

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2025



10 pesos, Banco Central de Chile, 1975.



En junio de 1975, el nuevo peso chileno reemplazó al escudo como moneda nacional, a razón de 1000 escudos = un peso. Este cambio fue parte de una serie de reformas profundas a la política fiscal y monetaria, las cuales buscaban realizar ajustes estructurales para controlar la inflación. El billete rojo de 10 pesos fue uno de los primeros en circular tras la reforma a fines de 1975. En su anverso, figura Bernardo O'Higgins, uno de los personajes más recurrentes dentro del circulante nacional. En su reverso, la pintura "Batalla de Rancagua" de Pedro Subercaseaux, donde el ejército independentista figura derrotado por las fuerzas realistas. Esta serie de billetes sería la última en incorporar obras de pintura chilena. Debido a la necesidad de aumentar la masa monetaria de baja denominación, los billetes de 5, 10 y 50 pesos fueron rápidamente reemplazados por monedas que circulan hasta nuestros días. Eventualmente, los de 100 y 500 corrieron la misma suerte.

Puedes conocer más sobre la colección de billetes y monedas del Banco Central en www.museobancocentral.cl o visitar el Museo Numismático, abierto de lunes a viernes de 10:00 a 13:00 horas en Agustinas 1180, Santiago.





Informe de Política Monetaria

Septiembre 2025

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.



Luis Oscar Herrera Barriga / 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

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N° 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

CONTENIDO*/

RESUMEN	4
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	9
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	37
RECUADROS	
Recuadro I.1: Gasto global en defensa	25
Recuadro I.2: Riesgos inflacionarios en Estados Unidos	28
Recuadro I.3: Evolución del mercado laboral	31
ANEXOS	
Anexo A Balance del Banco Central de Chile	47
Anexo B Administración de las reservas internacionales	53
Anexo C Principales medidas del Banco Central de Chile adoptadas durante 2025	61

*/ El cierre estadístico fue el 3 de septiembre.



RESUMEN

La inflación total ha evolucionado en línea con lo previsto y ha seguido disminuyendo, a la par de expectativas inflacionarias que continúan alineadas con la meta de 3% a dos años plazo. De todos modos, la medición sin volátiles (subyacente) ha superado lo anticipado. En ello ha influido un mayor dinamismo del gasto interno y presiones de costos elevadas. Respecto de lo proyectado en el IPoM de junio, tanto el consumo como la inversión han tenido un desempeño mejor en meses recientes, mientras que el impacto de los factores transitorios que impulsaron la actividad a inicios de este año se ha ido disipando acorde con lo señalado en esa instancia. En la parte externa, las perspectivas de mercado para la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) se han vuelto más expansivas, lo que ha favorecido la evolución de las condiciones financieras de corto plazo. No obstante, persisten los riesgos de un deterioro abrupto de estas. En el escenario central, las proyecciones de crecimiento de la demanda interna aumentan, especialmente este año. Para el PIB, también se efectúan ajustes al alza, aunque en menor magnitud. En la inflación, se estima que, entre fines de este año y la primera parte del próximo, el componente subyacente alcanzaría niveles mayores que los previstos en junio. La inflación total convergería a 3% durante el tercer trimestre de 2026. El Consejo evaluará los próximos movimientos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) teniendo presente la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia inflacionaria. En el escenario actual, el riesgo de una mayor persistencia de la inflación requiere acumular más información antes de continuar el proceso de convergencia de la TPM a su rango de valores neutrales.

La inflación total ha evolucionado acorde con lo previsto en el escenario central del IPoM de junio. La variación anual del IPC total alcanzó 4% en agosto (4,4% en mayo), con expectativas inflacionarias a dos años que continúan alineadas con la meta de 3%.

Sin embargo, detrás de esa trayectoria se combinan resultados dispares de sus componentes, destacando que la inflación subyacente ha superado lo esperado. Esta llegó a 3,9% anual en agosto (3,6% en mayo), registrándose mayores incrementos tanto en la parte de bienes como de servicios.

El aumento de la inflación subyacente se ha dado en un contexto de mayor dinamismo del gasto interno, altas presiones salariales y un tipo de cambio más depreciado. Todos estos elementos elevan la proyección para esta medición de la inflación entre fines de este año y la primera parte del próximo.

La actividad se ha comportado en línea con lo anticipado, ratificando la transitoriedad de los factores que la impulsaron a inicios de año. De este modo, en el segundo trimestre el PIB total creció 0,4% trimestral en su serie desestacionalizada (0,8% en el primero).

No obstante, la demanda interna ha tenido un desempeño mejor que lo previsto. Resalta la aceleración de la inversión en el segundo trimestre. Esto fue particularmente visible en el componente de maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo (FBCF), cuyo dinamismo se habría mantenido en lo que va del tercer trimestre, según muestran las cifras de importaciones de bienes de capital. La parte de construcción y otras obras de la FBCF ha seguido recuperándose paulatinamente. En gran medida, el repunte de la inversión ha estado apuntalado por el impulso de los grandes proyectos, a lo que se suman condiciones financieras algo más favorables y una mejora de la confianza empresarial respecto de años previos.

El consumo privado también creció más que lo anticipado, aunque la diferencia respecto de lo proyectado en junio fue menor que en la inversión. Su avance ocurre a la par de una evolución favorable de algunos de sus fundamentos. Así, se observa que los ingresos laborales —masa salarial real— han seguido aumentando, si bien a un ritmo menor que en meses previos. En su composición contrasta una baja creación de empleo con un elevado aumento de las remuneraciones (Recuadro I.3). La situación financiera de los hogares ha mejorado comparada con años anteriores, tanto por la disminución de las tasas de interés como de la carga financiera. En todo caso, los créditos bancarios de consumo mantienen un bajo dinamismo. Por último, las expectativas de los consumidores también muestran un alza paulatina.

En este contexto, el déficit de la cuenta corriente acumulado en los últimos doce meses subió desde 1,8 a 2,2% del PIB entre el primer y segundo trimestre de este año. En ello incidió el mayor impulso de las importaciones de bienes dado el aumento del gasto interno —cuyo foco ha estado en su componente transable—, además de una desaceleración de las exportaciones en meses recientes.

El escenario externo continúa marcado por varios focos de incertidumbre. Aunque los impactos de los aranceles a nivel global han sido acotados hasta ahora, su desarrollo es incierto y se sigue estimando que sus efectos económicos serán negativos. Más allá de los acuerdos alcanzados, el arancel promedio estadounidense se ubica algo por encima de 15%, su máximo desde la década de los cuarenta. Se agrega la inquietud que han generado las tensiones institucionales en ese país. Por su parte, los anuncios de un significativo aumento del gasto en defensa, especialmente en los países de la OTAN, han contribuido, por una parte, a elevar en el margen las proyecciones de crecimiento en algunas economías y, por otra, han incrementado los riesgos fiscales (Recuadro I.1).

Los anuncios arancelarios del gobierno estadounidense han afectado la temporalidad de los flujos de comercio y la actividad en las principales economías. El adelanto de importaciones previo a la aplicación efectiva de aranceles incidió en la desaceleración de Estados Unidos en la primera mitad del año. Esto ha tenido como correlato un mayor empuje de las exportaciones en China y la Eurozona, que registraron resultados mejores a los previstos y también se vieron impulsados por un mayor gasto fiscal. Estos adelantamientos en el intercambio entre países han dificultado la lectura de los impactos que el conflicto comercial tendrá en la economía mundial en los próximos trimestres.

En cuanto a la inflación global, hay indicios incipientes del impacto de la política arancelaria, especialmente en Estados Unidos. En ese país, los últimos datos del IPC dieron cuenta de un alza de la inflación de los bienes más expuestos a la imposición de aranceles, aunque compensado por caídas en los precios de otros componentes de la canasta. En el resto de los países, no se observan repercusiones, aunque varios de ellos prevén que los desvíos de comercio podrían provocar algunas presiones a la baja sobre la inflación.

En los mercados financieros internacionales, las tasas de interés de corto plazo han caído ante las perspectivas que la Fed retome sus recortes de tasas en lo inmediato. Sin embargo, los riesgos al alza sobre la inflación en Estados Unidos mantienen incierta la dinámica futura de este proceso. Tanto los ajustes de aranceles como las perspectivas de un mayor déficit fiscal y el incremento de los costos laborales en esa economía elevan la preocupación sobre la evolución de la inflación en lo venidero, como se evidencia en las expectativas inflacionarias de corto plazo (Recuadro I.2). En ese contexto, la curva de rendimiento de las tasas estadounidenses se ha ido empinando.

Comparado con el cierre del IPoM pasado, las bolsas han tenido alzas generalizadas, incluida la chilena (IPSA), mientras que las monedas exhiben movimientos mixtos. De todas formas, el dólar se mantiene depreciado a nivel global. El peso acumula una depreciación del orden de 3% respecto del dólar y de alrededor de 3,5% comparado con una canasta más amplia de países (TCM).

Proyecciones

Los principales ajustes del escenario central corresponden al ámbito local, destacando cambios en las proyecciones para la demanda interna y la inflación subyacente. En ambos casos, incide en estas revisiones el punto de partida más alto que dejaron las cifras de meses recientes. Para el gasto, su trayectoria se corrige al alza especialmente durante 2025. Esto y la influencia de un conjunto de factores de costos lleva a presiones inflacionarias elevadas para los próximos trimestres.

Así, las perspectivas para la FBCF vuelven a corregirse al alza. El último catastro de la Corporación de Bienes de Capital volvió a subir los montos de inversión en grandes proyectos previstos para 2025-2028, sobre todo en energía. Se suma el ya comentado dinamismo de las importaciones de bienes de capital. En el escenario central, la FBCF tendría tasas de variación de 5,5% en 2025, 4,3% en 2026 y 3,1% en 2027 (3,7; 3,6; y 3,3% en junio, respectivamente).

La expansión prevista del consumo privado también aumenta, aunque en una proporción menor que la FBCF. Para este año, ello se explica en buena parte por el mejor resultado efectivo del segundo trimestre. En adelante, la velocidad de expansión del consumo no mostraría mayores diferencias de lo considerado en junio, toda vez que sus fundamentos presentan una evolución mixta. Se prevé que el consumo privado crecería 2,7% en 2025, 2,3% en 2026 y 2,1% en 2027, respectivamente (2,2% este año y 2% los dos siguientes en el IPoM de junio).

Coherente con el mayor gasto en bienes transables, se proyecta una cuenta corriente más deficitaria durante el trienio 2025-2027. Como porcentaje del PIB, se anticipa que este déficit alcanzaría del orden de 2,5% en promedio en ese período (1,9% en el IPoM previo).

Para la actividad, los rangos de crecimiento del PIB tienen modificaciones acotadas. Para 2025, se eleva la parte baja del rango previsto en junio, quedando en 2,25-2,75%. Para 2026, se ajusta al alza hasta 1,75-2,75% (1,5-2,5% en junio), mientras que para 2027 se mantiene en 1,5-2,5%.

En materia fiscal, para 2025 el escenario central incorpora un incremento del gasto acorde con lo señalado en el último Informe de Finanzas Públicas (IFP). Posteriormente, se consideran los gastos comprometidos.

Entre fines de 2025 y la primera parte de 2026, la inflación subyacente superaría lo previsto en junio. Ello incorpora la mayor variación efectiva de los meses recientes, el efecto de los niveles más altos del gasto privado, presiones salariales aún elevadas y un tipo de cambio real (TCR) más depreciado que lo previsto en el IPoM pasado. Durante 2026, la inflación anual sin volátiles iría disminuyendo hacia 3%, en un escenario donde la brecha de actividad iría cerrándose, el consumo privado crecería en torno a la tendencia de la economía y la persistencia inflacionaria se comportaría de acuerdo con los patrones habituales. Esto también considera un supuesto de apreciación del TCR en el horizonte de proyección.

En este escenario, la convergencia de la inflación total a la meta de 3% tendría lugar durante el tercer trimestre de 2026. De ahí en adelante, oscilaría en torno a ese valor.

Para el escenario externo, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se mantienen algo por sobre 2,5% en promedio para el período 2025-2027. Aunque se siguen esperando efectos negativos producto del conflicto comercial, la evolución de las condiciones financieras en el corto plazo, la mejora de las expectativas de los distintos agentes y el mayor gasto fiscal esperado en un conjunto de economías darían sustento a la actividad mundial. Respecto de los términos de intercambio, se mantiene la proyección de US\$4,3 para la libra de cobre en el período 2025-2027. Para el barril de petróleo (precio promedio WTI-Brent), se reitera una estimación cercana a US\$65 en promedio para ese mismo período.

Política monetaria

En el escenario central, la trayectoria prevista para la inflación total es similar a la del IPoM previo, pero con una inflación subyacente que en los próximos doce meses será mayor a la considerada en junio. Dado que este componente del IPC tiende a ser más persistente, aumenta la necesidad de monitorear de cerca su evolución y sus fundamentos.

El Consejo evaluará los próximos movimientos de la TPM teniendo presente la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia inflacionaria. En el escenario actual, el riesgo de una mayor persistencia de la inflación requiere acumular más información antes de continuar el proceso de convergencia de la TPM a su rango de valores neutrales

El escenario de sensibilidad del borde superior del corredor de TPM está ligado a la economía local, en particular al desempeño del gasto. Una situación en que la actividad y la demanda interna fueran más dinámicas que lo previsto reforzaría las expectativas de los agentes y daría un impulso adicional al gasto, en un contexto en que los salarios nominales siguen creciendo por sobre sus promedios históricos. Todo esto incrementaría las presiones inflacionarias.

El límite inferior se relaciona con una situación en que el panorama externo empeora, con efectos negativos en la economía mundial y local. No se puede descartar un agravamiento de las tensiones comerciales o un deterioro de las condiciones financieras globales, con alzas de las tasas de interés, caídas bursátiles y una depreciación de las monedas en las economías emergentes. Todo esto afectaría negativamente las expectativas económicas y el gasto interno, con una reducción significativa de las presiones inflacionarias.

Los escenarios de riesgo siguen ligados al ámbito externo y abarcan distintos focos de tensión. La reversión de las condiciones financieras globales continúa siendo un riesgo importante. Aunque los indicadores de incertidumbre global se han reducido respecto de los máximos de meses anteriores, siguen por sobre los niveles de la última década, no pudiendo descartarse situaciones en que los mercados financieros realicen un ajuste abrupto en los premios por riesgo. A ello podría contribuir el deterioro de la situación fiscal en varias de las principales economías y una situación geopolítica mundial frágil, considerando, entre otros factores, el conflicto comercial en curso y la vigencia de conflictos y focos de tensión bélicos.

TABLA 1: INFLACIÓN (1)(2)
(variación anual, porcentaje)

	2023	2024	2025 (f)		2026 (f)		2027 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Jun.25	Sep.25	Jun.25	Sep.25	Jun.25	Sep.25
IPC promedio	7,3	3,9	4,3	4,4	3,1	3,2	3,0	3,0
IPC diciembre	3,4	4,5	3,7	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (3)							3,0	3,0
IPC subyacente promedio	7,5	3,8	3,5	3,8	3,1	3,5	3,0	3,1
IPC subyacente diciembre	4,7	4,3	3,1	3,7	3,0	3,1	3,0	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (3)							3,0	3,1

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles. (2) Cifras consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. (3) Para el IPoM de junio de 2025 corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2027, para el de septiembre de 2025 a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2027. (f) Proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA 2: ESCENARIO INTERNACIONAL

	2023	2024	2025 (f)		2026 (f)		2027 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Jun.25	Sep.25	Jun.25	Sep.25	Jun.25	Sep.25
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	1,9	4,4	2,9	3,3	2,1	1,6	1,1	1,1
PIB socios comerciales	3,5	3,3	2,6	2,8	2,4	2,4	2,7	2,8
PIB mundial PPC	3,7	3,4	2,6	2,8	2,6	2,6	3,1	3,0
PIB desarrolladas PPC	1,7	1,7	1,1	1,3	1,1	1,2	1,8	1,7
PIB emergentes PPC	4,9	4,5	3,5	3,7	3,4	3,3	3,8	3,8
			(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	385	415	430	430	430	430	430	430
Precio del petróleo, promedio								
WTI-Brent (US\$/barril)	80	78	66	68	63	64	64	64

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO
(variación anual, porcentaje)

	2023	2024	2025 (f)		2026 (f)		2027 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Jun.25	Sep.25	Jun.25	Sep.25	Jun.25	Sep.25
PIB	0,5	2,6	2,0 - 2,75	2,25 - 2,75	1,5 - 2,5	1,75 - 2,75	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
Demanda interna	-3,7	1,3	3,2	4,3	2,7	2,6	2,4	2,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	-2,7	0,7	2,9	3,6	2,5	2,8	2,5	2,6
Formación bruta de capital fijo	-0,1	-1,4	3,7	5,5	3,6	4,3	3,3	3,1
Consumo total	-3,5	1,4	2,6	3,0	2,1	2,4	2,3	2,4
Consumo privado	-4,9	1,0	2,2	2,7	2,0	2,3	2,0	2,1
Exportaciones de bienes y servicios	0,1	6,6	5,1	4,6	1,8	1,8	2,7	2,9
Importaciones de bienes y servicios	-10,9	2,5	7,6	10,3	4,0	3,2	4,3	3,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,2	-1,5	-1,8	-2,6	-1,8	-2,4	-2,0	-2,4
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,2	21,8	22,2	21,7	22,7	22,2	22,7	22,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	24,2	23,5	23,8	23,9	24,2	24,3	24,5	24,4

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

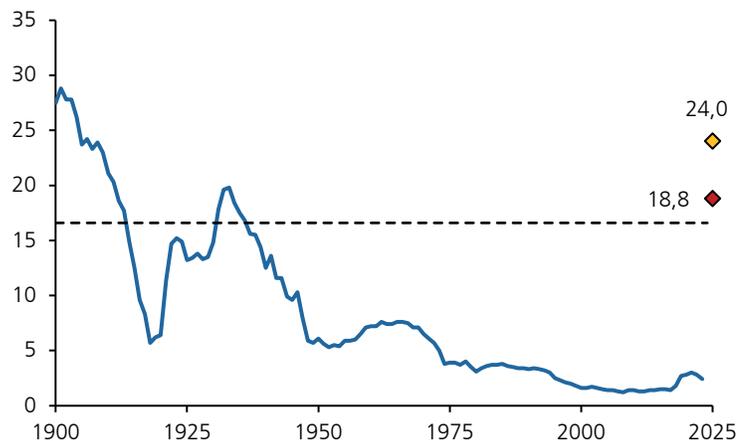
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

En general, el panorama internacional ha evolucionado en torno a lo previsto en el IPoM de junio, manteniéndose diversos focos de incertidumbre. Hasta ahora, los impactos agregados del conflicto comercial en la economía mundial han estado influidos por efectos anticipatorios, lo que dificulta la evaluación de las consecuencias de los mayores aranceles sobre la actividad y la inflación en distintos países. Las perspectivas de una política monetaria más expansiva por parte de la Reserva Federal (Fed), junto a una menor aversión al riesgo, han favorecido un repunte en los mercados financieros internacionales. Aun así, persisten elementos que podrían traducirse en mayores riesgos inflacionarios en Estados Unidos y en una reversión de la trayectoria reciente de las condiciones financieras. En el ámbito local, la actividad se ha comportado en línea con lo anticipado, ratificando la transitoriedad de los factores que la impulsaron a inicios de año. No obstante, la demanda interna tuvo un desempeño mejor que lo previsto en el IPoM anterior, resaltando la aceleración de la inversión y un mayor crecimiento del consumo privado en el segundo trimestre. La inflación total ha estado en línea con lo proyectado, aunque con diferencias entre sus componentes. Destaca el aumento de la inflación sin volátiles (subyacente), que supera lo que se había anticipado.

ESCENARIO INTERNACIONAL

La economía mundial ha evolucionado en torno a lo previsto en el último IPoM, manteniéndose focos relevantes de incertidumbre. La política comercial de Estados Unidos continúa siendo un punto de atención importante. Más allá de los marcos de acuerdo alcanzados con algunas de sus contrapartes, el arancel promedio estadounidense se ubica en sus máximos en varias décadas (gráfico I.1). Se agrega a ello la inquietud en torno a las tensiones institucionales en ese país. Al mismo tiempo, se ha acrecentado la preocupación sobre el alto endeudamiento en las principales economías desarrolladas y su impacto en las tasas de largo plazo, en medio de un aumento del gasto en defensa efectivo y esperado (Recuadro I.1). Todo esto en un contexto en que las tensiones bélicas en Medio Oriente se han moderado, mientras otras siguen vigentes.

GRÁFICO I.1 ARANCEL PROMEDIO DE ESTADOS UNIDOS (1)
(porcentaje)



(1) La línea punteada corresponde al arancel promedio considerado en el escenario central del IPoM de junio de 2025. El rombo amarillo corresponde al arancel promedio después de los anuncios del 02/04/25. El rombo rojo corresponde al arancel promedio al 03/09/25 (cierre estadístico de este IPoM).

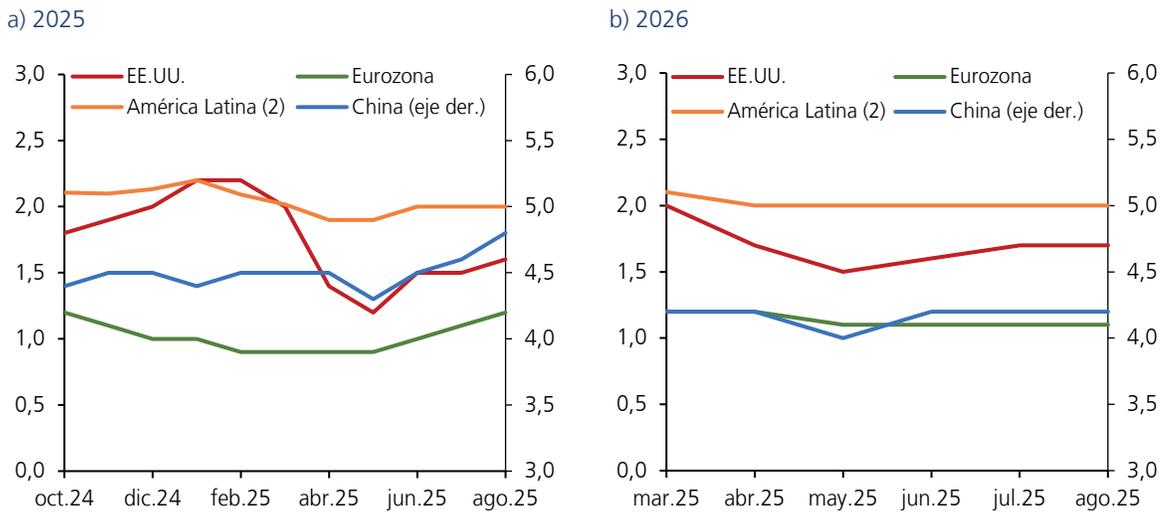
Fuentes: Banco Central de Chile, Comisión de Comercio Internacional de EE.UU. y Tax Foundation.

En lo que va de 2025, las medidas arancelarias implementadas por el gobierno estadounidense han provocado cambios importantes en los flujos de comercio global. La reacción anticipatoria a dichas medidas generó un adelanto de las importaciones en Estados Unidos, especialmente visible en los primeros meses del año. En esa economía, el PIB se desaceleró durante la primera mitad de 2025. Además, su demanda interna ha acumulado algunos trimestres de progresiva ralentización respecto de años previos. Por otro lado, la creación de empleo se ha reducido, lo que estaría dando cuenta, entre otras cosas, de restricciones de oferta laboral a causa de las políticas de inmigración impulsadas durante los últimos meses.

Como contrapartida a lo que ocurrió en Estados Unidos, las exportaciones de China y la Eurozona mostraron un dinamismo relevante en la primera mitad del año, el que debería moderarse en lo que queda de 2025. El mejor desempeño de estos países también ha estado influido por mayores estímulos fiscales, orientados a un mayor consumo de los hogares en China y a un aumento del gasto en defensa en la Eurozona. En América Latina, luego de que la actividad del primer trimestre se ubicara por sobre lo anticipado, las cifras más recientes apuntan hacia una moderación, especialmente en el sector agrícola de Brasil.

