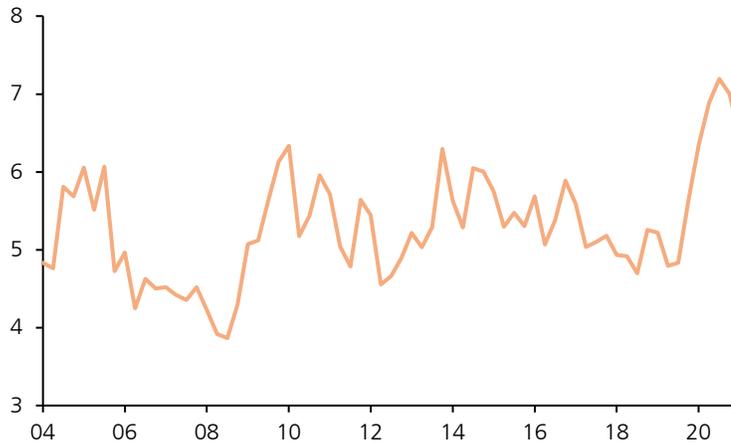
Fuente: Banco Central de Chile.

Esta mayor disponibilidad de fondos, entre otros factores, ha reducido las necesidades de financiamiento de los distintos agentes. Ello, en medio de condiciones de acceso al crédito que se perciben, en general, favorables. Acorde con el [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN) de agosto, el bajo desempeño de la cartera comercial en la banca obedece, principalmente, a menores necesidades de financiación, coincidente con lo reportado por la [Encuesta de Crédito Bancario](#) (ECB) del segundo trimestre, la que da cuenta de una caída de las solicitudes para inversión y capital de trabajo. En los últimos meses, cerca de un tercio de las firmas consultadas en el IPN no pidió créditos (entre 55 y 56% en octubre del 2020 y abril 2021), con motivos que se dividen entre las que no están dispuestas a endeudarse más por su alto grado de apalancamiento y las que no lo requieren, dada la mayor liquidez asociada a la reapertura de la economía y los mejores resultados de los negocios. En general, se aprecia un incremento de los niveles de caja de las empresas en el transcurso de la pandemia, lo que sugiere una acumulación precautoria de recursos (gráfico II.8). En el caso de las personas, en especial en consumo, la abundante liquidez derivada de las diversas medidas implementadas mantiene contenidas las solicitudes de fondos. En el segmento de vivienda, se añade el incipiente impacto que estaría teniendo el alza de las tasas de interés hipotecarias en la demanda de estos créditos, acorde con lo señalado por el IPN y la ECB.

Por el lado de la oferta, la mayoría de los entrevistados del IPN relató condiciones flexibles en la parte comercial, si bien algunos destacaron una menor tolerancia al riesgo de los bancos, similar a lo que se desprende de la ECB. Para los hogares, esta reporta que los estándares de otorgamiento, en el agregado, continuaron relajándose.



GRAFICO II.8 CAJA DE LAS EMPRESAS (*)
(stock, porcentaje de los activos totales)



(*) Empresas que reportan a la Comisión para el Mercado Financiero, excluyendo mineras y empresas financieras. Datos al primer trimestre del 2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

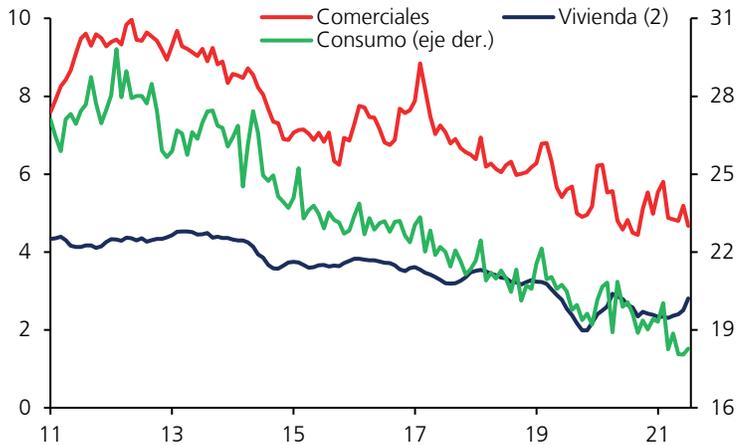
En este contexto, las colocaciones bancarias siguen dando cuenta de un bajo dinamismo en el grueso de las carteras. El crédito a empresas continúa apuntalado en buena parte por el FOGAPE-Reactiva, cuyo uso ha tenido cierta moderación en el último tiempo. Dicho programa acumula desembolsos del orden de US\$8.000 millones desde su inicio en febrero de este año, con operaciones que se concentran en las firmas de menor tamaño y para fines de capital de trabajo. El resto de la actividad en este segmento permanece en niveles bajos, con algún repunte en el margen. En términos anuales, la cartera comercial conserva tasas de crecimiento real negativas (-2,2% en julio), resultado en el que incide el aumento extraordinario de estos préstamos durante el 2020 por la aplicación de políticas especiales de crédito. Los flujos de colocaciones a hogares han mantenido un comportamiento relativamente estable desde el IPoM de junio. La cartera de consumo ha ido aminorando su contracción real anual (-13,6% en julio), mientras la de vivienda sigue expandiéndose alrededor de 5% real anual, con montos promedio por operación elevados en retrospectiva.

El incremento de la liquidez corporativa y de las personas ha ayudado a contener los indicadores de riesgo del sistema en su conjunto. En ambos casos, los niveles de endeudamiento se redujeron en trimestres recientes. En la categoría comercial, la mayor participación de algunas carteras de menor calidad en los últimos meses llevó a un aumento de las provisiones, aunque estas han descendido desde los máximos alcanzados en el primer trimestre, además de que la morosidad se mantiene estable. Todo ello, en medio de reprogramaciones y refinanciamientos que han continuado en este segmento. El IPN también resalta la disminución del impago entre empresas. Para los hogares, estos mismos índices señalados exhiben mejoras adicionales desde el IPoM de junio.

Resalta el alza de las tasas de interés de los créditos hipotecarios, consistente la subida de las tasas de los instrumentos de largo plazo (Recuadro II.1), mientras que en el resto de las carteras los movimientos han sido más acotados. En cuanto a los hogares, las tasas de las colocaciones de vivienda y de consumo ascendían a 2,8 y 18,3% en julio, respectivamente (2,4 y 18,1% en mayo). Las de la categoría comercial, con vaivenes, anotaron un leve retroceso (4,7% en julio), lo que se explica en gran parte por cambios en la composición de este segmento (gráfico II.9).



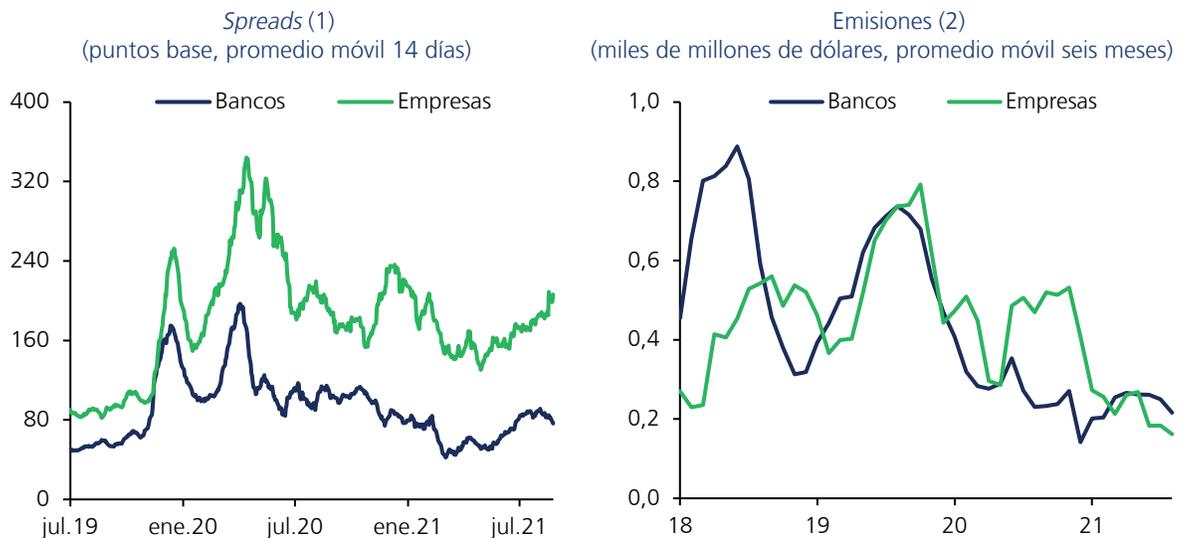
GRAFICO II.9 TASAS DE INTERÉS DE LAS COLOCACIONES (1)
(porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.
(2) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda corresponden a operaciones en UF.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

El mercado chileno de bonos corporativos sigue dando cuenta de una baja actividad, en contraste con el aumento de las emisiones externas por parte de agentes locales. Ello se condice con mejores condiciones de financiamiento para las colocaciones en el exterior. Los *spreads* exhiben alzas a nivel local en meses recientes, sobre todo los corporativos del sector no financiero, si bien se encuentran lejos del máximo alcanzado durante el 2020 (gráfico II.10).

GRAFICO II.10 MERCADO LOCAL DE BONOS CORPORATIVOS



(1) Promedio entre las categorías AAA, AA y A.
(2) Para agosto del 2021 considera datos hasta el día 17 de ese mes.
Fuentes: Bolsa de Comercio de Santiago y RiskAmerica.



RIESGOS

Los riesgos en el ámbito financiero han seguido acentuándose. En el plano local, ello va de la mano del impacto de factores idiosincráticos en el desempeño de los mercados, como el avance de nuevos proyectos de retiros de los ahorros previsionales, y/o que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo. La serie de *shocks* idiosincráticos a los que ha estado expuesta la economía chilena han incidido en el desacople de los mercados financieros nacionales respecto de sus pares en el exterior, sobre todo desarrollados, con una depreciación del peso y alzas de las tasas largas significativas. Ello está repercutiendo, entre otras formas, en la valorización de los fondos de pensiones, así como en el costo de los créditos hipotecarios o el de financiamiento de proyectos de inversión.

La mantención o agudización de esas tendencias podría afectar de manera negativa el crecimiento de largo plazo (Recuadro II.1). De hecho, nuevos proyectos de retiros de los fondos de pensiones que sugieran la eventual liquidación del 100% de los ahorros restantes podrían causar un *sell-off* masivo de activos financieros, lo que sería particularmente delicado en aquellos menos líquidos. Esto bien podría precipitar una crisis financiera, dada la envergadura de las inversiones en instrumentos locales por parte de las AFP, compradores naturales de estos activos. A diferencia de retiros anteriores, la escala de liquidaciones en un escenario como este podría ser de un orden de magnitud superior a la capacidad de respuesta del Banco Central.

A su vez, se mantiene vigente la posibilidad de que la elevada inflación en EE.UU. sea un fenómeno más persistente, que propicie una corrección abrupta de las condiciones financieras para las economías emergentes. Los problemas de oferta a raíz de la pandemia aún presentes —que podrían intensificarse con la aparición de nuevas cepas— y una demanda global en recuperación mantienen altas las presiones de costos, lo que sumado a mayores expectativas de gasto fiscal en EE.UU. podrían acelerar el proceso de normalización de la política monetaria de la Fed y provocar un ajuste repentino de los mercados financieros. Estos conservan un tono positivo, con precios de activos en sus máximos históricos en muchos casos, pero su evolución más reciente denota una evaluación más negativa en torno a las economías emergentes, en particular América Latina. El complejo panorama político y social en la región pone una nota de cautela adicional para el desempeño de los mercados locales, considerando la alta exposición corporativa de capitales chilenos en estos países.

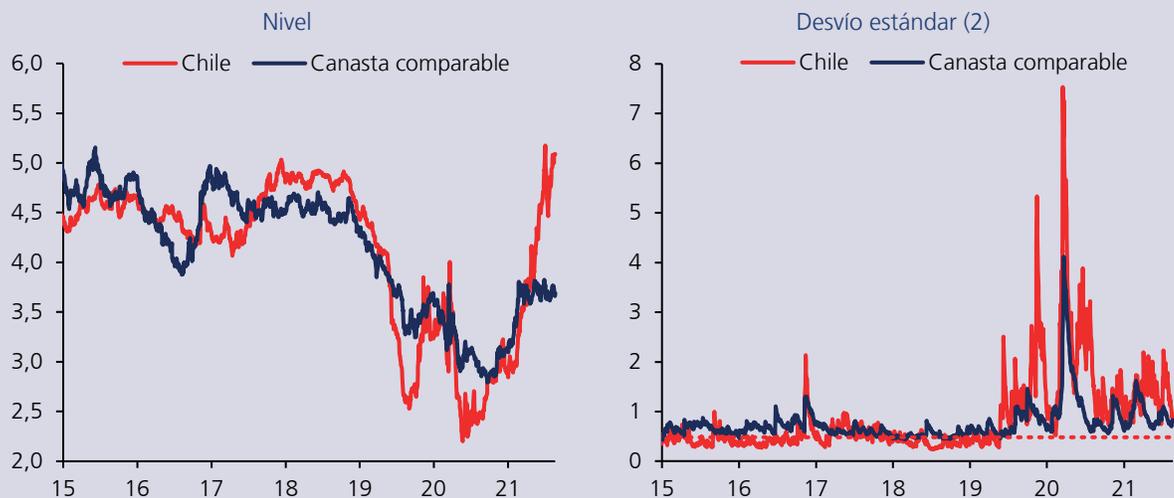


RECUADRO II.1:

Determinantes de los movimientos recientes de tasas de interés de largo plazo

En lo que va del año, las tasas de interés de largo plazo han tenido aumentos significativos, con un inusual desacople respecto de los movimientos de sus símiles externos que se ha acentuado desde inicios del segundo trimestre. Desde comienzos del 2021 a la fecha, el bono en pesos a 10 años (BCP10) ha subido del orden de 200 puntos base (pb) —que se compara con un incremento de en torno a 60pb de sus símiles externos—, mostrando además una volatilidad superior (gráfico II.11). Las consecuencias más visibles de estos movimientos se observan en la rentabilidad de los ahorros a largo plazo —entre ellos la caída en el valor del fondo E de los ahorros del sistema de pensiones—, el alza de las tasas de los créditos hipotecarios y el mayor costo de financiamiento para proyectos de inversión. Dado que las tasas de interés de largo plazo tienen efectos importantes en la dinámica del crédito y la actividad, y que además incorporan valiosa información de las percepciones de hogares, empresas e inversionistas, es fundamental comprender los determinantes de sus movimientos. Este Recuadro analiza los distintos componentes de las tasas largas locales y cómo estos han influido en los aumentos recientes.

GRÁFICO II.11 NIVEL Y VOLATILIDAD DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS RESPECTO DE ECONOMÍAS COMPARABLES (1)
(porcentaje)



(1) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de interés a 10 años de Chile. (2) Los desvíos estándar corresponden al desvío estándar condicional de un modelo GARCH (1,1). Línea punteada horizontal corresponde al promedio 2012-2018 de Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y RiskAmerica.



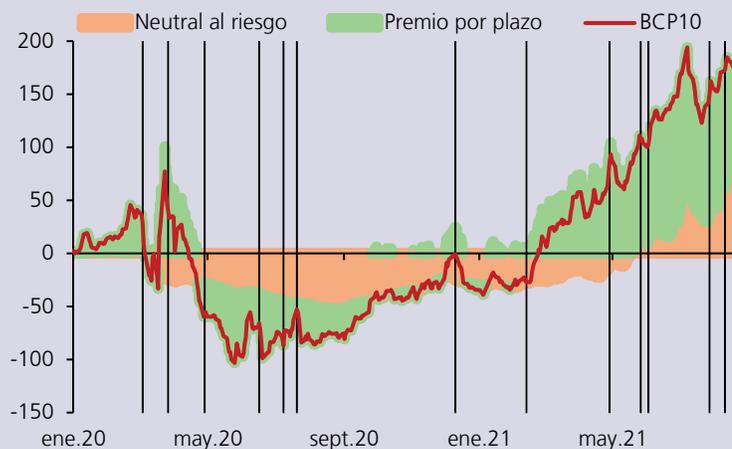
¿Por qué ha aumentado la tasa de interés a 10 años?

Conceptualmente, las tasas de interés de los bonos a largo plazo tienen dos componentes, el “neutral al riesgo” y el “premio por plazo”. El primero refleja las tasas de interés de corto plazo esperadas para el futuro (la suma de las expectativas respecto de la tasa real, la inflación y la depreciación) y el segundo corresponde a una compensación por los mayores riesgos asociados a un bono de largo plazo. Estos riesgos comprenden, en primer lugar, la incertidumbre sobre la depreciación, la inflación y las tasas reales de corto plazo futuras, cuya variación tiene un efecto mayor en el valor de los bonos largos que sobre los cortos. Se suma un premio asociado a la posibilidad de que la deuda baje de calificación, o el emisor del bono entre en *default* y otro, denominado de liquidez, ligado a la posibilidad de que ocurran pérdidas de capital en caso de que sea necesario liquidar el bono en el mercado secundario antes de su vencimiento.

En la práctica, esta compensación por riesgo puede variar por diversos motivos, reflejando percepciones de riesgo de inversionistas. Por ejemplo, eventos de alta incertidumbre local pueden elevar la compensación de riesgo requerida por distintos instrumentos, incluyendo bonos de largo plazo. Por otro lado, movimientos en los mercados financieros globales también tienden a influir en el premio por plazo de bonos, sobre todo en economías financieramente integradas, como la chilena. De esto se desprende que algunos aumentos de las tasas de interés de largo plazo pueden tener una interpretación benigna —cuando, por ejemplo, están relacionados con mayores perspectivas de tasas de política monetaria asociadas a un mayor crecimiento económico—, mientras que otros tienden a ser menos deseables —cuando se asocian a una mayor compensación requerida por riesgo.

En los últimos trimestres, diversos eventos de carácter local y externo han llevado a que las tasas de interés a 10 años hayan mostrado fluctuaciones significativas (gráfico II.12). Luego del estallido social, el inicio de la pandemia fue el primer evento disruptivo: entre la detección del primer caso de Covid-19 (el 3 de marzo de 2020) y la implementación del programa FCIC (el 23 de marzo), la tasa BCP10 aumentó algo más de 50pb, explicado totalmente por el componente de premio por plazo (gráfico II.13). No obstante, estos movimientos no generaron diferencias significativas con lo que ocurría en otras economías comparables y el nivel alcanzado (3,9%) aún era reducido en comparación histórica.

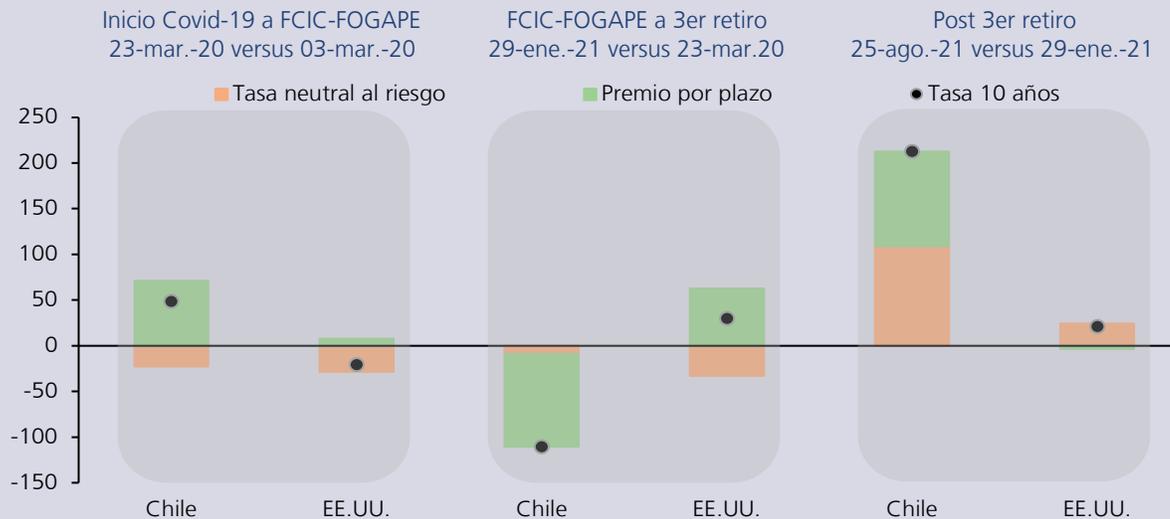
GRÁFICO II.12 DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS (1) (2)
(diferencia respecto de 2 de enero 2020, datos diarios en puntos base)



(1) Los componentes neutral al riesgo y premio por plazo se extraen de las tasas SPC usando la estrategia propuesta por [Krippner \(2015\)](#) que contempla la existencia de un límite inferior para la TPM. (2) Líneas verticales de izquierda a derecha indican los siguientes eventos: primer caso de Covid-19 confirmado en Chile (3-Mar-20), BCCh establece normas FCIC (23-Mar-20), inicio programa FOGAPE-COVID (28-Abr-20), RPM junio 2020 (16-Jun-20), aprobación idea de legislar primer retiro de fondos previsionales (8-Jul-20), primeros anuncios BCC (20-Jul-20), publicación ley asociada al segundo retiro de fondos previsionales (10-Dic-20), inicio discusión tercer retiro (29-Ene-21), fallo Tribunal Constitucional asociado al tercer retiro de fondos previsionales (28-Abr-21), propuesta de gobierno de “mínimos comunes” (26-May-21), ingreso de Proyectos de Ley asociados al retiro del 100% de ahorros previsionales (2-Jun-21), programación de inicio discusión del Proyecto de Ley asociado al cuarto retiro de fondos previsionales (27-Jul-21) y anuncio extensión IFE y subsidio al empleo (10-Ago-21). Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.



GRÁFICO II.13 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS (*)
(datos diarios, puntos base)



(*) Ver nota (1) del gráfico II.12. Para EE.UU. se utiliza la [descomposición de la Reserva Federal de Nueva York](#).
Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

Durante el segundo trimestre del 2020, la mayor expansividad de la política monetaria local (en la segunda mitad de marzo se bajó la TPM en 125pb y se anunciaron [medidas extraordinarias](#)), el deterioro de las perspectivas económicas producto de la pandemia y la mayor preferencia por activos más seguros (bonos), generaron fuertes presiones a la baja de la tasa larga. Así, en respuesta tanto al componente neutral al riesgo como premio por plazo, la tasa de interés a 10 años se redujo en 150pb, ubicándose en niveles del orden de 2% hacia finales de junio del año pasado. Este movimiento fue de carácter relativamente generalizado en los mercados financieros internacionales.

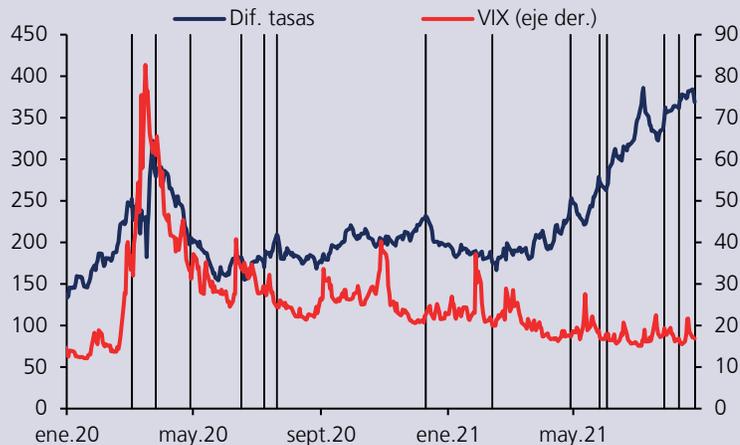
En el segundo semestre del 2020 se observó un cambio y las tasas de interés de largo plazo locales subieron sistemáticamente. El aumento de la incertidumbre derivado de eventos de carácter local parece haber jugado un rol importante en esa dinámica. De hecho, el inicio del alza coincide con la aprobación en la Cámara de Diputados de la idea de legislar el primer retiro de ahorros previsionales, el 8 de julio de 2020. A estos eventos de carácter local, se sumó el aumento del premio por plazo en Estados Unidos. Con todo, esta dinámica no alcanzó a compensar el efecto que, desde marzo, imprimió la acción de la política monetaria en reducir el premio por plazo.

Durante 2021, la tasa de interés del BCP10 ha aumentado del orden de 200pb. La incertidumbre generada por eventos de carácter local —en particular, las discusiones en torno a sucesivos retiros de ahorros previsionales y las crecientes necesidades de financiamiento del Fisco— llevaron a un aumento superior a 100pb del componente de premio por plazo. La otra mitad del alza acumulada en el año se explica por las sorpresas en el nivel de actividad e inflación de los últimos meses, que aumentaron las perspectivas respecto de la evolución de la política monetaria de corto plazo, incrementando la presión al alza sobre la tasa, esta vez, a través del componente neutral al riesgo. Asumiendo que la diferencia entre las tasas nominales y en UF representa únicamente perspectivas de inflación, los cambios en estas últimas (que incluyen cambios en la inflación esperada e incertidumbre sobre la inflación futura) explican aproximadamente 40pb. En este mismo lapso, el premio por plazo y la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos mostraron aumentos marginales en comparación con lo ocurrido en Chile, lo que reafirma la interpretación de los eventos locales como causas fundamentales del aumento de la tasa a 10 años.



Alternativamente, el diferencial de tasas entre Chile y Estados Unidos también da cuenta de dos cambios significativos no relacionados con episodios de mayor incertidumbre global, uno desde julio de 2020 y otro, más sustancial, desde el primer trimestre de 2021 (gráfico II.14).

GRÁFICO II.14 DIFERENCIAL DE TASAS E INCERTIDUMBRE GLOBAL (*)
(puntos base; porcentaje)



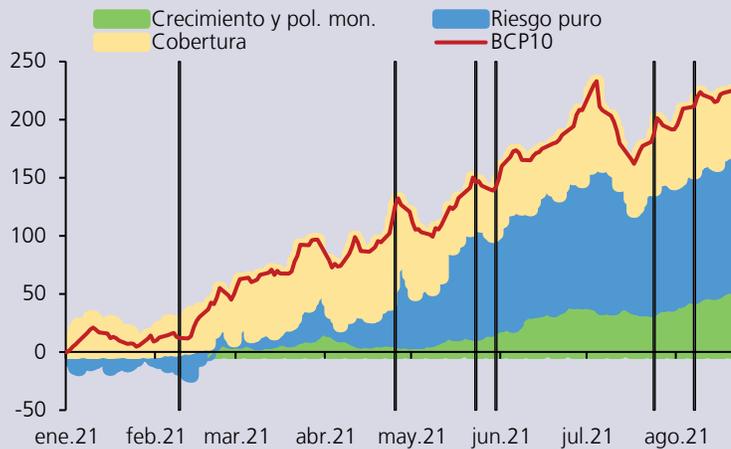
(*) Líneas verticales corresponden a los mismos eventos señalados en el gráfico II.12.
Fuentes: Bloomberg y RiskAmerica.

Un análisis complementario descompone el movimiento de las tasas de interés de largo plazo en tres grupos de *shocks* estructurales: (i) los asociados a crecimiento y expectativas de política monetaria (similar al componente neutral al riesgo), (ii) los de cobertura de riesgo (episodios de incertidumbre que aumentan la preferencia por bonos versus acciones, como lo observado en la primera mitad del 2020) y (iii) cambios puros de la incertidumbre que afectan los premios por riesgo de todos los instrumentos (aumentos de incertidumbre que reducen los precios de las acciones y elevan las tasas de bonos de largo plazo)^{1/}. Esta descomposición entrega conclusiones similares a las ya mencionadas: aproximadamente la mitad del aumento de la tasa del BCP10 ocurrida durante el 2021 se debe a *shocks* a los premios por riesgo (gráfico II.15), coherente con el alza significativa de estas tasas al mismo tiempo que la bolsa chilena mostró un significativo peor desempeño que sus pares internacionales (Capítulo 2).

^{1/} Ver [Cieslak y Pang \(2021\)](#).



GRÁFICO II.15 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS (*)
(diferencia respecto de 30 de diciembre 2020, puntos base)



(*) Descomposición estructural en base a [Cieslak y Pang \(2021\)](#). Líneas verticales corresponden a los mismos eventos del gráfico II.12 para el año 2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

Conclusiones

La economía chilena ha enfrentado *shocks* idiosincráticos que han afectado la situación económica actual, aumentado la incertidumbre sobre su estado futuro, elevado las perspectivas de inflación e incrementado los riesgos inflacionarios. Ello ha aumentado significativamente el componente de premio por plazo de las tasas de interés de largo plazo, desacoplando los mercados financieros locales de la evolución de sus contrapartes internacionales. Estos desarrollos están teniendo consecuencias negativas, como la caída del valor de los fondos de pensiones que invierten una porción más relevante en bonos de largo plazo —como el fondo E—, pues la contrapartida del aumento de la tasa es la caída del precio de los bonos. También se ha reflejado en un aumento de las tasas de los créditos hipotecarios —pues las tasas de referencia para ellos son las tasas de largo plazo— y en el aumento del costo de financiamiento de proyectos de inversión de mediano y largo plazo. La mantención o aumento de las primas que están detrás del alza de las tasas de interés de largo plazo podrían generar efectos adversos sobre los niveles de inversión, la productividad y la capacidad de crecimiento de largo plazo. Si, por el contrario, la incertidumbre se redujera, la mejora de las condiciones financieras, entre ellos por la reducción de las tasas largas, y las menores presiones inflacionarias, darían un mayor margen de maniobra a la política monetaria.



III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

La actividad ha mostrado un ritmo de expansión superior al esperado, retornando a niveles como los que exhibía previo al inicio de la crisis social en octubre del 2019. Durante el segundo trimestre, varios sectores mostraron un alto dinamismo, en un contexto en que la economía pasó de un importante nivel de confinamiento a comienzos del trimestre a una creciente apertura hacia fines del mismo. Este dinamismo se ha dado en un contexto en que el gasto interno muestra un extraordinario crecimiento del consumo privado, especialmente en su componente durable. La acumulación de liquidez entregada por los sucesivos retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales ha sido determinante para este comportamiento del consumo. Las crecientes presiones inflacionarias que esto ha creado se han acrecentado por el deterioro que estas medidas, y la discusión de nuevas decisiones de este tipo, han causado en la percepción de riesgo de la economía chilena. El mercado laboral muestra la recuperación del empleo asalariado formal y un repunte importante de la demanda por trabajo, aunque la oferta laboral sigue contenida, especialmente en los trabajadores de menor calificación y las mujeres.

ACTIVIDAD Y DEMANDA

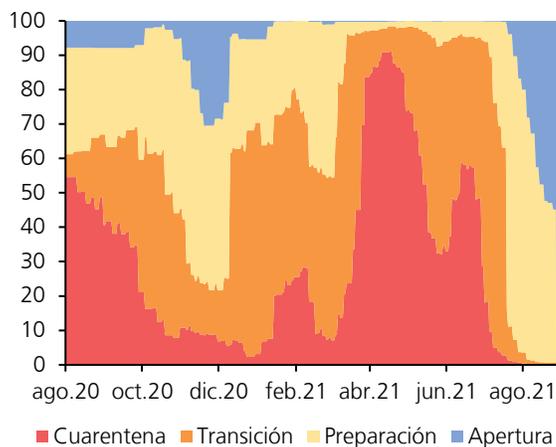
La economía chilena superó el nivel de actividad que exhibía previo al inicio de la crisis social y de la pandemia. Este resultado se hizo presente en particular en las cifras del segundo trimestre. En dicho período, la actividad creció 18,1% anual, con una velocidad de expansión trimestral de 1%, superando lo previsto en junio. Esto da cuenta de efectos de los retrocesos en el Plan Paso a Paso menores que lo anticipado. De hecho, durante el trimestre, el Imacec desestacionalizado solo retrocedió en abril, y los dos meses siguientes —todavía con una proporción importante de la población en cuarentena— se expandió mes a mes (gráfico III.1). Esto contrasta con lo ocurrido a comienzos de la pandemia, cuando la instauración de restricciones afectó fuertemente a la economía, remarcando la creciente capacidad de adaptación que han tenido personas y empresas para seguir operando en la pandemia. En julio, el Imacec anotó un crecimiento anual de 18,1%, con una velocidad de expansión mensual desestacionalizada de 1,4%.

A nivel sectorial persisten algunas diferencias, observándose que sectores como el comercio consignan niveles de actividad significativamente por sobre los del tercer trimestre del 2019, mientras que otros aún no logran recuperarlos (gráfico III.2). El comercio anotó un incremento cercano a 43% anual en el segundo trimestre, alentado por el dinamismo del consumo. En los servicios, su velocidad de recuperación más lenta refleja las restricciones a la operación que se mantienen debido a la pandemia. En todo caso, el avance de las comunas en el Plan Paso a Paso ha permitido que las restricciones de aforo se hayan ido reduciendo y varios servicios pudieran reabrir en los últimos meses. El escenario central considera que la evolución de la situación sanitaria seguirá favoreciendo el desempeño de la economía en los próximos trimestres, estimándose que hacia el 2022 las restricciones a la movilidad interna serán mínimas.

La información disponible a nivel de macrozonas también da cuenta de una recuperación transversal de los niveles de actividad a lo largo del país. A partir de cruces de información entre distintos registros administrativos, es posible construir indicadores mensuales de actividad a nivel de macrozonas que vienen a subsanar el desfase con el que se publican los datos de Cuentas Nacionales Regionales. El principal resultado



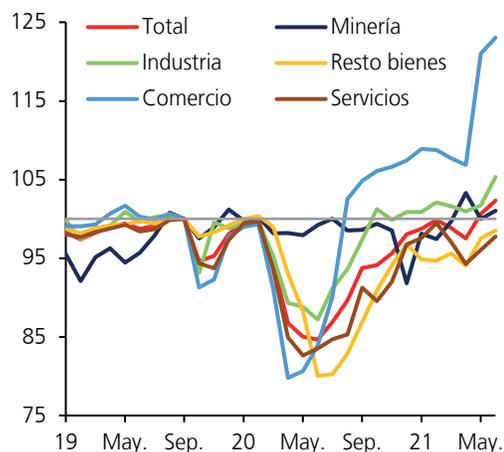
**GRÁFICO III.1: PLAN PASO A PASO:
POBLACIÓN EN CADA ETAPA (*)
(porcentaje)**



(*) Datos al 31 de agosto.

Fuentes: Ministerio de Salud de Chile y Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.2: IMACEC
(nivel desestacionalizado, septiembre 2019=100)**



que muestra esta información es que, si bien existe un fuerte comovimiento de la actividad territorial previo al inicio de la pandemia, desde entonces se observa una marcada heterogeneidad en la evolución y recuperación de la actividad en las distintas zonas geográficas. Ello es coherente con lo que se ha venido mostrando en el [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN). Así, se observa que las macrozonas que presentan una mayor exposición a los sectores primarios (minería y otros recursos naturales) registran un mejor desempeño que el resto del país. A su vez, el sector Comercio, restaurantes y hoteles muestra una importante recuperación en todos los territorios a partir de agosto del 2020, con la excepción de la macrozona Austral (Recuadro III.1).

Por el lado de la demanda interna, el gasto en bienes transables mostró un fuerte dinamismo en el segundo trimestre, alcanzado niveles históricamente elevados en el caso del consumo durable. El gasto en este tipo de bienes volvió a elevar sus tasas de expansión en el segundo trimestre, anotando un nivel casi 50% superior al que observaba en el mismo trimestre del 2019. En ese mismo lapso, el consumo de bienes no durables muestra un crecimiento más acotado—en torno a 7,5%—, mientras que el de servicios anota una caída cercana a 6%, aún afectado por las ya comentadas restricciones sanitarias sobre la oferta (gráfico III.3).

La información más reciente apunta a que el dinamismo del consumo ha seguido aumentando. En julio, el Índice de Actividad del Comercio (INE) —incluidas las ventas de automóviles— aumentó 62% anual. La información de boletas electrónicas muestra que las ventas del comercio minorista tuvieron expansiones del orden de 70 a 80% anual entre mayo y julio de este año. En agosto, sus niveles retrocedieron algo, aunque sus tasas siguen elevadas. Esta evolución de las ventas lleva a que su nivel sea sustancialmente más elevado que el observado hace dos años, y a que desde mayo a la fecha las ventas del comercio superen los valores observados en diciembre del 2019 y 2020, que incluyen los patrones propios de las ventas de navidad (gráfico III.4).

Si bien se anticipaba un mayor dinamismo del consumo ligado a la elevada liquidez de la que disponen los hogares a raíz de los reiterados retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales, las significativas sorpresas al alza evidencian una mayor disposición de los hogares a gastar estos recursos. Esto es también coherente con la mantención de saldos en forma altamente líquida. Por ejemplo, los datos del sistema financiero muestran que, para fines de julio, el saldo acumulado en cuentas corrientes de personas y cuentas de ahorro a la vista era alrededor de US\$23 mil millones superior al que se anotaba en julio del 2020. Al mismo tiempo, el dinero acumulado en cuentas de ahorro a plazo y cuenta 2 de las AFP había crecido cerca de US\$9 mil millones en ese lapso (Capítulo II, gráfico II.7). Estos antecedentes apuntan a una mantención del fuerte impulso de demanda en trimestres venideros.



GRÁFICO III.3: DEMANDA INTERNA
(desestacionalizado, índice promedio 2019=100)

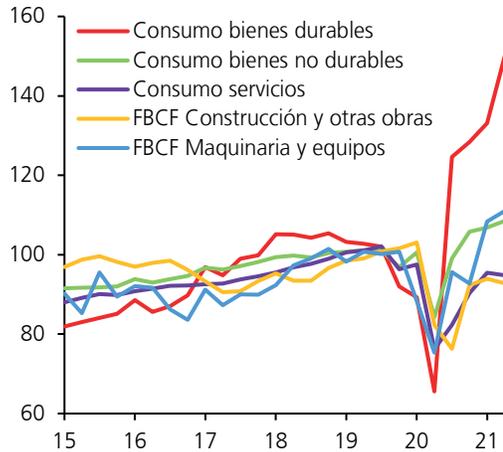
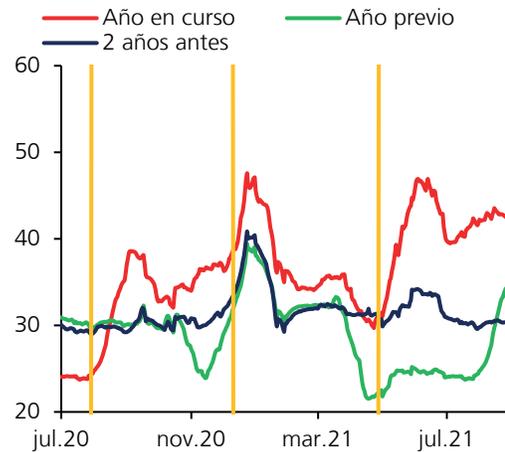


GRÁFICO III.4: VENTAS MINORISTAS CON BOLETA ELECTRÓNICA (*)
(miles de millones de pesos, promedio móvil de 28 días)

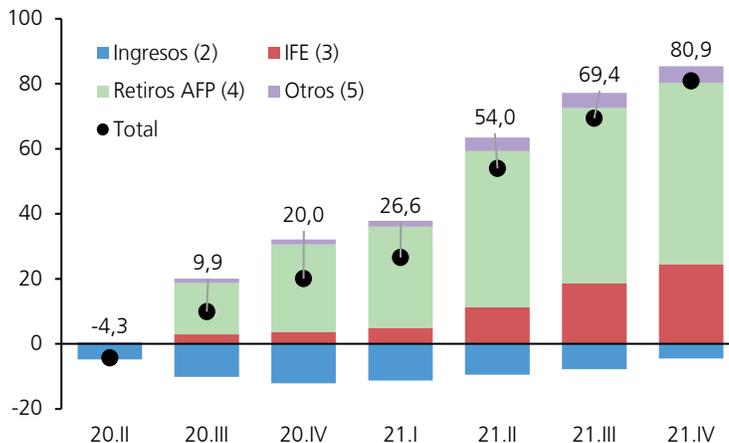


(*) En base a información de Servicios Impuestos Internos. Líneas verticales amarillas corresponden a la aprobación de retiros de fondos previsionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las inyecciones de liquidez que recibieron los hogares en el segundo trimestre del 2021 fueron las más altas registradas desde inicios de la pandemia. Para la segunda mitad del 2021, se espera que los subsidios fiscales superen ampliamente lo aportado durante el 2020 (gráfico III.5).

GRÁFICO III.5: ACUMULACIÓN DE INGRESOS E INYECCIONES DE LIQUIDEZ A LOS HOGARES (1)
(miles de millones de dólares)



(1) Las estimaciones del aumento de liquidez de los hogares y medidas de apoyo del 21.II al 21.IV se basan en proyecciones coherentes con el escenario central. (2) Suma de los ingresos del trabajo y otros ingresos (rentas de la producción y rentas de la propiedad CNSI). Los valores trimestrales son la diferencias respecto de los mismos trimestres del 2019. (3) IFE ha crecido en montos y cobertura, pasando de más de 6 mill. de beneficiarios promedio entre may-20 a mar-21, hasta alcanzar a más de 15 mill. en jul-21. También, montos per cápita han subido de US\$70 en un inicio hasta US\$200 en jul-21. Para ago-21 y sept-21, cifras en base a [Informe de Finanzas Públicas N°79](#), DIPRES. Para oct-21 y nov-21 se agrega expansión de IFE Universal por US\$3.200 millones en cada mes. (4) Corresponde a montos pagados en base a fichas estadísticas de la SP al 30-07-2021. Para 21.III y 21.IV se pondera diferencia entre montos totales estimados a retirar y lo efectivamente pagado al 30-07-2021. (5) Considera Bono Covid-19, Bono Clase Media, Bono 3er Retiro de AFP y Uso Adicional Seguro de Cesantía e IEF laboral.

Fuentes: Ministerio de Hacienda, Superintendencia de Pensiones (SP) y Banco Central de Chile.



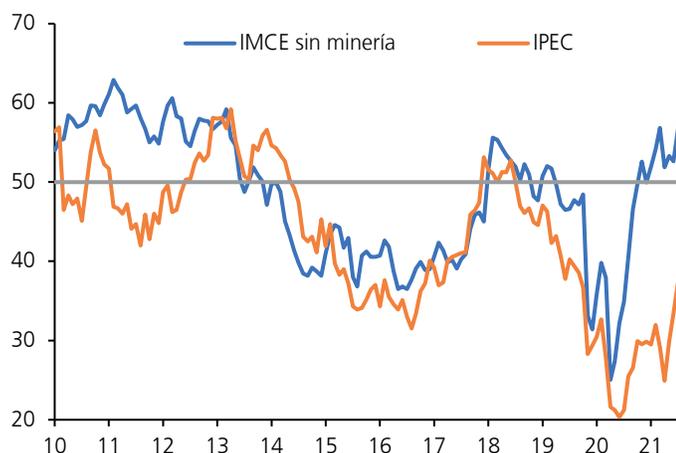
Con la extensión del IFE universal y la implementación del IFE laboral y otros programas, el crecimiento del gasto fiscal superará lo considerado en el IPoM de junio. Los antecedentes del último [Informe de Finanzas Públicas](#) y los anuncios hechos por el Gobierno llevan a estimar que, en términos nominales, el gasto fiscal aumentará más de 35% anual durante este año, con un déficit efectivo superior a 7% del PIB. Este incremento del gasto no alcanza a financiarse con los ingresos fiscales generados por el mayor crecimiento económico, aumentando las necesidades de financiamiento fiscal. Esto ha llevado a la autoridad a hacer nuevas colocaciones de bonos de la Tesorería y a efectuar nuevos giros de fondos soberanos. El tamaño del impulso fiscal chileno está dentro de los más altos en un grupo comparado de economías (Capítulo I, gráfico I.10).

La liquidación de ahorro de largo plazo tras los sucesivos retiros masivos de ahorros previsionales, el deterioro de las cuentas fiscales y el desafío que involucra reencauzarlas a una senda sostenible, unidos a un entorno de incertidumbre local ha llevado a una adversa evolución de las variables financieras locales (Capítulo II, gráfico II.3).

Por el lado de la inversión (FBCF), los datos del segundo trimestre evidenciaron un alto dinamismo del componente de maquinaria y equipos. Esta parte de la FBCF creció 47,4% anual en el trimestre, impulsada por la demanda de bienes intermedios y la entrada de proyectos energéticos. Esta expansión fue seguida de lejos por el componente de construcción y obras, que aumentó 13,1% anual en el período. Al igual que en el caso del consumo de servicios, las restricciones sanitarias siguen teniendo efectos en el desempeño del sector de la construcción, lo que se refleja en que su nivel actual aún es 6% inferior al del segundo trimestre del 2019 (gráfico III.2).

En todo caso, aunque las perspectivas de inversión para este año se corrigen al alza, hacia el 2022 y 2023 las proyecciones siguen siendo acotadas (Capítulo V, gráfico V.3). La corrección al alza para este año de la inversión se sustenta en el mejor desempeño del primer semestre y la entrada de proyectos energéticos, de acuerdo con el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC). Para el 2022 y 2023, el catastro da cuenta de limitadas entradas de grandes proyectos —muy por debajo de su evolución histórica—, lo que podría

GRÁFICO III.6 EXPECTATIVAS DE EMPRESAS Y CONSUMIDORES (*)
(índice de difusión)



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

Fuentes: UAI/ICARE y Gfk/Adimark.



ser resultado de la mayor incertidumbre reflejada en el alza de las tasas de interés de largo plazo, la depreciación del peso y el magro desempeño bursátil. A su vez, el [IPN de agosto](#) da cuenta que los factores de incertidumbre ligados a factores político-sociales se han transformado en el principal foco de preocupación de las empresas, y que están teniendo efectos negativos en las decisiones de inversión.

Todo esto se ha dado en un contexto en que las expectativas empresariales y de consumidores han mejorado. En el caso de las expectativas empresariales (IMCE), su indicador promedio siguió subiendo en la zona optimista —por sobre 50—, destacando la mejora de las percepciones en la industria y el comercio. En el caso de los consumidores, las expectativas (IPEC) siguen en terreno negativo, pero con un constante repunte en los últimos meses (gráfico III.6).

En cuanto a las cuentas externas, el fuerte aumento de la demanda interna se ha volcado en buena parte hacia bienes importados, lo que ha vuelto deficitario el saldo de la cuenta corriente. Las importaciones nominales de bienes de consumo (CIF) alcanzaron tasas de variación anual superiores al 60%, con cifras por sobre 100% en varios productos de consumo durable. En el caso de las exportaciones, aunque elevadas, sus tasas de expansión anual resultaron menores: 30% nominal en el segundo trimestre, resultado donde influyen bases de comparación más exigentes que en las importaciones. De hecho, sus volúmenes mostraron una contracción anual en el segundo trimestre. Respecto del saldo de la cuenta corriente, el alto dinamismo de las importaciones llevó a que, considerando el acumulado del último año, este se volviera negativo en el segundo trimestre, alcanzando a -1,1% del PIB.

MERCADO LABORAL

El mercado laboral ha ido dando cuenta de una paulatina generación de puestos de trabajo, destacando que el empleo asalariado formal ya ha recuperado buena parte de los impactos de la pandemia. Los datos del INE al trimestre móvil mayo-julio indican que empleo asalariado formal está cerca de retornar a los niveles promedio que observaba en el 2019 (gráfico III.7).

GRÁFICO III.7: EMPLEO ASALARIADO FORMAL
(índice, promedio 2019=100)

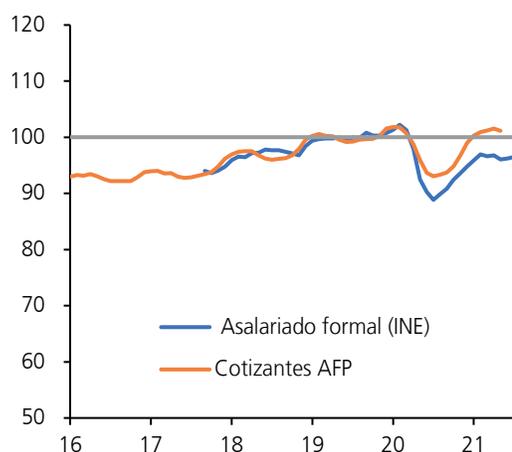
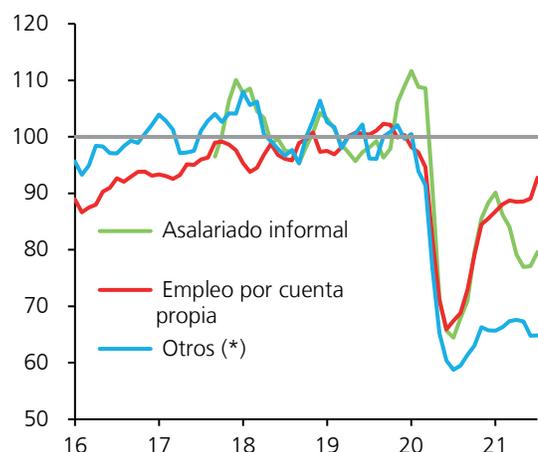


GRÁFICO III.8: EMPLEO INFORMAL (*)
(índice, promedio 2019=100)

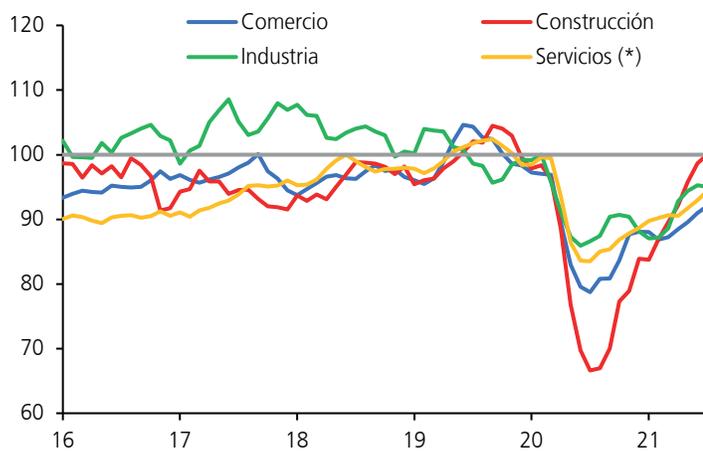


(*) Corresponde a la suma de servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado.

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



GRÁFICO III.9: EMPLEO SECTORIAL
(índice, promedio 2019=100, serie desestacionalizada)



(*) Corresponde a la suma de actividades de alojamiento y de servicio de comidas, servicios comunales, servicios financieros y transporte.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Las categorías de empleo menos formales siguen mostrando un rezago en su proceso de recuperación.

Aunque los datos más recientes sugieren una mejoría coherente con la reducción de las restricciones de movilidad, se mantiene una brecha respecto del nivel de empleo previo a la pandemia. En todo caso, los datos del trimestre mayo-julio indicaron un aumento notorio del empleo por cuenta propia (gráfico III.8).

Sectorialmente, también se observan diferencias en la evolución del empleo. Destaca que mientras la construcción ya recuperó los empleos destruidos por la pandemia, en los sectores de la industria, los servicios, pero especialmente en el comercio, siguen apreciándose rezagos (gráfico III.9).

La heterogeneidad en la recuperación del empleo también se aprecia en los distintos actores del mercado laboral, siendo las mujeres las más afectadas. Tal como se destacó en el IPoM de junio ([Recuadro III.1](#)), la participación laboral femenina ha sido fuertemente afectada por la pandemia, con lo que la sociedad ha retrocedido cerca de 10 años en el proceso de inclusión de la mujer al mundo del trabajo.

La apertura de la economía ha coincidido con una importante recuperación de la demanda de trabajo.

Los datos de avisos laborales en internet muestran un aumento relevante en los últimos meses, situándose en niveles superiores al promedio del 2019. Al mismo tiempo, las expectativas de contratación de las empresas también han mejorado, tal como lo muestra el IMCE y se da cuenta en el IPN de agosto. En este contexto, las expectativas de los consumidores respecto de la situación futura del empleo también han tenido un aumento (gráfico III.10).

Por el contrario, a diferencia de otros episodios de recuperación económica, la oferta de trabajo ha mostrado una contención poco habitual.

Datos del observatorio laboral del SENCE muestran que desde fines del primer trimestre el número de vacantes disponibles ha crecido fuertemente, mientras que el número de postulaciones a dichos puestos laborales tuvo un retroceso que no se ha revertido (gráfico III.11). De acuerdo con los datos del INE, la tasa de participación laboral sigue en niveles por debajo de 60% de la población económicamente activa, cifras inferiores al promedio del último quinquenio, aunque algo más elevadas que hace un año. Al mismo tiempo, la encuesta del INE muestra un importante descenso en la disposición a trabajar más horas. El IPN de agosto reportó que un porcentaje importante de las empresas que han realizado búsquedas de



trabajadores durante el 2021 no han podido completar satisfactoriamente las vacantes disponibles, llegando incluso a la situación en que no se presentaron postulantes. Las respuestas de los entrevistados del Informe aluden a la búsqueda de mejores condiciones contractuales, el temor a contagiarse y las restricciones a la movilidad como factores que podrían explicar esta escasez de trabajadores. Hechos de este tipo también se han visto en otros países, lo que sugiere que existen elementos comunes derivados de los temores al contagio, a interrupciones en la oferta de servicios que dificultan trabajos fuera del hogar cuando hay dependientes, así como la presencia de ayudas estatales (Capítulo I, gráfico I.4).

Como resultado del desajuste entre la oferta y la demanda en el mercado laboral, las presiones salariales se han incrementado. El IPN de agosto dio cuenta de que las dificultades en la contratación de mano de obra se han traducido en la necesidad de subir los sueldos ofrecidos por las empresas, principalmente en aquellos cargos con salarios más bajos. De hecho, la percepción sobre la evolución de las variables que afectan el desempeño de la empresa arroja un aumento en las perspectivas para los costos laborales. Estas presiones también se observan en las expectativas de alzas de salarios en la industria y en la construcción, según el IMCE.

GRÁFICO III.10: VACANTES Y EXPECTATIVAS DE EMPLEO
(índices)

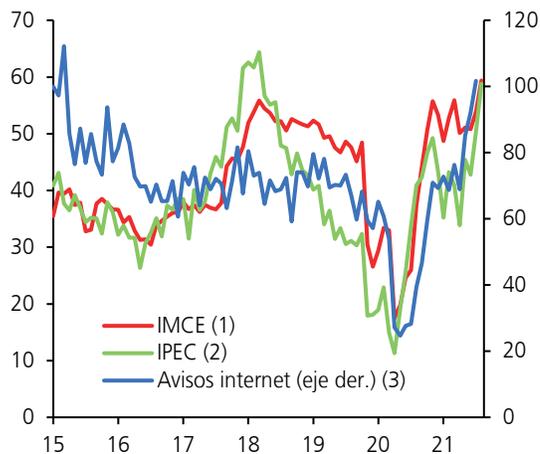
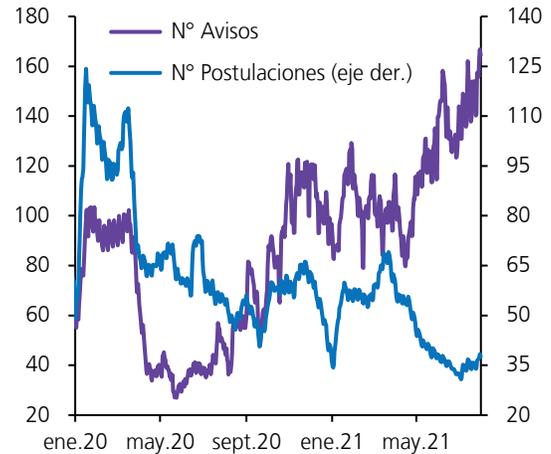


GRÁFICO III.11: AVISOS LABORALES Y POSTULACIONES EN INTERNET
(índice, base 100=03/marzo/2020, prom. móvil 15 días)



(1) Corresponde al promedio simple de las expectativas de empleo en los sectores de comercio, construcción e industria. (2) Corresponde a las expectativas sobre el nivel de empleo. (3) Corresponde al índice de avisos laborales en internet publicado por el Banco Central (índice, promedio enero 2015=100).