En este contexto, las expectativas del mercado para el crecimiento global no muestran grandes cambios respecto del cierre estadístico del IPoM de junio (gráfico I.2). De todos modos, el crecimiento previsto en Estados Unidos para 2025 y 2026 sigue siendo menor al que se adelantaba a inicios de año. En China y la Eurozona, se observa algún repunte de las expectativas para este año, relacionado con la prolongación de los paquetes de estímulo fiscal ya mencionados.

GRÁFICO I.2 CONSENSUS FORECASTS: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO MUNDIAL (1)
(porcentaje)

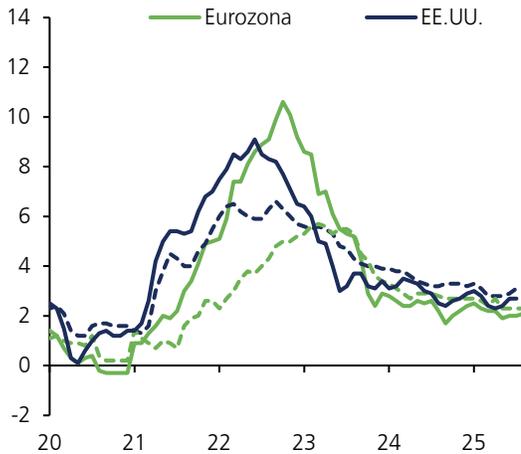


(1) La última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de agosto. (2) Considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).
Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

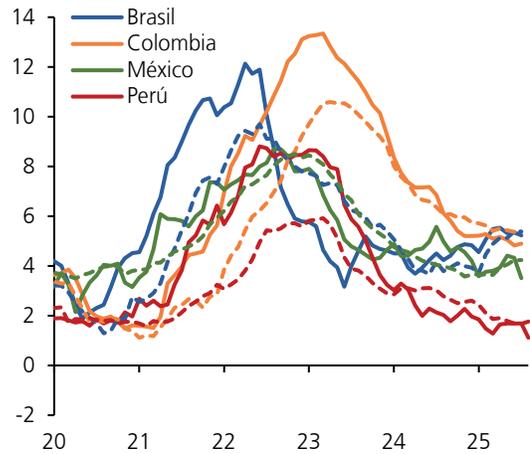
En cuanto a la inflación global, hasta el momento no se observan impactos significativos de la política arancelaria (gráfico I.3). En Estados Unidos, la inflación de los bienes más expuestos a la imposición de aranceles ha subido, aunque esto ha sido compensado por caídas de los precios menos expuestos a este factor. En la Eurozona, la inflación ha seguido en torno a la meta, con un componente de servicios que continúa mostrando cierta persistencia. En China, la inflación se mantiene baja, sobre todo al considerar el índice de precios al productor. Finalmente, en América Latina, en general los últimos registros inflacionarios continúan por sobre las metas y, con la excepción de México —donde fue menor a lo esperado—, no han diferido de los previstos por el mercado.

GRÁFICO I.3 INFLACIÓN MUNDIAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

a) Economías desarrolladas



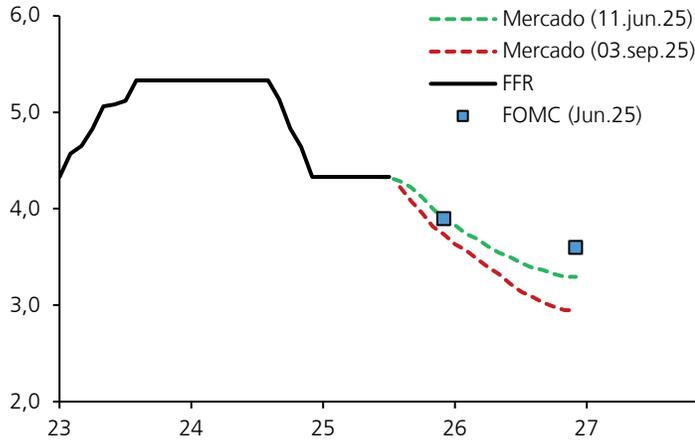
b) América Latina (3) (4)



(1) Líneas segmentadas corresponden a la inflación subyacente. Para la Eurozona y Perú, el último dato corresponde al de agosto; para el resto de países, corresponde al de julio. (2) Medidas subyacentes excluyen alimentos y energía. (3) La inflación total de Perú corresponde a la de Lima. (4) La inflación subyacente para Brasil, Colombia y Perú excluye alimentos y combustible.
Fuentes: Bloomberg.

Los mercados anticipan mayores recortes de la tasa de política monetaria para el caso de EE.UU. (gráfico I.4), y en lo grueso, perspectivas similares a lo reportado en el último IPoM para otros países. Así, se ha afianzado la posibilidad de que la Reserva Federal (Fed) retome las reducciones de su tasa de interés próximamente, particularmente tras las declaraciones de su presidente en Jackson Hole. En la Eurozona, el Banco Central Europeo mantuvo su tasa, tal como se preveía. El Banco de Inglaterra recortó su tasa en 25 puntos base (pb). En América Latina, la mayoría de los bancos centrales ha mantenido sus tasas de política monetaria, en línea con lo que anticipaba el mercado, aunque tanto Brasil como Colombia han dado señales de una postura más contractiva hacia delante. México, en cambio, ha continuado con las reducciones en su tasa de referencia. Ello da cuenta de un proceso de convergencia inflacionaria que mantiene heterogeneidades entre países.

GRÁFICO I.4 TASA FED FUNDS (1)
(porcentaje)



(1) Las proyecciones del FOMC corresponden al rango medio de la Fed funds rate presentado en junio de 2025; las del mercado corresponden al rango medio de la Fed funds rate de los futuros al 11/06/25 (cierre estadístico del IPoM de ese mes) y al 03/09/25 (cierre estadístico de este IPoM).

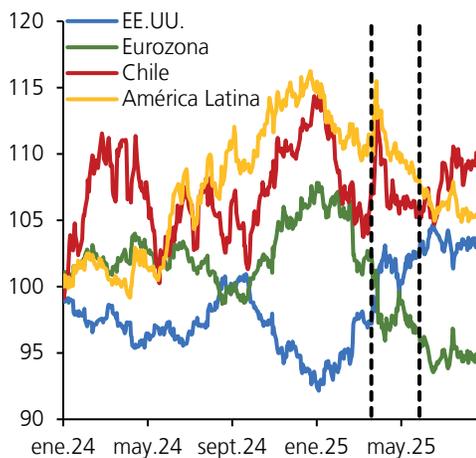
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

El comportamiento que el mercado prevé de la Fed, junto a otros factores, ha influido positivamente en el desempeño de las condiciones financieras internacionales (gráfico I.5). Desde el IPoM de junio, las tasas de interés de corto y largo plazo han caído y las bolsas se han recuperado. En Estados Unidos, la percepción de riesgo en torno a sus activos se ha moderado respecto del último Informe, con resultados bursátiles apuntalados por el optimismo en torno a las inversiones tecnológicas y por una política monetaria que se percibe menos restrictiva. En todo caso, el dólar global sigue en niveles depreciados, similares a los observados al cierre del IPoM previo. En ese escenario, el resto de las monedas ha mostrado variaciones heterogéneas.

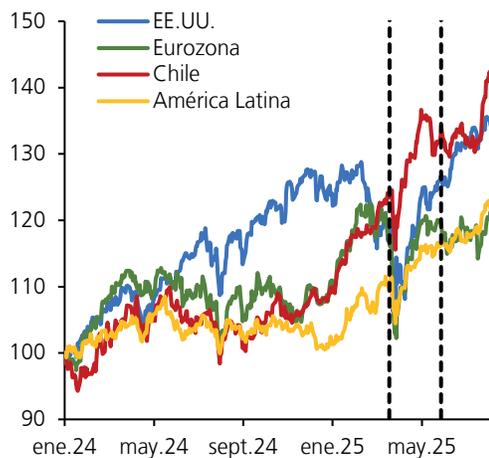
A grandes rasgos, los movimientos del mercado financiero local han estado en línea con los desarrollos globales. Las tasas de interés de los bonos de largo plazo han disminuido, mientras que las tasas swap promedio cámara (SPC) de corto plazo se mantienen estables en comparación con el cierre del IPoM anterior. La bolsa (IPSA) ha seguido subiendo, acumulando ganancias en torno a 9% desde junio, en un contexto de mejores condiciones financieras externas y perspectivas de crecimiento local algo mayores. En contraste, el tipo de cambio se ha depreciado, ubicándose cerca de 3% por encima del cierre estadístico anterior.

GRÁFICO I.5 CONDICIONES FINANCIERAS

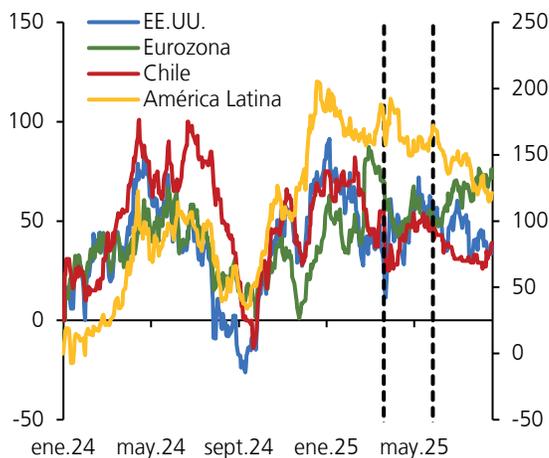
a) Monedas (1) (2) (3)
(índice 01.ene.24=100)



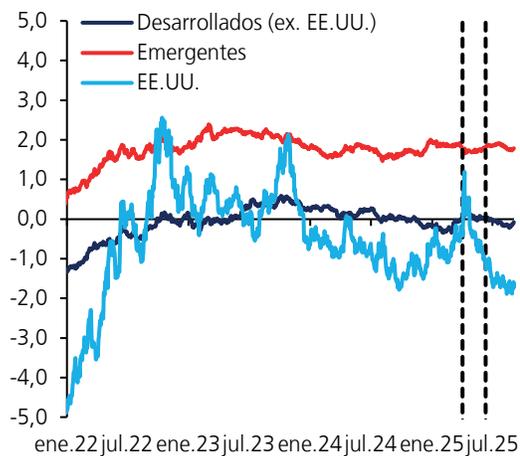
b) Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 01.ene.24=100)



c) Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (1)
(2) (4)
(diferencia respecto del 01.ene.24, puntos base)



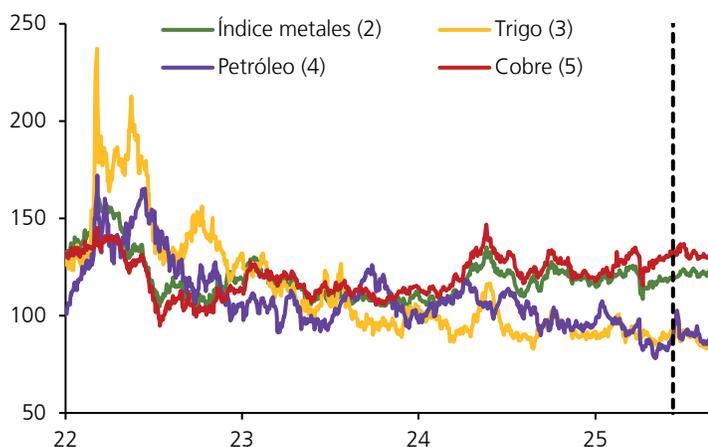
d) Índice de condiciones financieras GS (1) (5)
(desviaciones estándar)



(1) Línea vertical segmentada izquierda marca la fecha de anuncio de aranceles (02/04/25); línea vertical segmentada derecha marca el cierre estadístico del IPoM de junio de 2025. (2) Para América Latina considera el promedio simple de los índices de Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral. (4) América Latina corresponde al eje derecho. (5) Índices estandarizados con media y desviación estándar entre 2010 y 2019. Para Desarrollados corresponde al promedio simple entre Eurozona, Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia. Para Emergentes al promedio simple entre Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas, Sudáfrica, Hungría, Polonia, Brasil, México y Chile. Un valor más alto indica condiciones financieras más estrechas.
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Goldman Sachs.

Los precios de las materias primas siguen exhibiendo movimientos mixtos. En el caso del cobre (BML), su valor se ha mantenido en torno a US\$4,5 la libra (gráfico I.6). El diferencial que mostraba respecto del precio Comex (Nueva York) se deshizo casi por completo tras confirmarse que no se aplicarían aranceles a la importación de concentrado y refinado de cobre. Por su parte, el precio del petróleo se ubica en niveles similares a los observados al cierre de junio, tras la disminución de las tensiones bélicas en el Medio Oriente, y en medio de anuncios de mayor producción desde la OPEP. Finalmente, el índice de precios de alimentos de la FAO volvió a aumentar, acumulando un alza de 2,4% entre mayo y julio, impulsado por los incrementos en carnes y aceites vegetales.

GRÁFICO I.6 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2025=100)

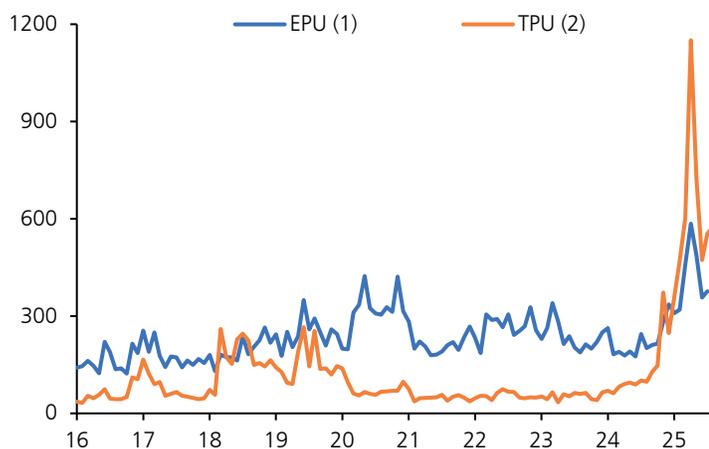


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2025. (2) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (3) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes. (4) Promedio simple entre WTI y Brent. (5) Corresponde al precio LME.
Fuente: Bloomberg.

Con todo, si bien el escenario internacional no muestra mayores cambios, los riesgos siguen siendo significativos (Recuadro I.2). Destacan las dudas respecto de la trayectoria inflacionaria en Estados Unidos. En ese país, se han ido acumulando algunos factores que podrían empujar la inflación al alza: el impacto de los mayores aranceles en la dinámica inflacionaria; el incremento de los costos laborales en respuesta a las mayores restricciones de oferta; y las expectativas de un mayor gasto fiscal —tras la aprobación de la nueva ley presupuestaria y los aumentos del gasto en defensa.

En el resto del mundo también existen elementos de riesgo sobre la evolución futura de la actividad y los mercados financieros. La mejora en las condiciones financieras observada durante las últimas semanas podría revertirse, en caso de que las presiones inflacionarias en Estados Unidos se materialicen y la Fed adopte una actitud más contractiva, o si los resultados de las empresas vinculadas a inversiones en tecnología se ubican bajo lo esperado. Además, si bien la situación geopolítica y arancelaria asoma más estable que hace unas semanas, los marcos de entendimiento que la sostienen son frágiles y carecen de profundidad institucional. Ello se refleja en los indicadores de incertidumbre económica que, aunque se han reducido, se mantienen por encima del promedio de la última década (gráfico I.7).

GRÁFICO I.7 INDICADORES DE INCERTIDUMBRE
(índice)



(1) Corresponde al Global Economic Policy Uncertainty Index. (2) Corresponde al Trade Policy Uncertainty Index.
Fuentes: Baker, Bloom & Davis (2016) y Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino & Raffo (2020).

ESCENARIO NACIONAL

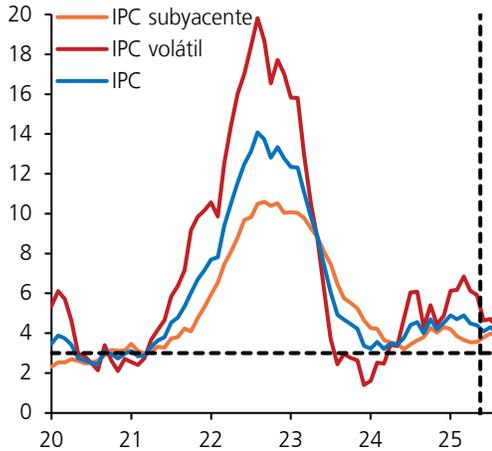
La inflación total se redujo en los últimos meses, ubicándose en 4,0% anual en agosto (4,4% en mayo, último dato al cierre del IPoM anterior). En cambio, la inflación subyacente —IPC sin volátiles— aumentó en este período, llegando a 3,9% anual en agosto (3,6% en mayo) (gráfico I.8)^{1/}. Desde el IPoM de junio, la variación acumulada de este componente se ha ubicado por sobre lo proyectado, tanto en la parte de bienes como en los servicios. Esto ha sido compensado por la parte volátil del IPC, donde ha destacado la caída de los precios de los bienes, en particular, de los alimentos (gráfico I.9).

En la trayectoria reciente de la inflación subyacente se combina la influencia de factores con distintos grados de persistencia. Por un lado, el alza en la parte de bienes —relativamente generalizada— se da en un contexto de depreciación del tipo de cambio y mayor dinamismo del gasto interno. Por otro, la evolución de los servicios —concentrada en elementos puntuales— se enmarca en un contexto de elevadas presiones salariales observadas en los últimos trimestres. De esto último también da cuenta la [Encuesta de Expectativas y Determinantes de Precios](#) de julio y el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de agosto](#), donde los costos laborales asoman como una de las preocupaciones más importantes de las empresas (gráfico I.10).

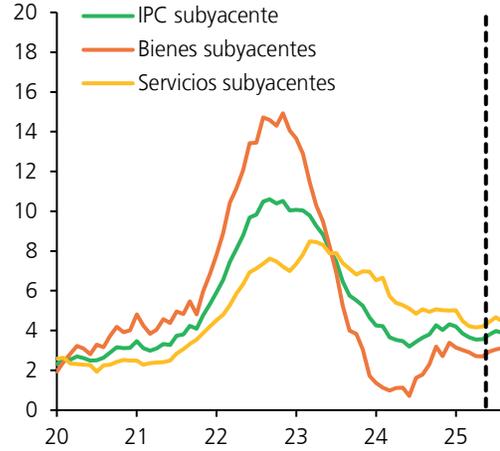
^{1/} Previo a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. Para el análisis de coyuntura de este IPoM, se considera la cifra de agosto, publicada luego del cierre estadístico. Para las proyecciones del Capítulo II, se consideran las series de inflación solo hasta julio.

GRÁFICO I.8

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



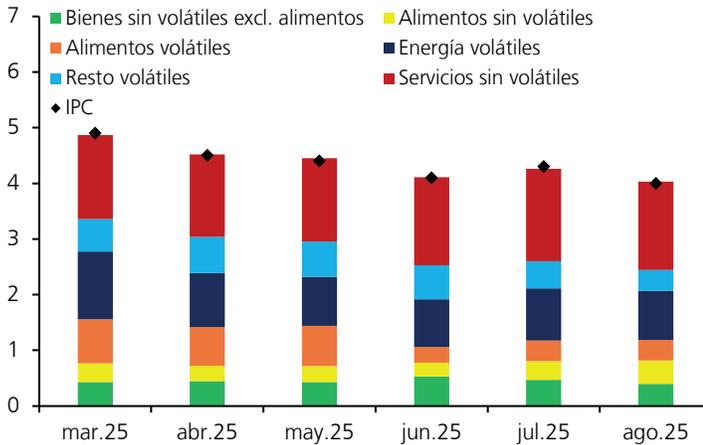
b) Inflación subyacente (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Previa a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. (2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio de 2025.

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

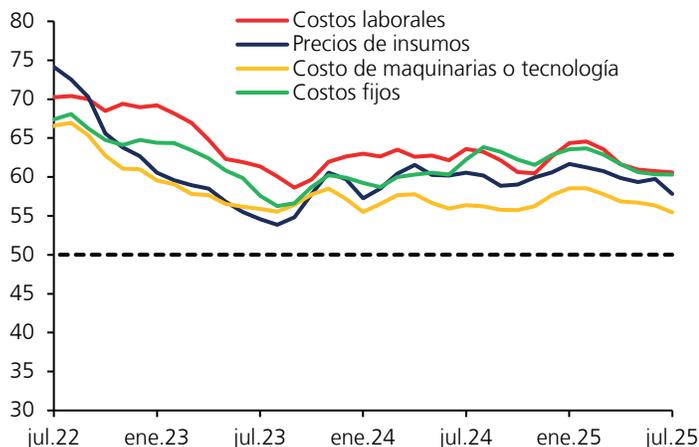
GRÁFICO I.9 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN ANUAL DEL IPC TOTAL (1)
(incidencias, puntos porcentuales)



(1) Previa a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile.

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

GRÁFICO I.10 EDEP: EVOLUCIÓN DE LOS COSTOS DE LA EMPRESA EN LOS PRÓXIMOS 3 MESES (1)
(índice de difusión)



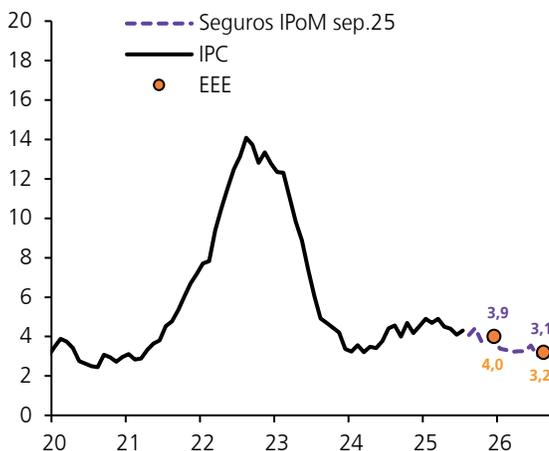
(1) Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios. Valores sobre 50 representan una mayor proporción de respuestas de aumento, mientras que bajo 50 representan una mayor proporción de respuestas de disminución.

Fuente: Banco Central de Chile.

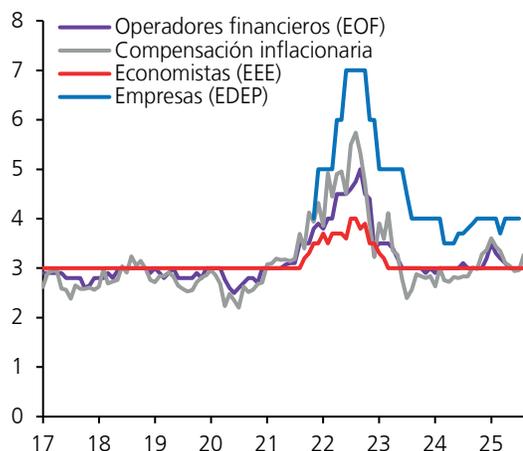
Por su parte, las expectativas de inflación de las encuestas a especialistas se encuentran alineadas con la meta de 3% en el horizonte de política (gráfico I.11). A un año plazo, tanto la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto, como la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previo a la Reunión de Política Monetaria de septiembre y los seguros de inflación, prevén que la inflación anual del IPC se ubique alrededor de 3%. A dos años plazo, ambas encuestas ubican la inflación en 3% y las compensaciones inflacionarias en torno a ese valor.