Fuentes: Banco Central de Chile, GfK/Adimark y UAI/CARE, Proyecto SABE del Observatorio Laboral SENCE e ISCI-WIC, U. de Chile, en base a información de portales trabajando.com y laborum.com.



RECUADRO III.1:

Actividad territorial en Chile durante la pandemia

Como ha sido ampliamente documentado, a nivel nacional la pandemia causó severos impactos en el nivel de actividad a partir de marzo del año pasado, cuyos niveles a nivel agregado fueron recuperándose paulatinamente a partir de mediados del 2020 y al segundo trimestre de este año ya habían sido superados. Sin embargo, el impacto diferenciado que tuvo la reciente crisis a lo largo de distintas zonas de nuestro país ha sido poco documentado. Esto se debe a que, si bien las Cuentas Nacionales Regionales capturan de manera apropiada la distribución geográfica de la actividad nacional, su construcción requiere de diversas fuentes de información que implican rezagos en las publicaciones oficiales, por lo que hasta ahora solo están disponibles en frecuencia anual. A partir de cruces de información entre distintos registros administrativos, este recuadro contribuye a un mejor entendimiento de los impactos territoriales en alta frecuencia, presentando indicadores mensuales de actividad a nivel de macrozonas^{1/}. El principal resultado es que, si bien existe un fuerte comovimiento de la actividad territorial previo al inicio de la pandemia, desde entonces se observa una marcada heterogeneidad en la evolución y recuperación de la actividad en las distintas zonas geográficas. Ello es coherente con lo que se ha venido mostrando en el Informe de Percepciones (IPN) que publica el Banco Central. Así, se observa que las macrozonas que presentan una mayor exposición a los sectores primarios (minería y otros recursos naturales) registran un mejor desempeño que el resto del país^{2/}. A su vez, el sector Comercio, restaurantes y hoteles muestra una importante recuperación en todos los territorios a partir de agosto del 2020, con la excepción de la macrozona Austral.

Para subsanar la dificultad de que, en general, el lugar geográfico de las ventas no necesariamente coincide con el que se reporta en registros administrativos, [González y Luttini \(2021\)](#) aproximan la distribución del PIB regional anual usando información del lugar de residencia de los trabajadores de una unidad económica. Intuitivamente, asumiendo que la movilidad territorial de los trabajadores es limitada, se puede asociar su lugar de residencia con la ubicación donde ejerce sus funciones productivas –al menos a niveles territoriales extensos, como el caso de macrozonas. De esta forma, la distribución territorial que resulta de asignar las ventas de las firmas en proporción a la ubicación de sus trabajadores, entrega una distribución geográfica similar a la del PIB regional^{3/}. Metodologías como la utilización de la dirección fiscal fueron descartadas por presentar las mayores

^{1/} Los indicadores que aquí se presentan no pretenden ser sustitutos de las Cuentas Nacionales Regionales, sino proveer información complementaria respecto de las principales tendencias que se observan en la economía nacional.

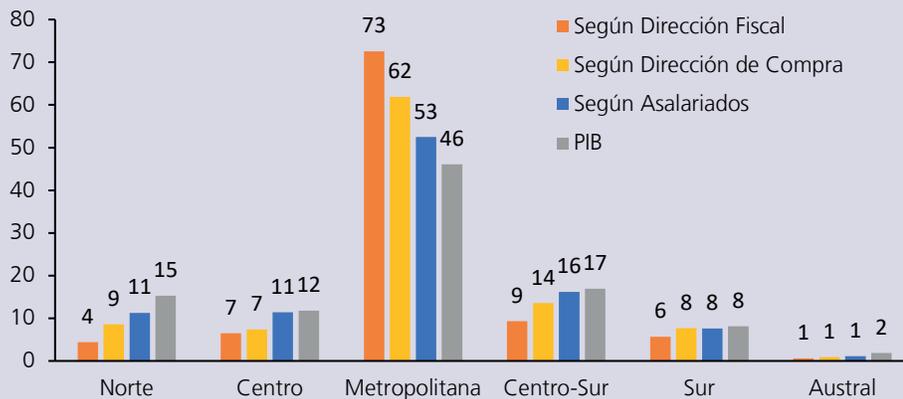
^{2/} Para efectos de este recuadro, se considera macrozona norte: Arica y Parinacota, Tarapacá, Antofagasta y Atacama; Centro: Coquimbo y Valparaíso; Metropolitana: Metropolitana; Centro-sur: O'Higgins, Maule, Ñuble y Biobío; Sur: Araucanía, Los Ríos y Los Lagos; Austral: Aysén y Magallanes.

^{3/} Para ello, se utilizan los datos de la Administradora de Fondos de Cesantía, que muestran una distribución geográfica de los asalariados coherente con los datos de la Población Económicamente Activa calculada por el INE, que se cruzan por medio de un identificador común ficticio con las ventas provenientes de la declaración del Impuesto al Valor Agregado que las empresas reportan al Servicio de Impuestos Internos. Todo el análisis de este recuadro, así como otros estudios realizados por el Banco Central usando registros administrativos, utiliza bases de datos innominadas, protegiendo así la confidencialidad respecto de la identidad de trabajadores y empresas individuales.



divergencias respecto de la distribución geográfica efectiva de las ventas. Esto es algo particularmente relevante para las empresas de mayor tamaño, que poseen sus casas matrices en la Región Metropolitana, pero pueden registrar ventas a lo largo de todo el país. También fue descartado asignar las ventas proporcionalmente a los montos despachados de compras de materias primas y materiales a cada macrozona, pues si bien representa un avance respecto de la dirección fiscal, la existencia de despachos hacia centros de distribución de las empresas impone un problema para esta estrategia (gráfico III.12).

GRÁFICO III.12 DISTRIBUCIÓN MACROZONAL DE LAS VENTAS SEGÚN DISTINTAS METODOLOGÍAS VERSUS PIB (*) (porcentaje)



(*) Cada una de las tres primeras barras en cada macrozona corresponde al promedio mensual para el año 2019 del total de ventas asignadas a dicha ubicación de acuerdo con cada método de territorialización considerado sobre el total de ventas a nivel país. La cuarta barra es la participación del PIB de la macrozona respectiva en el PIB total, de acuerdo con lo establecido por las Cuentas Nacionales para el año 2019.

Fuente: Gonzalez y Luttini (2021).

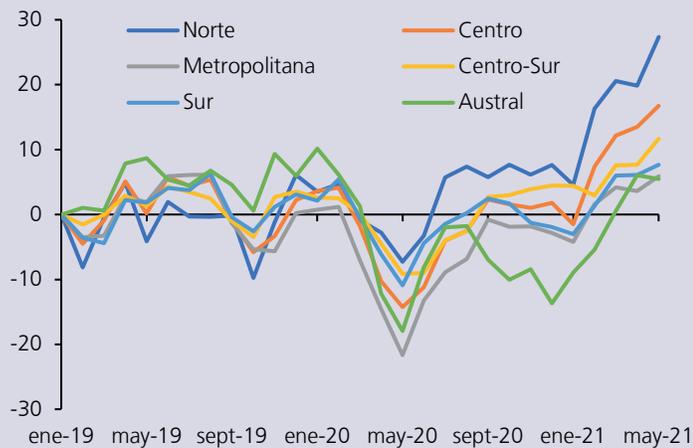
Resultados

Pese al fuerte comovimiento de las series previo al inicio de la pandemia, los resultados confirman lo que ha venido mostrando el IPN hace varios trimestres, en cuanto a la importante heterogeneidad entre las macrozonas del país a lo largo de la pandemia (gráfico III.13). Es notorio el mejor desempeño de la macrozona Norte ante el impacto inicial de la pandemia y también en el proceso de recuperación, logrando niveles superiores a los prepandemia en junio del 2020. Particularmente importante en esta macrozona es el hecho que, más allá de algunos ajustes para adaptarse a protocolos de operación, la minería ha seguido operando durante la pandemia. En cambio, la macrozona más afectada por el impacto inicial de la pandemia fue la Metropolitana, seguida



muy de cerca por la Austral. Sin embargo, en la recuperación, la macrozona Metropolitana mostró mayor dinamismo, quedando la Austral rezagada en su recuperación hasta el término del verano, lo que, como se ha levantado en el IPN, puede responder en parte a la temporalidad y extensión de las cuarentenas. Las series más estables corresponden a las macrozonas Sur y Centro-Sur, las que exhibieron caídas moderadas en un inicio y una recuperación con un ritmo lento —aunque algo mayor en la segunda. La relevancia de la actividad agrícola, forestal y la industria alimenticia en esta zona pareciera haber entregado un soporte a la actividad de la zona. En la zona sur, la distinta temporalidad de las cuarentenas ha sido levantado en el IPN como causal del rezago en la recuperación.

GRÁFICO III.13 VENTAS POR MACROZONA (*)
(escala logarítmica, enero 2019 = 0)



(*) Cada línea corresponde a 100 por el logaritmo natural de la razón del nivel de ventas de la macrozona respectiva sobre su propio nivel en enero de 2019. La regionalización de las ventas se hizo usando el método de la residencia de los asalariados de las empresas.

Fuente: Gonzalez y Luttini (2021).

Gonzalez y Luttini (2021) descomponen la variación interanual de las ventas para el período enero 2020- mayo 2021 en contribuciones por sector económico. Los autores destacan que el buen desempeño de las macrozonas Norte, Centro y Centro-Sur es impulsado por la actividad del sector primario (minería y otros recursos naturales). En contraposición, la evolución de la macrozona Metropolitana —debido a su fuerte dependencia de la Construcción y el Comercio, restaurantes y hoteles— resulta más vulnerable a las restricciones de movilidad. Finalmente, la macrozona Austral enfrenta caídas importantes de la Construcción, Comercio, restaurantes y hoteles, y Manufactura durante todo el 2020 y comienzos de 2021, muy relacionado, como se mencionó, con la temporalidad y la extensión de las cuarentenas. Su recuperación en los últimos meses está fuertemente influenciada por la mayor actividad de estos últimos dos sectores.



Desarrollos futuros

Ante la necesidad de mejorar la oportunidad y calidad de las estadísticas disponibles para el público, el Banco Central se encuentra desarrollando un proyecto para aumentar la frecuencia y ampliar la cobertura de las estadísticas de cuentas nacionales en el ámbito regional. Para lograr este objetivo, se está trabajando principalmente en: (i) la utilización más intensiva de registros administrativos de alta frecuencia, que complementan la información de encuestas y estudios actualmente disponibles y (ii) el desarrollo de métodos estadísticos de distribución territorial de los agregados nacionales, en línea con lo expuesto en este recuadro. Los resultados de este proyecto serán publicados durante el 2022 e incluirán series trimestrales que cubrirán algunas variables de la actividad regional desde la perspectiva del origen y del gasto.

Conclusiones

La pandemia golpeó a todas las macrozonas del país, sin embargo, la magnitud de este golpe y el ritmo de recuperación ha sido heterogéneo entre ellas. Las macrozonas Norte, Centro y Centro-Sur resultaron las de mejor desempeño relativo en los indicadores analizados cuando se les compara con las macrozonas Metropolitana, Sur y Austral. En todo caso, a mayo del 2021, todas las macrozonas exhibían niveles de ventas que superaban a los observados previo a la pandemia. Este tipo de análisis, posibilitado por la disponibilidad de registros administrativos de alta frecuencia, vuelve a resaltar la importancia de contar con este tipo de información para realizar estudios económicos relevantes para el país en forma oportuna.



IV. PRECIOS Y COSTOS

Las perspectivas para la inflación a corto plazo sufren una importante corrección al alza en el escenario central de este IPoM. Esta responde a diversos factores: (i) la extensión de las transferencias fiscales y un aumento observado del gasto privado por sobre lo esperado que lleva a una reevaluación de qué porcentaje de los masivos retiros de fondos previsionales y de las transferencias se están destinando al consumo; (ii) una depreciación idiosincrática del peso chileno que tendrá un impacto sobre la inflación superior al promedio; (iii) la prolongación e intensificación de factores de oferta que han estado presionando los costos; (iv) registros inflacionarios algo superiores a lo previsto en junio; y (v) un nuevo aumento del precio de los combustibles. Así, en el escenario central la inflación anual subirá hasta 5,7% en diciembre de este año (4,4% en junio), ubicándose por encima de 5% durante buena parte del 2022. Posteriormente, la inflación comenzará su proceso de convergencia hacia la meta de 3%, considerando la acción de la política monetaria, la moderación del consumo y la atenuación de las presiones de costos.

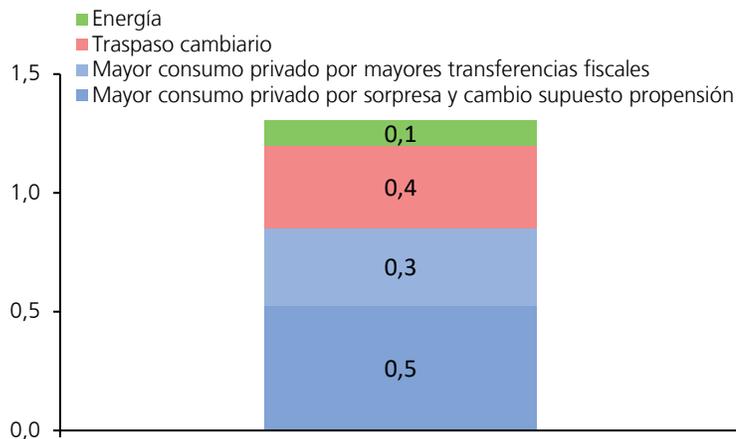
EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Durante este año las perspectivas inflacionarias a corto plazo se han revisado sucesivamente al alza. La inflación anual proyectada a diciembre de este año se corrigió 1,4 y 1,3 puntos porcentuales (pp) en el IPoM de junio y de septiembre, respectivamente, subiendo hasta 5,7%. En este IPoM, el principal factor proviene de una reevaluación del dinamismo del consumo privado, que ahora se estima mayor que en junio, y el impulso adicional procedente de la extensión del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) (gráfico IV.1). En este resultado confluyen varios factores. Por un lado, los datos disponibles muestran un significativo incremento del gasto en bienes, especialmente durables. Ello se ha reflejado en el aumento que ha tenido la inflación subyacente de bienes a julio (5,2% anual), observándose que los precios de algunos de los bienes que se identifican como de alta demanda —electrónica, automóviles, vestuario y calzado, entre otros— estén teniendo incrementos de precios muy por sobre el promedio de la economía (gráficos IV.2 y IV.3). Este comportamiento de los precios se da en un contexto en que los niveles de existencias siguen percibiéndose como insuficientes (IMCE), pese al crecimiento de las importaciones. El efecto proyectado del mayor gasto privado sobre la inflación acumulada a diciembre representa 0,8pp de la corrección al alza.

Un segundo factor de relevancia es el traspaso a precios de la depreciación que ha sufrido el peso, pues ha sido una de las monedas que más se han debilitado a nivel global en los últimos meses. El tipo de cambio nominal acumula una pérdida de valor respecto del dólar en torno a 11% desde mediados de mayo. Esta depreciación ha tenido un carácter idiosincrático, pues ha sido transversal respecto de diversos grupos de monedas —por ejemplo, la depreciación respecto del TCM, TCM-X y TCM-5 estuvo entre 9 y 10% en igual período— superando la observada en otros países de la región y en otras economías comparables (gráfico II.4). En este sentido, el debilitamiento del peso ha sido más elevado que lo sugerido por sus fundamentos de corto plazo, como la disminución del precio del cobre y la apreciación del dólar multilateral. La depreciación del peso en términos reales también ha sido significativa, con un TCR que ha aumentado cerca de 10% en lo que va del año.

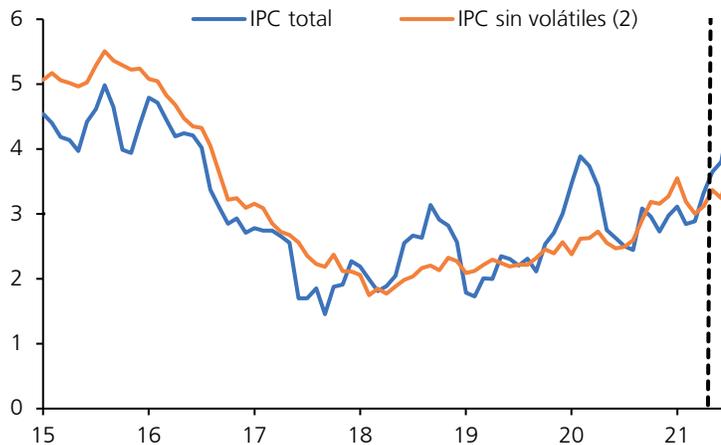


GRÁFICO IV.1 INCIDENCIAS EN LA REVISIÓN DE LA INFLACIÓN PROYECTADA A DICIEMBRE 2021 (*)
(puntos porcentuales)



(*) Construido considerando la proyección para la inflación del IPC total del IPoM de junio y de septiembre del 2021.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.2 INDICADORES DE INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2021.

(2) IPC sin volátiles tiene una participación de 65,1% en la canasta del IPC total. Para mayor detalle, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#) y [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#).

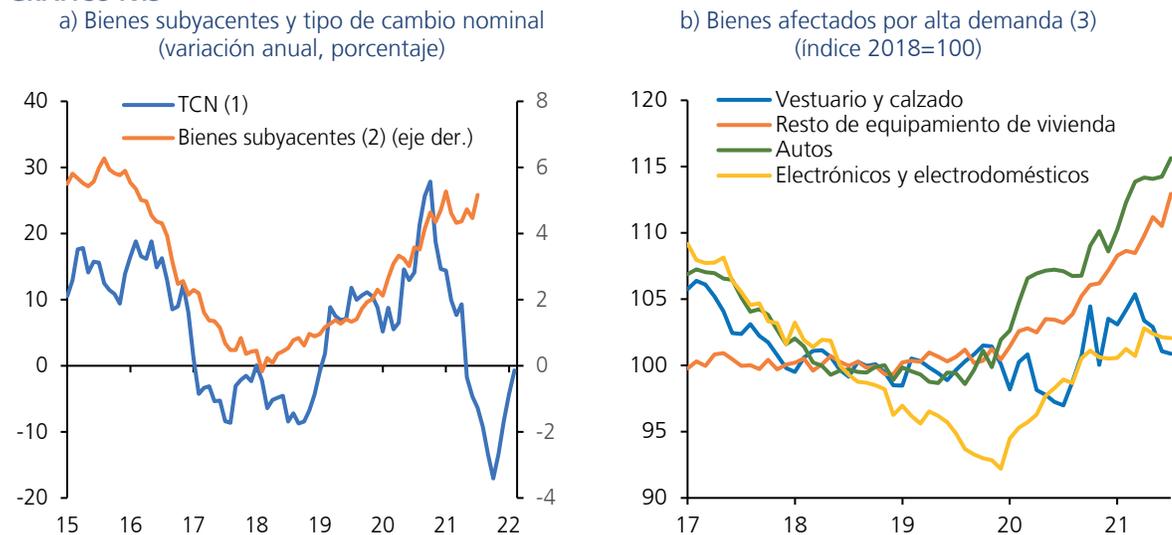
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Por su carácter idiosincrático, se estima que la depreciación del peso tendrá un efecto sobre los precios superior al promedio. Como se mencionó en el [Recuadro IV.1 del IPoM de marzo del 2018](#), el coeficiente de traspaso promedio del tipo de cambio nominal a la inflación se encuentra entre 0,1 y 0,2 después de un año, pero con una alta varianza entre los distintos ítems que componen la canasta del IPC. Además, los efectos inflacionarios de los movimientos cambiarios son diferentes dependiendo del factor que haya originado sus variaciones: el traspaso a precios finales será mayor cuando el movimiento de la paridad provenga de *shocks* idiosincráticos a Chile versus uno relacionado con factores multilaterales, como un movimiento del valor global del dólar. En ese Recuadro, además, se estimó que un aumento de 10% del tipo de cambio nominal se asocia, un año después, a un incremento de la inflación de 0,5% cuando es originado por un *shock* multilateral de precios internacionales, y de 2,6% cuando responde a un *shock* idiosincrático a la paridad de tasas. El efecto estimado del mayor tipo de cambio sobre la inflación acumulada a diciembre se estima alcanzará a 0,4pp de la corrección al alza (gráfico IV.1).

Un tercer elemento que explica la mayor inflación estimada a diciembre es su comportamiento reciente, en particular porque el acumulado entre mayo y julio fue algo superior a lo previsto en el IPoM anterior. Gran parte de la sorpresa proviene del dato de julio (+0,8% mes a mes). Este último estuvo impulsado por los precios de los bienes de alta demanda, especialmente de productos importados, el alza de los combustibles y de algunos servicios no indexados y no administrados. En términos anuales, el comportamiento de estos ítems se reflejó en una fuerte subida de la inflación total y subyacente hasta 4,5 y 3,8% anual a julio, la que superó lo esperado en el IPoM pasado (gráfico IV.3). En tanto, la inflación de servicios subyacentes subió hasta 2,9% anual, alzándose hasta valores cercanos a 4% anual al excluir los ítems administrados e indexados (gráfico IV.4). Esto, en medio de menores restricciones de desplazamiento y de modificaciones al funcionamiento de estos sectores que permitieron los avances del Plan Paso a Paso. El INE informó que la imputación de precios se redujo hasta 21,3% a julio y que a partir de agosto dejarán de imputarse los precios de las entradas al cine, los servicios prestados por centros recreativos, las entradas a espectáculos culturales, clases recreativas y gimnasios^{1/}.

GRÁFICO IV.3



(1) Rezagado seis meses. Para agosto 2021, considera información hasta el día 25.

(2) Representan el 26,7% de la canasta del IPC.

(3) Muestra la evolución de los índices de precios del IPC de las agrupaciones de bienes seleccionadas.

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

^{1/} Ver [Separata Técnica Índice de Precios al Consumidor Contingencia COVID-19 – Julio 2021](#), publicada por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE).



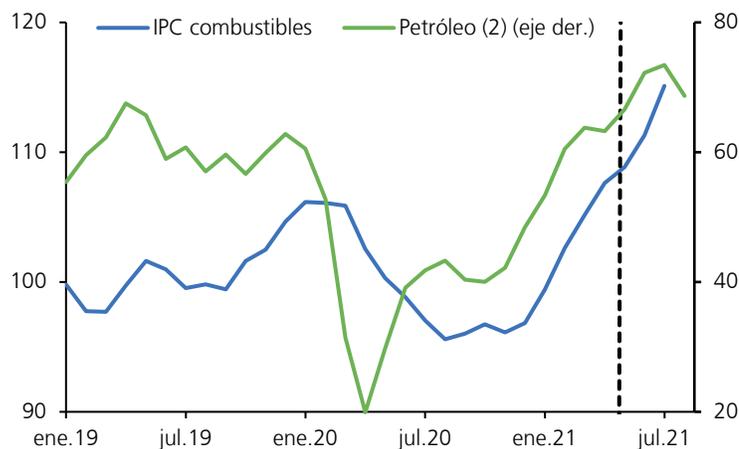
La inflación de los ítems volátiles explica una parte menor del cambio en la proyección, y se concentra principalmente en el precio de los combustibles, ligada al nuevo incremento del precio del petróleo a nivel global (gráfico IV.5). El precio del barril de petróleo (promedio Brent-WTI) ha continuado subiendo (+1,5% respecto del cierre estadístico de junio). Esta nueva alza ha sido traspasada paulatinamente a los precios de los combustibles a nivel local, coherente con el funcionamiento del MEPCO. Con todo, en agosto, el Ministerio de Hacienda anunció dos modificaciones a los parámetros de este mecanismo, cuyos efectos se estiman transitorios^{2/}. Como se señaló en el IPoM de junio, la combinación del alza del precio de los combustibles y la base de comparación menos exigente a partir del segundo trimestre del 2020 han resultado en un crecimiento anual importante del IPC de energía (12,5% anual en julio).

GRÁFICO IV.4 IPC SERVICIOS SIN VOLÁTILES (*)
(variación anual, promedio móvil de tres meses, porcentaje)



(*) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.5 IPC DE COMBUSTIBLES Y PRECIO DEL PETRÓLEO (1)
(índice, base 2018=100; dólares por barril)



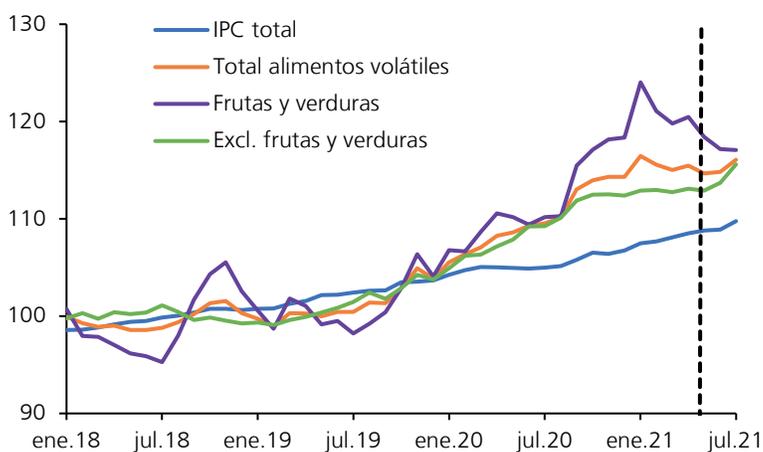
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2021. (2) Precio promedio entre el barril de petróleo Brent y WTI. Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Bloomberg.

^{2/}El escenario central incorpora el efecto transitorio que tendrán sobre los precios de los combustibles las modificaciones a los parámetros del Mecanismo de Estabilización del Precio de los Combustibles (MEPCO) anunciadas por el Ministerio de Hacienda el [03](#) y el [11](#) de agosto del 2021.



Los precios de los alimentos volátiles, excluyendo las frutas y verduras, retomaron su tendencia al alza, en medio de índices internacionales que han ido disminuyendo. Si bien los precios de las frutas y verduras han continuado con la baja que arrastran desde inicios de este año, los del resto de los alimentos volvieron a aumentar. En el agregado, los precios de los alimentos volátiles crecieron 6% anual a julio (gráfico IV.6), aunque por debajo de las expansiones que han ocurrido en otras economías emergentes. En contraste, el [Índice de Precios de los Alimentos \(FAO\)](#) de julio disminuyó por segundo mes consecutivo, en respuesta a la baja en los precios de los cereales, los lácteos y los aceites vegetales. En esto han incidido los mejores rendimientos y perspectivas de producción en algunos países, la debilidad de la demanda mundial (aceites y lácteos) y la cancelación de algunos pedidos por parte de China (maíz), entre otros factores.

GRÁFICO IV.6 IPC DE ALIMENTOS VOLÁTILES (*)
(índice, base 2018=100)



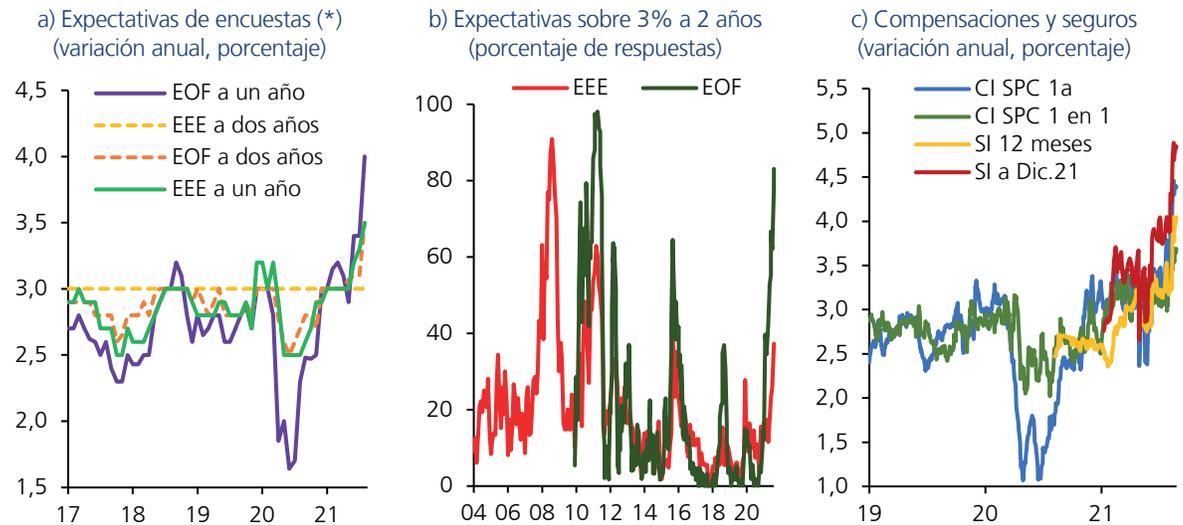
(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2021.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Las expectativas de inflación del mercado de corto plazo han tenido un aumento significativo en los últimos meses. A diciembre del 2021, la inflación anual reportada por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto aumentó hasta 4,2% (3,3% en mayo). A un año plazo, las perspectivas contenidas en la EEE de agosto y en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de ese mes también subieron hasta 3,5 y 4,0% (3,0 y 3,1% al cierre estadístico del IPoM anterior). Las expectativas implícitas en los precios de los activos financieros disponibles al cierre estadístico también han aumentado y, en particular, los seguros a diciembre del 2021 anticipan un valor en torno a 4,8%. En tanto a un año plazo, los precios de los activos financieros se ubican entre 3,9 y 4,4% a un año plazo. Todo ello, influenciado por los anuncios y discusiones de las nuevas medidas de apoyo a los hogares, la depreciación del peso chileno y los potenciales efectos de la sequía.

A dos años plazo, destaca el alza de una parte de las expectativas del mercado. Las compensaciones inflacionarias y la EOF subieron hasta 3,6 y 3,5%, respectivamente, mientras la EEE permanece en torno a 3% anual. Eso sí, en ambas encuestas ha aumentado el porcentaje de respuestas que ubica a la inflación por sobre la meta de 3%, superando el 80% en el caso de la EOF (gráfico IV.7).



GRÁFICO IV.7 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



(*) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la del 26/08/2021. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

Fuentes: Banco Central de Chile, ICAP y Tradition Chile.

COSTOS

Estas dinámicas ocurren en un escenario donde las presiones de costos que enfrentan las empresas se han prolongado. Los costos de transporte de contenedores continuaron subiendo en los últimos meses, en especial los fletes marítimos desde Asia. Los precios de las materias primas permanecen elevados, más allá de algunas disminuciones recientes (gráfico I.8). Los índices de precios al productor y al consumidor continuaron aumentando a nivel global y el componente subyacente muestra incrementos más notorios en algunas economías emergentes. La información cualitativa publicada por otros bancos centrales también reporta mayores precios de varios insumos, de los fletes e incrementos de salarios en algunos casos^{3/}. A nivel local, el crecimiento anual de los salarios nominales —ICMO e IR, medidos por el INE— alcanzó niveles máximos desde 2016 en medio de restricciones de oferta en del mercado laboral y una mayor demanda de trabajo por parte de las empresas. Los mayores salarios se han visto en los rubros de transporte, construcción y comercio. El [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de agosto](#) da cuenta de que los incrementos de costos, tanto de insumos como laborales, se han vuelto más generalizados entre sectores (gráfico IV.8).

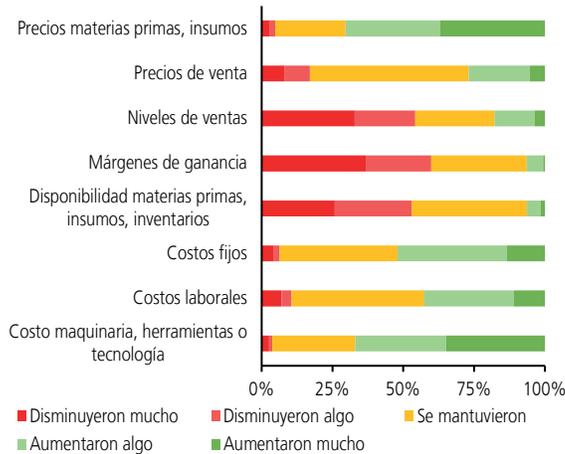
Los problemas de abastecimiento de insumos se han generalizado para las empresas, en medio de importantes incrementos de la demanda. La mayoría de los consultados en el IPN de agosto reportó menor disponibilidad de materias primas, insumos o inventarios en los últimos tres meses. Resaltaron la falta de materiales de construcción, repuestos, maquinaria y equipos, plásticos, derivados del petróleo, algunos alimentos y aceites para la industria. La escasez de insumos y su encarecimiento fueron asociados a factores globales como los problemas de producción en las fábricas y dificultades en el transporte marítimo. Dentro de la información cualitativa publicada por autoridades monetarias de otros países, algunos destacaron las dificultades que estaban enfrentando ciertos rubros que volvieron a operar^{3/}. Los PMI también dan cuenta de un nuevo deterioro de los tiempos de entrega a nivel global (gráfico I.6). A nivel local, los niveles de inventarios en el comercio y la industria (IMCE) siguen percibiéndose como insuficientes, pese al crecimiento de las importaciones (gráficos IV.9 y IV.10).

^{3/} Ver [Agents' Summary of Business Conditions](#) del Banco de Inglaterra, [The Beige Book](#) de la Reserva Federal de EE.UU., [Regional Network Report](#) del Banco de Noruega y [Business Leaders Survey](#) de la Reserva Federal de Nueva York.



GRÁFICO IV.8

a) IPN: Durante los últimos tres meses ¿Cuál fue el comportamiento de los siguientes factores de su empresa? (porcentaje del total de respuestas)

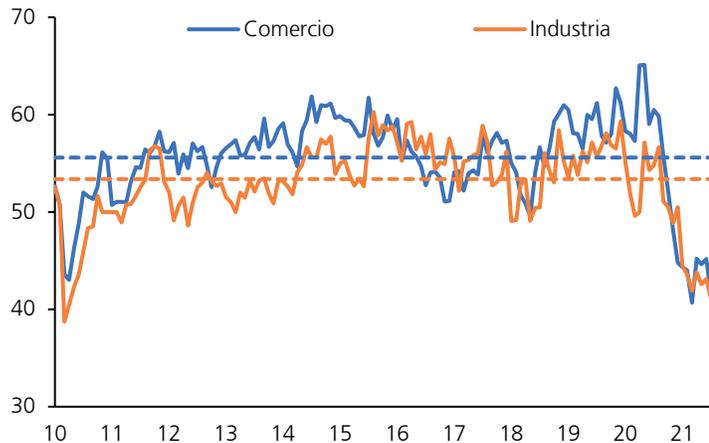


b) Salarios nominales (variación anual, porcentaje)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas e Informe de Percepciones de agosto 2021, Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.9 IMCE: SITUACIÓN ACTUAL DE INVENTARIOS (1) (2)
(índice de difusión)



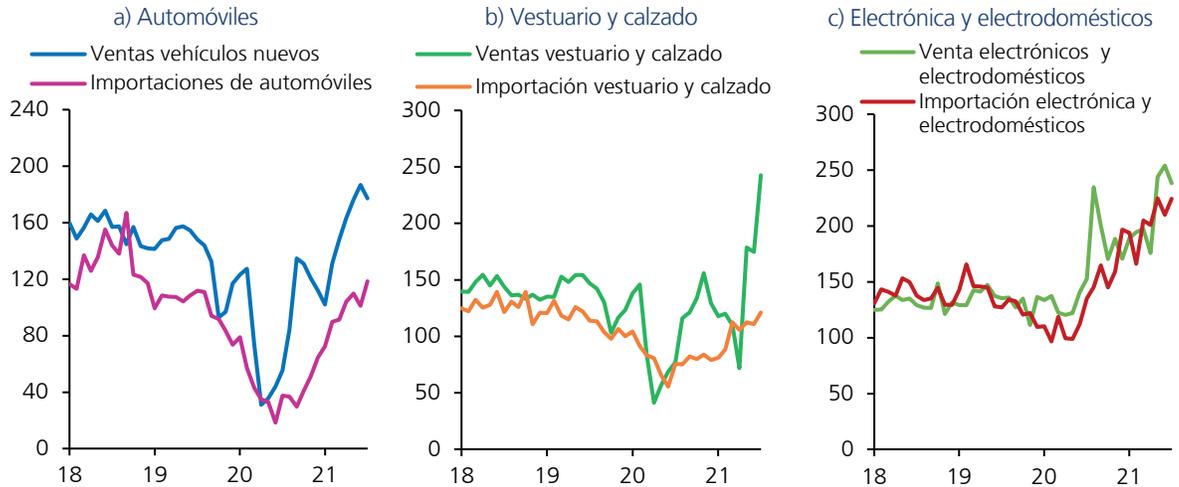
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica percepciones de niveles de inventarios excesivos (insuficientes). (2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta agosto del 2021 para cada serie.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Las empresas expresan su disposición a traspasar a precios esta mayor presión sobre los costos. Varias empresas consultadas en el IPN de agosto reportaron que habían traspasado las alzas de sus costos a precios de venta y más de la mitad planeaba realizarlo pronto. Esto ha sido posible gracias al importante aumento de la demanda que enfrenta una parte de los entrevistados, mientras otros no habían realizado cambios pues aún percibían fragilidad en su demanda. La gradualidad que habían preferido adoptar algunos para este proceso también adelantaba que los precios de venta seguirían subiendo para recuperar los márgenes que habían perdido. La mayor disposición por parte de las empresas a traspasar a precios los aumentos de costos es coherente con el mayor grado de traspaso cambiario a inflación asumido en las proyecciones de corto plazo del escenario central. Las expectativas de costos, salarios y precios (IMCE) permanecen elevadas y por sobre sus promedios históricos (gráfico IV.11). Del mismo modo, el porcentaje de consumidores que cree que los precios de los bienes subirán mucho en los próximos doce meses permanece en torno a sus niveles máximos desde el 2011 (IPEC).

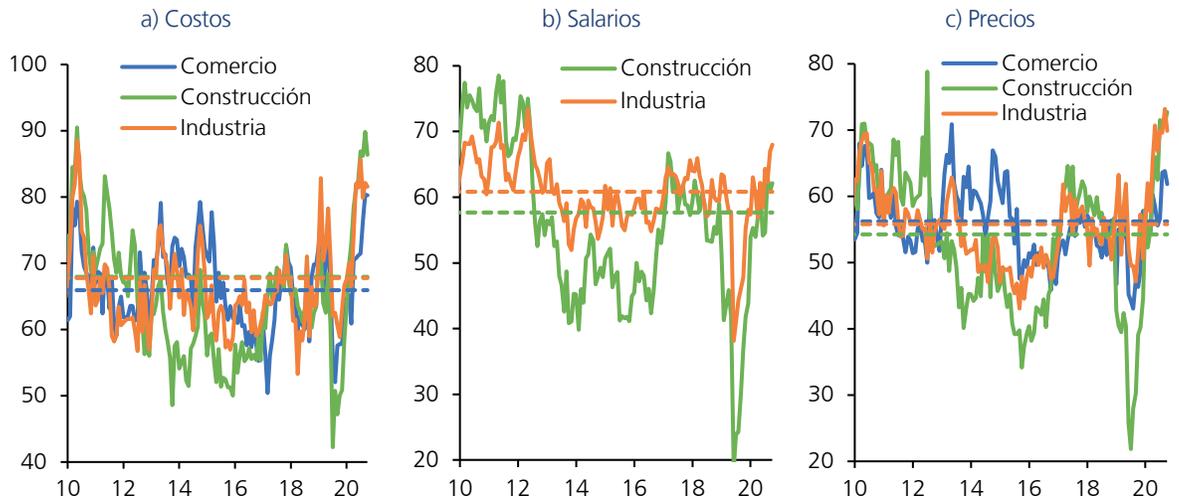


GRÁFICO IV.10 VENTAS E IMPORTACIONES REALES (*)
(índice promedio 2014=100, desestacionalizado)



(*) Datos de ventas e importaciones julio 2021. Importaciones nominales deflactadas por el IPC de Autos nuevos, Vestuario y calzado y Electrónicos (incluye: línea blanca, electrodomésticos, fax, equipos de audio y celulares), según corresponda. Importaciones de electrónica y electrodomésticos incluye celulares, computadores, televisores y electrodomésticos.
 Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.11 IMCE: EXPECTATIVAS DE COSTOS, SALARIOS Y PRECIOS (1) (2) (3)
(índice de difusión)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta agosto del 2021 para cada serie. (3) Las expectativas son a seis (tres) meses para salarios (costos y precios).
 Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En el escenario central de este IPoM, el Consejo anticipa que la convergencia de la inflación a la meta requerirá continuar retirando el impulso monetario, llevando la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022. Esta importante modificación en la orientación de la política monetaria responde a la evolución del escenario macroeconómico y las presiones inflacionarias que de él se derivan. En particular, por un gasto privado que muestra una elevada aceleración, con un evidente desbalance hacia el consumo de bienes, que está provocando presiones en los precios y que ya ha hecho aumentar la inflación. Esto, en un contexto en que la oferta aún no logra reponerse completamente. Se añade que el impulso al consumo será realimentado por la extensión de las transferencias fiscales a los hogares, al mismo tiempo que la percepción de un empeoramiento de los fundamentos de la economía ha causado una depreciación idiosincrática del peso cuyo traspaso a los precios es superior al promedio. Así, en el escenario central la inflación anual subirá hasta 5,7% en diciembre de este año, ubicándose en valores por sobre 5% durante la primera parte del 2022, para iniciar desde ahí su convergencia a la meta. Su medida subyacente se ubicará en 4,7% en diciembre de este año, alcanzará su máximo hacia mediados del 2022 (cerca a 5,5%), para luego comenzar a descender hacia 3%. Además del aumento de la TPM, la convergencia de la inflación considera el retiro de las políticas de estímulo fiscal a partir del próximo año.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

Las presiones inflacionarias han aumentado considerablemente, en un contexto que la inflación llegó a 4,5% anual en julio. La inflación subyacente aumentó hasta 3,8% anual, de la mano de los mayores precios de bienes y servicios. En los primeros, cuya variación anual se ubicó en 5,2% a julio, resalta que los precios de algunos de los bienes que se identifican como de alta demanda —electrónica, automóviles, entre otros— están teniendo alzas por sobre el promedio de la economía. De hecho, la inflación acumulada a julio resultó algo por sobre lo previsto en el IPoM pasado, principalmente por el comportamiento de esta clase de bienes. La inflación subyacente de servicios aumentó hasta 2,9% anual en julio, alzándose hasta valores cercanos a 4% anual al excluir los precios de los ítems administrados e indexados. Esto, en medio de una mayor apertura de la economía. Respecto del componente volátil, los combustibles han seguido impulsando la inflación anual, en lo que se combinan incrementos efectivos de su precio en los últimos meses y una base de comparación menos exigente que dejó igual período del año pasado.

El aumento de la inflación se ha dado en un contexto en que la economía superó los niveles de actividad que exhibía previo al inicio de la crisis social, aunque la composición del gasto revela un significativo dinamismo del consumo de bienes, principalmente importados. Los datos del segundo trimestre y la información parcial del tercero muestran un incremento significativo del gasto en bienes. De hecho, el consumo durable anotó tasas de expansión anual de 130% en el segundo trimestre, con niveles que superan ampliamente cualquier promedio histórico y que no son sostenibles en el largo plazo.

La elevada liquidez de las personas, apoyada por los reiterados masivos retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales, son los principales determinantes del dinamismo del consumo privado. Los datos del segundo trimestre y la información parcial del tercero revelaron que los hogares están gastando una parte mayor a la esperada de sus ingresos, lo que hace reevaluar al alza el supuesto sobre la proporción destinada a consumir de los masivos retiros de ahorros previsionales y del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). Sobre esto, se añade la extensión del IFE universal, IFE laboral y otros programas, dando forma a un escenario en que el consumo crecerá a tasas promedio del orden de 20% en el segundo semestre del año.

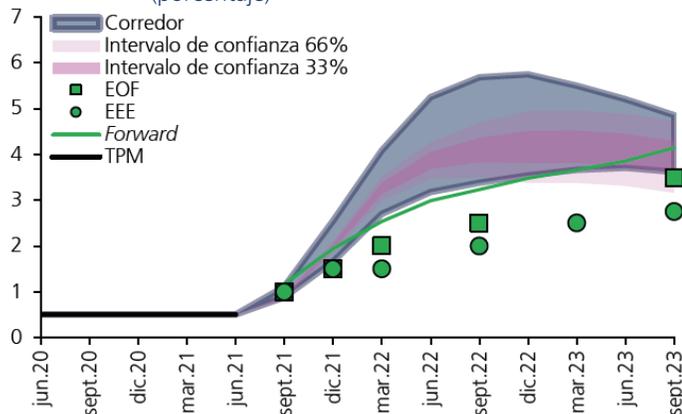


El fuerte crecimiento de los últimos meses ha provocado el agotamiento de las holguras de capacidad, estimándose que por unos trimestres el nivel de la brecha de capacidad se volverá más positiva que lo previsto en junio. Durante el tercer trimestre del presente año, se estima que la brecha de actividad llegará a valores algo sobre 4%. Se suma, en este contexto de alta inflación efectiva y mayores presiones de demanda, una depreciación idiosincrática del peso, cuyo traspaso hacia la inflación es mayor que la de un aumento de la paridad provocado por factores globales ([Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2018](#)) (Capítulo IV).

En este escenario, el Consejo considera que para evitar que la economía acumule desbalances macroeconómicos dañinos es necesario retirar el impulso monetario a una velocidad mayor que la estimada en junio. De hecho, la recuperación que ha mostrado la economía no hace necesaria una expansividad monetaria de la magnitud de la que se implementó en el 2020.

El Consejo aumentó la TPM en 75 puntos base en su Reunión de agosto y, en el escenario central estima que continuará retirando el impulso monetario, llevando la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022. El juicio del Consejo es que los escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios tienen una probabilidad algo mayor de ocurrir, lo que llevaría a una trayectoria de la TPM más cercana al borde superior del corredor de tasas (gráfico V.1). El detalle de estos escenarios se discute en la sección final de este Capítulo.

GRÁFICO V.1 CORREDOR PARA LA TPM (*)
(porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#). Incluye la EOF publicada el 26 de agosto, la EEE publicada el 10 de agosto y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre (cierre estadístico). Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP).

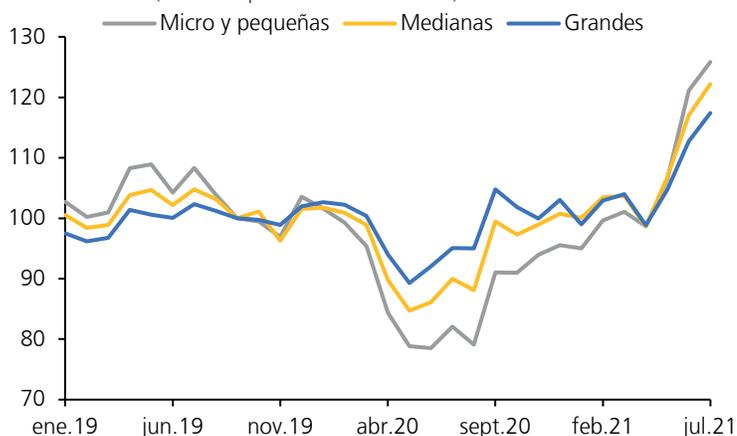
Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

La economía chilena ha evolucionado por sobre lo previsto, superando el nivel de actividad que exhibía previo al inicio de la crisis social. En el segundo trimestre del 2021, el PIB anotó un crecimiento anual de 18,1%, cifra donde se combinaron la capacidad de adaptación de los agentes económicos al contexto de la pandemia, el impacto de las políticas de apoyo a los ingresos de los hogares y una muy baja base de comparación. En este contexto, resalta que, si bien las ventas de las empresas más pequeñas fueron las más afectadas en los momentos más álgidos de la pandemia, son las que más se han recuperado, ilustrando la efectividad de las políticas de apoyo al crédito. De hecho, los datos de la factura electrónica de julio exhiben niveles de venta muy por sobre los previos a octubre del 2019, también favorecidos en los últimos meses por la reapertura de actividades asociadas al levantamiento de restricciones sanitarias (gráfico V.2).



GRÁFICO V.2 VENTAS DE FIRMAS POR TAMAÑO DE EMPRESAS (*)
(índice septiembre 2019=100)



(*) Cálculos en base a información anonimizada de la factura electrónica. Para eliminar *outliers*, se *winsorizan* observaciones por encima del 99,9% de la distribución completa de ventas para el período enero 2014-julio 2021. Series desestacionalizadas. La muestra contempla empresas que (i) cuentan con clasificación de sector de Cuentas Nacionales (CCNN) y (ii) tienen dos o más trabajadores en al menos un mes del período enero 2019-julio 2021. El tamaño de empresas se define según la clasificación de estrato de CCNN, que considera ventas anuales. Micro y pequeñas: ventas hasta 25 mil UF; medianas: ventas entre 25 y 100 mil UF; grandes: ventas mayores a 100 mil UF. Para el 2021, CCNN no ofrece clasificación de empresas por estrato, por lo que, si las empresas existían en el 2020, se les incluye en el estrato definido para ese año. Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Servicio de Impuestos Internos.

En este contexto, el crecimiento proyectado para el 2021 se corrige a un rango entre 10,5 y 11,5%, explicado en gran parte por el mayor dinamismo observado y previsto del consumo privado. La proyección de crecimiento del consumo privado sube a 18% anual (15% en junio), debido a que (i) las cifras del segundo trimestre dieron cuenta de un aumento del consumo y la inversión por sobre lo previsto, lo que eleva el punto de partida para la proyección; (ii) el mayor dinamismo del consumo lleva a reevaluar al alza el supuesto de cuánto de los recursos recibidos por los retiros previsionales y el IFE serán destinados a gasto; (iii) el ingreso disponible para consumir aumenta por la extensión del IFE universal. Estos cambios tienen un impacto en el crecimiento del PIB en torno a 1,3 puntos porcentuales (pp) este año (gráfico V.3). Un consumo del gobierno más elevado, asociado en parte a mayores gastos en salud, también contribuye al mayor crecimiento proyectado para este año.

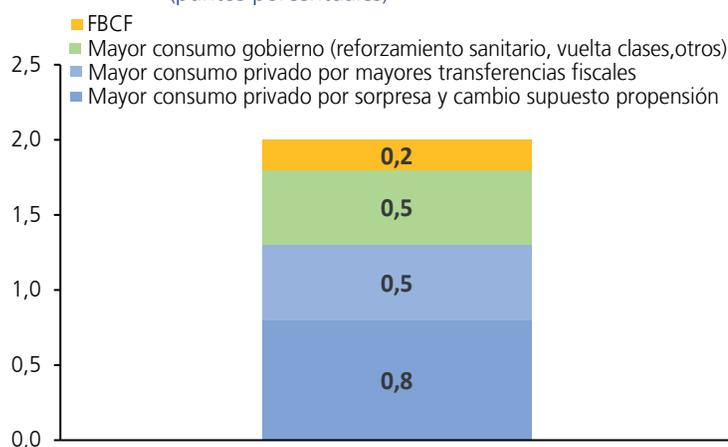
La proyección de formación bruta de capital fijo (FBCF) también se corrige al alza para este año, principalmente por el dinamismo que ha mostrado su componente de maquinaria y equipos. Durante la primera mitad del año, este ha anotado tasas de expansión anual significativas y por sobre lo previsto, con niveles desestacionalizados que muestran una recuperación respecto del 2020, lo que eleva el punto de partida de la proyección. En esto ha cooperado especialmente el aumento de proyectos ligados a energías renovables, lo mismo que la renovación de maquinarias y equipos de distinta índole, en un contexto de aceleración de la actividad. El componente de construcción y otras obras ha tenido un crecimiento menor, con niveles que persisten por debajo de los observados previo a la pandemia, pero que ha ido aumentando en la medida que se han ido flexibilizando las restricciones sanitarias.

En el mediano plazo, la economía se desacelerará de forma significativa, para crecer entre 1,5 y 2,5% durante el 2022, y entre 1,0 y 2,0% durante el 2023 (tabla V.1). Esta proyección considera una moderación del dinamismo actual del consumo, con ingresos de los hogares que crecerán coherentes con la paulatina superación de los efectos de la pandemia en el mercado laboral, con el agotamiento de los recursos obtenidos por los masivos retiros de ahorros previsionales y la extinción de las transferencias fiscales universales. La mayor estrechez de los mercados financieros también influirá en la evolución prevista para el consumo. De todos modos, el supuesto de una mayor propensión marginal a consumir y un impulso fiscal superior al previsto en el 2021, llevan a que el nivel del consumo durante el 2022 y 2023 siga muy elevado. El escenario central contempla que el efecto en el consumo



de los recursos entregados por el IFE, si bien irá disminuyendo, será visible durante el 2022, mientras el de los retiros de ahorros previsionales permanecerá hasta el 2023. También se contempla un rebalanceo del consumo de bienes hacia servicios, en línea con la mayor apertura de la economía. Así, se espera que el consumo privado crezca en torno a 1% en el 2022 y se contraiga levemente el 2023.

GRÁFICO V.3 INCIDENCIAS EN LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB 2021 (*)
(puntos porcentuales)



(*) Construido considerando el punto medio del rango de la proyección del IPoM de junio y de septiembre del 2021.
Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

| | 2020 | 2021 (f) | 2022 (f) | 2023 (f) |
|--------------------------------------|-------------------------------|-----------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | |
| PIB | -5,8 | 10,5-11,5 | 1,5-2,5 | 1,0-2,0 |
| Ingreso nacional | -4,7 | 14,8 | 2,1 | 1,1 |
| Demanda interna | -9,1 | 18,5 | 0,9 | 0,5 |
| Demanda interna (sin var. de exist.) | -7,9 | 16,7 | 0,5 | 0,2 |
| Formación bruta de capital fijo | -11,5 | 15,9 | 0,3 | 0,6 |
| Consumo total | -6,8 | 16,9 | 0,5 | 0,1 |
| Consumo privado | -7,5 | 18,1 | 1,1 | -0,4 |
| Exportaciones de bienes y servicios | -1,0 | 0,1 | 5,7 | 5,0 |
| Importaciones de bienes y servicios | -12,7 | 24,6 | 2,3 | 1,8 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | 1,4 | -2,2 | -2,1 | -2,3 |
| Ahorro Nacional Bruto (% del PIB) | 21,2 | 19,1 | 19,4 | 19,7 |
| Inversión Nacional Bruta (% del PIB) | 19,8 | 21,3 | 21,5 | 22,1 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 20,9 | 20,8 | 20,6 | 20,9 |
| FBCF (% del PIB real) | 20,7 | 21,6 | 21,2 | 21,0 |
| | (millones de dólares) | | | |
| Cuenta corriente | 3.370 | -7.100 | -7.300 | -8.600 |
| Balanza comercial | 18.369 | 15.700 | 16.600 | 14.800 |
| Exportaciones | 73.485 | 94.600 | 98.000 | 98.700 |
| Importaciones | 55.116 | 78.900 | 81.400 | 83.900 |
| Servicios | -4.998 | -6.500 | -8.000 | -8.400 |
| Renta | -10.964 | -17.000 | -17.100 | -16.500 |
| Transferencias corrientes | 963 | 700 | 1.200 | 1.500 |

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

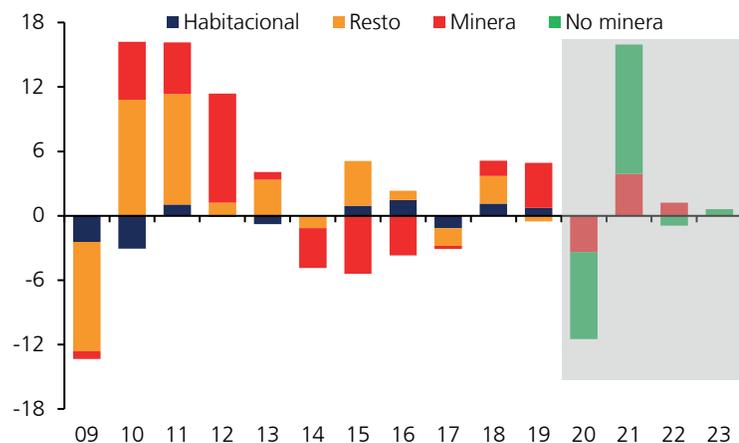


En el caso de la inversión, se espera un desempeño acotado para los próximos dos años, asociado a varios factores restrictivos. A la mayor base de comparación que dejará el 2021, se suma el incremento de la percepción de riesgo sobre la economía chilena que se ha dado en un contexto de un significativo aumento de la deuda pública y deterioro de la base de ahorro ante los sucesivos retiros de los fondos previsionales. El impacto que esto ha provocado en las tasas de interés de largo plazo, el tipo de cambio, la bolsa y los indicadores de incertidumbre (Capítulo II) contendrán el dinamismo de la inversión en adelante.