GRÁFICO I.11

a) Inflación anual efectiva y esperada (1)
(porcentaje, variación anual)



b) Expectativas de inflación a dos años (2) (3) (4)
(porcentaje, variación anual)



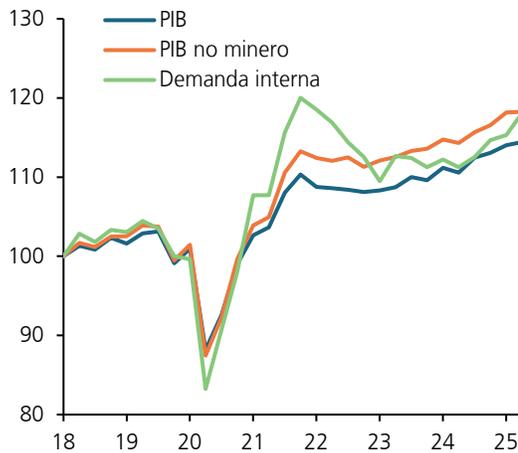
(1) Previo a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. Los seguros consideran los precios promedio de los últimos 10 días al 3 de septiembre. (2) Para las encuestas se muestran las medianas de las respuestas. (3) La 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. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (4) La compensación inflacionaria considera el promedio de los precios de los últimos 10 días de cada mes. Para septiembre 2025 considera el promedio de 10 días al 3 de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

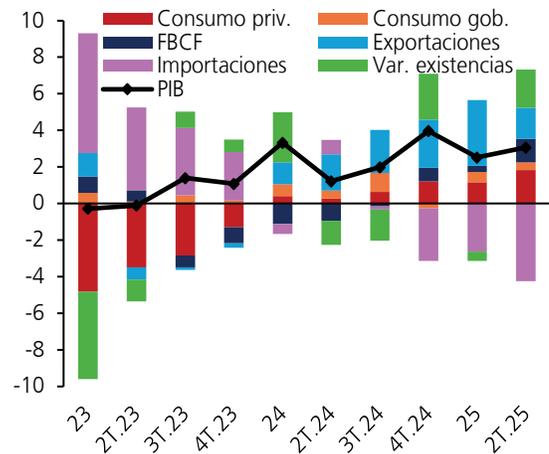
La actividad ha evolucionado en línea con lo anticipado, ratificando la transitoriedad de los factores que la impulsaron a inicios de año, asociados a las exportaciones de bienes y el turismo. Así, en el segundo trimestre, el PIB total y el no minero crecieron 0,4 y 0,1% t/t —variación trimestral de la serie desestacionalizada—, respectivamente (0,8 y 1,4% t/t en el primer trimestre) (gráfico I.12). En julio, el Imacec no minero desestacionalizado creció 0,5% mes a mes (2,5% anual, serie original). En este resultado destacó la aceleración del comercio, incidida principalmente por el comercio mayorista, y de los servicios, explicado en mayor parte por los servicios empresariales. Esto contrastó con las caídas de la industria manufacturera y del resto de bienes (gráfico I.13).

GRÁFICO I.12

a) Actividad y demanda
(índice I trim.2018=100, series reales desestacionalizadas)



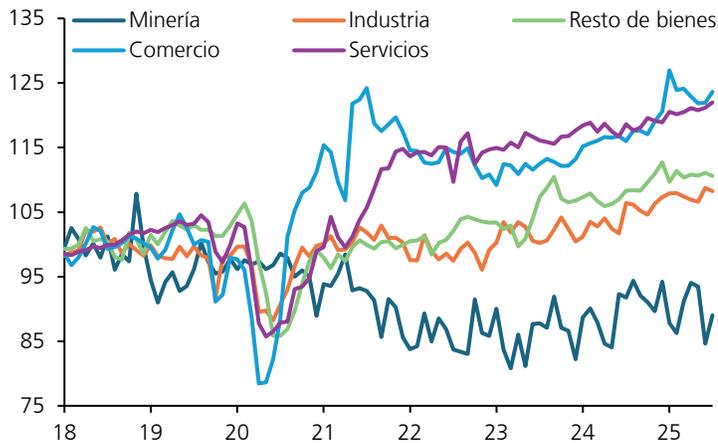
b) PIB demanda
(incidencias en la var. anual real, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.13 IMACEC SECTORIAL

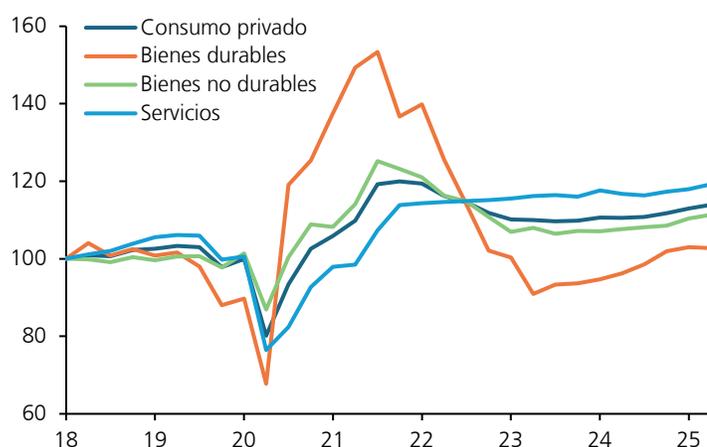
(índice prom.2018=100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Por otro lado, la demanda interna ha tenido un desempeño mejor que lo previsto, apoyada principalmente por la inversión y, en menor medida, por el consumo privado. De esta forma, la demanda interna aumentó su contribución al crecimiento de la actividad (gráfico I.12b). El consumo de los hogares aumentó 0,9% t/t en su serie desestacionalizada durante el segundo trimestre (3,1% anual, serie original), resaltando el dinamismo del consumo de bienes no durables y de servicios (gráfico I.14). Indicadores de alta frecuencia — Índice de Actividad Mensual del Comercio Minorista (IACM) y venta por boleta electrónica— sugieren que parte de este dinamismo se habría atenuado a comienzos del tercer trimestre. En el [IPN de agosto](#) varias empresas vinculadas al comercio *retail* mencionan que su desempeño se moderó respecto del primer trimestre, aunque sus negocios siguen creciendo en comparación con un año atrás. Por su parte, el consumo de gobierno moderó su crecimiento en relación con comienzos de año, alcanzando 2,6% anual, en lo que destacó el incremento de los servicios de salud.

GRÁFICO I.14 CONSUMO PRIVADO POR COMPONENTES
(índice I trim.2018=100, series reales desestacionalizadas)

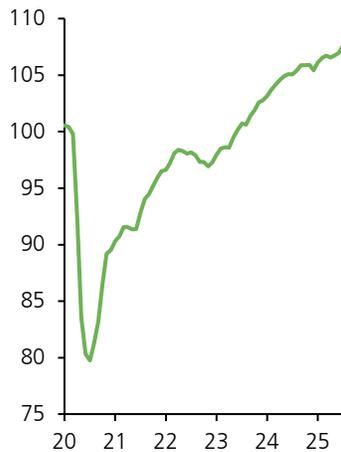


Fuente: Banco Central de Chile.

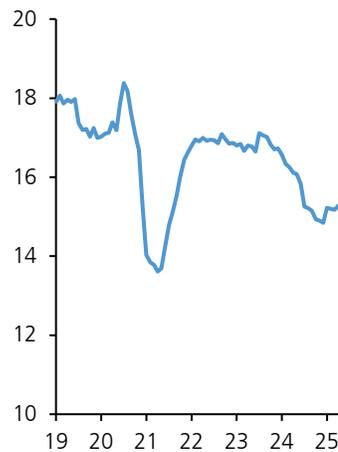
El avance del consumo privado se da en un contexto de evolución favorable de algunos de sus fundamentos (gráfico I.15). Por un lado, la masa salarial real ha seguido creciendo, si bien a un ritmo menor que en meses previos. En su composición contrasta una baja creación de empleo con un elevado aumento de las remuneraciones (Recuadro I.3). Por otro lado, la situación financiera de los hogares ha mejorado respecto de años previos, tanto por la disminución de las tasas de interés como de la carga financiera. En todo caso, los créditos bancarios de consumo mantienen un bajo dinamismo. Adicionalmente, las expectativas de los hogares (IPEC) muestran una mejoría respecto de años previos.

GRÁFICO I.15 FUNDAMENTOS DEL CONSUMO PRIVADO

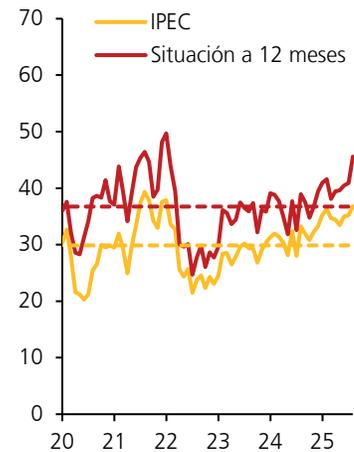
a) Masa salarial real (1)
(índice 2019=100, desestacionalizado)



b) Mediana de razón carga financiera sobre ingresos laborales (porcentaje, prom. móvil semestral)



c) IPEC (2) (3)
(índice de difusión)



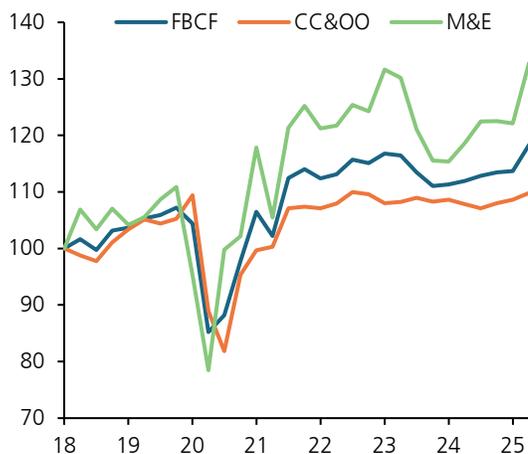
(1) Cálculo en base a series desestacionalizadas del ICL real, horas habituales trabajadas y ocupación. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (3) Líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios 2020-2025 de cada índice. Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile y GfK Adimark.

Por su parte, la formación bruta de capital fijo (FBCF) tuvo una importante expansión durante el segundo trimestre (gráfico I.16a). Esta parte del gasto, en términos desestacionalizados, creció 4,0% t/t (5,6% anual, serie original), explicado mayoritariamente por la fuerte aceleración del componente de maquinaria y equipos (8,7% t/t, serie desestacionalizada; 11,4% anual, serie original). Esto último estaría vinculado principalmente a maquinaria para la minería y energía. Aunque en menor medida, la parte de construcción y otras obras también contribuyó en la evolución de la FBCF (1,1% t/t, serie desestacionalizada; 2,0% anual, serie original), componente que ha seguido recuperándose paulatinamente.

Distintos antecedentes continúan apuntando a una favorable evolución de la FBCF. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) del segundo trimestre volvió a incorporar una mejora de las perspectivas de inversión en grandes proyectos previstos para 2025-2028 (+8,5% respecto del catastro del primer trimestre de 2025), ajuste que responde principalmente a la incorporación de nuevos planes en el rubro de energías. Ello estaría en línea con el mayor impulso de este sector y el minero en contraste con los demás rubros de la economía, tal como sugieren los microdatos (gráfico I.16b). Asimismo, las importaciones de bienes de capital han continuado mostrando un elevado crecimiento durante los últimos meses (gráfico I.17). A lo anterior, se añade la mejoría, respecto de años previos, tanto de las expectativas de las empresas (IMCE sin minería) como de las tasas de colocación comerciales y el descenso de los indicadores de incertidumbre en comparación al IPoM de junio.

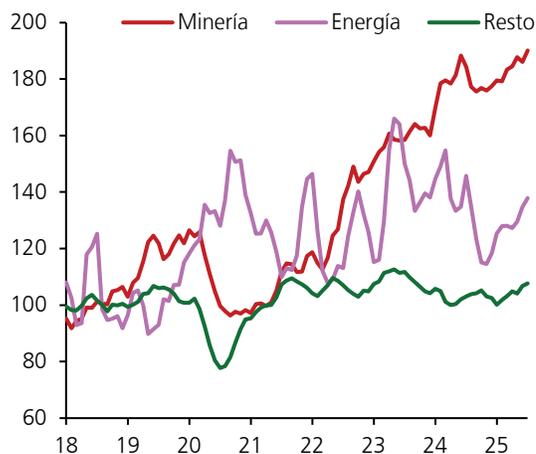
GRÁFICO I.16

a) Formación bruta de capital fijo por componentes (índice I trim. 2018 = 100, series reales desestacionalizadas)



b) Indicadores de inversión sectorial: minería y resto de sectores (1)

(2018 = 100, promedio móvil trimestral, series reales desestacionalizadas)

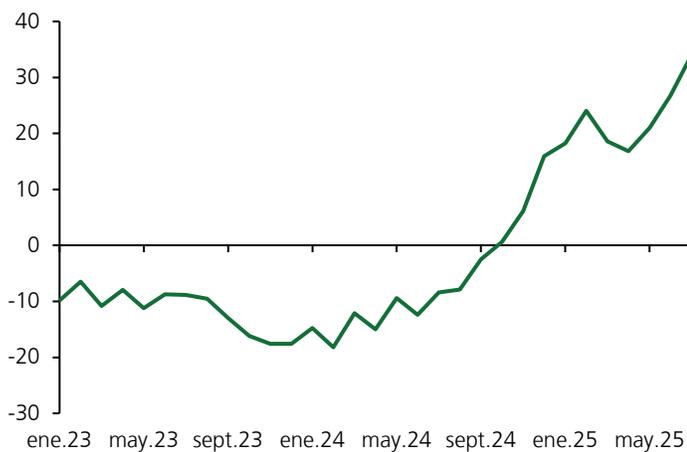


(1) Indicador en base a microdatos. Los detalles metodológicos se encuentran en la [Minuta de recuadros del IPoM de septiembre de 2024](#).

Fuentes: Servicio de Impuestos Internos, Aduanas y Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.17 IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL (1)

(variación anual, porcentaje)

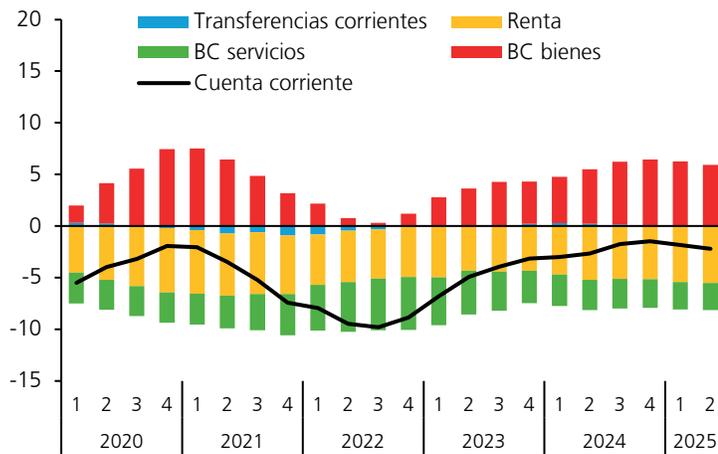


(1) Promedio móvil de 3 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

El elevado crecimiento de las importaciones, en coherencia con el aumento del gasto, y la desaceleración de las exportaciones contribuyeron al aumento del déficit de la cuenta corriente en el segundo trimestre (gráficos I.18 y I.19). Este alcanzó 2,2% del PIB acumulado en doce meses (1,8% del PIB al cierre del primer trimestre). En cuanto a la balanza comercial, las exportaciones tuvieron una caída trimestral, tanto en servicios —debido al menor impulso del turismo y del gasto de no residentes— como bienes —principalmente por la moderación de envíos mineros y agrícolas a Estados Unidos. En el caso de las importaciones, destacaron los incrementos generalizados de los bienes, en contraste con la caída de los servicios. Por otra parte, también hubo un alza del déficit de renta neta —en línea con el incremento de la inversión extranjera directa en Chile.

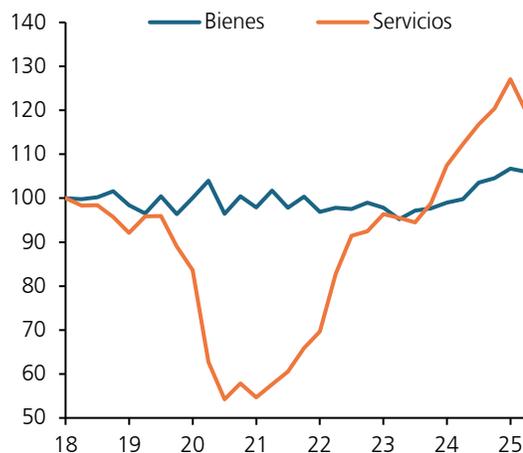
GRÁFICO I.18 CUENTA CORRIENTE, INCIDENCIAS POR COMPONENTE
(porcentaje del PIB, suma móvil anual)



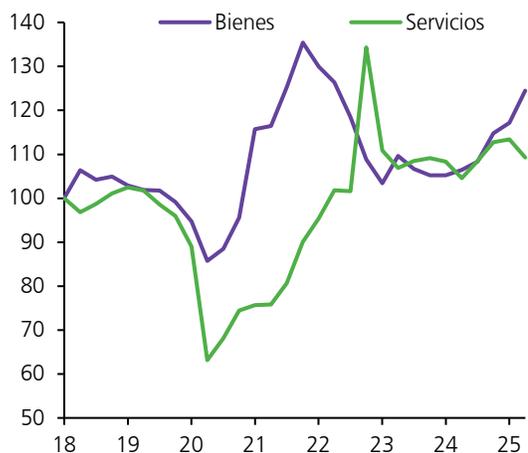
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.19 COMERCIO EXTERIOR

a) Exportaciones
(índice I trim.2018=100, series reales desestacionalizadas)



b) Importaciones
(índice I trim.2018=100, series reales desestacionalizadas)

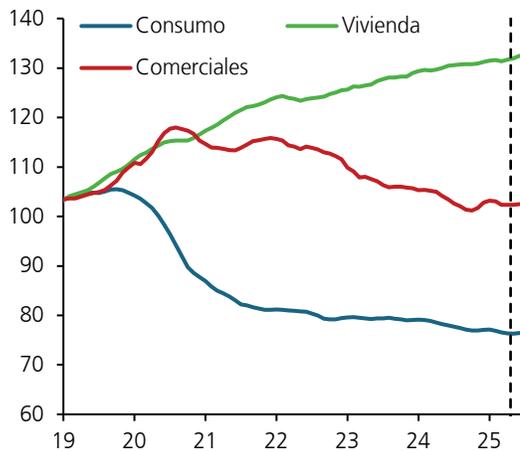


Fuente: Banco Central de Chile.

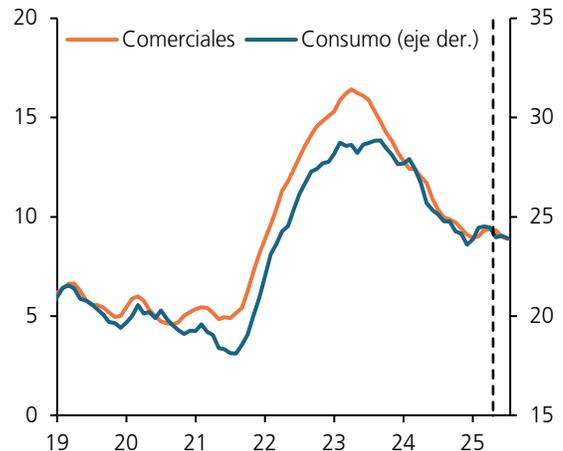
El crédito bancario no ha mostrado grandes cambios, aunque el stock de crédito comercial detuvo su caída en términos reales. Ello, en un contexto en que la demanda crediticia se ha mantenido débil (gráfico I.20). Las colocaciones comerciales tuvieron un acotado crecimiento real anual en julio, tras algunos años con decrecimientos. La [Encuesta de Crédito Bancario \(ECB\) del segundo trimestre](#) siguió dando cuenta de percepciones de una demanda débil en la mayoría de las carteras y una oferta que no muestra mayores cambios. Respecto de la percepción sobre la demanda en el segmento de vivienda, habría cierta recuperación, tal como es reportado por la [ECB del segundo trimestre](#) y el [IPN de agosto](#). De acuerdo con este último, parte de ella estaría asociada a la implementación del subsidio al crédito hipotecario.

GRÁFICO I.20

a) Stock de colocaciones reales (1) (2)
(índice promedio 2018 = 100)



b) Tasas de interés de créditos (1) (3) (4)
(porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio. (2) Series deflactadas por IPC, utilizando el empalme con base anual 2023, considerando su revisión más reciente. Series corresponden al promedio móvil trimestral. (3) Tasas corresponden al promedio ponderado de todas las operaciones en pesos efectuadas en cada mes en la Región Metropolitana. (4) Tasas en promedio móvil trimestral.
Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO I.1:

Gasto global en defensa

La situación fiscal en las principales economías ha mostrado un deterioro sostenido en los últimos años, y las perspectivas no apuntan a una mejora, lo que está generando presiones al alza sobre las tasas de interés de largo plazo. Esta situación se ve intensificada por el nuevo entorno geopolítico, que ha inducido compromisos de aumentos significativos del gasto en defensa para los próximos años. Esta dinámica tiene dos consecuencias relevantes para los mercados financieros globales: por un lado, incrementa las ya elevadas presiones al alza sobre las tasas de interés de largo plazo; por otro, se constituye en un soporte para el precio de materias primas estratégicas para la industria militar, como el cobre.

El gasto en defensa ha entrado en una nueva fase de expansión a nivel global, con especial intensidad en los países desarrollados. En Europa, por ejemplo, tras cuatro décadas de caída o estancamiento, en 2024 varios países de la Unión Europea volvieron a superar el umbral del 2% del PIB (gráfico I.21). Asimismo, en la [reunión realizada en junio de este año](#), los países de la OTAN acordaron aumentar su gasto en defensa al 5% del PIB anual para el año 2035, distribuidos en un 3,5% de gastos básicos de defensa y un 1,5% en gastos relacionados, desde el nivel actual del 2,6%. Japón, por su parte, anunció que duplicaría su presupuesto militar en un período de cinco años, alterando su política vigente desde el fin de la segunda guerra mundial. Considerados todos los aumentos de gasto observados y anunciados para la próxima década, [Álvarez et al. \(2025\)](#) estiman que, en el período 2024-2035, el gasto global en defensa aumentaría entre 57 y 80% en términos reales. Con esto, dicho gasto pasaría de representar del orden de 2,5% del PIB a cifras entre 3 y 3,5% del PIB global (gráfico I.22)^{1/}.

Aumentos del gasto de esas magnitudes, en un contexto fiscal con pocas holguras, son especialmente desafiantes. Sobre todo porque, por ahora, no parece que el mayor gasto venga acompañado de medidas de financiamiento o de compensación en otras partidas de gasto. Destaca el caso de la Unión Europea, que anunció un [relajamiento de las reglas fiscales](#) para acomodar el aumento del gasto mediante déficit y más deuda. [Álvarez et al. \(2025\)](#) estiman que el anuncio del plan [ReArm Europe](#)—que implicaría un aumento permanente del gasto de 1,5pp del PIB por año y permitiría alcanzar la meta de 3,5% en gasto básico— generó un aumento del orden de 25 puntos base (pb) en las tasas a 10 años plazo de los países involucrados (gráfico I.23). Es posible pensar que, en la medida que los mayores déficits se vayan concretando, se observen presiones adicionales sobre las tasas.

El aumento del gasto en defensa también tiene implicancias sobre la demanda de materias primas. El cobre, esencial para la industria militar, es cada vez más relevante por su uso en tecnología avanzada como armas guiadas y drones^{2/}. [Álvarez et al. \(2025\)](#) estiman que un aumento de 1pp del PIB en el gasto militar de Estados Unidos aumenta su demanda por cobre refinado en torno a 5% (gráfico I.24). A partir de este resultado, y considerando los anuncios de gasto a nivel global, los autores calculan que la demanda de cobre generada por el gasto en defensa podría aumentar en alrededor de 485 mil toneladas en la próxima década. Esto representa algo más del 1,8% del consumo mundial actual y equivale aproximadamente a la mitad de la producción anual de Escondida (la mayor productora de cátodos y concentrado de cobre del mundo).

^{1/} Para EE. UU., se toman en cuenta las previsiones incluidas en el presupuesto 2026 y los lineamientos del OBBBA, previéndose una convergencia desde el 3,4% del PIB hacia niveles cercanos al 4,0% en 2035. Estas cifras están en línea con la evidencia histórica que muestran [Albagli et al. \(2024\)](#), quienes concluyen que, en períodos de aumento de las tensiones geopolíticas sin conflictos masivos, el gasto militar aumenta en torno a 1 pp del PIB global.

^{2/} [Hackett, J., et al. \(2025\)](#). *Critical Raw Materials and European Defence*. The International Institute for Strategic Studies.