Los catastros de inversión y las percepciones de las empresas también apuntan un panorama acotado para el crecimiento de esta parte del gasto. En el caso del catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), la información para el 2021 da cuenta de una moderada corrección al alza, concentrada en proyectos de rápida ejecución y con alto componente importado como son las energías renovables. De hecho, en el resto de los sectores, el catastro da cuenta de limitadas entradas de nuevos proyectos —muy por debajo de su evolución histórica—. A su vez, el [Informe de Percepciones de Negocios de agosto](#) revela que distintos factores de incertidumbre están teniendo impactos importantes en las decisiones de inversión. En particular, más del 80% de las empresas encuestadas señala su elevada preocupación por factores del ámbito político-social, indicando que estos elementos están afectando negativamente sus decisiones de inversión.

Así, en el escenario central, la tasa de variación anual de la FBCF será 0,3% en el 2022 y 0,6% en el 2023 (3,2 y 2,0% en el IPoM de junio, respectivamente) (gráfico V.4). Con ello, en el 2023, la FBCF llegará a 20,9% del PIB en términos nominales, similar a lo previsto en junio.

GRÁFICO V.4 INCIDENCIAS REALES ANUALES EN LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (*)
(puntos porcentuales)



(*) Hasta el 2019 dato efectivo. Para el 2020 se estima la decomposición sectorial coherente con las revisiones de las Cuentas Nacionales para la FBCF. Para el 2021-2023 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario central considera que la evolución de la situación sanitaria seguirá favoreciendo el desempeño de la economía en los próximos trimestres, estimándose que hacia el 2022 las restricciones a la movilidad interna serán mínimas. La situación epidemiológica ha permitido una mayor apertura de la economía desde finales del segundo trimestre y, con ello, un aumento de la actividad de los sectores cuyo funcionamiento se ve afectado por las restricciones sanitarias. El escenario central considera que la alta tasa de vacunación, junto con la dosis de refuerzo, harán menos necesarias medidas muy restrictivas ante eventuales rebrotes y que el efecto sobre la actividad de las medidas que se adopten serán menores que los observados el 2020, dando cuenta de la adaptación de hogares y empresas. En todo caso, los riesgos en torno a la situación sanitaria siguen presentes.



En cuanto al mercado laboral, el crecimiento de la economía, la mejoría de la situación sanitaria y la extinción de las transferencias fiscales universales propiciará una mayor generación de puestos de trabajo y un descenso de la inactividad. Los antecedentes cualitativos indican que las expectativas de los consumidores (IPEC) respecto de la situación futura del empleo ha aumentado y que las empresas han mejorado sus percepciones respecto de cuál será su nivel de dotación en los próximos meses (IPN de agosto y encuesta IMCE). De hecho, los indicadores de vacantes muestran un aumento importante, que no ha podido ser totalmente cubierto por la escasez de oferta de mano de obra (Capítulo III). Este encuadre de mayor demanda por trabajo, en un contexto de oferta laboral contenida es coherente con la aceleración reciente del crecimiento anual de los salarios nominales —ICMO e IR, medidos por el INE—, que alcanzaron niveles máximos desde el 2016. En este punto, sigue destacando el impacto que la pandemia ha provocado sobre la oferta de empleo por parte de las mujeres, principalmente por la necesidad de dedicar mayor tiempo al cuidado del grupo familiar. En todo caso, también hay factores que podrían afectar de forma más permanente el comportamiento de alguna parte del mercado laboral, sobre lo cual aún es temprano para establecer conclusiones definitivas. Por ejemplo, los datos del INE muestran que el empleo del sector comercio sigue rezagado, a pesar del alto dinamismo de las ventas de este rubro.

Respecto de la política fiscal, el escenario central supone que el impulso se reducirá a partir del 2022, iniciando una trayectoria de convergencia hacia cifras de gasto y déficit acordes con la regla de balance estructural, coherente con lo estipulado en el Informe de Finanzas Públicas y lo recomendado por el Consejo Fiscal Autónomo. Así, en términos nominales, tras crecer más de 35% anual durante este año, el gasto fiscal tendrá una caída en torno a 25% anual en el 2022. Con ello, el déficit fiscal efectivo se reducirá de 7,3 a 1,1% del PIB, combinándose una reducción del déficit estructural y un alto nivel de ingresos tributarios. Esto último, debido a la recuperación de la actividad y a un precio del cobre por sobre su valor de largo plazo.

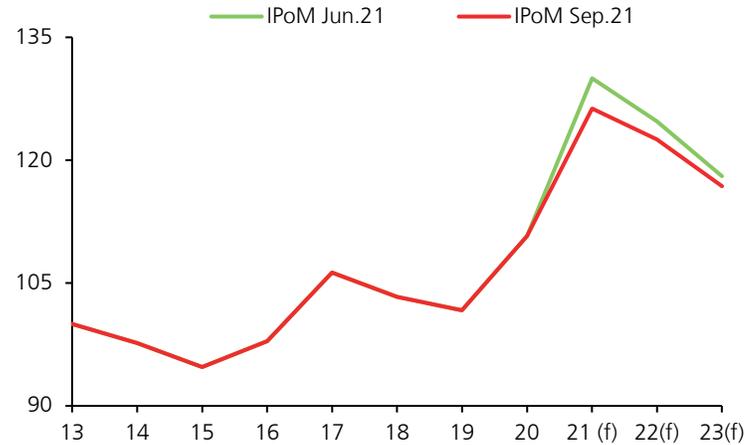
El déficit en cuenta corriente será bastante superior al previsto en junio, especialmente para el 2021 y 2022, principalmente por que el mayor crecimiento del gasto interno está concentrado en bienes transables. Se agrega, que en el escenario central los términos de intercambio se ajustan levemente a la baja. Así, para el 2021, 2022 y 2023 se anticipan déficits de la cuenta corriente algo sobre 2% del PIB (0,8%, 1,1 y 1,9%, respectivamente, en el IPoM de junio). Medida a precios de tendencia^{1/} y coherente con un ajuste de la cuenta corriente que responde más a cantidades, el déficit de cuenta corriente también tiene una corrección importante, aumentado a 4,4, 3,9 y 3,5% para el 2021, 2022 y 2023, respectivamente.

En cuanto al escenario externo, las proyecciones no consideran mayores cambios en el agregado, aunque sí presenta variaciones en el ritmo de expansión de economías desarrolladas y emergentes. En el escenario central, se prevé que este año los socios comerciales crecerán 6,4%, cifra que se reduce a 4,6% en el 2022 y a 3,4% en el 2023 (6,7, 4,3 y 3,5% en junio, respectivamente) (tabla V.2). Estas proyecciones resaltan la diferencia en el desempeño actual y esperado entre economías desarrolladas y emergentes. Así, mientras las primeras continúan su reapertura, en un entorno de alta vacunación, en las segundas siguen con una evolución menos favorable, explicada por el lento avance de la inoculación, en medio de los riesgos asociados a la expansión de la variante delta. En América Latina, las cifras efectivas del segundo trimestre volvieron a sorprender positivamente y explican gran parte de la corrección para este año. Sin embargo, el panorama general luce menos auspicioso, sumándose a los factores antes mencionados, la lenta recuperación del mercado laboral y la persistencia de factores de tensión interna que se han traducido en riesgos institucionales en varios países del continente. Así, el crecimiento de la región para el 2021 se corrige a 5,7% (4,4% en junio), en tanto para el 2022 se ubica en 3,0% (2,6% en junio).

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



GRÁFICO V.5 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2013=100)



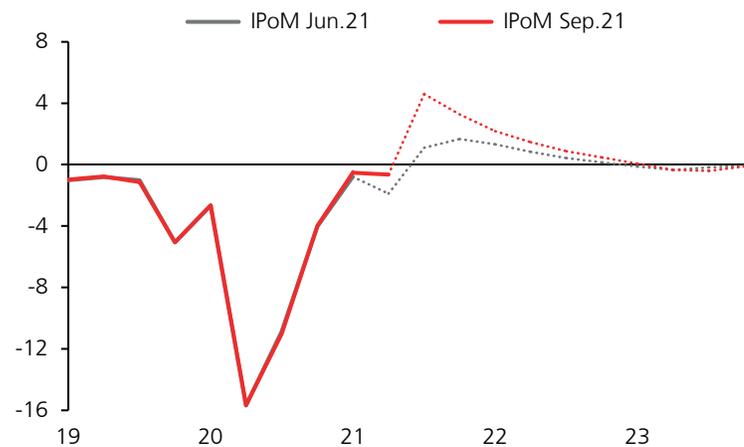
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

En el escenario central, se estima que el dinamismo de la economía en el segundo trimestre prácticamente cerró la brecha de actividad, y que esta se volverá positiva durante de la segunda parte del año y buena parte del 2022. Después de elevarse rápidamente a valores inusualmente altos —algo por sobre 4% en el tercer trimestre del 2021— el retorno de la brecha a niveles en torno a cero está sujeto a la desaceleración del gasto prevista para el próximo año, que hará que hacia el 2023 la brecha vuelva a oscilar en torno a niveles neutrales (gráfico V.6). Esto considera un PIB potencial en torno a 2,1% en el periodo 2021-2023, al igual que en el IPoM anterior.

GRÁFICO V.6 BRECHAS DE ACTIVIDAD (1)(2)
(nivel, puntos porcentuales)



(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de junio 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

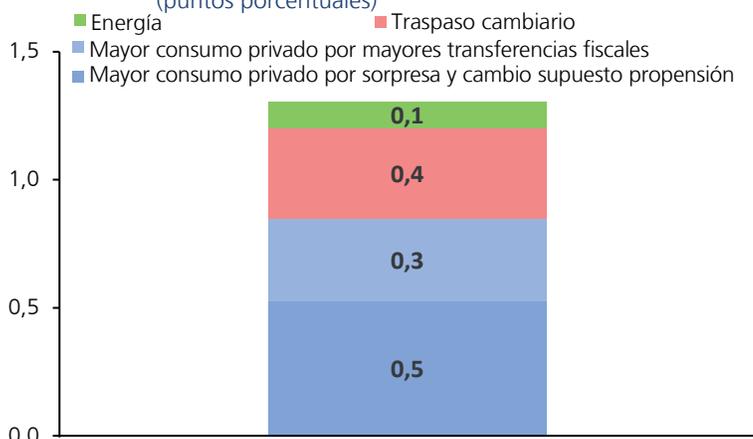


En el corto plazo, la proyección de inflación tiene una importante corrección al alza en el escenario central, explicada en primer lugar por el mayor crecimiento previsto del consumo y su consecuente efecto en la brecha de actividad (grafico V.7). De hecho, la inflación en julio superó lo previsto, principalmente por los precios de los bienes, en un contexto de mayor dinamismo del gasto privado respecto de lo esperado. Así, se proyecta que la inflación culminará el 2021 en 5,7% anual, que se compara con el 4,4% previsto en junio. De esta diferencia, 0,8pp son explicados por la revisión al alza en el crecimiento del consumo y la actividad.

Un segundo factor en la revisión al alza de la inflación, considerando la elevada inflación efectiva y las importantes presiones de demanda, es la depreciación acumulada del peso desde el IPoM de junio (8,1 y 7,7% nominal y real, respectivamente) y que, además por su carácter idiosincrático tiene un coeficiente de traspaso a la inflación mayor al promedio. El [Recuadro IV.1 del IPoM de marzo del 2018](#), mostró que el coeficiente de traspaso promedio del tipo de cambio nominal a la inflación es entre 0,1 y 0,2 después de un año, pero que tiene una alta varianza entre los distintos ítems que componen la canasta del IPC. También revela que el traspaso será mayor cuando el movimiento de la paridad provenga de *shocks* idiosincráticos a Chile versus uno relacionado con un movimiento de factores globales. En esta ocasión, se añade que la depreciación de la moneda se da en un contexto de fuertes presiones de demanda, lo que es percibido por las empresas como un ambiente más favorable para aumentar sus precios, según se recoge en el [IPN de agosto](#). En el escenario central, durante el transcurso del horizonte de política el tipo de cambio real disminuirá hasta valores algo por sobre su promedio de los últimos quince a veinte años.

Por último, el componente volátil explica una parte menor en el cambio en la proyección de inflación, principalmente concentrada en el precio de los combustibles debido al nuevo incremento del precio del petróleo a nivel global.

GRÁFICO V.7 INCIDENCIAS EN LA REVISIÓN DE LA INFLACIÓN PROYECTADA A DICIEMBRE 2021 (*)
(puntos porcentuales)



(*) Construido considerando la proyección para la inflación del IPC total del IPoM de junio y de septiembre del 2021.
Fuente: Banco Central de Chile.

Durante la primera parte del 2022 la inflación se ubicará por sobre 5% anual, momento a partir del cual comenzará a descender hacia la meta, llegando a 3% en la última parte del 2023. La desaceleración de la demanda generada por el retiro de las políticas de estímulo fiscal y monetario son determinantes en el descenso previsto para la inflación. Esto, en un contexto en que se estima irán cediendo las importantes presiones de costos y los cuellos de botella que ha causado la pandemia.

La inflación subyacente aumentará hasta 4,7% en diciembre de este año (3,9% en junio). Luego, seguirá subiendo hasta llegar a valores en torno a 5,7% en promedio el segundo trimestre del 2022. Posteriormente, comenzará a descender, influido también por la alta base de comparación del 2021, hacia la meta de 3%, ubicándose en ese valor en el tercer trimestre del 2023 (tabla V.4; gráfico V.8).



Al cierre estadístico de este IPoM, las expectativas de inflación de mercado para el corto plazo se ubicaban por debajo de las proyecciones del escenario central, aunque habían tenido un aumento significativo en los últimos meses. Los datos de actividad e inflación han significado sorpresas importantes para las proyecciones de mercado contenidas tanto en las encuestas como en los seguros de inflación. De hecho, en promedio, estas se fueron acercando al escenario del IPoM pasado en la medida que se conocían nuevos datos efectivos, así como se ampliaban las expectativas de nuevas medidas de apoyo a los ingresos, el peso se depreciaba y se elevaban las consecuencias que se estimaba podría traer la megasequía. Así, al cierre estadístico, los seguros de inflación para diciembre del 2021 se ubican en 4,8%, mientras que la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de Política Monetaria de agosto esperaba que la inflación llegara a 4% en un año plazo (Capítulo IV, gráfico IV.7).

A dos años plazo, algunas de las expectativas privadas para la inflación han mostrado un incremento y otras una distribución de respuestas sesgada hacia valores por sobre esa cifra. La EOF previa a la Reunión de agosto ubicó la inflación a 24 meses en 3,5%, aumentando esta expectativa respecto de mediciones previas. Por su parte, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto se ubicó en 3%, aunque ha subido el porcentaje de respuestas sobre ese valor (37% en la medición de agosto que se compara con un 17% en la de mayo). Las compensaciones inflacionarias 1 en 1 también aumentaron y estiman que la inflación a dos años plazo estará en 3,7% anual. Sin embargo, como se describe en el [Recuadro IV.1 del IPoM de diciembre 2016](#), esta medida tiene un comportamiento más volátil que las encuestas a especialistas y además incluye premios que distorsionan su medición (Capítulo IV, gráfico IV.7).

TABLA V.4 INFLACIÓN (1)

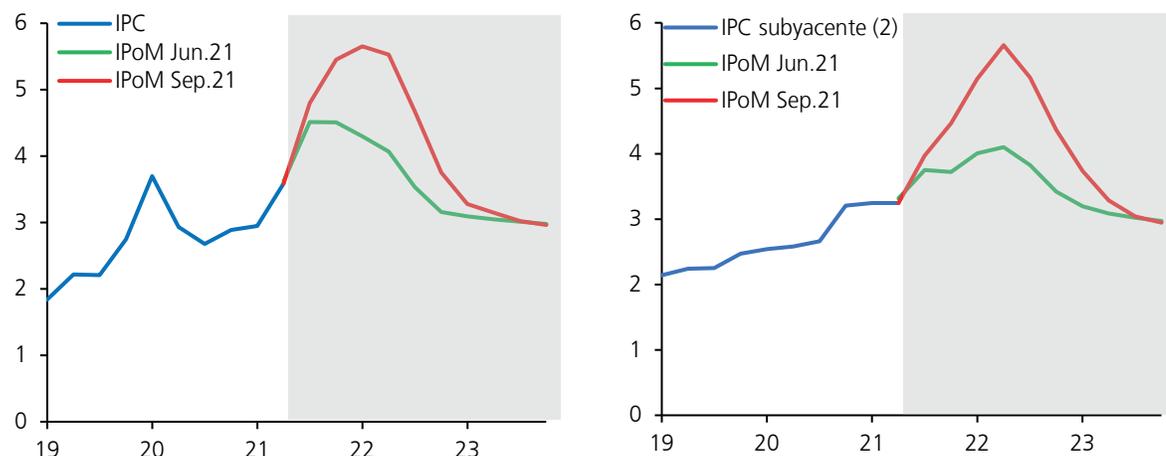
| | 2020 | 2021 (f) | 2022 (f) | 2023 (f) |
|--------------------------------------|-------------------------------|----------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | |
| IPC promedio | 3,0 | 4,2 | 4,9 | 3,1 |
| IPC diciembre | 3,0 | 5,7 | 3,5 | 3,0 |
| IPC en torno a 2 años (2) | | | | 3,0 |
| IPC subyacente promedio | 2,7 | 3,7 | 5,1 | 3,2 |
| IPC subyacente diciembre | 3,3 | 4,7 | 4,1 | 3,0 |
| IPC subyacente en torno a 2 años (2) | | | | 3,0 |

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles. (2) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2023. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.8 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2021, corresponde a la proyección. (2) Medida por el IPC sin volátiles.

Fuente: Banco Central de Chile.



ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

En lo externo, es posible que la inflación supere lo previsto en las economías desarrolladas y sea necesario un alza más pronta de las tasas de interés en estas economías. Un escenario de este tipo provocaría un deterioro de las condiciones financieras para las economías emergentes, incluida una depreciación de sus monedas, y una reducción del crecimiento mundial. En un escenario como este operan fuerzas contrapuestas sobre la actividad y los precios, por lo que la reacción de la TPM estará sujeta a cuál de estas predomine. Sin embargo, en la situación actual, no puede descartarse que la TPM deba ubicarse por sobre lo considerado en el escenario central de proyección.

En lo interno, existen escenarios en que la evolución futura del consumo podría dar paso a trayectorias que lleven a la TPM en direcciones opuestas entre sí, pero ubicándola dentro de los límites del corredor. Por un lado, es posible que la propensión a consumir de los recursos provenientes de transferencias gubernamentales y retiros de ahorros previsionales sea aún mayor, lo que expandiría incluso más el consumo. Un escenario como este requeriría una respuesta más contractiva de la política monetaria para converger a la meta de inflación, ubicando la trayectoria de la TPM por encima de la definida en el escenario central. Por otro lado, también podría darse un escenario en que el consumo sea menos dinámico que lo previsto, ya sea porque su actual dinamismo corresponde a un adelantamiento de la demanda o porque factores del entorno, como un recrudescimiento de la pandemia, lleven a los hogares a contener su gasto. Un escenario de este tipo reduciría las presiones inflacionarias de corto plazo, permitiendo un ritmo de normalización monetaria más pausado.

El límite inferior del corredor está determinado por un escenario donde la reducción de la incertidumbre disminuye las presiones inflacionarias. Una situación de este tipo podría suceder si amaina la incertidumbre referida a los retiros de ahorros previsionales y a la capacidad de la política fiscal de retomar una senda creíble de convergencia. Esto tendría un impacto en las condiciones financieras y la trayectoria del consumo, dando más espacio de maniobra a la política monetaria. Ello permitiría una normalización del impulso monetario significativamente más pausada.

El límite superior del corredor está determinado por un escenario donde se dilata el inicio de la consolidación fiscal. Una situación como esta podría provocar efectos importantes en la economía, requiriendo una reacción más enérgica de la política monetaria para ajustar los desbalances macroeconómicos. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de realizar un aumento más acelerado de la TPM.

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

Al igual que en el IPoM de junio, uno de los riesgos identificados es que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo. En ese caso, sería posible observar no solo mayores presiones de gasto que las previstas en el escenario central, sino también la amplificación de los impactos en el mercado financiero. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de un aumento más acelerado de la TPM, pese a lo cual la inflación no alcanzaría a converger a la meta de política dentro del horizonte de dos años.

Otro escenario de riesgo es uno donde la persistente discusión respecto de la estabilidad de los ahorros previsionales termine por alterar significativamente el funcionamiento de los mercados financieros. Inicialmente, el retiro de ahorros previsionales fue una medida de carácter excepcional, por una única vez, en medio de una emergencia económica. Pese a ello, se han continuado aprobando y proponiendo nuevos retiros, lo que ha provocado efectos significativos en la economía, como se deduce del comportamiento de las tasas de largo plazo y del tipo de cambio. Es muy probable que nuevos retiros de ahorros previsionales, más

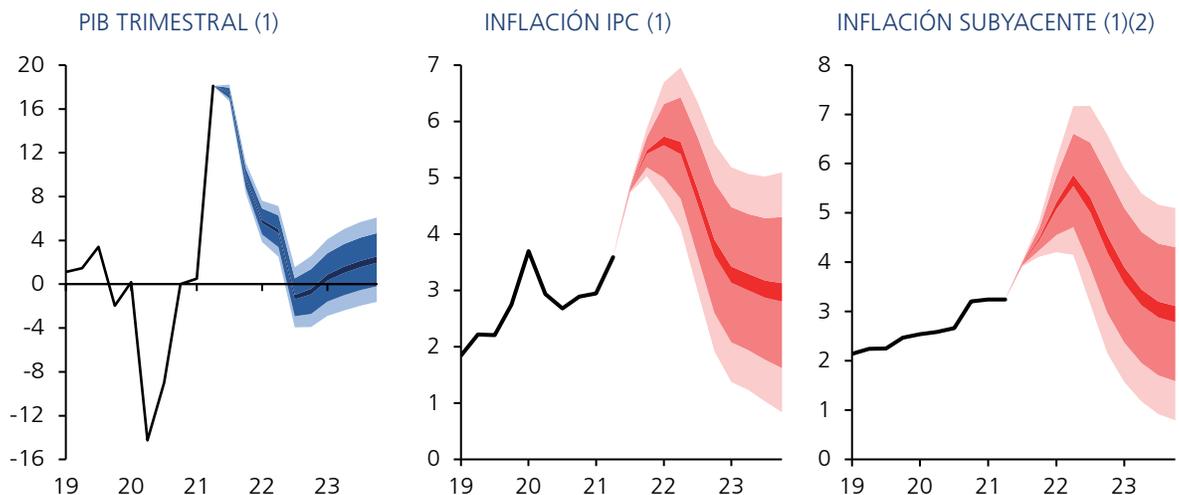


aún la probabilidad de retirar el 100% de ellos, lleven a los distintos agentes a considerar que está ocurriendo un cambio estructural en la base de ahorro de la economía, la que ha sido clave para el desarrollo del país, la dinámica de la inversión y el acceso del fisco a financiamiento a un costo adecuado. Un cambio en esta dirección provocaría múltiples efectos negativos difíciles de cuantificar, pero cuyo impacto sin duda será grande y muy persistente.

En lo más inmediato, un nuevo retiro aumentará la liquidez de los hogares impulsando el ya fuerte dinamismo del consumo, presionando aún más los precios y la trayectoria de la inflación. A esto se suma el hecho de que mantener abierta esta discusión está aumentando significativamente los costos de endeudamiento, generando salidas de capitales y una mayor acumulación de fondos en dólares. Todos fenómenos que se verían significativamente amplificados por la aprobación de un nuevo retiro que genere desconfianza respecto de las estructuras fundamentales que sostiene el mercado financiero. Ningún banco central cuenta con facultades, instrumentos o recursos para neutralizar riesgos de esta envergadura y restaurar los equilibrios macroeconómicos.

Pese a que el anterior es aún un escenario de riesgo, es posible que la probabilidad de su materialización ya esté afectando el comportamiento de los agentes económicos. A diferencia de lo ocurrido durante la discusión de los anteriores retiros, el tipo de cambio se ha depreciado significativamente desde que se anunció la discusión de un cuarto retiro. Esto se ha dado, incluso considerando el significativo volumen de dólares que entraría al país debido a la liquidación de cartera extranjera de las AFP, situación que debería producirse de aprobarse esta medida.

GRÁFICO V.9 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN
(variación anual, porcentaje)



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

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



RECUADRO V.1

El rol de las políticas macroeconómicas en la mitigación de la crisis del Covid-19

Durante el 2020, la economía chilena experimentó una de las recesiones más severas de las últimas décadas, con un PIB que en el segundo trimestre se contrajo en torno a 13% con respecto al trimestre anterior y casi 14% en doce meses. La magnitud de la caída respondió a la naturaleza anómala del *shock* —de origen no económico y sin precedentes— en que actividades de todo tipo debieron suspenderse abruptamente respondiendo a las restricciones sanitarias para contener el contagio del Covid-19. Casi igualmente sorprendente ha sido la rapidez de la recuperación, pues, de hecho, en febrero del 2021 la actividad ya mostraba niveles desestacionalizados similares a los de prepandemia, superándolos claramente en el segundo trimestre. Los indicadores de alta frecuencia indican que la actividad de los últimos meses estaría superando incluso el nivel que existía previo al inicio de la crisis social, en octubre del 2019.

La rápida recuperación de la actividad en Chile estuvo acompañada de medidas de política monetaria y fiscal de apoyo a hogares y empresas en magnitudes significativas. Estas incluyeron la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) a su mínimo técnico, y una serie de medidas de política monetaria no convencionales como un programa de compras de activos por US\$8.000 millones. En paralelo, tras coordinación entre la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el Ministerio de Hacienda y el Banco Central se implementaron medidas especiales de crédito y ajustes transitorios en la regulación de provisiones. Las medidas de apoyo al crédito de la mano con las garantías estatales a través de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) mitigaron el cierre de empresas, al proveer crédito para que estas pudieran seguir operando. Sumadas sus tres etapas, la FCIC totalizó préstamos a la banca por US\$40.000 millones ([IEF, primer semestre del 2021](#)). Junto con la capitalización extraordinaria de US\$3.000 millones del fondo de garantías Fogape, se permitió a las entidades financieras otorgar créditos comerciales garantizados por más de US\$25.000 millones. De ese monto, se ha entregado cerca del 90%, considerando los programas Fogape-Covid y Fogape-Reactiva. Por el lado fiscal, se implementaron programas de apoyos a los hogares y subsidios al empleo por US\$17.000 millones entre los que se cuentan el Bono de Emergencia, IFE y Caja Alimentos, entre otros.