En un contexto de oferta restringida y demanda poco sensible al precio —principalmente por la baja elasticidad de la demanda para centros de datos y la transición energética—, este incremento de la demanda por cobre podría ocasionar presiones relevantes sobre el precio. Asumiendo una oferta que no reacciona a corto plazo, [Álvarez et al. \(2025\)](#) estiman un impacto de entre 3 y 6% en el precio. En esta misma línea, la descomposición semi-estructural propuesta por [Zelpe et al. \(2024\)](#) —y descrita en el [Recuadro I.2 del IPoM de junio de 2024](#)— destaca que, desde inicios de este año, el factor geopolítico ha sido uno de los principales determinantes de los movimientos del precio del cobre, explicando casi la mitad del aumento observado (gráfico I.25). Dicho factor incluye no solo el efecto directo de la mayor producción de armamento, sino la mayor demanda por la necesidad de asegurarse el abastecimiento de insumos estratégicos.

Conclusión

El deterioro de la situación fiscal en las economías desarrolladas está siendo una fuente de presión al alza de las tasas de interés de largo plazo. El nuevo entorno geopolítico, y sus consecuencias sobre el gasto en defensa agregan una nueva fuente de presión, lo que tiende a afectar negativamente las condiciones financieras en todo el mundo, y especialmente las de las economías emergentes. Sin embargo, el mayor gasto en defensa también mejora las perspectivas de precios de insumos estratégicos como el cobre, y las inversiones asociadas. Chile se encuentra entonces en una posición más favorable respecto de otras economías emergentes, pues si bien prevalecerían mayores tasas de interés de largo plazo, al efecto contractivo de éstas se contraponen el mayor precio del cobre y las mejores perspectivas para la inversión, coherente con las revisiones al alza para la FBCF contempladas en el escenario central de este IPoM.

GRÁFICO I.21

Evolución del gasto en defensa (1)
(porcentaje del PIB)

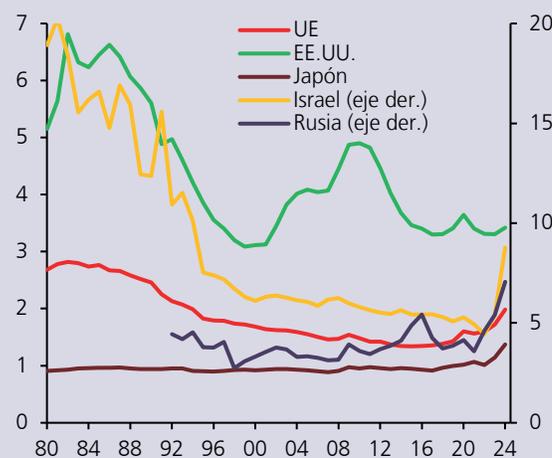
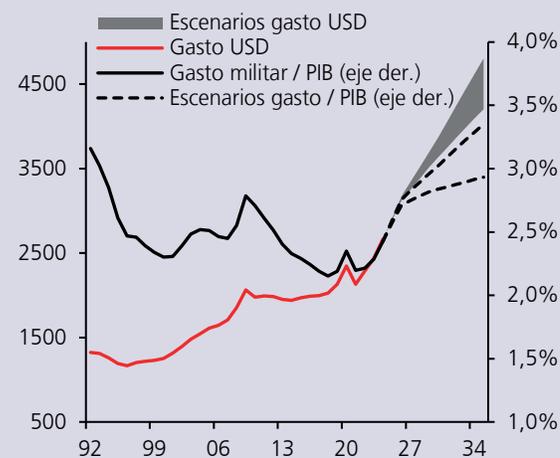


GRÁFICO I.22

Proyección del gasto en defensa (2)
(USD miles de millones reales a precios del 2024;
porcentaje del PIB global)



(1) Para la UE, el gráfico muestra el promedio ponderado (en base al PIB a paridad de poder adquisitivo) del gasto en defensa como porcentaje del PIB. (2) Escenario de menor gasto fue construido en base a compromisos mínimos asumidos por los estados y alianzas militares, mientras que el de mayor gasto fue construido en base a adopción máxima de los compromisos.

Fuente: [Álvarez et al. \(2025\)](#) y SIPRI.

GRÁFICO I.23

Aumento tasas 10 años en países UE respecto a grupo control (1)
(cambio acumulado desde el 3/3/25, puntos base)

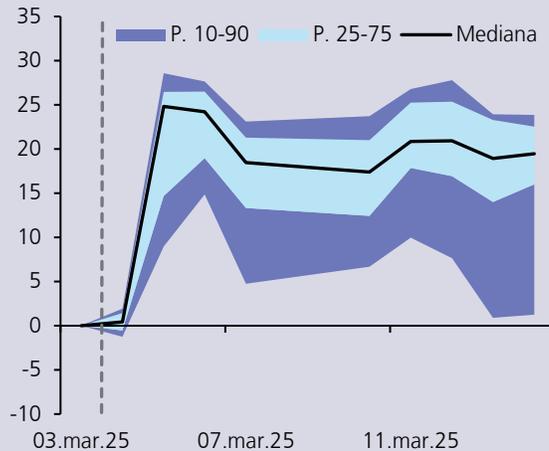
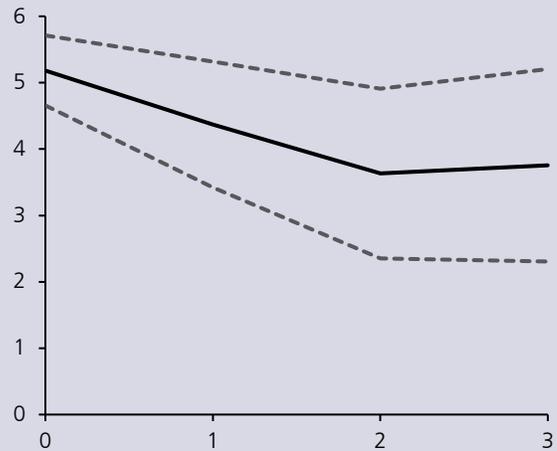


GRÁFICO I.24

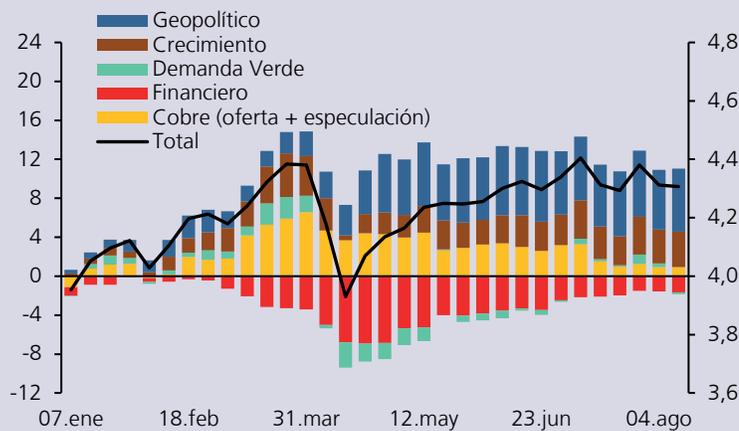
Efecto causal de shock de gasto militar sobre demanda de cobre EE.UU. (2)
(shock de 1 pp. al ratio gasto militar/PIB al consumo de cobre)



(1) Análisis dif. en dif. de la evolución de tasas de interés a 10 años. Tratados corresponden a países dentro de la Unión Europea; controles representan a países alineados con el bloque occidental, pero no miembros de la UE (Australia, Japón, Corea del Sur, Noruega). (2) IRF acumulada. Ejercicio realizado a partir de datos anuales para EE.UU. desde 1940. La estimación se realiza mediante un enfoque de *Local Projections* (Jorda, 2005) con variables instrumentales, donde se utiliza el shock narrativo de gasto militar de Ramey y Zubairy (2018), como instrumento del gasto militar. Intervalos de confianza al 66%.
Fuente: Álvarez et al. (2025).

GRÁFICO I.25

Descomposición del precio del cobre (1)
(porcentaje, variación acumulada; USD/libra)



(1) VAR Bayesiano con restricción de signo en frecuencia semanal en base a Zelpo et al. (2024).
Fuente: Álvarez et al. (2025).

RECUADRO I.2:

Riesgos inflacionarios en Estados Unidos

El escenario central de este IPoM contempla un incremento de la inflación en Estados Unidos, concentrado en 2025 y 2026, como resultado de la política arancelaria del gobierno estadounidense (ver detalles en [Recuadro II.2 del IPoM de junio 2025](#)). Cabe destacar que este aumento está en línea con las proyecciones de mercado y los *dots* de la Fed. Sin embargo, existen riesgos en torno a esta proyección que podrían llevar a que la política monetaria de esta economía siga una trayectoria menos expansiva que la prevista por el mercado y la considerada en el escenario central de este IPoM, afectando las condiciones financieras relevantes para las economías emergentes. En particular, destacan los riesgos asociados al impacto definitivo de los mayores aranceles en la dinámica inflacionaria, de la política migratoria en el mercado laboral y de perspectivas fiscales más desafiantes.

En primer lugar, si bien los efectos inflacionarios de los aranceles aún no se observan con claridad en los datos agregados, las cifras desagregadas muestran que los bienes más expuestos han presentado aumentos de precios mayores (gráfico I.26). Asimismo, usando datos de precios de venta en línea de grandes tiendas minoristas de Estados Unidos, [Cavallo et al. \(2025\)](#) encuentran que se han producido alzas mayores en los precios de bienes importados que en los de bienes producidos internamente. En la medida que la incertidumbre acerca del nivel definitivo de los aranceles y las prácticas de anticipación se disipen, puede materializarse un escenario de impactos más relevantes de los aranceles en las cifras agregadas que las consideradas en las proyecciones de mercado^{1/}. La persistencia de estos efectos dependerá, entre otras cosas, de su impacto en las expectativas de los agentes.

A lo anterior, se suma que las políticas sobre inmigración han reducido significativamente los flujos de entrada de inmigrantes (gráfico I.27), a lo que se agregan las deportaciones directas y la reducción de la participación por el temor a las detenciones en el lugar de trabajo. Sobre esto último, el [Beige Book de julio](#) destacó que las empresas percibían que el miedo a la deportación estaba siendo un factor relevante en la pérdida de trabajadores extranjeros. Coherente con eso, datos del *U.S. Bureau of Labor Statistics*, muestran que, respecto de marzo de este año, la tasa de participación laboral de extranjeros ha caído casi 1,5 puntos porcentuales (pp), mientras que la de nativos se mantuvo relativamente estable (gráfico I.28). Esto representa un shock de oferta laboral contractivo, que reduce el ritmo de creación de empleo y la actividad, y presiona los salarios al alza. [Cheyre et al. \(2025\)](#) muestran que esta situación estaría generando un aumento de los salarios reales en torno a 0,1pp por mes por sobre su promedio, que se compara con caídas bajo el promedio de la misma magnitud en el período de mayor ingreso de migrantes (gráfico I.29). De esta forma, el nivel del salario real estaría entre 0,7 y 1,0 pp. por encima de un escenario sin el cambio de política, factor que ejerce mayores presiones inflacionarias.

Por otra parte, el paquete fiscal aprobado el 4 de julio incluye recortes temporales de impuestos y más gasto en defensa y control migratorio, mientras que las reducciones de gasto previstas se implementarían gradualmente desde finales de 2026, concentrándose en los años 2029 a 2034. Se estima que el impulso fiscal resultante de estas medidas sería de entre 0,2 y 0,4pp del crecimiento del PIB en 2026^{2/}, lo que añadiría presiones de demanda sobre los precios. Hacia delante, se espera que el déficit fiscal se mantenga sobre el 6% del PIB.

^{1/} Ver detalles en [Cheyre et al. \(2025\)](#).

^{2/} Recopilación de estimaciones de bancos de inversión e instituciones económicas, como Barclays, Bank of America, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Penn Wharton y UBS.

En este contexto, se ha observado un incipiente aumento de las expectativas de inflación de mercado. Las compensaciones inflacionarias implícitas en precios de activos se pueden descomponer en un componente de expectativas puras —que reflejaría la proyección puntual promedio del mercado para la inflación—, y uno de riesgo en torno a dichas expectativas —que refleja la incertidumbre en torno a dicha proyección. Desde fines del año pasado las compensaciones a un año han aumentado en torno a 100 puntos base (pb), hasta ubicarse en 3,4%. En ello incide principalmente el aumento de las expectativas puras, aunque en los últimos meses también ha aumentado el componente de premios, contribuyendo en torno a 15pb en el alza del último mes (gráfico I.30). Esto es coherente con diversas encuestas de expectativas de consumidores y empresas. A plazos más largos, las compensaciones inflacionarias y las encuestas muestran aumentos más acotados. Destaca, no obstante, el aumento en el margen de las expectativas a dos años.

Conclusión

La economía estadounidense enfrenta un conjunto de shocks que elevan los riesgos inflacionarios a corto y mediano plazo. De materializarse, la política monetaria de la Fed podría desviarse de las expectativas actuales del mercado y de lo considerado en el escenario central de este IPoM, lo que estrecharía las condiciones financieras en todo el mundo y, especialmente, en economías emergentes.

GRÁFICO I.26

Inflación de bienes expuestos a aranceles (1)
(exceso de inflación acumulada desde ene.24, puntos porcentuales)

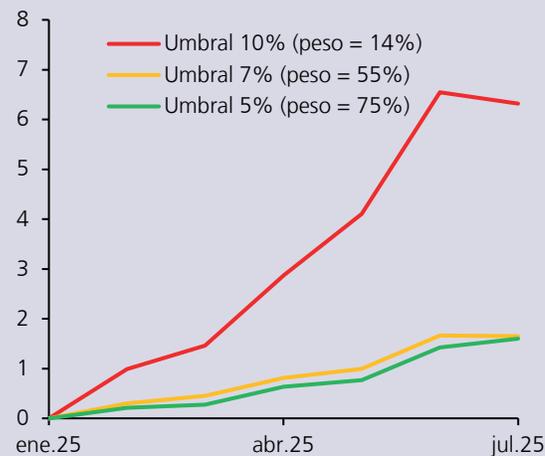
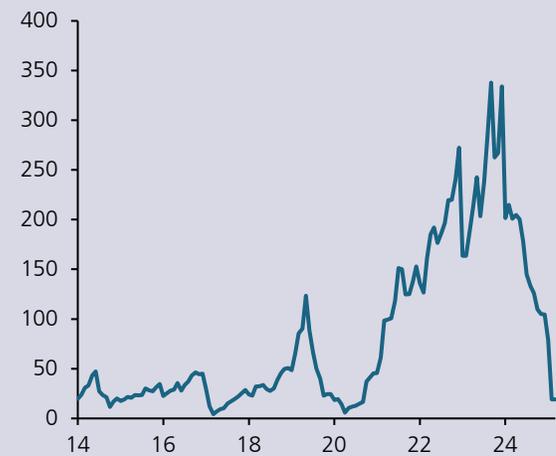


GRÁFICO I.27

Flujo neto de inmigrantes no autorizados
(miles)



(1) El umbral se define según el impacto esperado sobre cada producto (ej: ítems con alta exposición a aranceles - umbral 10% - aquellos a los cuales se estima un impacto de al menos 10%). Exceso de inflación se calcula como la inflación observada menos el promedio móvil 6 meses hasta enero de 2025.

Fuentes: [Cheyre et al. \(2025\)](#) y Fed de Dallas.

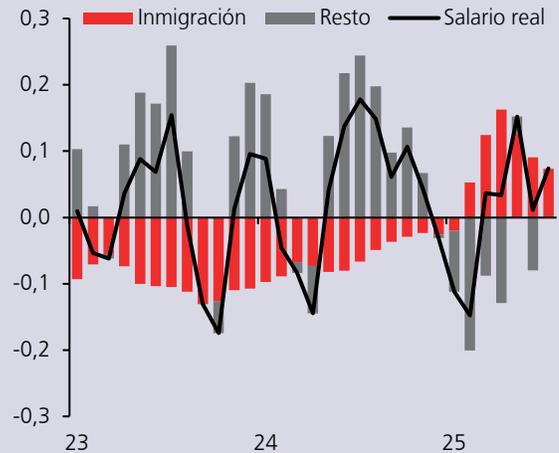
GRÁFICO I.28

Tasa de participación laboral (porcentaje)



GRÁFICO I.29

Crecimiento del salario real (1)
(variación mensual, promedio móvil tres meses, desvío del promedio, puntos porcentuales)



(1) Modelo VAR con flujos netos de inmigrantes no autorizados como variable exógena. Para la inmigración se usa la serie de la Fed de Dallas y se asume que los flujos netos se mantienen en el nivel de marzo hasta julio. El gráfico representa desvíos del promedio 2013.10 - 2025.07.

Fuentes: [Cheyre et al. \(2025\)](#) y U.S. Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO I.30

Descomposición *swap* inflación 1 año (1)
(acumulado desde diciembre 2024, puntos base)



(1) Expectativas puras se obtienen de encuestas a analistas de Bloomberg. Componente de premios es la diferencia entre *swap* y expectativas.

Fuente: [Cheyre et al. \(2025\)](#).

RECUADRO I.3:

Evolución del mercado laboral

El mercado laboral arroja señales mixtas. En un contexto en el que la actividad ha ido creciendo a tasas coherentes con su potencial y la brecha se ha ido cerrando, el empleo ha tenido un crecimiento acotado y la tasa de desempleo se ubica por sobre sus niveles previos a la pandemia. Por su lado, los registros administrativos —número de cotizantes de AFC— muestran que la tasa de creación neta de empleo formal ha sido mayormente negativa o cercana a cero desde 2023 a la fecha^{1/}. La creación y destrucción de empleo, variables relacionadas a la rotación laboral, también se encuentran en mínimos históricos. De igual manera, el tiempo de búsqueda de empleo formal ha ido al alza desde 2023^{2/}. Por otro lado, los costos laborales han estado creciendo por encima de su promedio prepandemia (gráfico I.31).

Anteriormente, informes del Banco han sugerido distintos elementos para explicar esta dinámica, incluyendo el aumento de costos laborales —producto de las leyes de salario mínimo y reducción de jornada laboral—, el rezago en la recuperación de ciertos sectores intensivos en empleo, y factores más estructurales como cambios demográficos y la adopción de nuevas tecnologías en los procesos productivos ([Recuadro II.1, IPoM diciembre 2024](#); [Albagli et al. \(2024\)](#)).

Este Recuadro presenta nueva evidencia sobre cómo distintos elementos se conjugan para explicar la evolución más reciente del mercado laboral. Cuantitativamente, se ratifica el impacto negativo en empleo del aumento de los costos laborales. Esta evidencia se complementa con antecedentes cualitativos que sugieren que estos mayores costos pueden estar actuando como un catalizador de procesos de cambio tecnológico, sustituyendo cierto tipo de empleos o generando discordancias entre las competencias requeridas por las empresas y aquellas con las que cuenta la fuerza laboral.

Análisis causal de los efectos del incremento de los costos laborales

En mayo de 2023, se aprobó la Ley 21.578 que estipuló incrementos del salario mínimo de 7,3% en mayo de 2023, 4,5% en septiembre de 2023, 8,7% en julio de 2024 y 2,1% en enero de 2025 —acumulando un alza de 24,5% entre abril 2023 y enero 2025, comparado con el aumento acumulado del IPC de 7,0% durante el mismo período. El índice de remuneraciones medido por el INE —que es representativo de la evolución mensual de las remuneraciones por hora del empleo formal en el país— mostró un incremento de 14,2% en ese lapso, dando cuenta que el alza del salario mínimo superó largamente el incremento promedio de las remuneraciones^{3/}.

[Albagli et al. \(2025\)](#) actualizan el trabajo presentado a fines del año pasado, en el que, a partir de los registros administrativos de la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC), separan a las empresas en dos grupos según la fracción de trabajadores afectados al salario mínimo. Los resultados muestran que, en promedio entre marzo de 2023 y abril de 2025, los salarios de las empresas con más trabajadores afectados al salario mínimo crecieron 4,8% más que los de empresas con menos trabajadores afectados. Al mismo tiempo, el empleo de esas empresas cayó en promedio 5,6% respecto del empleo de las menos afectadas (gráfico I.32, paneles a y b).

^{1/} Por empleo formal, nos referimos, en el caso de los registros administrativos, a los cotizantes en el sistema de pensiones (AFP, aportes obligatorios) y en el seguro de cesantía (AFC). En las encuestas del INE, en cambio, se consideran formales a los trabajadores dependientes con acceso a la seguridad social por su vínculo laboral, así como a los trabajadores independientes que declaran desarrollar una actividad del sector formal. Estos universos de trabajadores no son necesariamente iguales por diversas razones (universo cubierto, naturaleza de las fuentes, criterios de medición, etc.).

^{2/} El tiempo de búsqueda de empleo formal se calcula usando datos de AFC, como el promedio entre los meses de duración fuera del empleo formal de los trabajadores que encuentran empleo en cada mes, excluyendo aquellos que se demoran más de 24 meses. Para más detalles, ver [Albagli et al. \(2025\)](#).

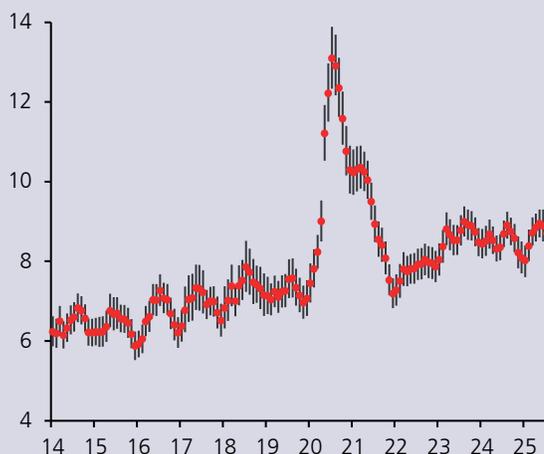
^{3/} Tanto el cálculo del incremento acumulado del IPC como ICL se realizan con el empalme de las series referenciales.

A partir de este ejercicio se observan dos hechos adicionales. En primer lugar, la composición del empleo de las empresas más afectadas mutó hacia una mayor proporción de trabajadores con educación superior. En segundo lugar, el impacto se observa en distintos sectores económicos y tamaños de empresas. Un ejercicio complementario muestra que el impacto al alza en salarios y a la baja en empleo no solo se observa en los trabajadores que reciben el salario mínimo, sino también en aquellos cuyo salario se ubica cercano a éste (gráfico I.32, paneles c y d).

El ejercicio no permite estimar efectos agregados del salario mínimo en las variables analizadas. Asimismo, como en otros ejercicios de esta naturaleza, los resultados dependen del contexto macroeconómico particular en que la medida se implementa y no necesariamente son extrapolables a otras situaciones.

GRÁFICO I.31

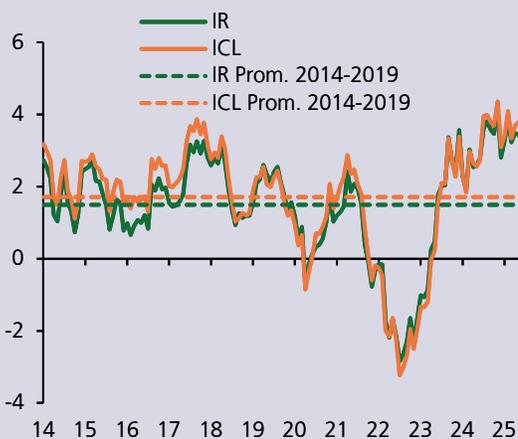
a) Tasa de desempleo (1)
(porcentaje)



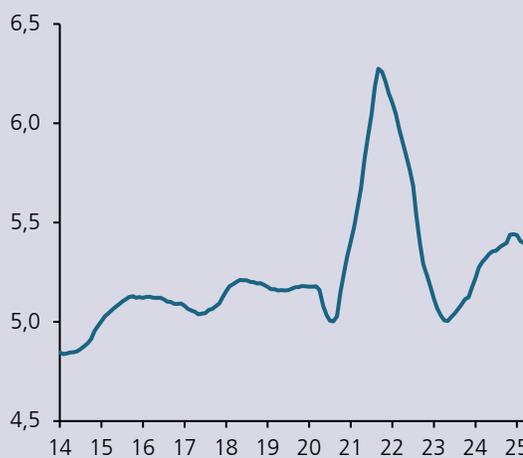
b) Tasas de creación, destrucción y creación neta (2)
(porcentaje)



c) Salarios reales por hora
(variación anual, porcentaje)



d) Tiempo de búsqueda de empleo (2)
(meses)

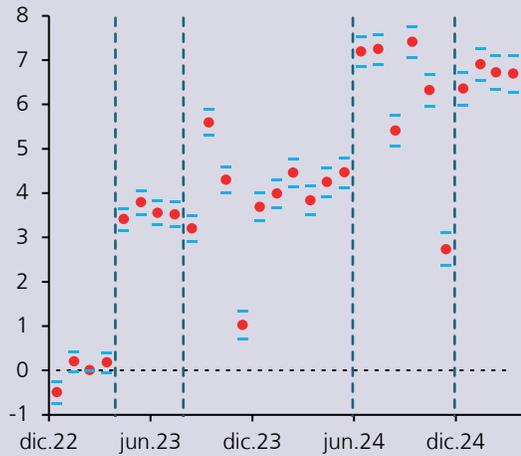


(1) Se reportan en rojo las estimaciones puntuales con datos de INE mientras que las líneas negras verticales capturan el intervalo de confianza del 95%. (2) Las series se construyen con datos de AFC que incluyen cotizaciones rezagadas y se empalman usando las tasas de crecimiento de las mismas series con datos que no incluyen cotizaciones rezagadas.

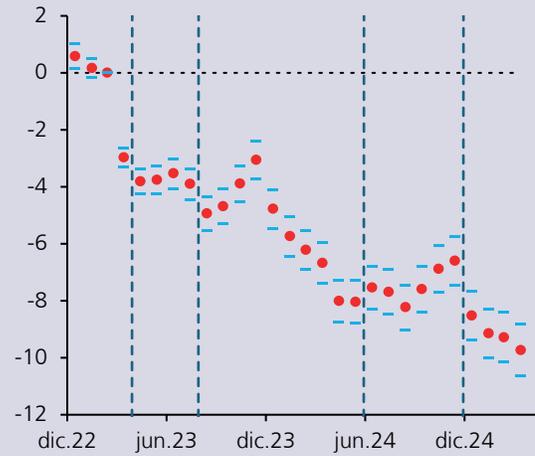
Fuentes: AFC e INE.

GRÁFICO I.32

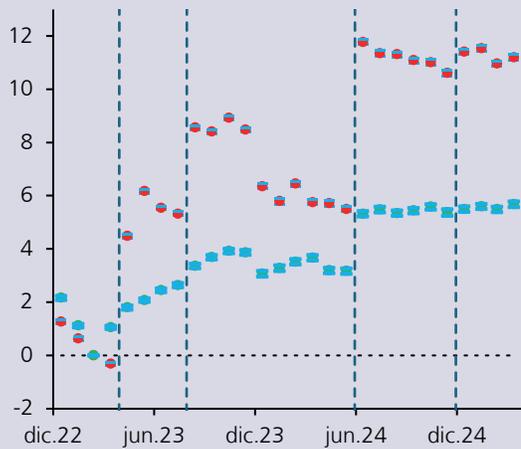
a) Efectos de salario mínimo en salario promedio (1)
(porcentaje, grupos de empresas)



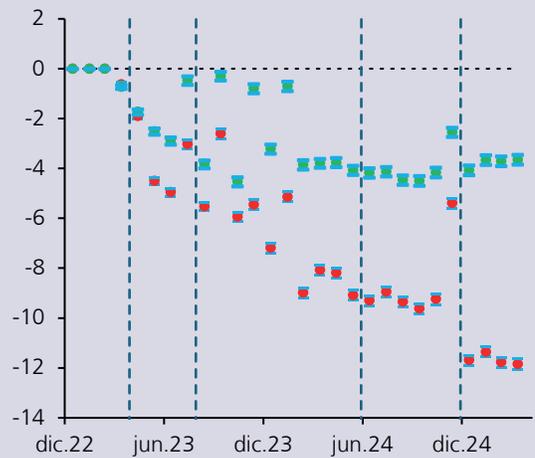
b) Efectos de salario mínimo en empleo promedio (1)
(porcentaje, grupos de empresas)



c) Cambio en salarios y *spillovers* (2)
(porcentaje, grupos de trabajadores)



d) Cambio en empleo y *spillovers* (2)
(porcentaje, grupos de trabajadores)



(1) Ejercicio de diferencias en diferencias con grupo de empresas tratadas y grupo de control. (2) Ejercicio de diferencias en diferencias con grupo de trabajadores tratados, semi-tratados, y grupo de control. Marcadores rojos indican efectos sobre el grupo de trabajadores tratados. Marcadores verdes indican efectos sobre grupo de semi-tratados. Intervalos de confianza en celeste para ambos grupos. Intervalos de confianza al 95% en todas las figuras. Líneas verticales corresponden a los meses en que hubo aumentos de salario mínimo.

Fuente: [Albagli et al. \(2025\)](#) en base a datos de AFC y DT.

Análisis de los efectos agregados del aumento de los costos laborales

Si bien el ejercicio previo permite establecer una causalidad del aumento de los costos laborales en empleo y otras variables, no está diseñado para cuantificar los efectos agregados en el mercado laboral. Para este fin, se utilizan dos metodologías adicionales. En la primera, [Albagli et al. \(2025\)](#) realizan estimaciones de un modelo semi-estructural SVAR^{4/}. Este método encuentra que, en el último año, distintos shocks de oferta y de costos —incluyendo el alza del salario mínimo y la ley de 40 horas— explican la mayor parte del alza de los costos laborales y han incidido negativamente en el empleo (gráfico I.33). Según estas estimaciones, un incremento real del salario mínimo similar a lo observado desde 2023 provoca una caída de aproximadamente -1,5% en el empleo asalariado formal y un impacto algo menor en el empleo total, lo que cabe esperar debido al rol amortiguador que tiende a jugar el empleo informal y de cuenta propia cuando hay alzas en la desocupación.

En la segunda metodología, [Albagli et al. \(2025\)](#) utilizan una extensión del modelo económico de equilibrio general XMAS ([García et al., 2019](#)) para entender el comportamiento reciente de los salarios y el empleo^{5/}. Los resultados sugieren que, en el período 2022-2025, las medidas legislativas han aumentado tanto los salarios promedio como la tasa de desempleo. Respecto a los primeros, el efecto en el nivel del salario real ha sido del orden de 1,1%, en promedio, cuando se consideran todas las políticas, y de 0,85%, cuando se considera solo el salario mínimo. En el desempleo, se estima un aumento de hasta 0,3pp respecto de su nivel de largo plazo. Estas estimaciones no incluyen el efecto que las medidas legislativas pudiesen haber tenido sobre la tasa de desempleo de referencia (NAIRU) que, como se comentó, ha aumentado en los últimos años. De acuerdo con este modelo, las medidas legislativas seguirán presionando los costos laborales y la dinámica del empleo en los próximos trimestres en una magnitud similar a lo observado en los últimos años para luego irse disipando, lo cual está incorporado en el escenario central de este IPoM.

Evidencia cualitativa sobre tendencias de automatización

[Albagli et al. \(2025\)](#) revisan la información obtenida en el Informe de Percepciones de Negocios. A través de la aplicación de técnicas de análisis cualitativo a las transcripciones de 365 entrevistas semi estructuradas que se realizaron entre febrero de 2023 y agosto de 2025 se concluye que, según la percepción de las empresas, en los últimos años se ha consolidado un nuevo equilibrio organizacional caracterizado por dotaciones laborales más reducidas. Esto no solo se explica por la evolución de la actividad económica o el aumento de costos, sino también por la introducción de nuevas tecnologías, la reorganización del trabajo y las presiones regulatorias.

Según este análisis, estas tendencias no operan de manera aislada, sino que se refuerzan mutuamente y generan efectos encadenados. Por ejemplo, en opinión de las empresas, la automatización ha permitido operar con menos personal, lo que ha contribuido a consolidar dotaciones mínimas eficientes. A su vez, esta reducción ha generado holguras en el mercado laboral, especialmente en segmentos de menor calificación. Al mismo tiempo, la automatización ha transformado los perfiles requeridos, lo que explica en parte la dificultad para encontrar mano de obra calificada, especialmente en sectores más tecnificados. Las presiones de costos laborales, a juicio de las empresas, han actuado como un catalizador de estos procesos, incentivando la búsqueda de eficiencia y la incorporación de tecnología.

A su vez, la evidencia de registros administrativos sugiere que, durante los últimos años, las empresas han aumentado el gasto en consultoría informática, observándose un incremento relevante en el porcentaje del gasto total que destinan a este rubro (gráfico I.34).

^{4/} Se estima un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) que identifica shocks de oferta y demanda laboral con restricciones de signo y coeficientes variantes en el tiempo, con costo laboral real (ICL), empleo asalariado formal y total, y horas trabajadas como variables endógenas, y salario mínimo como variable exógena.

^{5/} Existen distintos tipos de modelos que permiten entender cómo funciona una economía y cómo la afectan distintas decisiones de política. Los modelos semi-estructurales SVAR se basan en datos históricos y algunas reglas teóricas para analizar cómo reaccionan variables como la inflación o el empleo ante cambios, por ejemplo, en la tasa de interés. En cambio, los modelos estructurales de equilibrio general representan a la economía como un todo, y permiten simular cómo se comportaría ésta si cambian condiciones como los impuestos o el precio del dólar.

Este entramado de relaciones evidencia que el mercado laboral chileno está atravesando cambios importantes, en los que las decisiones de empleo se orientan cada vez más hacia la flexibilidad, la eficiencia y la retención. Incluso en contextos de recuperación económica, las empresas han mantenido una postura cautelosa frente a la contratación, priorizando estructuras livianas y adaptables.

GRÁFICO I.33 DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA SEGÚN SVAR (1)

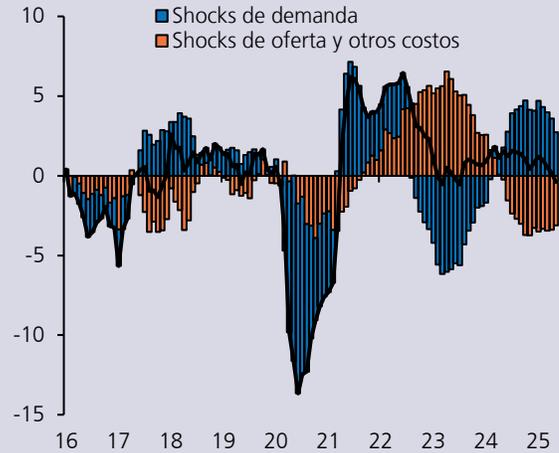
ICL

(variación anual, puntos porcentuales)



Empleo asalariado formal

(variación anual, puntos porcentuales)



(1) Descomposición estructural con modelo SVAR que incluye empleo, horas, ICL real y salario mínimo real (variable exógena), en que se identifican shocks de oferta y demanda laboral con restricciones de signo y coeficientes que varían en el tiempo. ICL y salario mínimo están deflactados por el IPC, teniendo en cuenta frecuencia de ajustes de salarios a la inflación. En shocks de oferta y otros costos se incluye cambios en el salario mínimo. Variables se grafican como desvíos respecto a constantes del modelo.

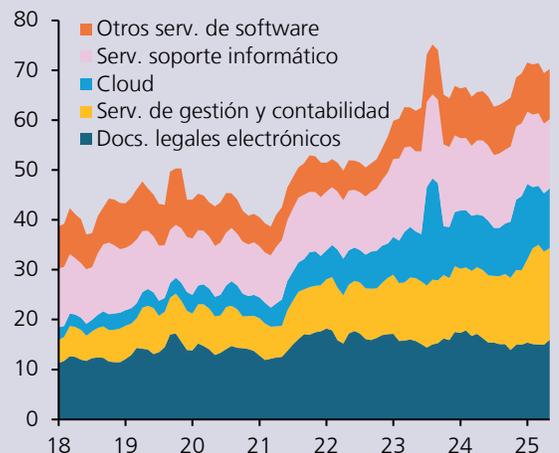
Fuente: [Albagli et al. \(2025\)](#) en base a datos del INE.

GRÁFICO I.34

a) Gasto en consultoría informática (1)
(porcentaje del total de compras)



b) Detalle de compras en consultoría informática (2)
(miles de millones de pesos de 2019, promedio móvil tres meses)



(1) Total excluye Actividades de Comercio y Restaurantes y Hoteles. (2) Desglose se realiza a partir de las glosas reportadas en la factura electrónica. Las categorías fueron clasificadas usando técnicas de procesamiento de lenguaje natural y algoritmos de aprendizaje no supervisado. Excluye aquellas glosas que no pudieron ser clasificadas.

Fuente: [Albagli et al. \(2025\)](#) en base a registros administrativos del SII.

Conclusiones

La evolución reciente del mercado laboral muestra señales mixtas, con una débil creación de empleo y una tasa de desempleo por sobre sus valores prepandemia, pero a la par con un crecimiento de los costos laborales reales por encima de su promedio histórico.

Este Recuadro presenta nueva información cuantitativa y cualitativa que apunta a que el comportamiento del mercado laboral responde a múltiples factores, entre los que se encuentran el impacto de medidas legislativas —como el salario mínimo y la ley de 40 horas— y la adaptación a procesos de cambio tecnológico que podrían haberse acelerado frente al aumento de los costos laborales.

En todo caso, estos resultados explican los movimientos del mercado laboral en el corto y mediano plazo. Hacia el largo plazo, su comportamiento dependerá de factores como la productividad, el crecimiento poblacional y nuevas configuraciones de procesos productivos en un contexto de adopción de nuevas tecnologías.

II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las proyecciones contenidas en el escenario central de este IPoM dan cuenta de mejores perspectivas para la demanda interna. Lo anterior, como reflejo de cifras del segundo trimestre que superaron lo previsto en junio, tanto en el caso de la inversión como del consumo de los hogares. A ello se suma el nuevo aumento previsto para la inversión en grandes proyectos, así como la evolución positiva que han mostrado algunos fundamentos del gasto privado en los últimos meses. Por otro lado, como se había previsto, varios de los factores transitorios que habían impulsado la actividad a comienzos de año se han ido disipando, lo que sumado a los elementos ya mencionados lleva a revisar el rango de crecimiento del PIB para este año, el que se ajusta al alza en su parte inferior, de 2-2,75% a 2,25-2,75%. Para 2026, se eleva hasta 1,75-2,75% (1,5-2,5% en junio), mientras que para 2027 se mantiene en 1,5-2,5%. La inflación total ha evolucionado en línea con lo anticipado. Sin embargo, la inflación subyacente —IPC sin volátiles— se ha ubicado por sobre lo esperado, lo que, sumado al mayor dinamismo del gasto interno y presiones de costos elevadas, incrementan la proyección de este componente de la inflación entre fines de este año e inicios del próximo. La convergencia de la inflación total a la meta de 3% se espera ocurra durante el tercer trimestre de 2026^{1/}. Este ajuste se da en medio de un escenario externo en que varios focos de incertidumbre siguen vigentes, incluyendo las dudas sobre el desarrollo e impactos del conflicto comercial. En tanto, las condiciones financieras de corto plazo han mejorado, en la medida que el mercado ha ido internalizando una política monetaria en Estados Unidos más expansiva por parte de la Reserva Federal (Fed). El Consejo evaluará los próximos movimientos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) teniendo presente la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia inflacionaria. En el escenario actual, el riesgo de una mayor persistencia de la inflación requiere acumular más información antes de continuar el proceso de convergencia de la TPM a su rango de valores neutrales.

PROYECCIONES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

ESCENARIO LOCAL

Los datos del segundo trimestre de 2025 dieron cuenta de un dinamismo de la demanda interna mayor al previsto en junio. Sobresalió el desempeño de la inversión —en particular, en maquinaria y equipos— y del consumo privado. Lo anterior, en un contexto en que, como se había anticipado, se han ido disipando los factores transitorios —vinculados a las exportaciones de bienes y al turismo— que dieron un mayor impulso a la actividad en la partida de este año (Capítulo I).

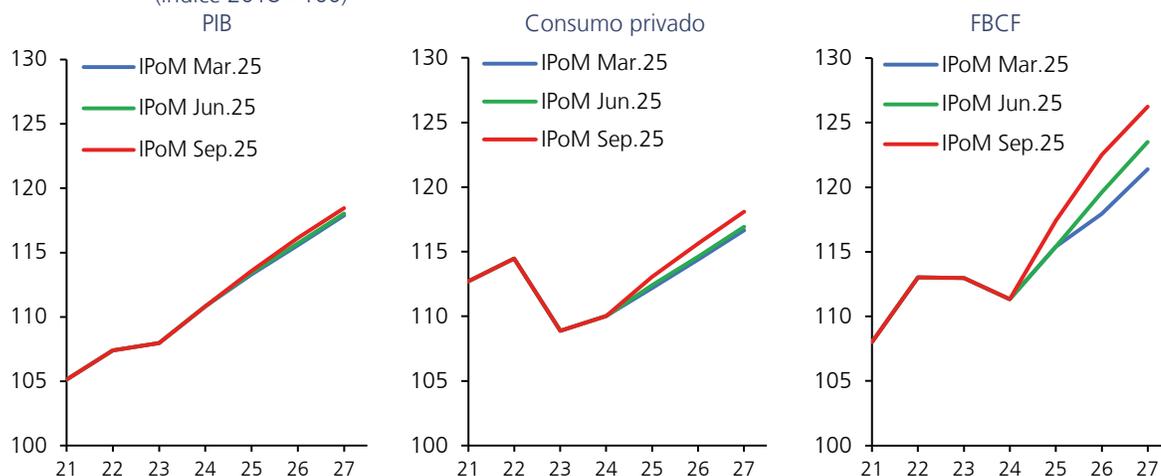
El crecimiento proyectado para la demanda interna aumenta para este y el próximo año, en particular para la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF). Esto responde, entre otros factores, al impulso de los grandes proyectos de inversión, al elevado crecimiento de las importaciones de bienes de capital, la mejora de las condiciones crediticias para las empresas y una mejora de la confianza empresarial respecto de años previos (Capítulo I). Como resultado, en el escenario central de este IPoM la FBCF crecería 5,5% en 2025, 4,3% en 2026 y 3,1% en 2027 (3,7; 3,6; y 3,3% en junio, respectivamente) (gráfico II.1 y tabla II.1).

Aunque en menor proporción, también se revisa al alza la expansión del consumo privado, en particular para este año (2,7% versus 2,2% en junio). En gran medida, esto se justifica por el mejor desempeño del segundo trimestre (Capítulo I). En adelante, la velocidad de expansión del consumo privado no mostraría mayores diferencias

^{1/} El escenario central de proyecciones de este IPoM no considera el dato de IPC de agosto, que fue publicado después del cierre estadístico del Informe. No obstante, dicho dato se ubicó en torno a lo esperado.

respecto de lo considerado en junio —moderándose en comparación con los últimos trimestres—, dada la evolución mixta de sus fundamentos. Así, se proyectan crecimientos de 2,3 y 2,1% en 2026 y 2027, respectivamente (2% para ambos años en el IPoM de junio) (gráfico II.1 y tabla II.1).

GRÁFICO II.1 ACTIVIDAD, CONSUMO PRIVADO Y FBCF (1)
(índice 2018 =100)



(1) Considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados.
Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

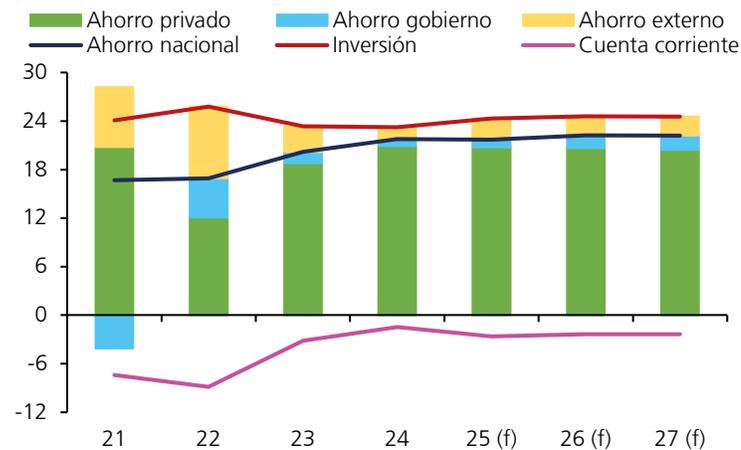
	2024	2025 (f)	2026 (f)	2027 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	2,6	2,25-2,75	1,75-2,75	1,5-2,5
Ingreso nacional	2,8	3,1	3,0	2,5
Demanda interna	1,3	4,3	2,6	2,3
Demanda interna (sin var. de exist.)	0,7	3,6	2,8	2,6
Formación bruta de capital fijo	-1,4	5,5	4,3	3,1
Consumo total	1,4	3,0	2,4	2,4
Consumo privado	1,0	2,7	2,3	2,1
Exportaciones de bienes y servicios	6,6	4,6	1,8	2,9
Importaciones de bienes y servicios	2,5	10,3	3,2	3,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,6	-2,4	-2,4
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	21,8	21,7	22,2	22,2
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	23,2	24,3	24,6	24,6
FBCF (% del PIB nominal)	23,5	23,9	24,3	24,4
FBCF (% del PIB real)	23,2	23,8	24,3	24,5
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-4.853	-9.300	-9.100	-9.500
Balanza comercial	21.033	19.100	20.100	21.500
Exportaciones	99.165	104.900	108.400	113.900
Importaciones	78.133	85.800	88.300	92.400
Servicios	-9.149	-8.600	-9.300	-10.100
Renta	-17.000	-20.100	-20.200	-21.300
Transferencias corrientes	264	300	300	400

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

Para 2025, el escenario central incorpora un crecimiento del gasto fiscal acorde con lo señalado en el [Informe de Finanzas Públicas \(IFP\) del segundo trimestre de este año](#). Posteriormente, se consideran los gastos comprometidos que se indican en ese reporte.

Se prevé una cuenta corriente más deficitaria que lo contemplado en junio, en respuesta al mayor gasto en bienes transables (en torno a 2,5% en promedio en 2025-2027 versus 1,9% en el IPoM previo). Esto recoge las menores perspectivas para la balanza comercial de bienes, tanto por las menores exportaciones como mayores importaciones que se proyectan. En los envíos mineros, el cambio se debe a la menor producción estimada por el accidente en El Teniente, retrasos en la ejecución de ciertos proyectos y menores leyes en algunos yacimientos de cobre. Eso sí, los mayores precios previstos para los productos mineros distintos al cobre adelantan una mayor contribución de las exportaciones mineras en los próximos trimestres. En las no mineras, destaca la revisión de los envíos industriales y agrícolas, afectados por menores precios. En las importaciones, la revisión al alza responde a la mayor demanda prevista por bienes transables, en particular de máquinas y equipos. Así, en el escenario central aumenta la proyección de ahorro externo, a lo que se suma un ahorro privado algo mayor en 2026-27. Así, las mejores perspectivas para la demanda interna son coherentes con un mayor ingreso nacional bruto disponible esperado y el aumento del ahorro externo (tabla II.1 y gráfico II.2).

GRÁFICO II.2 CUENTA CORRIENTE: AHORRO E INVERSIÓN (1)
(porcentaje del PIB anual)



(1) El componente de ahorro gobierno considera como dato efectivo hasta 2024 el balance del gobierno general, para 2025 hasta 2027 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central.
(f) Proyección.