La demanda agregada también fue impulsada por los tres retiros de fondos previsionales, que suman ya alrededor de US\$50.000 millones desde el tercer trimestre del año pasado. Estos han tenido importantes efectos macroeconómicos, destacando el impulso que han dado al consumo y presionando al alza la inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo (Recuadro II.1).

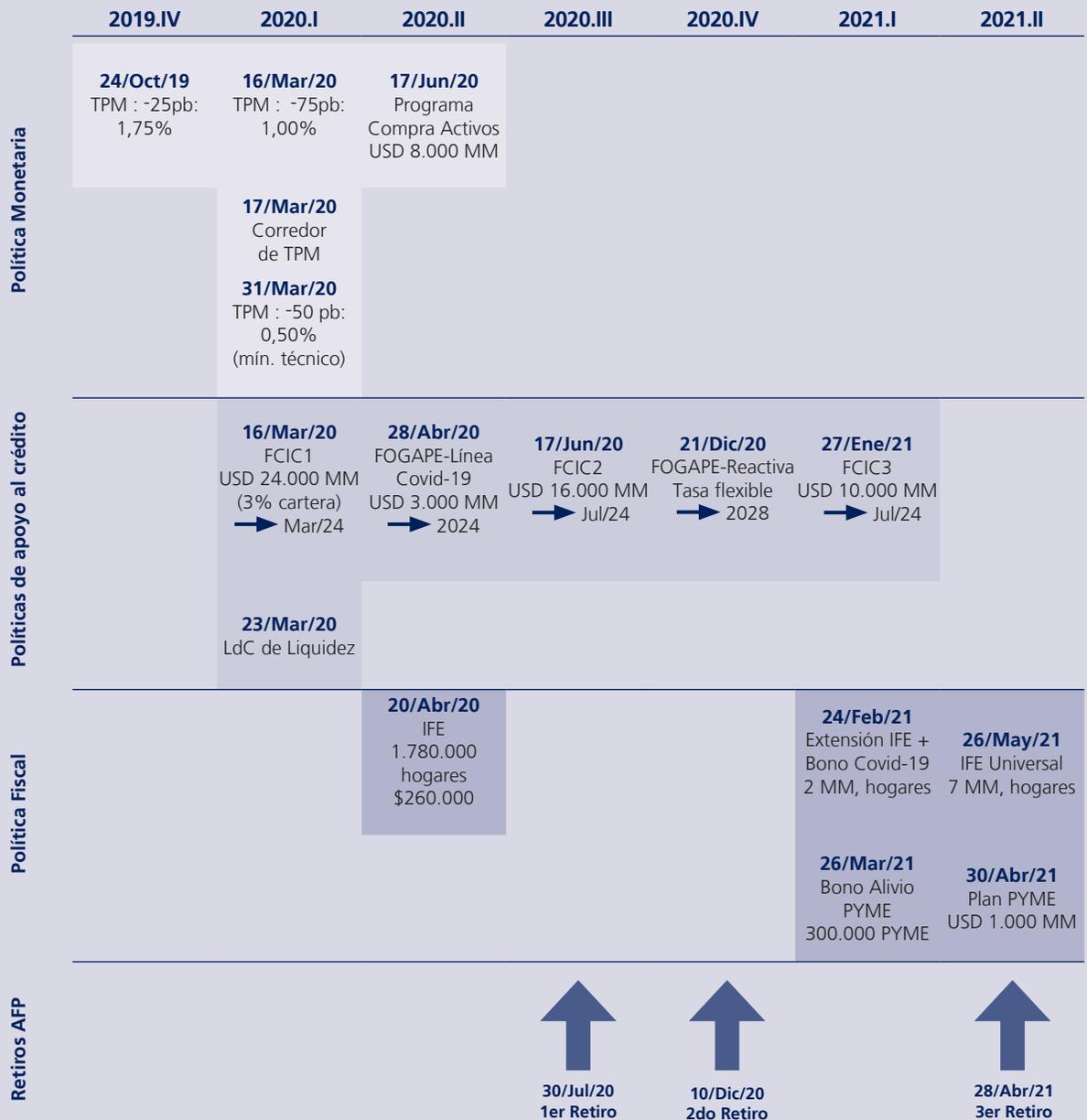
Cabe subrayar que todas estas medidas no se aplicaron simultáneamente ni con la misma intensidad (gráfico V.10). Las medidas de política monetaria y de apoyo al crédito se desplegaron al comienzo de la pandemia, mientras que el grueso de las medidas fiscales se implementó a partir del 2021. Respecto de otros países, el tamaño de estas medidas fue similar a las adoptadas en los países desarrollados durante el 2020, mientras que en el 2021 su magnitud fue muy superior en el caso de la política fiscal (gráfico V.11 y I.10).

Este Recuadro presenta análisis contrafactuales que permiten cuantificar el rol que jugaron las distintas medidas adoptadas en mitigar lo peor de la crisis y evitar interrupciones más severas en la capacidad productiva de la economía^{1/}. Se diferencia entre la contribución de la política monetaria convencional vía bajas de la TPM, y la aplicación de políticas no convencionales. También se contemplan los efectos de las políticas fiscales y los retiros masivos de ahorros previsionales.

^{1/} El uso de modelos estructurales tiene una larga tradición en el análisis de políticas macroeconómicas. A diferencia de modelos econométricos de forma reducida, que descansan en relaciones estadísticas históricas, los modelos estructurales están anclados en fundamentales de los agentes económicos (preferencias, aversión al riesgo, comportamiento optimizador, etc.) que son independientes del cambio de política a analizar, haciéndolos una herramienta útil para este fin.



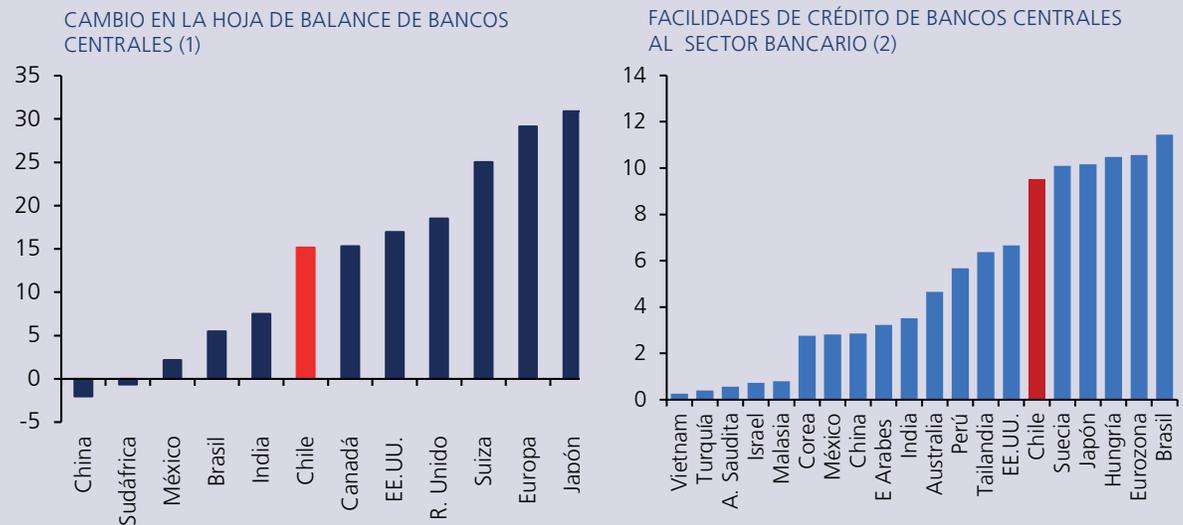
GRÁFICO V.10 MEDIDAS DE POLÍTICA IMPLEMENTADAS



Fuentes: Banco Central de Chile y Gobierno de Chile.



GRÁFICO V.11 MEDIDAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES EN RESPUESTA A LA CRISIS DEL COVID-19
(porcentaje del PIB)



(1) Corresponde al cambio en la hoja de balance desde diciembre del 2019 hasta julio del 2021, excepto para Suiza y Sudáfrica que se considera hasta junio del 2021. (2) Consideran las facilidades anunciadas para apoyar el crédito entre febrero y julio del 2020. Se considera programa FCIC 1 para Chile; y operaciones repo, líneas de créditos, y otros programas para el resto de países. Medidas se calculan respecto al PIB de 2020 (con la excepción de Emiratos Árabes y Japón donde se utiliza del PIB de 2019). Fuentes: Banco Central de cada país, Bloomberg y Banco Central de Chile en base a información del BIS y el Banco Mundial.

Aspectos metodológicos

El enfoque empleado en el análisis se basa en una evaluación contrafactual, indagando cómo habría evolucionado el PIB en ausencia de las políticas implementadas. Para esto se ocupa el conjunto de modelos estructurales del que el Banco Central de Chile dispone^{2/} y que utiliza habitualmente en sus proyecciones. En el contexto de la pandemia, diversos organismos internacionales han utilizado enfoques similares con este propósito^{3/}.

Así, para efectos de cuantificar la contribución de la política monetaria a la mitigación de la crisis, se considera como contrafactual lo que habría sucedido de haber mantenido la TPM en su nivel de fines del 2019 (2%) y no haber implementado los programas de compra de bonos bancarios y otros activos a partir de marzo del 2020. Con un enfoque similar, es posible medir el impacto de los programas especiales de crédito financiados por la FCIC y apoyados por las garantías estatales Fogape-Covid, respecto de un contrafactual donde estas medidas no se hubiesen implementado. Los ejercicios también permiten cuantificar el efecto de estas políticas en reducir la incertidumbre y sus efectos reales.

Para la evaluación de políticas monetaria convencional y no convencionales financieras, la comparación con la crisis financiera global del 2008-2009, y sus efectos en Chile, sirven como punto de referencia. Se suponen dos casos. Primero, que la ausencia de políticas hubiese generado un nivel de presiones financieras similar a las experimentadas en ese episodio. Segundo, que estas fueron superiores y proporcionales a la mayor caída en la actividad observada recientemente. Estos dos casos se estudian por separado. Para la política fiscal, el contrafactual utilizado es la trayectoria de gasto que se anticipaba previo al inicio de la crisis social en octubre del 2019. El rol de los retiros de ahorros previsionales se evalúa utilizando estimaciones de la propensión a consumir basado en datos de consumo de alta frecuencia.

^{2/} Ver documentos sobre [marco de política monetaria](#) y [modelos macroeconómicos](#) del Banco Central de Chile.

^{3/} Ver, por ejemplo, el [World Economic Outlook de abril 2021](#). Otras referencias son [Bulir et al. \(2021\)](#) y [Chadha et al. \(2021\)](#).



Es preciso mencionar que todo enfoque analítico es una aproximación de la realidad y, en particular, distintos modelos pueden diferir en forma importante en los aspectos cuya modelación busca enfatizar. De esta forma, más que entregar una única evaluación, se busca aproximar un orden de magnitud de los efectos presentando un rango de estimaciones de acuerdo con varios enfoques alternativos. Los detalles de los distintos enfoques utilizados y los principales supuestos se resumen en [Calani et al. \(2021\)](#). También cabe subrayar que los ejercicios realizados son parciales, pues se focalizan en el impacto de las políticas en el corto plazo, dejando de lado el estudio del impacto a mediano y largo plazo de estas y otras medidas.

Resultados

Los resultados revelan que todas las medidas jugaron un rol relevante en contener la crisis. En ausencia de estas políticas, la caída del PIB en el 2020 se habría ubicado entre -10,1 y -13,3%, considerablemente mayor que su contracción efectiva (-5,8%). En el primer semestre del 2021, en ausencia de las políticas, la variación anual del PIB se habría ubicado entre un aumento de 0,8% y una caída de -2,4%, frente al crecimiento anual observado de 8,7%.

Los resultados también relevan la distinta temporalidad de las medidas. La política monetaria fue la primera en desplegarse (gráfico V.10), lo que cooperó a que el crédito creciera con fuerza en los primeros meses de la crisis. Hacia fines del 2020 y comienzos del 2021, los retiros de ahorros previsionales y el gasto fiscal dieron fuerza al consumo privado y la actividad.

TABLA V.5 EFECTO AMORTIGUADOR EN EL PIB DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19
(porcentaje)

| | 2020 | 2021 S1 |
|---|-----------------|--------------|
| Política monetaria convencional (*) | [0,2 - 0,8] | [0,6 - 2,1] |
| Políticas no convencionales de crédito (**) | [2,2 - 4,8] | [2,7 - 4,4] |
| Política fiscal | 0,7 | 1,7 |
| Total: Política fiscal & monetaria | [3,1 - 6,3] | [5,0 - 8,2] |
| Retiros de pensiones | 1,2 | 2,9 |
| Total | [4,3 - 7,5] | [7,9 - 11,1] |
| PIB efectivo | -5,8 | 8,7 |
| PIB contrafactual | [-10,1 ; -13,3] | [0,8 ; -2,4] |

(*) Política monetaria convencional se asocia con el contrafactual de haber mantenido la TPM en 2%. (**) Políticas no convencionales de crédito se asocia con el contrafactual en donde las políticas monetarias y de garantías soberanas que buscaron estabilizar mercados financieros incluyendo el programa FCIC-FOGAPE, la compra de bonos, y los programas de liquidez en moneda local y extranjera, no hubieran sido implementadas. El rango presentado en estas dos políticas se asocia con dos ejercicios contrafactuales: uno donde, en ausencia de políticas de crédito, el *shock* financiero hubiera sido de igual tamaño al observado en la crisis financiera del 2008-2009, y otro donde hubiera sido mayor y proporcional a la caída observada del producto en el 2020. PIB contrafactual resta al PIB efectivo el efecto amortiguador de la política fiscal, monetaria y los retiros de pensiones presentadas en las primeras líneas de la tabla.

Fuente: Banco Central de Chile.



Respecto de la política monetaria convencional, los ejercicios muestran que de no haberse implementado la baja de la TPM al mínimo técnico de 0,5%, se hubiesen generado caídas del PIB de entre 0,2 y 0,8 puntos porcentuales (pp) superiores a su contracción efectiva. La magnitud de las contribuciones de la política monetaria depende de los rezagos en la transmisión de esta. Dichos rezagos también explican que, en ausencia de la política monetaria convencional, se hubieran registrado caídas adicionales del crecimiento en el primer semestre del 2021, de entre 0,6 y 2,1pp.

No haber actuado usando las políticas no convencionales habría implicado una contracción mucho mayor del PIB. Asumiendo un aumento del riesgo financiero similar al observado en la crisis del 2008-2009, la caída habría sido 2,2pp mayor. En el escenario de mayor riesgo, la contracción del PIB habría sido 4,8pp mayor a la efectiva (gráfico V.12). La alta persistencia en los efectos reales asociados con este tipo de *shocks* financieros hace que, en ausencia de las políticas, también se hubieran observado caídas considerables en la actividad durante el primer semestre del 2021, de entre 2,7 y 4,4pp.

Para el 2020, el rol amortiguador de la política fiscal es relativamente menor que el de las políticas no convencionales. El ejercicio contrafactual muestra que la ausencia de política fiscal hubiese llevado a una caída del PIB 0,7pp mayor. Su contribución más que se duplica en el primer semestre del 2021, con un efecto amortiguador de 1,7pp. Así, en su conjunto, las políticas de origen monetario y fiscal amortiguaron el *shock* que experimentó la economía chilena en 2020, reduciendo su caída entre 3,1 y 6,3pp. Asimismo, impulsaron entre 5 y 8,2pp el crecimiento del primer semestre de este año.

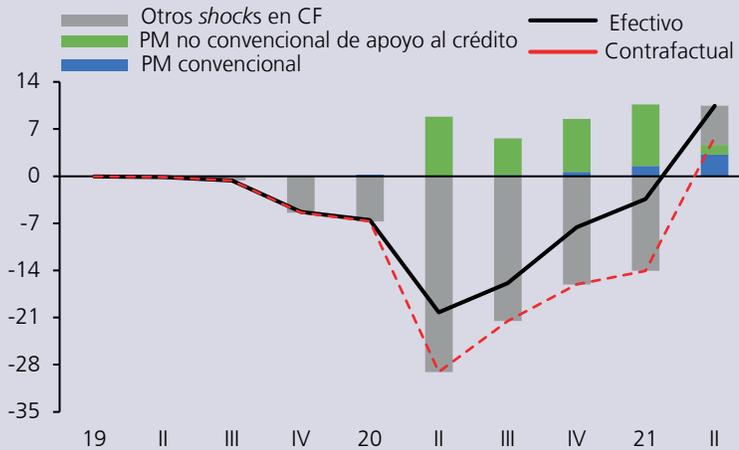
Los retiros de ahorros previsionales, por su efecto sobre el consumo, también contribuyeron como amortiguadores. Su efecto llegó a 1,2pp en el 2020 y 2,9pp en el primer semestre del 2021.

Por componentes del gasto, el análisis revela que la política monetaria y los programas de crédito tuvieron un rol preponderante en sostener la inversión. Así, este conjunto de políticas también tuvo un rol importante en mitigar los efectos de la crisis en el empleo y fortalecer su recuperación, donde también han sido fundamentales los programas de protección de empleo y subsidios a la contratación ([Calani et al. 2021](#)). Por su parte, la fuerte recuperación del consumo en los últimos trimestres ha estado dominada por los retiros de los ahorros previsionales y las transferencias fiscales.

La cuantificación de los efectos mitigadores de las distintas medidas permite también evaluar su eficiencia relativa, al contrastar sus beneficios —en términos de lo que cada una de ellas logró amortiguar el *shock* de la pandemia— con los recursos comprometidos en cada caso. Las medidas especiales de crédito con garantías estatales sumaron cerca de US\$43.000 millones (incluidos US\$40.000 millones de préstamos a la banca vía la FCIC y US\$3.000 millones de la capitalización del Fogape), obteniendo una amortiguación de entre 3,1 y 6,3pp para el 2020, y de entre 5 y 8,2pp en el primer semestre del 2021. La política fiscal, a través de medidas de apoyo a los hogares y subsidios al empleo por US\$17.000 millones, mitigó el efecto del *shock* en 0,7 y 1,7pp en los mismos períodos, respectivamente. Los retiros previsionales, que ya suman cerca de US\$50.000 millones lograron aumentar la demanda agregada y mitigar la caída del producto en cerca de 1,2pp el 2020 y 2,9pp en el primer semestre del 2021. Por último, es importante notar que, a diferencia de las políticas fiscales y de retiros previsionales que significaron recursos gastados, los fondos empleados en la FCIC son préstamos que serán repagados en el futuro. Su costo es el capital entregado, ponderado por el costo de oportunidad del dinero.



GRÁFICO V.12 EFECTO AMORTIGUADOR EN EL PIB DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (*)
(porcentaje)



(*) Línea sólida es el cambio logarítmico respecto al mismo trimestre de año anterior del PIB no minero, en diferencia respecto a media muestral 2001Q3-2021Q2. Línea roja es el contrafactual de este crecimiento en ausencia de políticas de apoyo al crédito y monetarias. Las barras coloreadas muestran las incidencias de distintos shocks en explicar la diferencia entre el crecimiento efectivo y el contrafactual. Las barras verdes muestran el efecto amortiguador de las políticas no convencionales de apoyo al crédito frente a un escenario contrafactual donde la ausencia de estas políticas hubiese generado un shock de riesgo de crédito proporcional a la caída observada en la actividad en 2020 (la crisis del 2008 es empleada como referente para el coeficiente de proporcionalidad). Las barras azules muestran el efecto mitigador de la política monetaria a través de la TPM frente a un escenario contrafactual en donde se hubiese mantenido constante en 2%. Las barras grises muestran la incidencia conjunta de los shocks que llevan al PIB no minero a su crecimiento contrafactual. Detalles metodológicos se presentan en Calani *et al* (2021).

Fuente: Banco Central de Chile.

Conclusiones

La rápida recuperación de los dos shocks que afectaron a los hogares y empresas chilenas desde fines del 2019 se debe en parte importante a la enérgica respuesta de una variedad de políticas, incluyendo la monetaria, la fiscal, e iniciativas legislativas como los retiros de fondos previsionales. Por un lado, la combinación de políticas de crédito con garantías soberanas permitió que el crédito llegara a las empresas y se evitaran quiebras generalizadas. Por otro lado, los estímulos fiscales y retiros permitieron sostener la demanda agregada.

La evaluación del rol de estas políticas es de suma importancia, ya que permite informar la discusión acerca de los impactos de cada una de ellas y contrastarlos con los recursos empleados en cada caso. Al respecto, el despliegue de algunas de estas políticas ha tenido un costo muy significativo, al reducir las holguras fiscales y los ahorros previsionales privados acumulados por décadas. Hacia adelante, es crítico volver a un camino de consolidación fiscal y de recomposición del ahorro privado, de manera de asegurar una prosperidad sostenible en el tiempo para las familias chilenas.



RECUADRO V.2:

Cambios del escenario central de proyección en el último año

La evolución prevista para la actividad e inflación chilena ha tenido un cambio significativo en el último año. En el IPoM de septiembre del 2020, se esperaba que en el 2021 el PIB creciera en un rango entre 4 y 5% anual como parte de un proceso de recuperación posterior a la pandemia que tardaría varios trimestres. En este IPoM, esa proyección no solo sumó una nueva corrección al alza, ubicándola considerablemente por sobre lo previsto hace un año —a un rango entre 10,5 y 11,5%—, sino que también se constata que la economía ya superó el impacto inmediato de la pandemia, retornando a un nivel comparable al que observaba en el tercer trimestre del 2019, previo al inicio de la crisis social y la aparición del Covid-19. La proyección de inflación también tuvo un importante cambio al alza, con presiones inflacionarias de corto plazo que harán que la variación anual del IPC cierre el 2021 en 5,7%, que se compara con el 2,8% previsto hace un año. Este Recuadro da cuenta de los factores que explicaron este cambio en el escenario de proyecciones.

El principal cambio en la proyección de crecimiento se ha producido en la evolución prevista del consumo. Comparado con el IPoM de septiembre del 2020, la expansión esperada para esta parte del gasto más que se duplicó para este año, pasando de una expansión de 7 a 17% (tabla V.6). Fundamental en este cambio fue el impacto del conjunto de medidas que se tomaron para impulsar el gasto de los hogares, en particular los masivos retiros de fondos previsionales y las significativas transferencias fiscales. Considerados los tres retiros de fondos y la extensión del IFE universal, los hogares habrán recibido una inyección de liquidez del orden de US\$80 mil millones, que se compara con una caída de los ingresos varias veces menor (Capítulo III, gráfico III.5). Todo esto ha llevado a que el consumo privado, especialmente de bienes durables, esté exhibiendo un extraordinario dinamismo que, en un contexto en que la oferta aún no logra reestablecerse completamente, ha presionado al alza la inflación.

Las perspectivas de crecimiento de la inversión para el 2021 también se han revisado al alza en el último año —desde 8 a 16% anual—, aunque su incidencia en el cambio en la proyección de actividad es menor respecto de lo que ha ocurrido con el consumo (tabla V.6). El mayor dinamismo de la inversión ha estado concentrado en bienes importados, apoyado por el impulso de proyectos ligados a energías renovables y la renovación de maquinarias y equipos de distinta índole en un contexto de aceleración de la actividad. Las políticas de apoyo al crédito —como la FCIC y las líneas FOGAPE— tuvieron un rol relevante en la recuperación de la inversión (Recuadro V.1). De hecho, a diferencia de otros períodos recesivos, en esta ocasión el crédito comercial mostró un comportamiento contracíclico, alzándose su tasa de crecimiento a cerca de 10% anual a mediados del 2020 —en el peor momento de la pandemia. La relevancia de estas políticas en la recuperación es un fenómeno que también se observa en otras economías (Recuadro I.1).

La evolución de la actividad también encontró un soporte relevante en la adaptación de personas y empresas al contexto de pandemia, lo mismo que en el manejo sanitario del Covid-19, en particular en el rápido avance del proceso de vacunación. La capacidad de adaptación fue especialmente notoria entre fines del primer trimestre y comienzos del segundo. En ese lapso, el alza de los contagios llevó a un aumento significativo de las restricciones sanitarias —para mediados de mayo más del 95% de la población estaba en cuarentena— que tuvo efectos



menores en la actividad en comparación con las adoptadas al inicio de la pandemia. De hecho, a diferencia de lo esperado, la actividad tuvo una contracción leve al comienzo del segundo trimestre, para luego retomar una senda de expansión. En este contexto, las expectativas empresariales y de consumidores fueron mejorando en los últimos meses, dejando atrás los bajos niveles de comienzos de la pandemia (Capítulo III, gráfico III.6).

Las presiones inflacionarias han tenido un cambio significativo en los últimos trimestres, impulsadas por el desbalance entre el fuerte dinamismo del consumo y una oferta que aún no logra reponerse del todo. Es así como la estimación de la brecha pasó de un escenario en que se prevía que se mantendría abierta por un largo período a uno en que esta ya se cerró, e incluso se volverá positiva por algún tiempo (gráfico V.6). Respecto de los factores de oferta, destaca que la capacidad de respuesta de la producción no ha podido recuperarse del todo, llevando a importantes cuellos de botellas en el suministro de bienes e insumos y a mayores presiones de costos a nivel global. El efecto de estos factores ya se aprecia en la inflación en distintas economías e imponen un riesgo para su evolución futura (Capítulo I, gráficos I.6 y I.9).

En este contexto, la inflación efectiva y las proyecciones han tenido un aumento en los últimos trimestres. La variación anual del IPC pasó de 2,4 a 4,5% entre agosto del 2020 y julio del 2021. La inflación proyectada a diciembre de este año aumentó a 5,7% en este IPoM, lo que se compara con el 2,8% que estaba previsto hace un año (gráfico V.13). Para el IPoM de diciembre del 2020, el alza del consumo provocada por el primer retiro había llevado a una sorpresa importante al alza en la inflación subyacente de bienes. La inflación ha seguido superando lo esperado a lo largo del 2021, alimentado por las mayores presiones de costos, entre ellos el aumento en el precio de los combustibles y la depreciación idiosincrática del peso. Sobre este último punto, destaca la desfavorable evolución del mercado financiero local, causada en parte por la percepción de un empeoramiento de los fundamentos de la economía producto de la liquidación de ahorro de largo plazo a través de los sucesivos retiros masivos de ahorros previsionales y del deterioro de las cuentas fiscales, todo ello en un entorno de alta incertidumbre local (Capítulo II).

La evolución del escenario macroeconómico ha modificado significativamente la evaluación de las presiones inflacionarias que enfrenta la economía, llevando al Consejo a alterar la orientación de la política monetaria. Así, las perspectivas para la TPM pasaron de una mantención prolongada en su mínimo técnico de 0,5%, a la necesidad de concretar aumentos cuya temporalidad fue adelantándose con el correr de los meses. En junio pasado, el Consejo anunció el comienzo del proceso de reducción del impulso monetario, lo que concretó en julio con un aumento de 25 puntos base (pb) de la tasa. Para la reunión de agosto, el Consejo decidió intensificar el retiro del estímulo monetario, subiendo la TPM en 75pb, ubicando su nivel en 1,5%. Esto, en respuesta a la necesidad de evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que, entre otras consecuencias, podría provocar un aumento más persistente de la inflación que la lleve a desviarse de la meta de 3% a dos años plazo. Además, anticipa que la convergencia de la inflación a la meta requerirá continuar retirando el impulso monetario, llevando la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022.