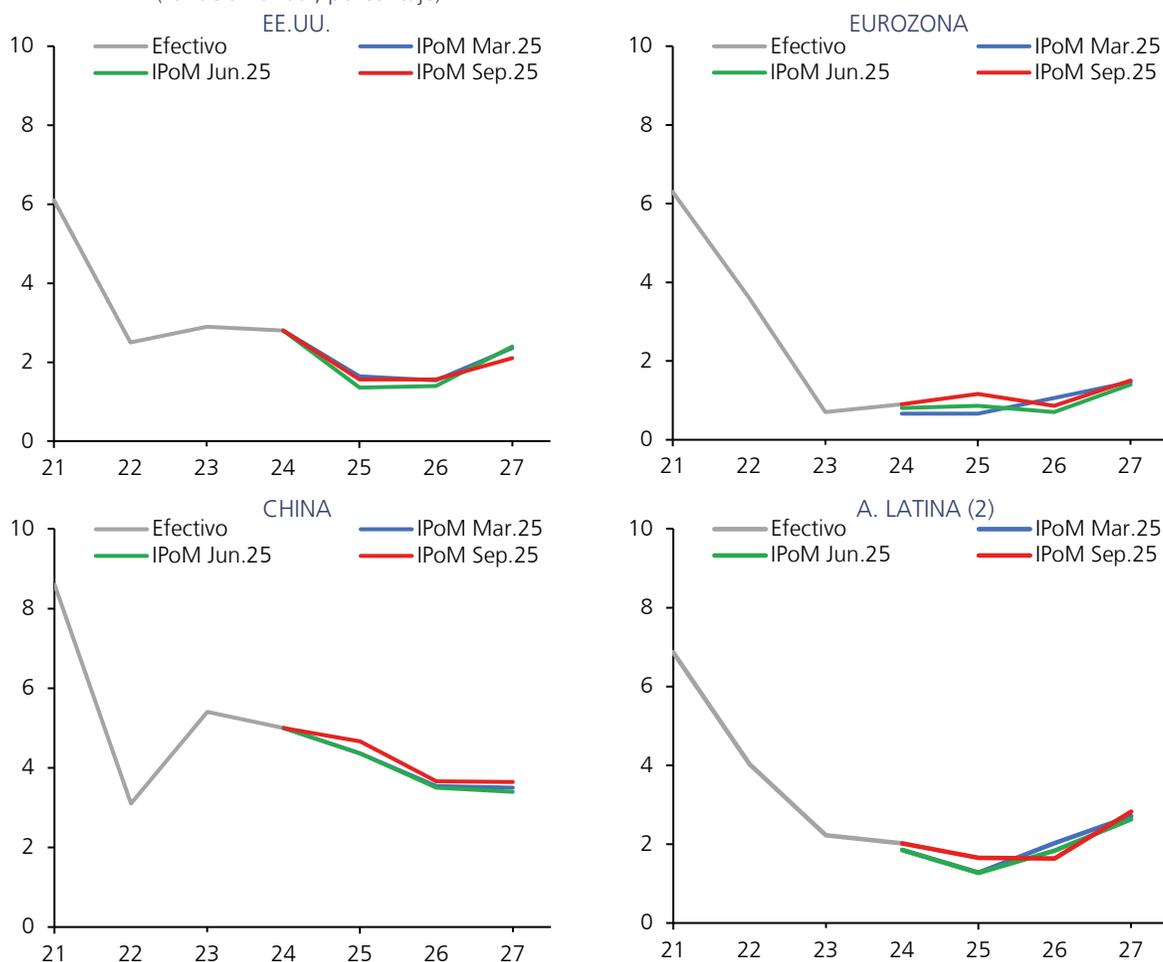
Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, la proyección para la actividad también se revisa al alza, aunque de forma más acotada que la demanda interna. En 2025, se prevé que el PIB crecería entre 2,25-2,75%, lo que eleva la parte baja del rango de junio (entre 2,0-2,75%). Para 2026, el rango de crecimiento proyectado se ajusta hasta 1,75-2,75% (1,5- 2,5% en junio), mientras que para 2027 se mantiene en 1,5-2,5%. Estos cambios se explican principalmente por las perspectivas para el PIB no minero, donde parte de sus sectores se verán impulsados por el mayor crecimiento previsto del gasto privado. También considera las menores perspectivas a corto plazo para el sector minero, principalmente por la menor producción de cobre tras el accidente en El Teniente y el retraso en la fase de escalamiento de algunos proyectos estructurales (Capítulo I) (gráfico II.1 y tabla II.1).

ESCENARIO INTERNACIONAL

En el ámbito externo, se revisa levemente al alza el crecimiento proyectado de los socios comerciales. Con ello, la proyección sube marginalmente (algo por sobre 2,5% promedio para el período 2025-2027). Si bien se sigue considerando que el alza de aranceles tendrá efectos negativos sobre la economía mundial, las proyecciones se sustentan en las mayores expectativas de gasto fiscal en un conjunto de economías y la evolución más favorable de las condiciones financieras de corto plazo. Las proyecciones de crecimiento de mercado para este año muestran un repunte en algunos países, no obstante, en el agregado no se aprecian cambios relevantes respecto del IPoM de junio (Capítulo I) (gráfico II.3 y tabla II.2).

GRÁFICO II.3 CRECIMIENTO DE LOS SOCIOS COMERCIALES (1)
(variación anual, porcentaje)

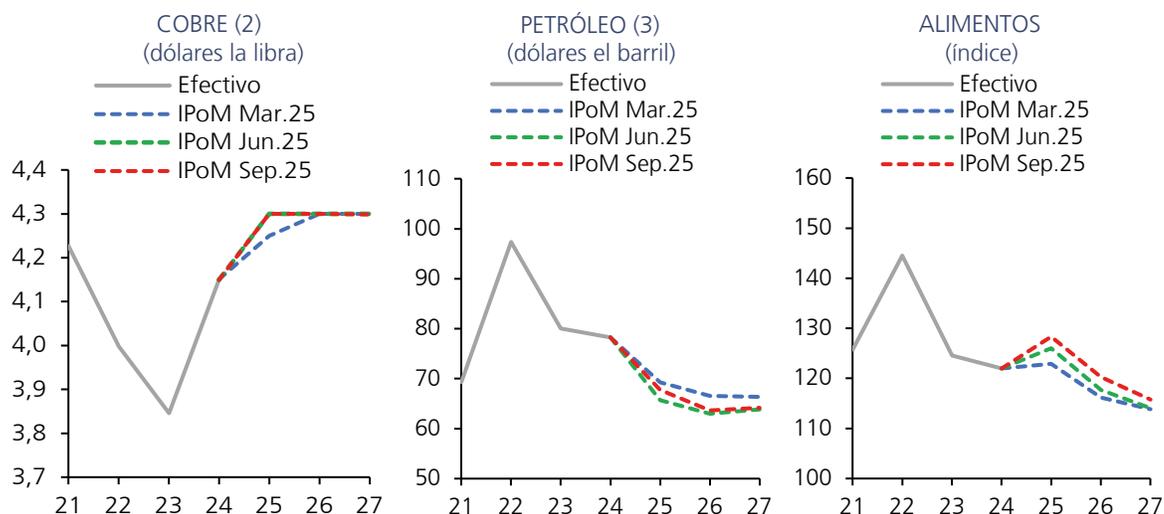


(1) Líneas azul, verde y roja corresponden a la proyección del escenario central del IPoM respectivo.

(2) Región considera a Brasil, Colombia, México, Perú, Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Proyección de la serie en base a región del modelo GPM integrada por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile.

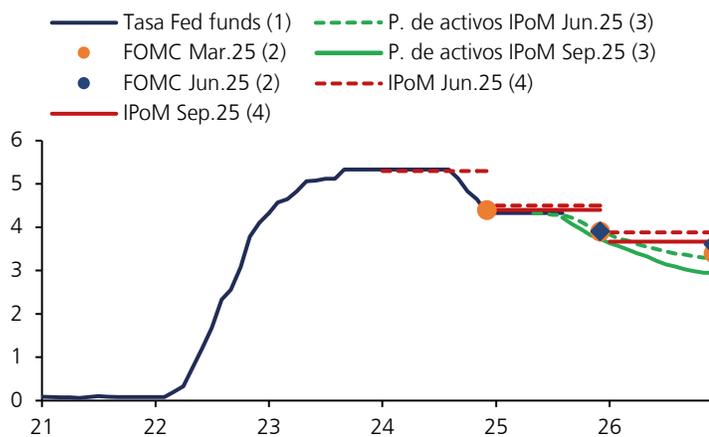
GRÁFICO II.4 PROYECCIONES PARA EL PRECIO DE MATERIAS PRIMAS (1)



(1) Corresponde al precio promedio efectivo o proyectado (líneas segmentadas) para cada año contenido en el IPoM respectivo.
 (2) Corresponde al precio del cobre transado en la Bolsa de Metales de Londres.
 (3) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent.
 Fuentes: Banco Central de Chile y FAO.

Las condiciones financieras externas de corto plazo se prevén más favorables que en junio, principalmente por el cambio en las expectativas sobre la política monetaria de la Fed. El escenario central supone dos reducciones de la tasa Fed funds en lo que resta de 2025 y otras dos durante 2026 (una y tres, respectivamente, en el IPoM anterior) (gráfico II.5). No obstante, existe una elevada incertidumbre en torno a este supuesto, dado los riesgos inflacionarios presentes en Estados Unidos (Recuadro I.2).

GRÁFICO II.5 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED FUNDS
(puntos porcentuales)

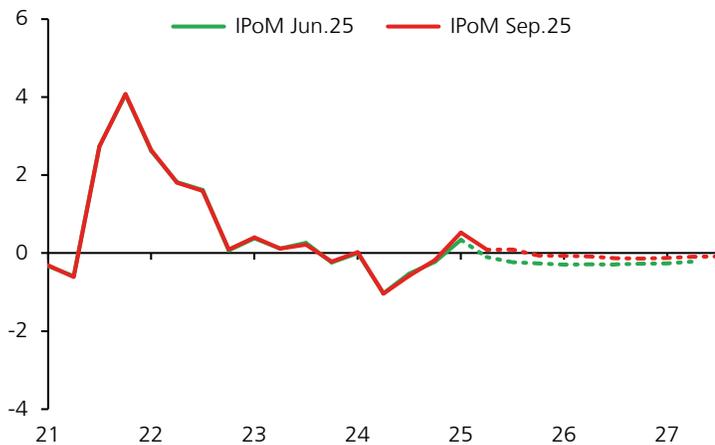


(1) Tasa Fed funds efectiva. Considera información hasta agosto 2025.
 (2) Proyección del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en su respectiva reunión.
 (3) Consideran las fechas de los cierres estadísticos de cada IPoM.
 (4) Promedio anual para el rango superior de la tasa Fed funds en 2024, 2025 y 2026, según escenario central de cada IPoM.
 Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

Se prevé una brecha de actividad algo mayor que la estimada en el IPoM anterior (gráfico II.6). Esto incorpora el mejor desempeño del PIB no minero en el corto plazo, lo que entrega un mayor punto de partida para la actividad. También recoge las perspectivas más favorables para la demanda interna, tanto por la revisión de la FBCF como del consumo privado. Todo lo anterior se traduce en una trayectoria de la brecha de actividad que sería levemente positiva en la primera parte de 2025, la que se prevé convergería a su nivel de equilibrio durante este año y se mantendría en torno a ese nivel a lo largo del horizonte de proyección.

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



(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.

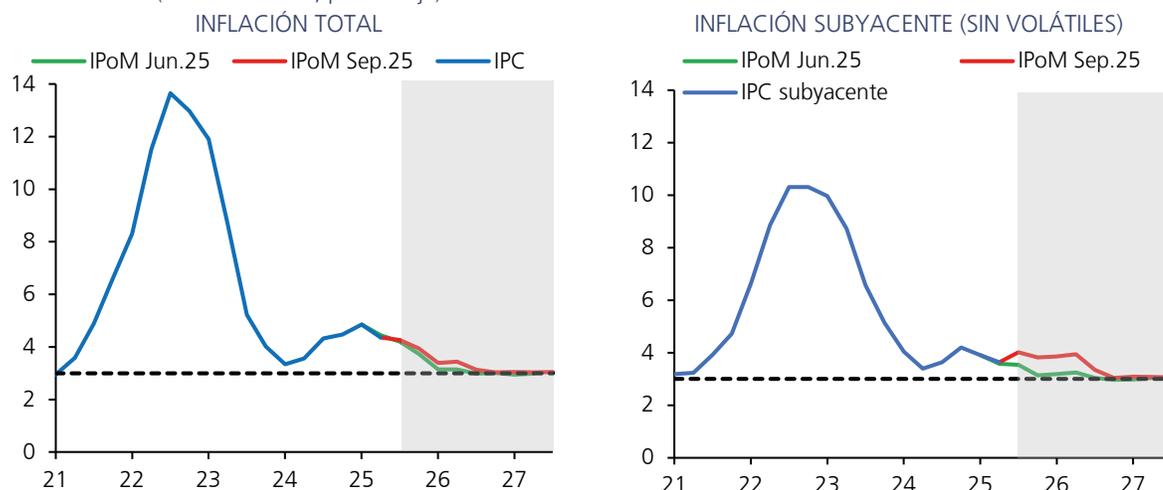
(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de septiembre 2024 (tendencial) y en el IPoM de junio 2025 (potencial).

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la inflación, el escenario central contempla que, entre fines de este año y la primera mitad del próximo, la parte subyacente exhibirá una trayectoria en término anuales por sobre la proyectada en junio. Esto se fundamenta en los registros mayores que lo previsto de los últimos meses, el mejor desempeño del gasto privado y un tipo de cambio real (TCR) más depreciado que lo anticipado en junio, en un contexto de presiones salariales aún elevadas. Durante 2026, la inflación de este componente iría disminuyendo hacia 3%, a medida que la brecha de actividad se vaya cerrando, el consumo privado vuelva a crecer en torno a la tendencia de la economía, el TCR se aprecie y las velocidades del IPC subyacente oscilen en torno a niveles coherentes con la meta.

En tanto, se espera que el componente volátil tenga una trayectoria por debajo de la anticipada en junio. Así, la convergencia de la inflación total a la meta de 3% ocurriría durante el tercer trimestre de 2026, para oscilar en torno a ese valor de ahí en adelante. Respecto del IPoM anterior, se espera que la parte volátil del IPC tenga una menor incidencia a lo largo del horizonte de proyección —en línea con una reversión parcial de los precios de las frutas y verduras, la disminución de los precios de combustibles y la apreciación del TCR contemplados en el escenario central. A esto se suma la desaparición de los efectos inflacionarios del proceso de descongelamiento de las tarifas eléctricas. Todo lo anterior lleva a proyectar que la convergencia de la inflación total a la meta tendría lugar en el tercer trimestre de 2026. En este contexto, las expectativas de mercado contemplan que la inflación se ubique en 3% a dos años plazo (Capítulo I) (gráfico II.7 y tabla II.4).

GRÁFICO II.7 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Previo a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. El área gris, a partir del tercer trimestre de 2025, corresponde a la proyección.

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

TABLA II.4 INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2024	2025 (f)	2026 (f)	2027 (f)
IPC promedio	3,9	4,4	3,2	3,0
IPC diciembre	4,5	4,0	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	3,8	3,8	3,5	3,1
IPC subyacente diciembre	4,3	3,7	3,1	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,1

(1) Previo a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2027.

(f) Proyección.

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



ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ESCENARIO CENTRAL, SENSIBILIDADES Y RIESGOS

En el escenario central, la trayectoria prevista para la inflación total es similar a la del IPoM previo, pero con una inflación subyacente que en los próximos doce meses será mayor a la considerada en junio. Dado que este componente del IPC tiende a ser más persistente, aumenta la necesidad de monitorear de cerca su evolución y sus fundamentos.

El Consejo evaluará los próximos movimientos de la TPM teniendo presente la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia inflacionaria. En el escenario actual, el riesgo de una mayor persistencia de la inflación requiere acumular más información antes de continuar el proceso de convergencia de la TPM a su rango de valores neutrales.

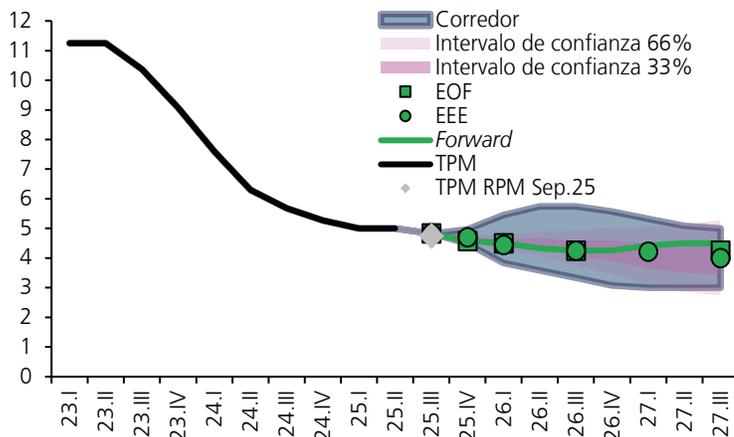
El corredor de la TPM incluye escenarios de sensibilidad —distintos al central y con una probabilidad de ocurrencia relevante—, en los cuales la política monetaria podría seguir un rumbo distinto (gráficos II.8 y II.9).

El escenario de sensibilidad del borde superior del corredor de TPM está ligado a la economía local, en particular al desempeño del gasto. Una situación en que la actividad y la demanda interna fueran más dinámicas que lo previsto reforzaría las expectativas de los agentes y daría un impulso adicional al gasto, en un contexto en que los salarios nominales siguen creciendo por sobre sus promedios históricos. Todo esto incrementaría las presiones inflacionarias.

El límite inferior se relaciona con una situación en que el panorama externo empeora, con efectos negativos en la economía mundial y local. No se puede descartar un agravamiento de las tensiones comerciales o un deterioro de las condiciones financieras globales, con alzas de las tasas de interés, caídas bursátiles y una depreciación de las monedas en las economías emergentes. Todo esto afectaría negativamente las expectativas económicas y el gasto interno, con una reducción significativa de las presiones inflacionarias.

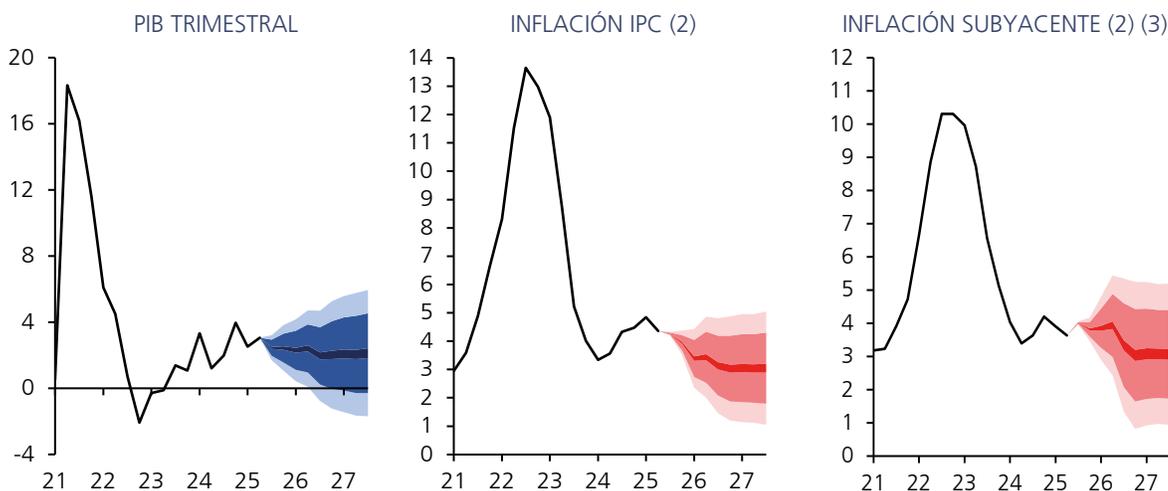
Los escenarios de riesgo siguen ligados al ámbito externo y abarcan distintos focos de tensión. La reversión de las condiciones financieras globales continúa siendo un riesgo importante. Aunque los indicadores de incertidumbre global se han reducido respecto de los máximos de meses anteriores, siguen por sobre los niveles de la última década, no pudiendo descartarse situaciones en que los mercados financieros realicen un ajuste abrupto en los premios por riesgo. A ello podría contribuir el deterioro de la situación fiscal en varias de las principales economías y una situación geopolítica mundial frágil, considerando, entre otros factores, el conflicto comercial en curso y la vigencia de conflictos y focos de tensión bélicos.

GRÁFICO II.8 CORREDOR DE TPM (1)
(promedio trimestral, porcentaje)



(1) El calendario de 2026 y 2027 considera dos RPM por trimestre. El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Incluye la EEE de agosto, la EOF pre RPM de septiembre y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 3 de septiembre. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes. El promedio trimestral considera los días hábiles de cada trimestre. Rombo gris corresponde a la decisión de la RPM de septiembre 2025.
Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

(2) Previa a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile.

(3) Medida por el IPC sin volátiles.

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

ANEXO A:

Balance del Banco Central de Chile

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL BALANCE

El comportamiento de la economía, del sistema financiero y las políticas que adopta el Banco Central de Chile (BCCh) afectan el tamaño y la composición de su balance. Considerados los últimos 15 años, se observa que los cambios más relevantes, tanto en activos como en pasivos, se produjeron entre los años 2020 y 2024. Estos se explican, principalmente, por las medidas excepcionales adoptadas por el Banco para mitigar los efectos económicos y financieros derivados de la pandemia del Covid-19^{1/}.

Entre 2020 y hasta diciembre de 2023, el balance del Banco prácticamente se duplicó, principalmente por la implementación de las tres etapas de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC^{2/}). Tras su vencimiento, los activos regresaron a un nivel similar al de 2019 (gráfico A.1). La suma de estas medidas alcanzó \$28.966 mil millones, equivalentes al 12% del PIB. La totalidad de esta facilidad venció^{3/} durante el año 2024 (\$18.171 mil millones el 01 de abril y \$10.759 mil millones el 01 de julio) y, con ello, el tamaño de los activos, en términos del PIB, se redujo hasta un nivel similar al que tenía en 2019.

Durante ese período, la evolución de los pasivos fue equivalente, principalmente por la mayor emisión de Pagarés Descontables del BCCh (PDBC), los que luego disminuyeron tras su vencimiento durante el año pasado (gráfico A.1). Estos instrumentos fueron necesarios para neutralizar (o esterilizar^{4/}) el efecto monetario resultante de la expansión del balance en 2020 y 2023 y luego con su reducción producto de vencimientos netos durante 2024.

El patrimonio promedio del Banco Central, entre 2010 y 2025, fue de -1,7% del PIB (gráfico A.2). Esto se explicó por la composición del balance^{5/}, además de las condiciones económicas y financieras locales e internacionales. Por una parte, Chile es una economía pequeña e integrada financieramente con el resto del mundo, razón por la cual mantiene un stock de reservas internacionales (activos) que contribuyen al fortalecimiento del marco de políticas del BCCh y, por lo tanto, al cumplimiento de los objetivos que emanan de la Ley Orgánica Constitucional (LOC). Para que las reservas internacionales cumplan con los requisitos de preservación de capital y liquidez, se invierten en bonos emitidos por países que, en promedio, tienen una alta calidad crediticia. En la práctica, esto significa que la tasa de rendimiento obtenida por la inversión de las reservas tiende a ser menor que los intereses que se pagan por la deuda que emite el BCCh para financiar esos activos de reserva. Esta diferencia entre la tasa de interés de los activos y pasivos explica, en parte, el resultado del patrimonio.

^{1/} Para mayor detalle, ver [Medidas excepcionales / Intervención cambiaria y liquidez](#).

^{2/} Entre 2020 y 2021, se implementaron los programas FCIC I, II y III, que consistían en créditos a la banca con plazos de 4 y 2 años (vencimientos el 1 de abril y 1 de julio de 2024) como medida de apoyo para que los bancos pudieran realizar préstamos con condiciones menos estrictas a sectores de la economía con problemas de liquidez derivados de la crisis del Covid-19.

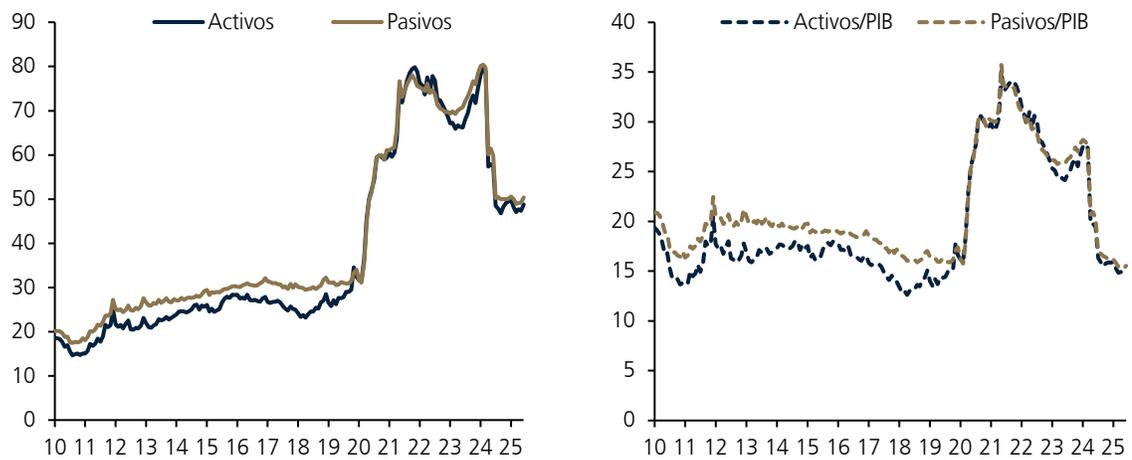
^{3/} Más información en: [Banco Central informa cierre del proceso del vencimiento y pago de la FCIC](#).

^{4/} Esterilizar se refiere a las medidas que realiza el Banco para evitar que la inyección de liquidez o pesos en la economía, producto de la expansión de los activos del BCCh (crédito bancario, compra de activos locales o compra de divisas), tengan efectos inflacionarios. Para ello, el Banco retira el exceso de liquidez en pesos con la emisión de deuda.

^{5/} En la composición usual de activos y pasivos del balance del Banco, los activos están conformados principalmente por las reservas internacionales invertidas en instrumentos financieros denominados en moneda extranjera y los pasivos en gran parte conformados por instrumentos de deuda emitidos por el BCCh y denominados en moneda nacional (pesos y en menos medida UF).

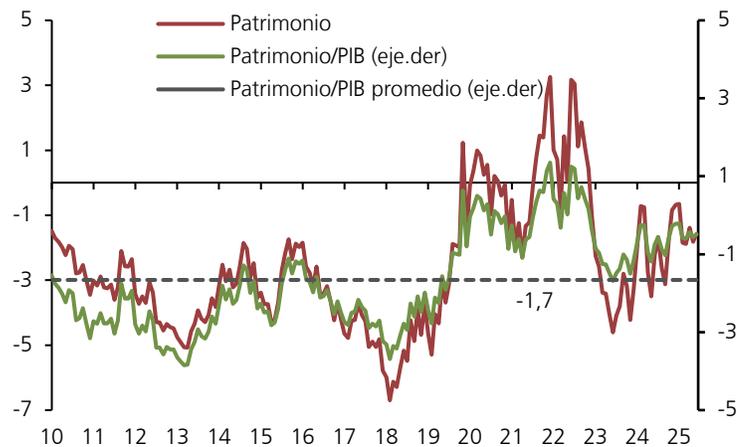
Entre 2022 y 2023 se observó que el patrimonio del Banco fue positivo, esto asociado principalmente al fortalecimiento del dólar estadounidense, principal moneda de las reservas internacionales. En la medida que el dólar se aprecia, se genera un resultado positivo para el BCCh, debido a que la misma cantidad de reservas se traduce en una mayor cantidad de pesos, que es la unidad de cuenta a nivel local. Vale decir, la variación del patrimonio del Banco también se ve afectada por la trayectoria de las monedas de los activos respecto de la moneda local.

GRÁFICO A.1 EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
(billones de pesos; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO A.2 EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
(billones de pesos; porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN RECIENTE DEL BALANCE

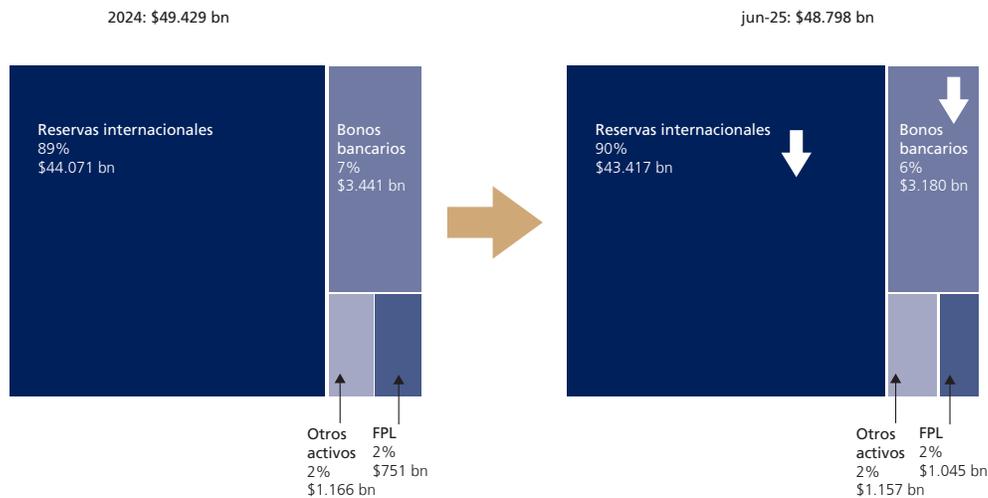
En comparación con el cierre de 2024, durante la primera mitad de este año se observó una disminución en el tamaño del balance. En ese período, el tamaño de los activos se redujo \$632 mil millones, pasando de 15,9 a 15,4% del PIB, explicado, principalmente, por la menor valoración en pesos de las reservas internacionales y por vencimientos de la cartera de bonos bancarios locales^{6/} que mantiene el Banco desde el 2020. Como contrapartida, los pasivos, aunque aumentaron marginalmente \$270 mil millones (gráfico A.3), en términos del PIB, se redujeron desde el 16,1% al 15,9% (tabla A.1).

La disminución de los activos durante el primer semestre de este año se explicó principalmente por una menor valoración en pesos de las reservas internacionales, las que están conformadas en moneda extranjera (gráfico A.4). Entre el cierre de 2024 y junio de 2025, el dólar estadounidense se depreció 5,7% respecto del peso, factor principal que incide en la pérdida de valoración de las reservas internacionales por 0,8% del PIB (\$655 mil millones)^{7/}. Por su parte, los bonos bancarios disminuyeron en 0,1% del PIB (\$261 mil millones, con vencimientos por \$355 mil millones en el primer trimestre y una mayor valoración por \$94 mil millones), y un mayor uso de instrumentos de política monetaria^{8/}, la cual aumentó en 0,1% del PIB (\$294 mil millones).

Como contrapartida, los pasivos medidos en pesos mostraron leves cambios. Sin embargo, se produce una variación algo mayor en su composición en comparación con la de los activos, con un aumento del stock de pagarés con el mercado secundario^{9/} por 0,3% del PIB (\$1.727 mil millones), y disminuciones de instrumentos de política y otros pasivos con bancos^{10/} por 0,5% del PIB (\$1.360 mil millones) y de la base monetaria por 0,3% del PIB (\$103 mil millones). A su vez, esto tiene como resultado un aumento de la proporción de los pasivos remunerados^{11/} de 0,4% (gráficos A.3 y A.4).

GRÁFICO A.3 CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
(porcentaje respecto al total de activos y pasivos)

Activos (billones de pesos)



^{6/} En el contexto de la crisis del Covid-19, durante 2020 se realizaron dos programas de compras de bonos bancarios y el 2021 un programa de reinversión de cupones. En 2021 se alcanzó un stock máximo de Bonos Bancarios cercano a los \$6.600 mil millones, el cual ha ido disminuyendo con los vencimientos de dichos instrumentos. Al cierre de junio de 2025, el stock remanente era de \$3.180 mil millones y dado que la cartera se mantendrá hasta su vencimiento, el término total de este stock se producirá el año 2046.

^{7/} Cabe considerar que las reservas internacionales, medidas en dólares, aumentaron en US\$1.977 millones durante el primer semestre de 2025.

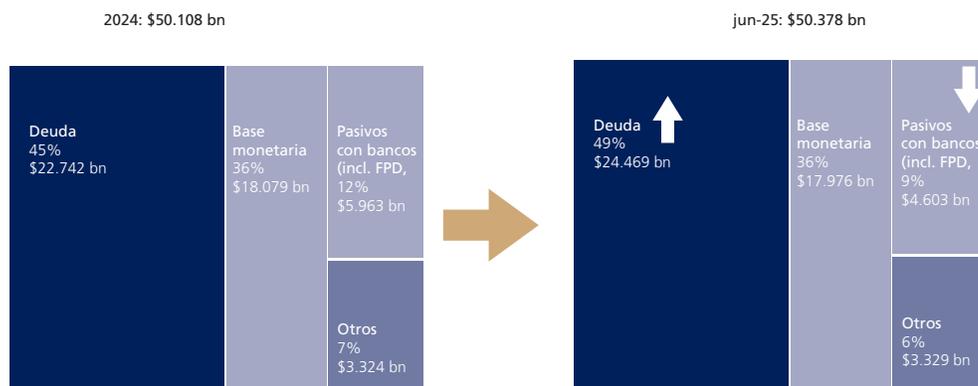
^{8/} Corresponsiente al uso de la Facilidad Permanente de Liquidez (FPL).

^{9/} Corresponde a los instrumentos de deuda emitidos por el BCCh, actualmente conformada por pagarés descontables del Banco Central (PDBC) y bonos con cupones en UF (BCU).

^{10/} Corresponde a la suma de pasivos con bancos, conformados por la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) en instrumentos de política con bancos y depósitos bancarios, principalmente para la constitución del encaje en moneda extranjera en otros pasivos con bancos.

^{11/} Constituidos por PDBC, BCU y FPD.

Pasivos (billones de pesos)



FPL: Facilidad Permanente de Liquidez.

FPD: Facilidad Permanente de Depósitos.

Nota: Flechas blancas indican si la partida subió o bajo respecto al cierre de 2024.

Fuente: Banco Central de Chile.

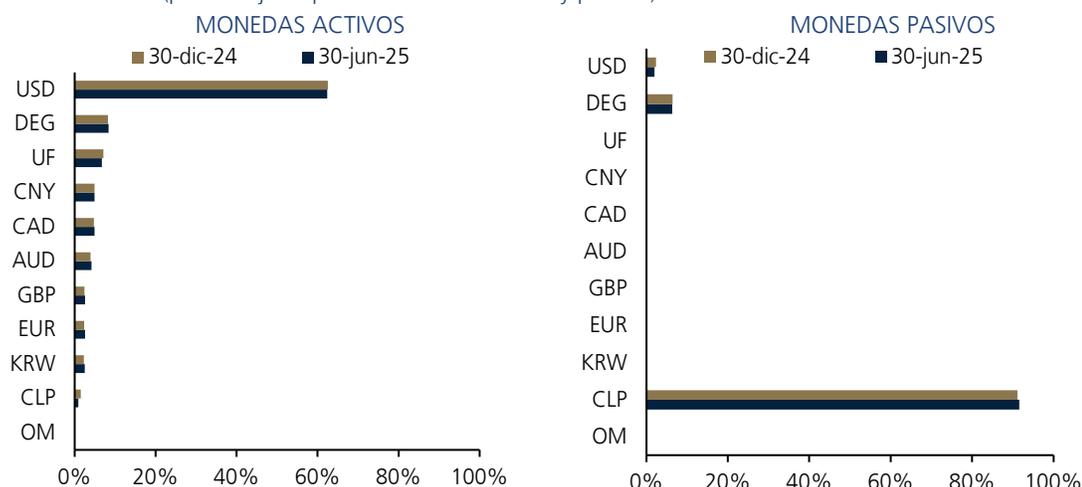
TABLA A.1 BALANCE ESTILIZADO DEL BANCO CENTRAL
(porcentaje del PIB)

	2021	2022	2023	2024	Jun.25	2025 (f)
ACTIVOS	32,9	26,0	26,7	15,9	15,1	15,8
Reservas internacionales (1)	18,2	12,8	14,5	14,1	13,4	14,2
Pagarés fiscales y otros créditos al gobierno	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Instrumentos de política monetaria (2)	12,1	11,0	10,3	0,2	0,3	0,3
Bonos Bancarios (3)	2,3	1,9	1,5	1,1	1,0	0,9
Otros activos	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
PASIVOS	31,6	26,4	27,8	16,1	15,5	16,1
Pagarés con mercado secundario	17,9	14,4	14,5	7,3	7,5	8,4
Instrumento de política con bancos	1,9	3,6	5,1	1,5	1,1	1,0
Otros pasivos con bancos	1,5	0,6	1,1	0,4	0,3	0,3
Otros pasivos excepto base monetaria (4)	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Base monetaria	9,0	6,7	6,0	5,8	5,5	5,4
PATRIMONIO (A+B+C)	1,4	-0,4	-1,2	-0,2	-0,5	-0,4
A. Capital inicial	-1,0	0,7	0,1	-1,0	0,0	-0,1
B. Resultado neto	2,4	-1,1	-1,2	0,7	-0,5	-0,3
No financieros	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses netos (5)	-0,1	-1,6	-1,7	-0,4	0,0	0,0
Por variación tipos de cambio y variación de UF	2,5	0,5	0,5	1,1	-0,4	-0,2
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (6)	15,4	11,4	12,1	12,9	12,3	13,0

(1) Las reservas internacionales como porcentaje del PIB, medido en pesos, puede diferir en el margen de otras mediciones realizadas en dólares. (2) Hasta 2023, incluye Facilidades de Crédito Condicional al Crecimiento de las Colocaciones Bancarias (FCIC I, II y III) y Línea de Crédito de Liquidez (LCL). (3) En 2021, incluye operaciones de compra al contado y venta a plazo (CC-VP) de bonos bancarios. (4) Incluye otros pasivos con el exterior (principalmente asignaciones DEG con el FMI). (5) Corresponde a la diferencia entre los intereses ganados por las inversiones e instrumentos de política monetaria de los activos y los intereses pagados por los pagarés de deuda e instrumentos de política monetaria de los pasivos. (6) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO A.4 CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE MONEDA ACTIVOS Y PASIVOS DEL BCCh (1)
(porcentaje respecto al total de activos y pasivos)



(1) USD: Dólar de EE.UU.; UF: Unidad de Fomento; DEG: Derecho Especial de Giro (FMI); CNY: Yuan Chino; CAD: Dólar de Canadá; EUR: Euro; GBP: Libra Esterlina; AUD: Dólar de Australia; KRW: Won de Korea del Sur; CLP: Peso Chileno; OM: Otras Monedas.
Fuente: Banco Central de Chile.

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO

Durante el primer semestre de 2025, el patrimonio disminuyó 0,3% del PIB (\$902 mil millones), cerrando junio en un valor negativo a 0,5% del PIB (-\$1.580 mil millones), explicado principalmente por resultados negativos asociados a la variación las paridades de monedas. El patrimonio del BCCh se compone a partir de un capital inicial y otras reservas de -\$74 mil millones (0,0% del PIB), más un resultado neto del ejercicio negativo de \$1.506 mil millones (0,5% del PIB). El resultado del semestre se explicó por resultados negativos asociados a la variación de las paridades de monedas (monedas extranjeras y unidad de fomento) por \$1.409 mil millones, por pagos de intereses netos por \$40 mil millones asociados, principalmente, a la emisión de deuda de corto plazo y costos no financieros por \$58 mil millones. Parte de los resultados del periodo también se explicaron por los activos remanentes de las medidas especiales adoptadas por el Banco entre 2020 y 2021, entre los que se encuentran el stock de bonos bancarios en moneda local y por el stock de NDF (*Non Delivery Forward*)^{12/} Dichos resultados suman un total negativo de \$63 mil millones (tabla A.2).

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

	Stock vigente (4)	Ganancias/Pérdidas
Bonos Bancarios (2)	3.108	-196
Stock (NDF) (3)	2.504	133
Total		-63

(1) Corresponde a ganancias o pérdidas patrimoniales del primer semestre de 2025 producto de las medidas especiales implementadas por el BCCh. (2) Medidas anunciadas a partir de marzo de 2020, por tensiones financieras relacionadas al Covid-19 y retiros de fondos de pensiones. (3) Medida anunciada el 14 de julio de 2022 como parte del programa de intervención cambiaria del segundo semestre de 2022. El programa logró acumular un stock máximo de US\$9.110 millones. Entre abril y octubre de 2023 se llevó a cabo un programa de reducción de su stock que fue suspendido en octubre de 2023 dejando un stock residual de US\$2.676 millones, que se mantiene hasta el día de hoy. (4) Montos corresponden a stocks vigentes al 30 de junio de 2025.
Fuente: Banco Central de Chile.

^{12/} Pertenece al programa de intervención cambiaria ejecutado durante el segundo semestre de 2022.

VARIABLES FINANCIERAS DEL BALANCE

La estructura y tamaño de los activos y pasivos del Banco no cambió de manera significativa durante el periodo y la brecha entre la tasa de rendimiento entre activos y pasivos tampoco se modificó demasiado: pasando de +102 puntos base (pb) al cierre de 2024 a +89 pb al cierre de junio 2025. Esta disminución se explicó por el incremento de la proporción de pasivos que pagan tasas de interés respecto a la base monetaria mencionada anteriormente y por una menor tasa de rendimiento de los activos internacionales (tabla A.3).

Adicionalmente, la brecha de duración (o plazo) entre activos y pasivos disminuyó en 1,3 meses, por la menor duración de instrumentos de las reservas internacionales. La exposición del balance a monedas extranjeras creció marginalmente en 1% en los activos, producto de la disminución de los activos en moneda local (tabla A.3).

TABLA A.3 PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

	Jun.25		Dic.24	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Tasa de Rendimiento promedio (%)	4,0	3,1	4,1	3,1
Duración promedio (meses) (1)	27,2	0,2	28,6	0,2
Monedas Extranjeras (%)	92,4	8,4	91,4	8,8
Monedas Nacionales UF (%)	6,7	0,0	7,1	0,0
Monedas Nacionales CLP (%)	0,9	91,6	1,5	91,2

(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.

PROYECCIÓN DEL BALANCE PARA EL CIERRE DE 2025

La proyección de corto plazo considera dos principales supuestos de trabajo, (i) el programa de compras de divisas, anunciado el 5 de agosto de 2025, se realizará en los términos programados^{13/} y; (ii) en línea con lo anunciado, la compra de reservas es esterilizada mediante la emisión de deuda de corto plazo. Respecto a los supuestos financieros, el escenario central contempla una disminución del costo de emisión de PDBC. En relación con los supuestos macroeconómicos, la proyección del PIB nominal para 2025 utiliza valores proyectados de crecimiento real del PIB e inflación promedio del IPoM de junio de 2025.

Con estos supuestos, se proyecta por concepto de pago de intereses netos una disminución del patrimonio de aproximadamente 0,01% del PIB para el 2025. Por su parte, por concepto de cambios de valoración de las reservas internacionales y de los activos en moneda local, se proyecta un aumento del patrimonio por 0,22% del PIB al cierre del año. Con todo, el patrimonio disminuiría su déficit a 0,4% del PIB en el 2025 y se estima que el tamaño de los activos del balance aumentaría a 15,8% del PIB y el de los pasivos a 16,1% del PIB (tabla A.1).

^{13/} Para más información, ver [Banco Central de Chile inicia programa de acumulación de reservas internacionales](#).

ANEXO B:

Administración de las reservas internacionales

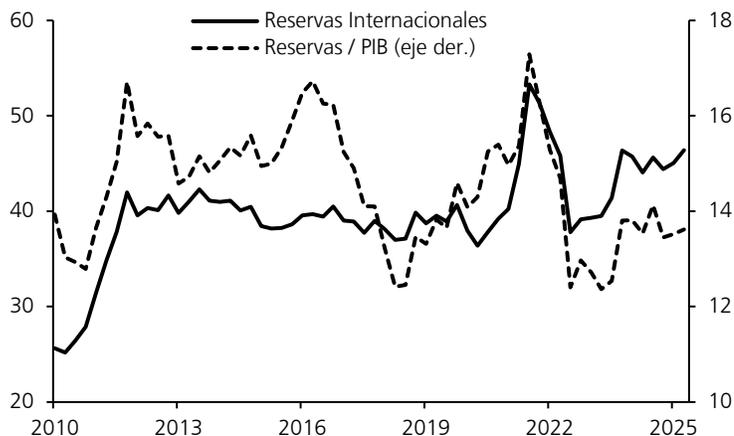
INTRODUCCIÓN

Las reservas internacionales son inversiones en el exterior que mantiene el Banco Central de Chile (BCCh) para apoyar el cumplimiento de los objetivos asociados a su mandato constitucional. Para economías pequeñas e integradas financieramente con el resto del mundo —como Chile— es importante disponer, de manera precautoria, de un stock de reservas que permita hacer frente a situaciones de estrés. En general, estas son de origen externo y tienen el potencial de afectar el normal funcionamiento del sistema financiero y de generar costos para la sociedad. Contar con un nivel adecuado de reservas es relevante, ya que otorga credibilidad a los bancos centrales y un marco robusto para la implementación de sus políticas, entre otros beneficios.

En Chile, el régimen de tipo de cambio flexible, coherente con el esquema de metas de inflación del BCCh, permite que la paridad absorba los distintos *shocks* que enfrenta la economía como primera variable de ajuste. No obstante, en condiciones excepcionales, es posible que los mercados financieros y los agentes económicos no sean capaces de absorber dichos *shocks* y operen con restricciones, viéndose alterada la conformación de precios, en cuyo caso el Consejo del Banco haría uso de las reservas internacionales.

Al cierre de junio de 2025, las reservas internacionales totales mantenidas por el BCCh ascendieron a US\$46.398 millones, equivalente a 13,6% del PIB (gráfico B.1).

GRÁFICO B.1 EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
(miles de millones de dólares; porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.



Si bien las reservas internacionales constituyen la principal fuente de liquidez en moneda extranjera, el Banco cuenta además con fuentes complementarias de liquidez^{1/}, de carácter precautorio, con el propósito de mejorar su posición de liquidez en moneda extranjera para enfrentar eventuales *shocks*.

Al cierre de junio de 2025, se mantiene vigente la Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI) por un monto de US\$13.800 millones, renegociada por el BCCh en agosto de 2024, con carácter precautorio y transitorio (por 2 años). A este respaldo, se suman el potencial acceso a la línea del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por hasta US\$1.250 millones y los recursos que podrían ser obtenidos de la línea *swap* que se mantiene con el Banco Popular de la República de China, por US\$7.000 millones equivalentes^{2/}. De este modo, los recursos complementarios llegan a US\$22.050 millones, equivalentes a 6,5% del PIB.

Adicionalmente, el Banco tiene acceso a una facilidad de liquidez (*FIMA Repo Facility*) que la Reserva Federal de Estados Unidos pone a disposición de bancos centrales y autoridades monetarias para acceder a liquidez en dólares estadounidenses de manera temporal, contra la entrega de garantías correspondientes a bonos del Tesoro de ese país. De este modo, el BCCh podría obtener liquidez en dólares estadounidenses por hasta US\$28.000 millones, aproximadamente. Si bien esta facilidad no expande el tamaño del balance del Banco, sí constituye una fuente efectiva de financiamiento, ya que permite obtener liquidez en dólares de manera transitoria sin tener que vender reservas.

Durante agosto de 2025, el Banco anunció un programa de acumulación de reservas que contempla compras por hasta US\$25 millones diarios por un plazo de 3 años, teniendo por objetivo cambiar la composición de las fuentes de liquidez internacionales del BCCh, fortaleciendo la posición externa propia. La medida es parte de una estrategia de gestión financiera que tiene como objetivo reemplazar gradualmente parte de las líneas de crédito vigentes en moneda extranjera por reservas internacionales propias. Asimismo, no busca modificar las condiciones financieras ni afectar el comportamiento del mercado cambiario, sino fortalecer la gestión de reservas internacionales como parte de las funciones permanentes del Banco en resguardo de la estabilidad financiera^{3/}.

COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS

Las reservas internacionales se agrupan en tres portafolios (Inversiones, Caja y Otros Activos). El Portafolio de Inversiones es el principal y se divide en el Portafolio de Liquidez (60%) y en el Portafolio de Diversificación (40%). El primero está conformado únicamente por bonos nominales emitidos por el Tesoro de Estados Unidos, los que pueden ser convertidos en dólares estadounidenses de manera muy rápida y a un bajo costo. Por su parte, el Portafolio de Diversificación agrupa un conjunto de emisores y monedas que permiten contribuir a la diversificación de riesgos y a la obtención de retornos en el largo plazo. Este portafolio también puede ser convertido a dólares de manera relativamente rápida y a un bajo costo.

Por otra parte, el Banco dispone de cuentas corrientes para que los bancos comerciales, la Tesorería General de la República y empresas públicas puedan depositar sus saldos en moneda extranjera. Los saldos mantenidos en estas cuentas corrientes constituyen la principal fuente de recursos del Portafolio de Caja. En consecuencia, su tamaño no depende únicamente de las decisiones del BCCh, razón por la cual es posible ver ciertas fluctuaciones importantes en su tamaño en períodos relativamente cortos de tiempo.