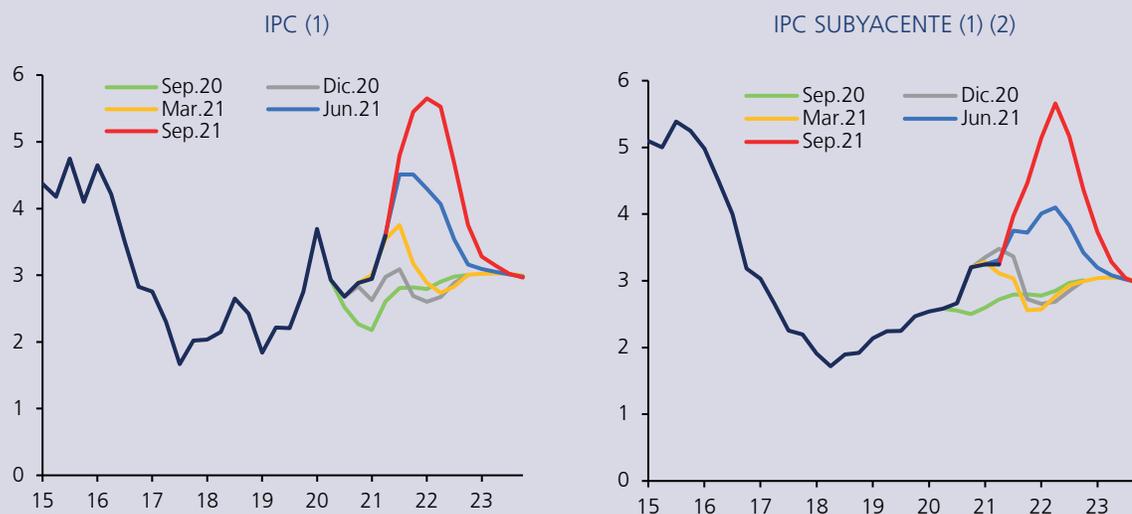


TABLA V.6 ESCENARIO INTERNO Y EXTERNO PARA EL 2021

| | Sep. 20 | Dic. 20 | Mar. 21 | Jun. 21 | Sep. 21 |
|---|-----------|----------|---------|---------|-----------|
| PIB (var.anual, %) | 4,0 - 5,0 | 5,5- 6,5 | 6,0-7,0 | 8,5-9,5 | 10,5-11,5 |
| Demanda interna (var. anual, %) | 5,6 | 9,4 | 11,7 | 15,5 | 18,5 |
| Demanda interna (s/var. existencias) | 7,0 | 9,6 | 11,0 | 13,3 | 16,7 |
| Consumo total (var.anual, %) | 6,8 | 10,3 | 11,5 | 13,8 | 16,9 |
| FBCF (var.anual, %) | 8,0 | 7,3 | 9,2 | 11,4 | 15,9 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -2,5 | -1,5 | -0,9 | -0,8 | -2,2 |
| PIB SSCC (var.anual, %) (*) | 4,7 | 5,5 | 6,3 | 6,7 | 6,4 |
| PIB mundial PPC (var. anual, %) (*) | 4,9 | 5,4 | 6,2 | 6,5 | 6,2 |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb) | 280 | 320 | 395 | 425 | 415 |
| Precio del petróleo prom. WTI-Brent (US\$/barril) | 47 | 47 | 62 | 64 | 66 |

(*) Para su definición, ver glosario.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.13 PROYECCIONES DE LA INFLACIÓN EN CADA IPOM
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC e IPC sin volátiles que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver [Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019](#). (2) Corresponde al IPC sin volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



ANEXO A:

Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile. Primero, se revisa la evolución del balance en el primer semestre del 2021. En segundo lugar, se analizan las medidas especiales y la composición del balance. Por último, se presentan las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2021 y del 2022, además de las proyecciones de largo plazo.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2021

Durante el primer semestre de 2021, el Banco continuó implementando medidas especiales para apoyar el flujo del crédito con el objetivo de mitigar los efectos asociados a las tensiones económicas y financieras producidas por la expansión y persistencia de la pandemia Covid-19. Adicionalmente, el Banco Central implementó una serie de medidas con el objetivo de preservar la estabilidad de los mercados financieros y la eficiencia del proceso de formación de precios en el contexto de los retiros de los fondos de pensiones y rentas vitalicias. Finalmente, en enero comenzó un programa gradual de reposición y ampliación de reservas internacionales para fortalecer la posición de liquidez internacional del país por un monto de US\$12.000 millones, en un plazo de 15 meses y a través de compras regulares de US\$40 millones diarios.

Como consecuencia de las medidas implementadas, el tamaño y composición del balance varió significativamente durante el período. En efecto, el tamaño del balance medido en pesos creció 21% durante el primer semestre del año (en el 2020 creció 83%).

En cuanto a su composición, al cierre del primer semestre, el 54% de los activos estaban denominados en moneda local (41,4% en pesos y 12,6% en UF), levemente mayor al 53% del cierre de 2020. En términos absolutos, el aumento de los activos denominados en moneda local (\$7.285 mil millones) se explicó principalmente por el uso que hicieron los bancos comerciales de la totalidad de la tercera etapa de la Facilidad de Crédito Condicional al Crecimiento de las Colocaciones Bancarias (FCIC3). Por su parte, los activos en moneda extranjera también subieron (\$5.173 mil millones), principalmente, por las compras regulares de divisas para reponer y ampliar las reservas internacionales. Se encuentra previsto que dicho programa concluya en marzo de 2022, con un total de US\$ 12 billones en compras. Actualmente, el comparador referencial de las reservas internacionales está compuesto por dólares de EE.UU. (77%), renminbi chino (8%), euros (5%), libra esterlina (4%) dólar australiano (3%), y el won de Corea del Sur (3%).

Respecto a los pasivos, la proporción de los pagarés e instrumentos de política (deuda de corto plazo) subió desde 34,5% a 43,6% al cierre del semestre y la base monetaria disminuyó desde el 49,5% al cierre del 2020 a 44,1% del total de pasivos al cierre de junio. El aumento de la deuda de corto plazo se relacionó con la esterilización del incremento de los activos, por el uso de la FCIC3 y por la compra de reservas internacionales. Sin perjuicio de que la base monetaria descendió como proporción de los pasivos, cabe destacar que en términos absolutos tuvo un incremento de 6,4% respecto del cierre del año anterior, explicado principalmente por un alza del saldo de billetes y monedas de \$2.762 mil millones.



Como resultado de la nueva composición de activos y pasivos, proceso que se inició en 2020, se observaron cambios de la composición de riesgos y en la estructura de ingresos y costos del balance. Respecto a lo primero, cayó la exposición a la variación de las monedas extranjeras, pero a su vez aumentó la exposición al riesgo de crédito de instituciones bancarias nacionales. Respecto a la estructura de ingresos y costos, en términos de intereses y reajustes, subieron las ganancias de los activos respecto a los costos de los pasivos, especialmente por la incidencia de los activos locales. No obstante, la mayor incidencia en resultados continúa siendo la variación del peso frente a las monedas que constituyen las reservas internacionales.

En comparación con el cierre del 2020, durante la primera mitad del año se observó un aumento de los activos, y pasivos, y una disminución del déficit patrimonial como porcentaje del PIB (tabla A.1).

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

| | 2018 | 2019 | 2020 | Jun.21 | 2021 (f) | 2022 (f) |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ACTIVOS | 14,9 | 16,5 | 29,6 | 33,1 | 31,6 | 30,0 |
| Reservas internacionales (1) | 14,5 | 15,4 | 13,9 | 15,2 | 16,2 | 16,0 |
| Pagarés fiscales y otros créditos al gobierno | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Instrumentos de política monetaria (2) | 0,1 | 0,8 | 11,0 | 13,4 | 12,8 | 12,0 |
| Bonos Bancarios (3) | | | 4,3 | 4,2 | 2,4 | 1,7 |
| Depósitos a plazo | | | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Otros activos | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| PASIVOS | 16,9 | 17,3 | 30,5 | 33,6 | 31,8 | 30,3 |
| Pagarés con mercado secundario | 7,3 | 7,1 | 10,5 | 14,7 | 14,0 | 13,4 |
| Instrumento de política con bancos | 1,8 | 1,6 | 3,8 | 2,6 | 2,6 | 2,5 |
| Otros pasivos con bancos | 0,9 | 2,0 | 1,1 | 1,5 | 1,0 | 0,9 |
| Otros pasivos excepto base monetaria | 0,9 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Base monetaria | 5,9 | 6,3 | 15,1 | 14,8 | 14,2 | 13,4 |
| PATRIMONIO (A+B+C) | -2,0 | -0,8 | -0,9 | -0,6 | -0,2 | -0,3 |
| A. Capital inicial | -3,0 | -1,8 | -0,6 | -1,0 | -0,8 | -0,2 |
| B. Resultado neto | 1,1 | 1,1 | -0,2 | 0,4 | 0,6 | -0,2 |
| No financieros | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Intereses netos (4) | -0,2 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,1 |
| Por variación TC y UF | 1,2 | 0,6 | -0,2 | 0,5 | 0,9 | -0,2 |
| C. Aporte de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Posición pagadera en ME (5) | 12,8 | 12,9 | 12,9 | 13,5 | 14,4 | 14,2 |

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

(2) Incluye Facilidades de Crédito Condicional al Crecimiento de las Colocaciones Bancarias (FCIC1,2 y 3) y Línea de Crédito de Liquidez (LCL).

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

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

(5) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera (ME).

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Así, entre el 31 de diciembre de 2020 y el 30 de junio de 2021, el tamaño de los activos creció en \$12.507 mil millones, pasando de 29,6% a 33,1% del PIB. Por su parte, los pasivos aumentaron en \$11.993 mil millones, desde 30,5% a 33,6% del PIB. Como resultado, el Banco Central pasó, en 6 meses, de tener un déficit patrimonial de \$1.739 mil millones (equivalente a -0,9% del PIB) a tener un déficit de \$1.225 mil millones (equivalente a -0,6% del PIB). Esto se explicó, principalmente, por el mayor valor en pesos de los activos denominados en moneda extranjera, debido a la depreciación que tuvo la moneda local en el período.

COMPOSICIÓN DEL BALANCE

El aumento en el tamaño del balance, cercano al 3,5% del PIB durante el primer semestre de 2021 (tabla A.1), se explicó principalmente por la implementación de las medidas especiales que incrementaron los activos en moneda nacional de política monetaria en \$6.951 mil millones, pasando de 11% del PIB en diciembre de 2020 a 13,4% del PIB en junio de 2021, (donde la FCIC y la línea de crédito de liquidez equivalen al 13,3% del PIB). Además, las reservas internacionales aumentaron en \$5.173 mil millones pasando de 13,9% del PIB en diciembre de 2020 a 15,2% del PIB en junio de 2021, debido a las compras de divisas por \$3.297 mil millones (1,5% del PIB) y mayores depósitos O/N de bancos comerciales por \$1.103 mil millones. Con todo, los activos en moneda nacional pasaron de 15,6% del PIB en diciembre de 2020 a 17,7% del PIB en junio de 2021 y los activos en moneda extranjera, en igual lapso, pasaron de 14% del PIB a 15,4% del PIB.

Como contrapartida, los pasivos crecieron un 3,2% del PIB, donde los pagarés con mercado secundario subieron \$10.812 mil millones (los PDBC aumentaron \$11.294 mil millones y la deuda de largo plazo disminuyó \$483 mil millones), pasando del 10,5% del PIB en diciembre de 2020 a 14,7% del PIB en junio de 2021. Además, la base monetaria aumentó \$1.938 mil millones, pasando del 15,1% del PIB en diciembre de 2020 a 14,8% del PIB en junio de 2021. Por otra parte, los instrumentos de política con bancos (esencialmente la Facilidad Permanente de Depósitos, FPD) descendieron en \$1.867 mil millones, desde 3,8% del PIB en diciembre de 2020 a 2,6% del PIB en junio de 2021 (tabla A.1).

Al cierre del período, se registró un patrimonio negativo de \$1.225 mil millones (-0,6% del PIB), explicados a partir de un capital inicial y otras reservas de -\$2.202 mil millones (-1% del PIB) y un resultado neto del ejercicio de \$977 mil millones (0,4% del PIB). Este último, se debió a las ganancias por la variación del tipo de cambio de \$820 mil millones, por variación neta de la UF de \$159 mil millones —asociadas a la inversión en bonos bancarios denominados en UF menos la deuda en UF—, por intereses netos de \$126 mil millones y por costos no financieros de -\$127 mil millones atribuidos a gastos de administración, personal y circulante de -\$53 mil millones y otros (principalmente deterioros) por -\$74 mil millones.

Las medidas especiales adoptadas por el Banco Central explicaron en alguna medida el resultado patrimonial para el primer semestre de 2021. Respecto de los activos denominados en moneda nacional, la cartera de bonos bancarios generó pérdidas totales por \$301 mil millones —incluye ganancias por intereses y reajustes de \$218 mil millones y pérdidas por ajustes a valor de mercado de \$519 mil millones—, ganancias por intereses de FCIC-LCL de \$60,8 mil millones, ganancias por intereses y ajustes de valor de las operaciones CC-VP de \$15,5 mil millones, ganancias por operaciones Repo de \$0,6 mil millones y pérdidas por depósitos a plazo de \$0,9 mil millones (tabla A.2).

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre, las variaciones del balance explicaron un alza de la base monetaria por \$1.938 mil millones y un incremento en la posición pagadera en moneda extranjera equivalente a \$3.297 mil millones, como consecuencia del programa de compra de divisas (US\$4.560 millones). Al cierre del 2021, se proyecta que la posición pagadera en moneda extranjera aumente a \$7.081 mil millones (US\$9.600 millones) y en el 2022 suba otros \$1.828 mil millones adicionales (US\$2.400 millones) (tabla A.3).



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

| | Monto realizado (5) | Ganancias/Pérdidas |
|--------------------------|----------------------------|---------------------------|
| REPOs (2) | 10 | 0,6 |
| Bonos Bancarios (3) | 6.078 | -301 |
| Préstamos FCIC - LCL (3) | 28.966 | 60,8 |
| Depósitos a plazo (4) | 46 | -0,9 |
| CC-VP (4) | 2.967 | 15,5 |
| Total | 38.066 | -225 |

(1) Corresponde a ganancias o pérdidas con impacto patrimonial de las medidas especiales implementadas por el BCCh durante el primer semestre de 2021.

(2) Medidas anunciadas en noviembre de 2019, por crisis social y tensiones financieras de fin de año.

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

(4) Medidas anunciadas a partir de julio de 2020 ante retiros de los fondos de pensiones.

(5) Montos corresponden a stocks vigentes al 30 de junio de 2021.

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

| | 2018 | 2019 | 2020 | Jun.21 | 2021 (f) | 2022 (f) |
|---|-------------|-------------|-------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 1. Reservas Internacionales Netas | 1.000 | -140 | -1.168 | 4.082 | 7.866 | 2.613 |
| 2. Instrumentos de política en moneda nacional (MN) | -770 | 1.862 | 17.895 | -882 | -4.707 | -2.007 |
| 3. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2) | 960 | -823 | 26 | -477 | -424 | 366 |
| 4. Otras operaciones en ME (3) | -1.000 | -1.684 | 1.129 | -785 | -785 | -785 |
| Base Monetaria (variación=1+2+3+4) | 190 | -785 | 17.883 | 1.938 | 1.950 | 188 |
| Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+4) (4) | 0 | -1.824 | -39 | 3.297 | 7.081 | 1.828 |

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

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

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

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Además de la estructura y tamaño del balance, durante el primer semestre de 2021, también se observaron cambios en variables financieras relevantes. La brecha positiva de la tasa de rendimiento entre activos y pasivos aumentó en 22 puntos base, por el alza en las tasas de los bonos locales e internacionales mantenidos en cartera. Por su parte, la brecha de duración entre activos y pasivos subió en 3,6 meses, principalmente por un incremento de 10 meses en la duración del nuevo comparador referencial de las reservas internacionales que rige desde febrero de 2021. Por último, tanto en los activos como en los pasivos, aumentó la exposición del balance al peso, debido al incremento de la FCIC3 en los activos, de los PDBC y de la base monetaria en los pasivos (tabla A.4).

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

| | Jun.21 | | Dic.20 | |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | Activos | Pasivos | Activos | Pasivos |
| Tasa de Rendimiento promedio (%) | 0,8 | 0,3 | 0,6 | 0,3 |
| Duración promedio (meses) (*) | 30,6 | 0,4 | 26,9 | 0,3 |
| Monedas Extranjeras (%) | 46,1 | 4,5 | 47,0 | 3,6 |
| Monedas Nacionales UF (%) | 12,6 | 8,2 | 14,6 | 13,3 |
| Monedas Nacionales CLP (%) | 41,4 | 87,3 | 38,4 | 83,1 |

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

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2021 Y 2022

La proyección de corto plazo considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) se completa el programa de compras de divisas por US\$ 9.600 millones en 2021 y US\$ 2.400 millones en el 2022; (ii) se termina el programa de renovaciones del programa Compra Contado–Venta a Plazo (CC–VP); (iii) no hay reaperturas de programas de compra de depósitos a plazo o bonos bancarios, tampoco nuevas etapas de la FCIC; (iv) a la fecha de vencimiento de la LCL se asume una renovación del 100% en FCIC1; (v) las variaciones de los activos en moneda nacional se absorbe en los pasivos con PDBC, base monetaria y FPD y; (vi) no hay emisión de deuda de largo plazo para el 2022. Respecto a los supuestos financieros, en el escenario central se proyecta que, en lo que resta de 2021 la brecha entre los resultados asociados a las tasas de interés local y externa se mantenga respecto al cierre del primer semestre de este año y que aumente durante el 2022. Con relación a supuestos macroeconómicos, la proyección del PIB nominal para 2021 y 2022 utiliza valores proyectados de crecimiento real del PIB e inflación promedio del IPoM de junio de 2021.

Con estos supuestos, se proyecta por concepto de intereses netos, pérdidas patrimoniales de aproximadamente 0,2% del PIB para el 2021 y ganancias patrimoniales de 0,1% del PIB para el 2022. Por su parte, por concepto de cambios de valoración en las reservas internacionales y los activos en moneda local, se proyectan ganancias patrimoniales por 0,9% del PIB en el 2021 y pérdidas patrimoniales de 0,2% del PIB en el 2022.

Por último, para fines del 2021 se prevé un tamaño del balance de 31,6% del PIB; en tanto que para el 2022, este se reducirá a 30% del PIB, caída que se explica principalmente por vencimientos de bonos bancarios. A su vez, el patrimonio reducirá su déficit a 0,2% y a 0,3% del PIB en el 2021 y 2022, respectivamente. Esto, explicado por las ganancias asociadas a la variación del tipo de cambio en 2021 y ganancias por devengo de tasas y reajustes de bonos bancarios denominados en UF para 2022.



PROYECCION DEL BALANCE EN EL LARGO PLAZO

En el escenario central, la rentabilidad tanto de las reservas como de los activos locales y el menor costo relativo de la deuda permiten disminuir gradualmente el déficit patrimonial del Banco Central a través del tiempo. Así, el patrimonio se torna positivo en septiembre del 2025. Esta proyección considera diversos supuestos, entre los que destacan: (i) el crecimiento del PIB en línea con las proyecciones del PIB tendencial del Banco Central; (ii) una evolución de la inflación local que tiende a 3%; (iii) el tipo de cambio real converge hacia fines de 2023 a su promedio de los últimos 10 años, permaneciendo en ese nivel en el horizonte de proyección; (iv) un retiro de la liquidez inyectada en la economía a través de los programas de compra de bonos bancarios —cuyas inversiones se mantienen en cartera a vencimiento— y de los programas especiales FCIC1–LCL, FCIC2 y FCIC3; (v) a la fecha de vencimiento de la LCL se asume una renovación del 100% en FCIC1; (vi) no hay emisión de deuda de largo plazo; (vii) la deuda de corto plazo se ajusta de manera residual para mantener la identidad patrimonial del balance; y (viii) el crecimiento de los activos en moneda nacional se absorbe en los pasivos con los PDBC, base monetaria y FPD.

Dada la evolución positiva en las utilidades del Banco Central y que el patrimonio aumenta gradualmente hasta alcanzar el nivel del capital inicial ajustado por inflación al que se refiere el Artículo N°5 de la Ley Orgánica Constitucional, el pago de dividendos hacia el Fisco —equivalentes al 90% de las utilidades— se proyecta comience en diciembre de 2027.



ANEXO B:

Administración de las reservas internacionales

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

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

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

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

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



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

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

El Consejo aprobó ajustes a la estructura del comparador referencial, los que se hicieron efectivos a partir del 1° de febrero de 2021. Uno de los principales cambios fue el aumento de la participación del dólar de EE.UU. desde 52 a 77%, en un escenario de mayores riesgos globales. En este contexto, se redujo el número de monedas de siete a seis, aumentó la duración del portafolio desde 24 a 39 meses, aproximadamente, y se incrementó la participación de instrumentos indexados a inflación desde 11 a 20% del Portafolio de Inversiones.

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

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

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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

La composición referencial del Portafolio de Inversiones contempla un total de seis monedas: dólar de EE.UU. (77%), renminbi de China (8%), euro (5%), libra esterlina (4%), dólar de Australia (3%) y won de la República de Corea del Sur (3%). El Portafolio de Liquidez se encuentra íntegramente invertido en bonos nominales del



Tesoro de EE.UU.; mientras que, el Portafolio de Diversificación considera bonos nominales soberanos (50%) denominados en: renminbi de China (20%), dólar de EE.UU. (15%), dólar de Australia (7,5%) y won de la República de Corea del Sur (7,5%); y bonos indizados a la inflación (50%) denominados en dólar de EE.UU. (27,5%), euro (12,5%) y libra esterlina (10%).

En cuanto a riesgo de crédito, el comparador referencial contempla 100% de exposición a riesgo soberano. El riesgo de tasa de interés global del Portafolio de Inversiones, medido por duración, es de aproximadamente 39 meses. A su vez, el Portafolio de Liquidez presenta una duración de 33,6 meses y el Portafolio de Diversificación una de 48,0 meses (tabla B.2).

TABLA B.2 ESTRUCTURA REFERENCIAL DE MONEDAS, PLAZOS Y DURACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES
(1) (2) (3) (4)
(porcentaje)

| | | Portafolio de Liquidez (PL) | | Portafolio de Diversificación (PD) | | Cartera Total |
|-------|------------------|-----------------------------|-------------|------------------------------------|-------------|---------------------------|
| | | Portafolio de Inversiones | Subtotal PL | Portafolio de Inversiones | Subtotal PD | Portafolio de Inversiones |
| USD | Participación | 60,0% | 100,0% | 17,0% | 42,5% | 77,0% |
| | Duración (meses) | 33,60 | | 49,20 | | 37,20 |
| CNY | Participación | | | 8,0% | 20,0% | 8,0% |
| | Duración (meses) | | | 31,20 | | 31,20 |
| EUR | Participación | | | 5,0% | 12,5% | 5,0% |
| | Duración (meses) | | | 68,40 | | 68,40 |
| GBP | Participación | | | 4,0% | 10,0% | 4,0% |
| | Duración (meses) | | | 67,20 | | 67,20 |
| AUD | Participación | | | 3,0% | 7,5% | 3,0% |
| | Duración (meses) | | | 37,20 | | 37,20 |
| KRW | Participación | | | 3,0% | 7,5% | 3,0% |
| | Duración (meses) | | | 33,60 | | 33,60 |
| Total | Participación | | | 40,0% | 100,0% | 100,0% |
| | Duración (meses) | | | 48,00 | | 39,40 |

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

(2) Portafolio de Diversificación en Euros está compuesto por bonos indizados (12,5%).

(3) Portafolio de Diversificación en Libras Esterlinas está compuesto por bonos indizados (10,0%).

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

Fuente: Banco Central de Chile al 30 de junio de 2021.

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



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

Al cierre del primer semestre del 2021, una porción del Portafolio de Inversiones (2,9%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente: *BlackRock Institutional Trust Company N.A.* (BlackRock) y *Amundi Asset Management* (Amundi). Estas firmas comenzaron su mandato durante febrero y octubre de 2016, respectivamente.

En el primer semestre de 2021, el retorno obtenido en la gestión de las reservas internacionales fue de 0,21% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Medido en dólares de EE.UU., la rentabilidad fue -0,17% (tabla B.3), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen considera la trayectoria que tuvieron las paridades en que se invierten los activos respecto del dólar. En términos generales, el desempeño negativo expresado en dólares se explica por la fluctuación de las paridades, en particular, por la depreciación del euro, del dólar de Australia y del won de la República de Corea del Sur (gráfico B.1), lo que implicó una disminución en el valor de los activos del portafolio. El efecto de esta disminución en el valor del portafolio fue compensado parcialmente por el devengo de los instrumentos de renta fija. Cabe destacar, que medida en pesos, la rentabilidad del primer semestre fue de 2,30%, lo que se explica principalmente por el fortalecimiento de la canasta de monedas en las que se invierte respecto de la moneda local. Por otra parte, el retorno diferencial del primer semestre atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue de 15pb bajo el comparador referencial. Si se excluyen del cálculo los resultados obtenidos entre el 1 y 5 de febrero, periodo en que se realizaron los ajustes al portafolio para adoptar la nueva composición referencial (período de *waiver*), el retorno diferencial asociado a la gestión interna fue de 3,3pb bajo el comparador.

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

| Periodo | En moneda de origen | | En dólares | | Diferencial |
|---------|---------------------|------|------------|-------|-------------|
| | RRII | BMK | RRII | BMK | |
| 2021 | 0,21 | 0,19 | -0,17 | -0,02 | -0,15 |
| 2020 | 2,42 | 2,39 | 5,64 | 5,63 | 0,02 |
| 2019 | 5,67 | 6,25 | 5,39 | 6,09 | -0,70 |
| 2018 | 1,70 | 1,66 | -0,35 | -0,32 | -0,03 |
| 2017 | 0,77 | 0,62 | 4,17 | 4,06 | 0,11 |
| 2016 | 0,90 | 0,90 | 0,13 | 0,17 | -0,04 |
| 2015 | 0,73 | 0,90 | -3,74 | -3,58 | -0,16 |
| 2014 | 1,65 | 1,52 | -2,94 | -3,14 | 0,21 |
| 2013 | 0,26 | 0,21 | -0,71 | -0,77 | 0,06 |
| 2012 | 0,66 | 1,01 | 1,43 | 1,77 | -0,35 |

(1) Cifras del año 2021 corresponden al primer semestre, no anualizadas.

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

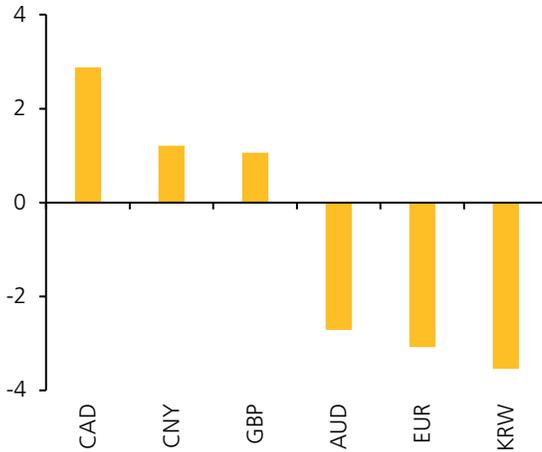
(3) A contar de 2014 se considera el retorno medido en moneda de origen, el que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio, mientras que entre 2012 y 2013 se muestra el retorno expresado en divisas, como aproximación del retorno en moneda de origen. El retorno en divisas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

(4) En 2012, 2019 y 2021 se realizaron ajustes a los comparadores referenciales. Los retornos que se presentan no consideran los periodos de *waiver* que fueron otorgados para realizar dichos ajustes.

Fuente: Banco Central de Chile.

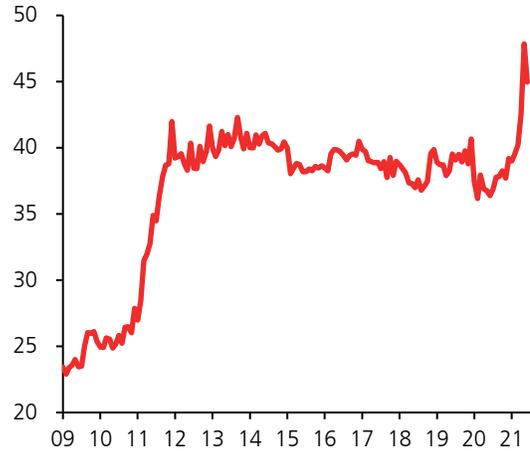


GRÁFICO B.1 VARIACIÓN DE PARIDADES (1) (2)
(porcentaje)



(1) Variación de paridades durante el primer semestre de 2021.
(2) Variación negativa implica una apreciación del USD respecto de la moneda y viceversa.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO B.2 RESERVAS INTERNACIONALES (3)
(stock, mil millones de US\$)



(3) Reservas totales, incluye el portafolio de caja, de inversiones y de otros activos.
Fuente: Banco Central de Chile.

En enero de 2021, el Consejo del Banco Central decidió iniciar un programa gradual de reposición y ampliación de reservas internacionales para fortalecer la posición de liquidez internacional del país, en preparación al término de la Línea de Crédito Flexible (FCL) del Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2022. Ello, en un contexto donde los riesgos económicos y financieros percibidos para la economía eran significativamente mayores como consecuencia de la crisis sanitaria asociada a la pandemia por Covid-19.

El programa, que se inició el 18 de enero de 2021, contempla la compra de US\$12.000 millones. De estos, US\$2.550 corresponden a la reposición de las reservas utilizadas durante la intervención que se ejecutó entre diciembre de 2019 y enero de 2020, y el saldo restante al monto necesario para elevar el tamaño de las reservas a alrededor del 18% del PIB, según las proyecciones de crecimiento y tipo de cambio disponibles en ese momento. Este programa se materializará en un plazo de 15 meses, de modo tal de coincidir con el término de la FCL, a través de compras regulares de divisas por US\$40 millones diarios mediante subastas competitivas. Al 30 de junio de 2021, la reposición y ampliación de reservas internacionales se desarrolló de acuerdo con lo programado (38% de avance).

Al 30 de junio de 2021, las reservas internacionales alcanzaron US\$44.954,4 millones (gráfico B.2). Del total de estas reservas, US\$40.432,0 millones correspondían al Portafolio de Inversiones, US\$3.233,3 millones al portafolio de caja y US\$ 1.289,1 millones a otros activos. Del total de reservas internacionales, 76,6% estaban invertidas en dólares de EE.UU., 4,5% en euros y 19,0% en otras divisas.



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

| Tipo de Portafolio | Moneda | 2020 | | 2021 | |
|---------------------------------------|--------------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|
| | | Dic. | % | Jun | % |
| Portafolio de Inversiones | | 36.018,5 | 91,9 | 40.432,0 | 89,9 |
| Monedas y Depósitos | Dólar de EE.UU. | 41,4 | 0,1 | 30,5 | 0,1 |
| | Euro | 0,3 | 0,0 | 2,0 | 0,0 |
| | Dolar de Canadá | 0,1 | 0,0 | 1,8 | 0,0 |
| | Dolar de Australia | 3,3 | 0,0 | 1,8 | 0,0 |
| | Otras Divisas | 30,5 | 0,1 | 22,9 | 0,1 |
| Valores | Dólar de EE.UU. | 18.636,9 | 47,5 | 31.148,1 | 69,3 |
| | Euro | 3.909,4 | 10,0 | 2.011,0 | 4,5 |
| | Dolar de Canadá | 3.262,3 | 8,3 | 2,8 | 0,0 |
| | Dolar de Australia | 3.240,0 | 8,3 | 1.199,9 | 2,7 |
| | Otras Divisas | 6.894,3 | 17,6 | 6.011,3 | 13,4 |
| Totales | Dólar de EE.UU. | 18.678,2 | 47,6 | 31.178,6 | 69,3 |
| | Euro | 3.909,7 | 10,0 | 2.013,0 | 4,5 |
| | Dolar de Canadá | 3.262,4 | 8,3 | 4,6 | 0,0 |
| | Dolar de Australia | 3.243,4 | 8,3 | 1.201,6 | 2,7 |
| | Otras Divisas | 6.924,8 | 17,7 | 6.034,2 | 13,4 |
| Portafolio Caja | | 1.781,4 | 4,5 | 3.233,3 | 7,2 |
| Monedas y Depósitos | Dólar de EE.UU. | 1.781,4 | 4,5 | 3.233,3 | 7,2 |
| Otros Activos | | 1.400,1 | 3,6 | 1.289,1 | 2,9 |
| Oro Monetario | Otras Divisas | 14,9 | 0,0 | 14,0 | 0,0 |
| DEG FMI | Otras Divisas | 691,8 | 1,8 | 583,6 | 1,3 |
| Posición Reservas FMI | Otras Divisas | 693,4 | 1,8 | 690,1 | 1,5 |
| Monedas y Depósitos | Dólar de EE.UU. | 0,0 | 0,0 | 1,3 | 0,0 |
| Total Reservas Internacionales | | 39.200,0 | 100,0 | 44.954,4 | 100,0 |
| | Dólar de EE.UU. | 20.459,6 | 52,2 | 34.413,2 | 76,6 |
| | Euro | 3.909,7 | 10,0 | 2.013,0 | 4,5 |
| | Dolar de Canadá | 3.262,4 | 8,3 | 4,6 | 0,0 |
| | Dolar de Australia | 3.243,4 | 8,3 | 1.201,6 | 2,7 |
| | Otras Divisas | 8.324,9 | 21,2 | 7.321,9 | 16,3 |

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA B.5 PORTAFOLIO DE ADMINISTRACIÓN INTERNA. INVERSIONES POR PAÍS Y TIPO DE RIESGO (1) (2) (3) (4)
(millones de US\$)

| País | Soberano | Bancario | Agencias | Supranacionales | TOTAL |
|----------------|---------------|-----------|----------|-----------------|---------------|
| EE.UU. | 29.705 | 1 | 0 | 0 | 29.707 |
| China | 3.134 | 34 | 0 | 0 | 3.168 |
| Reino Unido | 1.582 | 0 | 0 | 0 | 1.582 |
| Francia | 1.191 | 0 | 0 | 0 | 1.191 |
| Corea del Sur | 1.184 | 0 | 0 | 0 | 1.184 |
| Australia | 745 | 0 | 0 | 0 | 745 |
| Alemania | 595 | 0 | 7 | 0 | 602 |
| Supranacional | 0 | 0 | 0 | 362 | 362 |
| España | 348 | 0 | 0 | 0 | 348 |
| Japón | 133 | 0 | 0 | 0 | 133 |
| EAU | 83 | 0 | 0 | 0 | 83 |
| Arabia Saudita | 50 | 0 | 0 | 0 | 50 |
| Polonia | 46 | 0 | 0 | 0 | 46 |
| Canadá | 43 | 0 | 0 | 0 | 43 |
| Israel | 26 | 0 | 0 | 0 | 26 |
| Dinamarca | 17 | 0 | 0 | 0 | 17 |
| Suecia | 14 | 0 | 0 | 0 | 14 |
| Otros | 0 | -36 | 0 | 0 | -36 |
| TOTAL | 38.897 | -1 | 7 | 362 | 39.265 |

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - 176,1 millones), Japan Bank for International Cooperation (JBIC / Japón - 133,0 millones) y Export Development Canada (EDC / Canadá - 3,4 millones).

(2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (USD 6,7 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: Inter-American Development Bank (IADB - USD 98,1 millones), European Investment Bank (EIB-USD 69,2 millones), New Development Bank (NDB-USD 58,2 millones), Nordic Investment Bank (NIB-USD 33,9 millones), Asian Development Bank (USD 26,5 millones), African Development Bank (USD 17,8 millones), International Development Association (IDA-USD 15 millones), Inter-American Investment Corporation (IAIC-USD 14,1 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD-USD 12,9 millones), International Finance Corporation (IFC-USD 5,9 millones), The Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB - USD 5,3 millones), Eurofima (USD, 5,0 millones), Council of Europe Development Bank (CEB-USD 0,4 millones).

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2021, las reservas internacionales totalizaron US\$5.754,4 millones más que al cierre de 2020. Por una parte, se observó un aumento del portafolio de caja (US\$ 1.451,9 millones), cuya variación reflejó cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco^{1/}. Por otro lado, el Portafolio de Inversiones aumentó en US\$4.413,5 millones respecto del cierre del año anterior, explicado principalmente por las compras realizadas en el marco del programa de ampliación y reposición de reservas por US\$4.560,0 millones y por el menor valor de los activos de renta fija medidos en dólares de EE.UU. Adicionalmente, durante el período se observó una disminución de US\$111,0 millones en el ítem otros activos, explicado en parte por operaciones realizadas con el FMI (tabla B.4).

^{1/} El aumento del Portafolio de Caja se debe al mayor incentivo que tuvieron los bancos comerciales locales de cumplir sus requerimientos de Reserva Técnica con moneda extranjera.



En cuanto a la exposición del Portafolio de Inversiones por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio 2021, las inversiones en riesgo soberano representaban 99,0% del Portafolio de Inversiones y se encontraban, principalmente, en EE.UU. (75,5%), China (8,0%), Reino Unido (4,0%) y Francia (3,0%). Al cierre del período, las inversiones en riesgo supranacional representaban un 0,9%, el riesgo de agencias 0,02% y el riesgo bancario un 0,1% (tablas B.5 y B.6 ^{2/}).

Al 30 de junio de 2021, la composición de monedas del Portafolio de Inversiones era: 77,1% en dólares de EE.UU., 8,0% en renminbi de China, 5,0% en euros, 3,9% en libra esterlina, 3,0% en won de la República de Corea del Sur, y 3,0% en dólar de Australia (tabla B.7).

TABLA B.6 PORTAFOLIO DE ADMINISTRACIÓN EXTERNA. INVERSIONES POR PAÍS Y TIPO DE RIESGO (1) (2) (3)
(millones de US\$)

| País | Soberano | Bancario | Agencias | Supranacionales | TOTAL |
|---------------|--------------|-----------|----------|-----------------|--------------|
| EE.UU. | 813 | 0 | 0 | 0 | 813 |
| Alemania | 75 | 0 | 0 | 0 | 75 |
| China | 74 | 0 | 0 | 0 | 74 |
| Francia | 35 | 0 | 0 | 0 | 35 |
| Reino Unido | 34 | 0 | 0 | 0 | 34 |
| Corea del Sur | 24 | 0 | 0 | 0 | 24 |
| Austria | 20 | 0 | 0 | 0 | 20 |
| España | 18 | 0 | 0 | 0 | 18 |
| Australia | 17 | 0 | 0 | 0 | 17 |
| Supranacional | 0 | 0 | 0 | 11 | 11 |
| Canadá | 3 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| Japón | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Finlandia | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros | 0 | 42 | 0 | 0 | 42 |
| TOTAL | 1.114 | 42 | 0 | 11 | 1.167 |

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW/Alemania - USD 64,0 millones) y Oesterreichische Kontrollbank (OKB/Austria - 20,4 millones).

(2) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: International Finance Corp (IFC - USD 5,9 millones), Inter-American Investment Corporation (IAIC - USD 5,5 millones).

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

Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} Las tablas B.5 y B.6 muestran el detalle del portafolio de inversiones desagregado por administración interna y externa.



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

| Moneda | Participación |
|----------------------|----------------------|
| Dólar de EE.UU. | 77,1 |
| Renminbi de China | 8,0 |
| Euro | 5,0 |
| Libra esterlina | 3,9 |
| Won de Corea del Sur | 3,0 |
| Dólar de Australia | 3,0 |
| Otras monedas | 0,0 |
| TOTAL | 100,0 |

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.



ANEXO C:

Principales medidas del Banco Central de Chile adoptadas durante el 2021

ENERO

13. El Consejo del Banco Central informó su decisión de iniciar un programa gradual de reposición y ampliación de reservas internacionales para fortalecer la posición de liquidez internacional del país, en preparación del término de la Línea de Crédito Flexible (FCL) del FMI en 2022. El objetivo de esta iniciativa es incrementar el nivel de reservas internacionales hasta alrededor de 18% del PIB. El programa incluye la compra de divisas por US\$12.000 millones, de los cuales US\$2.550 millones corresponderían a la reposición de las reservas utilizadas en el plan de intervención que se ejecutó entre diciembre del 2019 y enero del 2020. El programa se materializará en un plazo de 15 meses, de modo de coincidir con el término de la FCL. La medida adoptada corresponde al Acuerdo N° 2336E-01, de fecha 12 de febrero de 2021. Desde el 18 de enero de 2021 y a la fecha, se ha comprado un total de US\$6,120 millones.

15. Conforme a lo dispuesto por Acuerdo N° 2367-01-210114, con esta fecha se publica para comentarios la propuesta normativa que regula el establecimiento de una Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera, que reemplazará el actual Capítulo III.H.5 del Compendio de Normas Financieras (CNF), introduciendo los nuevos Capítulos III.H.5, que regula las normas comunes a las Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor (CCAV), III.H.5.1 Sobre CCAV en Moneda Nacional, y III.H.5.2 Sobre CCAV en Moneda Extranjera.

27. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la TPM en 0,50%, por la unanimidad de sus miembros.

Asimismo, el Consejo decidió adecuar la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones para Empresas Bancarias (FCIC), que corresponde a una medida no convencional de política monetaria. En particular, se acordó abrir una tercera etapa o programa que contempla un monto equivalente a US\$10 mil millones y una vigencia de seis meses. Además, acordó ampliar los colaterales o garantías elegibles para esta etapa, agregando colocaciones de la cartera comercial de la empresa bancaria prestataria, con clasificación de riesgo correspondientes a categorías A5 y A6 que cuenten con garantía estatal. Los detalles operacionales de implementación serán dados a conocer más adelante (Carta Circular Bancos N° 661, de 25 de febrero de 2021).

FEBRERO

11. Mediante Acuerdo N° 2372-01-210211, se modifican los términos y condiciones generales aprobados anteriormente por Acuerdo N° 2295E-01-200319 aplicables a la compra, por parte del Banco Central de Chile, de instrumentos de deuda emitidos por empresas bancarias que correspondan a bonos o debentures bancarios sin garantía especial, emitidos conforme a lo dispuesto en el numeral 2 del Artículo 69 de la Ley General de Bancos.



25. Por Acuerdo N° 2374-01-210225 se aprobó el programa Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones Fase Tres (FCIC3). Este programa entró en vigencia el 1° de marzo, y el plazo máximo de vencimiento de todas las operaciones cursadas bajo el mismo es el 1° de julio de 2024. La tasa de interés que se devengará corresponde a la TPM vigente al momento de la respectiva operación (TPM inicial), la que se ajustará automáticamente si durante el Período de Disponibilidad —1° de marzo al 1° de septiembre de 2021— la TPM se redujere respecto de la TPM inicial, siguiendo las mismas reglas establecidas para las etapas anteriores. El FCIC3 está orientado a profundizar y extender el crédito comercial ante la prolongación de la emergencia sanitaria y la necesidad de apoyar el proceso de reactivación, respondiendo a las necesidades financieras de las empresas, complementando el programa FOGAPE-Reactiva implementado por el Ministerio de Hacienda. El acceso a los fondos del programa FCIC3 se vincula al flujo de los créditos comerciales a empresas con ventas de hasta 1 millón de UF, con una ponderación mayor para créditos nuevos y reprogramaciones con garantía FOGAPE-Reactiva. El monto global de recursos del programa es de US\$10.000 millones, equivalente al remanente no desembolsado de las FCIC1 y FCIC2 y permite que los fondos girados puedan ser respaldados con las garantías elegibles para la FCIC1 y FCIC2, además de los créditos de la cartera comercial de evaluación individual clasificados en categoría A5 y A6 que cuenten con garantía estatal. Habría un límite al acceso por banco de US\$2,000 millones. Los préstamos continuarían estando respaldados por garantías de los bancos. El programa se ha utilizado en un 100% y a la fecha se mantiene vigente un monto de 7,1 billones de pesos. Esta facilidad tiene una ventana de disponibilidad hasta el 1 de septiembre de 2021.

MARZO

8. Conforme a lo resuelto mediante Acuerdo N° 2375-01-210304 con esta fecha se dispone la consulta pública de la nueva regulación que autoriza la creación y reglamenta el funcionamiento de las Cámaras de Compensación de Pagos de Bajo Valor, en que participen empresas bancarias u otras instituciones financieras sujetas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero, mediante la incorporación de un nuevo Capítulo III.H.6 al CNF. El texto final del nuevo Capítulo se encuentra pendiente de publicación.

13. Conforme a lo establecido mediante Acuerdo N° 2376-02-210311, publicado con esta fecha, se modificó el Capítulo III.J.2 del CNF sobre Operación de Tarjetas de Pago, adecuando exigencias patrimoniales y de liquidez aplicables a los operadores de conformidad con esa normativa e incorporando otros ajustes a la regulación sobre Tarjetas de Pago.

18. El Banco Central de Chile amplía horario de negociación de divisas para impulsar internacionalización del peso chileno. En el marco del Programa de Reposición y Ampliación de Reservas Internacionales que lleva a cabo, se están realizando cambios orientados a profundizar la internacionalización del peso chileno. Este programa ha tenido una importante innovación, ejecutar subastas de compras de divisas por parte del Banco Central de Chile en horarios no convencionales, con el propósito de ampliar los intervalos de horas de negociación.

24. Se publica la Carta Circular que modifica las bases de licitación aplicables al programa de compra de divisas por parte del Banco Central de Chile. Lo anterior, con el objeto de permitir que las entidades no bancarias del Mercado Cambiario Formal puedan optar por pagar las operaciones directamente al Banco Central en una cuenta en el exterior.

30. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la TPM en 0,50%. Asimismo, determinó no efectuar cambios en las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito.



ABRIL

1. Mediante Acuerdo N° 2383-01-210401, el Consejo dispone la renovación adicional de las medidas excepcionales y transitorias adoptadas por Acuerdo N° 2297E-03-200326 en materia de gestión y medición de la posición de liquidez de empresas bancarias, hasta el 31 de diciembre de 2021. En términos generales y conforme a lo establecido en el numeral 12 ter del Capítulo III.B.2.1 del CNF, se suspende en forma temporal el cumplimiento de los requerimientos de descalce de plazos previstos en el numeral 8.2 del Capítulo III.B.2.1 del Compendio de Normas Financieras, tanto a 30 días de una vez el capital básico, como de 90 días de dos veces el capital básico, extensivo a los descalces de plazo previstos en los numerales 8.11 y 8.12 del mismo Capítulo. Con todo, las exigencias normativas de reporte asociadas a esta regulación se mantendrán sin modificaciones. Esta medida se aplicará desde la fecha de adopción del Acuerdo N° 2383-01.

1. Por Acuerdo N° 2383-02-210401 se renueva la medida excepcional y transitoria que flexibiliza la aplicación de la normativa que rige a las Cámaras de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y en Dólares, contenida en el Capítulo III.H.1 del CNF, referida al límite individual de cincuenta millones de pesos establecido para presentar a canje, compensación y liquidación a través de la Cámara, los vales y otros documentos a la vista emitidos en moneda nacional por una empresa bancaria establecida en el país. Lo anterior, debido a que a la fecha persisten las mismas circunstancias que dieron lugar a la adopción y posterior renovación de la medida excepcional y transitoria mencionada. La disposición será aplicable sin solución de continuidad, a contar del 16 de marzo de 2021 y hasta que se decrete el término total del Estado de Excepción Constitucional de Catástrofe, producto de la pandemia COVID-19.

13. Por Acuerdo N° 2385-04-210408 publicado con esta fecha, se dispuso el reconocimiento de las bolsas de productos constituidas según la Ley N° 19.220, y de los corredores que actúen como miembros de ella, como parte del mercado secundario formal nacional para efectos del D.L. 3.500, de 1980. Para estos efectos se modifica el Capítulo III.F.3 del CNF.

29. El Banco Central de Chile dispone medidas ante el nuevo retiro de fondos previsionales. Esto, en el contexto de la publicación de la Ley 21.330, que contiene la reforma constitucional que permite un tercer retiro de ahorros en los fondos de pensiones administrados por las AFP, a lo que se agregó los pensionados, o sus beneficiarios por rentas vitalicias. Por Acuerdo N° 2392E-01-210429 se aprueba la reapertura y modificaciones al programa especial de Compraventa al Contado realizada conjunta y simultáneamente con una Compraventa a Plazo de instrumentos emitidos por empresas bancarias (CC-VP), dirigido a las entidades del mercado abierto, por el remanente del programa aprobado por Acuerdo N° 2327E-01, de 30 de julio de 2020 y modificado por Acuerdo N° 2358E-01, de 4 de diciembre de 2020, equivalente a un monto de hasta US\$9.500 millones y la renovación del monto vigente, equivalente a un monto de US\$500 millones. A diferencia de las ocasiones anteriores, donde sólo se aceptaban bonos bancarios, en esta ocasión la ventanilla aceptaría otros instrumentos bancarios como depósitos a plazo fijo. A este programa se sumó la ventanilla REPO con empresas bancarias, vigente desde noviembre de 2019, los que serían extendidos hasta el mes de agosto 2021 en operaciones de 1 mes plazo. El Programa CC-VP estaría vigente desde el 3 de mayo del presente año hasta la segunda semana de julio del presente año. A partir de esa fecha, las operaciones CC-VP sólo podrían renovarse. Se dejó constancia que esta nueva reapertura del Programa CC-VP podría experimentar variaciones en lo que respecta a su monto, los activos elegibles y su composición, dependiendo de la evolución futura de los acontecimientos. El programa se utilizó en cerca de un 90% durante la primera semana y a la fecha se mantiene vigente un monto de US\$2.036 millones.



MAYO

12. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la TPM en 0,50%. Asimismo, no realizó cambios en las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito.

13. Conforme a lo dispuesto por Acuerdo N° 2395E-01-210512, se sometió a consulta pública normativa la propuesta de modificación del Capítulo III.C.2 del CNF, sobre “Normas aplicables a las Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC).

El propósito de la adecuación regulatoria consiste, en síntesis, en la flexibilización de los requisitos previstos para permitir; (i) la compra de instrumentos de crédito que documenten carteras de colocaciones sin responsabilidad del cedente, regulando esta operación en forma específica, bajo un régimen especial y excepcional; (ii) la venta de efectos de comercio que documenten carteras de colocaciones de préstamos de una CAC a sus socios, a otra institución financiera, sin requerir responsabilidad del cedente; y (iii) solicitar al BCCh la autorización para operar en su Mercado Primario de Instrumentos de Deuda, a CACs que cumplan los requisitos establecidos al efecto.

Además, se modifican los límites de crédito previsto en el Capítulo III.C.2 y se considera un conjunto de actualizaciones normativas al Capítulo señalado, conforme a los cambios legales experimentados.

JUNIO

8. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la TPM en 0,50%, por la unanimidad de sus miembros. Respecto de las medidas no convencionales no se realizaron cambios, dejándose constancia que, en lo más reciente, se completó el uso de la tercera etapa de la FCIC.

22. Por Acuerdo N° 2403-01-210617, publicado con esta fecha, se procedió a la designación de don Felipe Andrés Aguilar Mimica, como nuevo subrogante del Secretario Técnico de la Comisión Nacional Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas, previsto en la Ley N° 18.525.

29. Mediante Acuerdo N° 2405-04-210624, con esta fecha se somete a consulta pública la propuesta de modificación del Capítulo III.B.1, Norma sobre Captaciones, Intermediación Financiera y Otras Operaciones, y, el Capítulo III.D.1, Contratos con Productos Derivados en el Mercado Local, ambos del CNF; en lo referido a la incorporación de nuevas tasas de interés extranjeras de referencia, atendido que está previsto que se descontinúe la publicación de las tasas LIBO en los mercados internacionales. Se dejó constancia que corresponderá a las partes de los respectivos contratos de crédito o de derivados de tasas de interés, verificar que, en dichas convenciones, se incorporen debidamente la o las cláusulas que procedan para el reemplazo de la o las tasas de interés extranjeras aplicables, en la oportunidad que proceda.

30. Por Acuerdo N° 2405-05-210624, publicado con esta fecha, se adopta la Nueva regulación del CNF para el establecimiento de Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera (CCAV ME), que reemplazará el actual Capítulo III.H.5, junto con perfeccionar la normativa sobre Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional (CCAV MN).

Al efecto, se aprueban los nuevos Capítulos III.H.5 que contiene normas generales aplicables a las CCAV, III.H.5.1 sobre CCAV en Moneda Nacional y III.H.5.2 sobre CCAV en Moneda Extranjera; y se efectúan ajustes de consistencia en los Capítulos referidos al Sistema LBTR del Banco Central de Chile, III.H.4, III.H.4.1, III.H.4.2, y en los Reglamentos Operativos de dicho Sistema LBTR tanto en Moneda Nacional como en Dólares.



JULIO

14. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la TPM en 25pb, hasta 0,75%, por la unanimidad de sus miembros. No se dispusieron ajustes en las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito.

15. El Banco Central y la Comisión para el Mercado Financiero suscribieron un Convenio de Colaboración, con el objetivo de favorecer las instancias mutuas de cooperación, coordinación e intercambio de información, así como para compartir conocimientos y otorgase apoyo técnico, considerando la responsabilidad legal que le cabe a cada entidad en la preservación de la estabilidad financiera, en el marco de sus respectivas competencias.

Lo anterior, contribuirá a fortalecer los mecanismos existentes de coordinación para la regulación, monitoreo y supervisión del sistema financiero, comprendiéndose en diversos Anexos las áreas específicas en que tendrá lugar esta cooperación.

Es el caso de los aspectos referidos al intercambio de información para el cumplimiento de sus respectivas funciones y atribuciones legales; la realización de pruebas de tensión del sector bancario, de conformidad con sus pertinentes roles; prever la coordinación y cooperación necesaria en caso de ocurrencia de situaciones críticas en la banca, contando con una eficaz y oportuna adopción de medidas de acuerdo al marco legal; contribuir al otorgamiento de los informes previos encomendados por el marco legal a cada organismo; ejercer la regulación, supervisión y supervigilancia que corresponda a cada parte respecto de las infraestructuras del mercado financiero; velar por la continuidad operacional de cada parte otorgándose apoyo mutuo ante situaciones de contingencia; y propender al intercambio de conocimientos y asistencia técnica recíproca. Se considera la posibilidad de incluir en el futuro nuevos temas, como Anexos adicionales.

Con esta iniciativa, el Banco Central completa y concluye el proceso de implementación de las recomendaciones formuladas por el Panel de Expertos Independientes de 2019, que fueron validadas por el Consejo y que no requieren modificaciones legales para su materialización.

AGOSTO

6. Por Acuerdo N° 2413E-01-210806 el Consejo del Banco Central de Chile designó a Catherine Tornel León como integrante titular del Comité para la Fijación de Límites a las Tasas de Intercambio, y a Carola Moreno Valenzuela como integrante subrogante del mismo.

El Comité fue creado por Ley N° 21.365, cuerpo legal que regula las Tasas de Intercambio de Tarjetas de Pago (TI). Tendrá por función determinar los límites a las TI aplicables a transacciones con tarjetas de pago, entre emisores y operadores, que corresponde a la venta de bienes o la prestación de servicios por entidades afiliadas en el país, ya sea que los pagos respectivos se realicen en forma directa o por intermedio del respectivo titular de marca de tarjetas.

La determinación de límites a las TI, se efectuará con el objetivo de establecer condiciones tarifarias orientadas a la existencia de un mercado de tarjetas de pago competitivo, inclusivo, transparente y con fuerte penetración, y que asimismo considere el resguardo del eficiente y seguro funcionamiento del sistema de pagos minoristas.



De acuerdo con la Ley, el Comité es un órgano de carácter técnico y autónomo, y se relacionará con el Presidente de la República a través del Ministerio de Hacienda. Estará integrado por cuatro miembros titulares designados por el Ministro de Hacienda, el Consejo del Banco Central, la Comisión para el Mercado Financiero y la Fiscalía Nacional Económica. Las designaciones deberán recaer en funcionarios o empleados de las respectivas instituciones, considerando una composición paritaria en la integración del Comité.

23. Por Acuerdo N° 2416-01-210819, publicado con esta fecha, se modifica el Capítulo III.B.1 y Capítulo III.D.1 del CNF, para la incorporación de nuevas tasas de interés extranjeras de referencia.

31. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó incrementar la TPM en 75pb, hasta 1,5%, por la unanimidad de sus miembros.