^{1/} Cabe señalar que ninguna de estas fuentes complementarias ha sido utilizada.

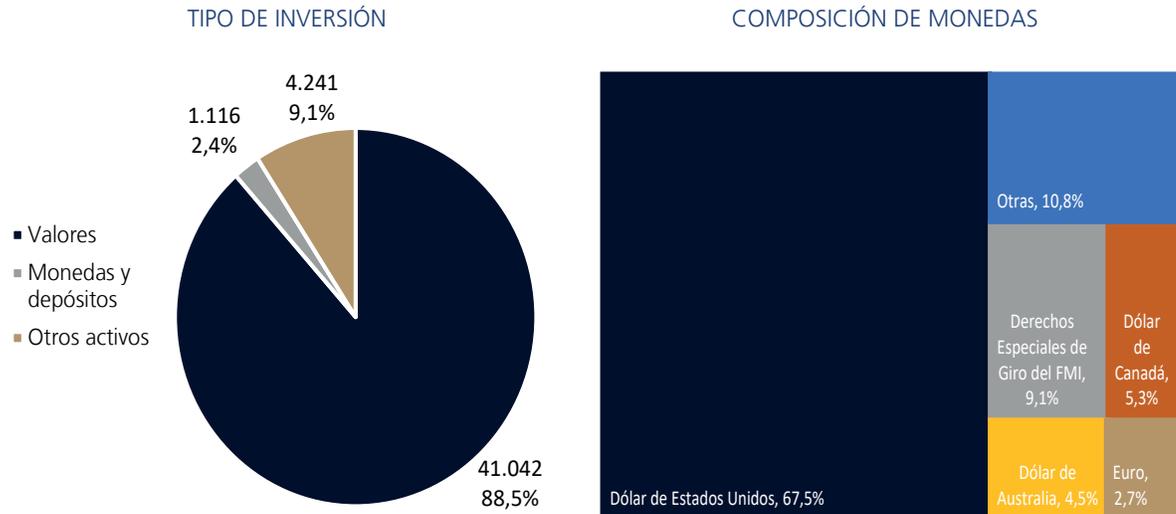
^{2/} Equivalente a 50.000 millones de renminbi.

^{3/} En la siguiente [Nota de Prensa](#) se encuentran más detalles sobre el programa de acumulación de reservas.

Por último, se encuentra el Portafolio de Otros Activos, que agrupa inversiones de distinta naturaleza, entre los que se encuentran Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI, oro certificado y otras partidas de activos internacionales de menor cuantía.

Al 30 de junio de 2025, los recursos del Portafolio de Inversiones totalizaron US\$41.078 millones (88,5%), el de Caja US\$1.080 millones (2,3%) y el de Otros Activos US\$4.241 millones (9,1%). Estos recursos se encontraban invertidos en las siguientes categorías de instrumentos y monedas detallados en el gráfico B.2.

GRÁFICO B.2 COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
(millones de dólares; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

OBJETIVOS DE GESTIÓN

Para que las reservas internacionales puedan estar disponibles cuando son requeridas, se debe cumplir con ciertas características. Una de las más importantes es que se encuentren invertidas en instrumentos financieros seguros, con el objetivo de prevenir pérdidas de capital en el largo plazo. Esta característica se conoce como preservación de capital. Asimismo, estos instrumentos tienen como característica la mantención de su valor ante *shocks* financieros adversos siendo considerados activos de refugio. Por otra parte, es deseable que las inversiones puedan ser convertidas a dólares de forma rápida, segura y a un bajo costo de transacción, lo que se asocia al atributo de liquidez. Adicionalmente, en el largo plazo, las reservas internacionales deben ser capaces de generar retornos positivos, lo que se conoce como objetivo de rentabilidad.

Para asegurar que se cumplan estas características, la inversión de las reservas se realiza siguiendo ciertos lineamientos. Primero, pueden ser invertidas en instrumentos permitidos por la Ley Orgánica Constitucional (LOC) del Banco. Esto limita las inversiones a monedas extranjeras, oro o títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias o financieras internacionales. Es decir, no se contempla la inversión en acciones u otras clases de activos que suelen estar asociados a mayores niveles de riesgo.

Segundo, las reservas se invierten siguiendo una Política de Inversión que aprueba el Consejo del BCCCh. Uno de los elementos centrales de dicha Política es el comparador referencial del Portafolio de Inversiones. El comparador referencial o *benchmark* es un portafolio teórico que contiene los instrumentos, monedas y emisores específicos que servirán para guiar las inversiones que se realizan en el día a día. Además, establece las preferencias de riesgo y retorno del Banco. Por su parte, para mantener un control y gestión adecuada del riesgo, se establecen reglas, parámetros y límites a las inversiones que se pueden realizar.

Considerando que el comparador referencial es un elemento central de la Política de Inversión, este se revisa periódicamente para asegurar que el perfil de retorno y riesgo resultante sea coherente con el marco de política y con los objetivos estratégicos del Banco. En su diseño se consideran, entre otras variables, las potenciales necesidades de liquidez del BCCCh y los efectos financieros sobre el balance de la institución (tabla B.1).

TABLA B.1 COMPARADOR REFERENCIAL DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES

País emisor	Participación	Moneda	Duración (1)	Clasificación de Riesgo (2)	Tipo de instrumento
Estados Unidos	74%	USD	1,9	AA+	Bonos nominales e indexados a inflación
Canadá	6%	CAD	2,4	AAA	Bonos nominales
Rep. China	6%	RMB	4,1	A	Bonos nominales
Australia	5%	AUD	2,8	AAA	Bonos nominales
Corea del Sur	3%	KRW	4,1	AA	Bonos nominales
Eurozona	3%	EUR	2,4	AAA/AA-/A- (3)	Bonos indexados a inflación
Reino Unido	3%	GBP	2,9	AA-	Bonos indexados a inflación
TOTAL	100%		2,2	AA+/AA	

(1) Promedios ponderados, expresado en años.

(2) Clasificación de riesgo dominante según metodología BCCCh, utilizando información provista por agencias clasificadoras internacionales.

(3) Bonos emitidos por Alemania (AAA), España (A-) y Francia (AA-).

Fuente: Banco Central de Chile.

Si el Banco decide utilizar parte de las reservas internacionales para apoyar el cumplimiento de sus objetivos requerirá, principalmente, dólares de Estados Unidos, ya que esta es la principal divisa extranjera transada y utilizada en nuestra economía. Esta es una de las razones, entre otras que se mencionan más adelante, por la cual la composición del comparador referencial considera una alta proporción de esa moneda. Las restantes monedas, que también cumplen con los requisitos de ser monedas de reserva, contribuyen a la diversificación de riesgos de mercado y a la obtención de retornos, y son fácilmente convertibles a dólares.

Las clases de activos que contiene el comparador referencial, que guía las decisiones de inversión, corresponden a instrumentos de renta fija emitidos por países de alta clasificación crediticia. Lo anterior tiene varias implicancias. Por una parte, los instrumentos de renta fija corresponden a bonos, los que tienden a tener rentabilidades positivas en el largo plazo debido a que pagan intereses periódicos que pueden compensar eventuales disminuciones en el valor de los instrumentos por variaciones en los precios de mercado. Por otro lado, que los bonos sean emitidos por países que tienen una alta clasificación crediticia es un indicador de que el interés y el capital de las inversiones de las reservas serán pagados en los plazos establecidos. Adicionalmente, los instrumentos, emisores y monedas en los que se invierten las reservas son transados en mercados de alta liquidez, es decir, pueden ser convertidos en dólares de manera rápida, a un bajo costo y a precios conocidos y transparentes para el mercado.



Una característica adicional del comparador referencial se relaciona con el plazo de las inversiones. En la medida que mayor es el plazo de un bono, mayor es el riesgo de mercado que se asume, ya que su precio será más sensible a cambios en las tasas de interés. La relación descrita, entre el plazo del instrumento y el riesgo que se asume, se mide a través de un parámetro conocido como duración. Al cierre de junio de 2025, el comparador de las reservas internacionales tenía una duración de 2,2 años. Esto representa un riesgo de mercado acotado.

GESTIÓN

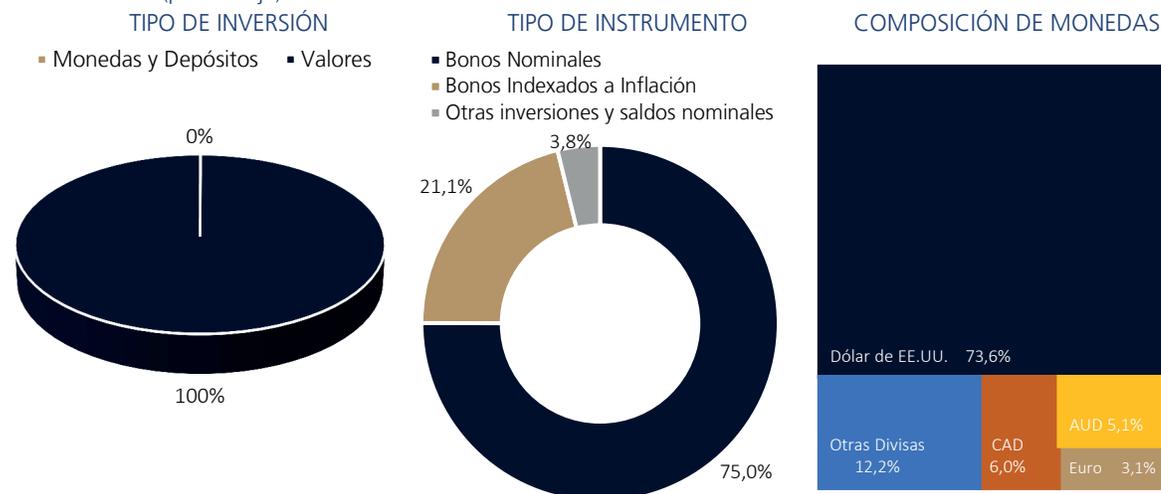
Las reservas internacionales son gestionadas diariamente utilizando como guía la estructura de inversiones establecida en el comparador referencial. Con respecto a este, es posible asumir desviaciones dentro de límites bien definidos para los parámetros antes indicados (emisores, monedas, instrumentos, etc.).

Como complemento a los distintos límites y restricciones que aplican a dichos parámetros, se define un presupuesto de riesgo conocido como *tracking error*. Esta es una medida que limita la cantidad de riesgo global que puede asumir el gestor de portafolio respecto del comparador referencial. Es especialmente útil para acotar el riesgo de mercado, vale decir, el nivel de riesgo asociado a la variación de los precios de los activos en los que se invierte. De este modo, en la medida que mayor es el presupuesto de riesgo, mayores serán las desviaciones que en la práctica podría asumir el gestor de cartera respecto del comparador referencial. A su vez, eso significa que, en la medida que mayor es el presupuesto de riesgo, los retornos obtenidos por el gestor de portafolio podrían alejarse más del retorno del comparador referencial.

En el caso del Banco, considerando los mayores riesgos externos que han enfrentado los mercados financieros en los últimos años, el Consejo ha establecido un presupuesto de riesgo acotado de 40 puntos base (pb) en promedio mensual, dejando así al riesgo contenido en el comparador referencial como la principal fuente de riesgo que asume la gestión de las reservas internacionales. En términos prácticos, esto significa que, con cierto nivel de confianza y dentro del plazo de un año, se espera que el retorno obtenido por el gestor de cartera podrá desviarse hasta $\pm 0,40\%$ respecto del retorno obtenido por el comparador referencial.

El portafolio más relevante en cuanto a monto es el Portafolio de Inversiones. Como resultado de la gestión de dicho portafolio, diariamente se tiene un posicionamiento que refleja la manera en que se encuentran invertidos los recursos. Al cierre de junio de 2025, el Portafolio de Inversiones sumaba un total de US\$41.078 millones y tenía una duración de 2,3 años. El gráfico B.3 muestra el posicionamiento efectivo que tenía este portafolio al cierre del primer semestre del 2025.

GRÁFICO B.3 COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

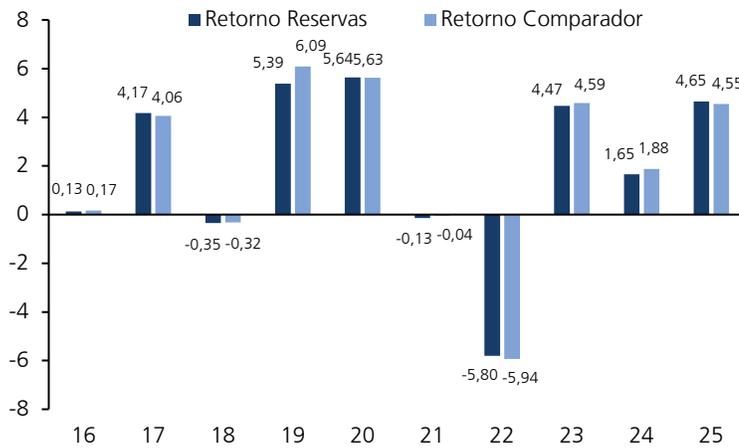
RETORNOS

Uno de los parámetros más relevantes para evaluar la administración de las reservas internacionales es la medición de retornos, los que se obtienen al valorizar diariamente y a precios de mercado los activos en los que se invierte, considerando todas sus fuentes de ingresos (pagos de cupones y de capital, variación de precios, fluctuación de paridades, etc.). Como resultado de esta medición, se obtiene un retorno absoluto expresado en dólares de Estados Unidos.

El retorno obtenido por los gestores de las reservas es comparado con el retorno del comparador referencial, que, como se mencionó, es un portafolio teórico que sirve para guiar las inversiones. La diferencia entre el retorno obtenido por la administración del BCCh y el retorno del comparador referencial se conoce como retorno diferencial.

A continuación, se presenta el retorno absoluto obtenido por la gestión de las reservas internacionales, el que se compara con el retorno del comparador referencial (excluye el Portafolio de Otros Activos). La diferencia representa el retorno diferencial obtenido por la administración de las reservas (gráfico B.4).

GRÁFICO B.4 RETORNO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En el primer semestre de 2025, el retorno absoluto de las reservas fue 4,65%, medido en dólares. Esta cifra, además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen considera la trayectoria que tuvieron las paridades en que se invierten dichos activos respecto del dólar de Estados Unidos. En términos generales, el retorno se explicó principalmente por la tendencia a la baja observada en las tasas de interés internacionales durante la primera mitad del año, movimiento que estuvo acompañado de un debilitamiento (depreciación) del dólar a nivel global. La combinación de tasas a la baja y debilitamiento del dólar, tienden a aumentar los retornos absolutos medidos en esa moneda.

Por otra parte, el retorno diferencial del primer semestre obtenido por la gestión del portafolio de reservas (excluyendo el Portafolio de Otros Activos) fue 10pb. Esto representa la diferencia que se registró entre el retorno absoluto obtenido por el gestor de cartera (4,65%) y el retorno absoluto obtenido por el comparador referencial (4,55%). El retorno diferencial por sobre el comparador referencial se explicó, principalmente, por un posicionamiento en duración en el portafolio de inversiones que, en promedio, fue mayor a la duración del comparador referencial en el periodo, en un escenario en donde las tasas de interés disminuyeron. También, contribuyó al retorno diferencial positivo una subexposición que mantuvo el portafolio al dólar de Estados Unidos, en un contexto de depreciación de dicha moneda.

ADMINISTRADORES EXTERNOS

Como complemento a la administración interna de las reservas, desde 1995 el Banco mantiene programas de administración externa de cartera para una fracción de ellas. Actualmente, el principal objetivo del programa es disponer de un comparador activo para evaluar la gestión interna. Es decir, la gestión interna del BCCh no solo se compara contra el desempeño del comparador referencial (*benchmark* teórico o pasivo) sino que también con respecto al desempeño de los administradores externos (*benchmark* activo), los que gestionan un portafolio de similares características al de la gestión interna. De este modo, el BCCh cuenta con distintos puntos de referencia para evaluar su gestión.

En adición a lo anterior, el programa de administración externa de cartera tiene como objetivos agregar valor económico y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología.



Al cierre del primer semestre del 2025, el 3,1% del Portafolio de Inversiones era gestionado por dos administradores externos de manera independiente: BNP Paribas Asset Management USA, Inc. y Allianz Global Investors GmbH.

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL PARA LA GESTIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

La gestión de las reservas internacionales se realiza considerando una debida separación de responsabilidades en distintos niveles jerárquicos de la institución. En ese contexto, para asegurar que los procesos asociados a dicha gestión se encuentran bien definidos y que cuentan con un ambiente de control de riesgos adecuado, se realizan ejercicios periódicos de auditoría (internos y externos) donde se revisan los procesos de toma de decisiones y de delegación de funciones de manera integral.

La función de administración de reservas internacionales se encuentra asignada a la División de Mercados Financieros (DMF). Para asegurar que el proceso de inversión sea robusto, eficiente y cuente con niveles adecuados de control de riesgos, se segregan las funciones de inversión (Gerencia de Inversiones Internacionales – *Front Office*) de las funciones de registro, conciliación y pagos (Gerencia de Operaciones y Sistemas de Pago – *Back Office*).

Por su parte, la División de Riesgo Corporativo (DRC) tiene la función de identificar, evaluar, medir y monitorear los riesgos corporativos, financieros y estratégicos del Banco. Conforme a ello, ejerce las funciones de supervisión del cumplimiento financiero (*compliance*), medición de riesgos y validación de las metodologías utilizadas. Esta unidad también actúa como contraparte técnica de la DMF en los procesos de gestión de riesgos de las operaciones financieras del BCCh y definición de políticas.

La Contraloría del Banco, 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.

El Banco, en sus publicaciones periódicas (Memoria Anual e Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre), presenta información de manera sistemática con el objetivo de comunicar sobre el estado de las reservas internacionales. Parte de la información entregada en este informe también se encuentra disponible en la base estadística del BCCh.

EJERCICIO DE REVISIÓN DE PARES REALIZADO A LA GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Con cierta frecuencia, el BCCh invita a instituciones que gozan de un elevado prestigio a participar en ejercicios de revisión de pares (*peer review*), con el objetivo de que un tercero independiente y experto en la gestión de reservas internacionales evalúe prácticas, metodologías y resultados, contribuyendo a promover la transparencia y la mejora continua por medio de las recomendaciones que se puedan realizar. En ese contexto, durante mayo de 2025, el BCCh realizó un nuevo ejercicio con la participación del Banco Mundial. La revisión contempló aspectos asociados a gobernanza, metodologías utilizadas para la asignación estratégica de activos, prácticas asociadas a la gestión de portafolios, gestión de riesgos, operaciones, sistemas y tecnologías, entre otros.

La principal conclusión del Banco Mundial es que el BCCh cuenta con un proceso sofisticado de gestión de inversiones, respaldado por controles adecuados y una supervisión efectiva. Asimismo, concluyó que la formación del personal y el profesionalismo son elevados en todas las unidades que participan en la gestión de activos, y que los procesos están bien documentados y alineados con las necesidades del negocio. Adicionalmente, indicó que el BCCh posee una sólida estructura de gobernanza, que incluye una clara segregación de funciones y un proceso de inversión basado en una jerarquía estructurada de documentos. Por su parte, como es usual en este tipo de ejercicio, el informe también incluye algunas recomendaciones específicas que permitirán seguir robusteciendo el proceso de la gestión de reservas internacionales.

ANEXO C:

Principales medidas del Banco Central de Chile adoptadas durante 2025

ENERO

10. Mediante Carta Circular N°1010 se actualizaron los Reglamentos Operativos del Capítulo II del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, con efecto desde el 1 de enero de 2026. En este caso, los cambios incluyen un procedimiento para agrupar las operaciones de cambios individuales, y la incorporación de un nuevo código de operación de cambios y nuevos tipos de instrumentos y bonos^{1/}.

28. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{2/}.

FEBRERO

18. Mediante Carta Circular N°741, se inició el periodo de marcha blanca, hasta el 31 de diciembre de 2025, de los reportes al SIID-TR sobre derivados de renta variable, materias primas y otros subyacentes, que regirán a contar del 1 de enero de 2026^{3/}.

MARZO

5. El Banco Central inicia la publicación mensual del Índice de Ventas Online del Comercio Minorista (IVOCM), indicador que cuantifica la participación del comercio electrónico dentro de las ventas totales del comercio minorista formal y su evolución.

11. El banco publicó el documento "[Consideraciones Analíticas para el Marco de Implementación del Requerimiento de Capital Contracíclico](#)" que resume los principales antecedentes técnicos y analíticos presentados al Consejo del Banco Central de Chile (BCCh) por parte del staff durante el proceso de revisión y actualización del Documento "[Marco de Implementación del Requerimiento de Capital Contracíclico](#)", publicado en noviembre de 2024 y anunciado en el [Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2023](#).

21. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{4/}.

24. Banco Central publica Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo de 2025^{5/}.

27. Mediante Acuerdo de Consejo N°2704-01, el Banco Central otorgó a la CMF el acuerdo previo favorable para la calificación anual de bancos de importancia sistémica.

^{1/} Más detalles en: [Circular N°1010](#).

^{2/} Más información en: [Comunicado RPM enero 2025](#).

^{3/} Más detalles en: [Carta Circular N°741](#).

^{4/} Para más detalles, ver: [Comunicado RPM marzo 2025](#).

^{5/} Revisa el documento completo en: [Informe de Política Monetaria \(IPoM\) de marzo de 2025](#).



ABRIL

17. Mediante Acuerdo 2708-02-250417, el Consejo aprobó el diseño y las características de la nueva moneda de \$100 Centenario^{6/}.

29. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{7/}.

30. Banco Central de Chile publica su Memoria Integrada 2024^{8/}.

MAYO

7. El Consejo aprobó la publicación del Informe de la Asistencia Técnica del Fondo Monetario Internacional con recomendaciones para fortalecer la gestión de liquidez sistémica^{9/}.

16. En su Reunión de Política Financiera (RPF), el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener el Requerimiento de Capital Contracíclico para el sistema bancario contemplado en la Ley General de Bancos en un nivel de 0,5% de los activos ponderados por riesgo, el que es exigible desde fines de mayo del 2024. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{10/}.

19. El Banco Central publicó el Informe de Estabilidad Financiera correspondiente al primer semestre de 2025^{11/}.

29. Mediante Acuerdo 2716-01-250529, el Consejo designó a don José Manuel Garrido Bouzo en carácter de miembro titular del Consejo Técnico de Inversiones, a que se refiere el Título XVI del D.L. 3.500, de 1980, por el período de cuatro años, a contar del 1 de junio de 2025. Asimismo, designó a don Jorge Antonio Sances Morales en carácter de miembro suplente del referido Consejo, por el mismo período.

JUNIO

12. Mediante Resoluciones 2240 y 2241 del Gerente General se aprobaron modificaciones a los Reglamentos Operativos de las Cámaras de Compensación de Pagos de Bajo Valor de Mastercard Administradora Chile y de Visa Chile Sociedad Administradora S.A., respectivamente.

23. Mediante Acuerdo 2723E.01.250623 el Banco Central designó a Claudio Raddatz Kiefer como nuevo Gerente de la División de Política Financiera.

26. Por Acuerdo 2725-02-250626, el Consejo dispuso en consulta pública una modificación al Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras, para incorporar modalidad de pago del transporte público con tarjetas de pago^{12/}.

^{6/} Más detalles en: [Acuerdo 2708-02-250417](#).

^{7/} Para más información, ver: [Comunicado RPM abril 2025](#).

^{8/} Accede al documento completo en: [Memoria Integrada 2024](#).

^{9/} Conoce más información en: [Chile: Technical Assistance Report – Strengthening Systemic Liquidity Management](#) (en inglés).

^{10/} Ver: [Reunión de Política Financiera – primer semestre 2025](#).

^{11/} Revisa el Informe completo en: [Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2025](#).

^{12/} Más detalles en: [Adecuación de normas de Emisión de Tarjetas de Pago para habilitar su funcionamiento en sistemas de transporte público](#).



17. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{13/}.

18. Banco Central publica el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2025^{14/}.

19. Mediante Acuerdo 2722-01-250619, el Consejo aceptó la renuncia de don Enrique Marshall Rivera como Presidente del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco Central de Chile, designando como nuevo Presidente del Comité a don Segismundo Schulin-Zeuthen Serrano, hasta el 12 de abril de 2028^{15/}.

JULIO

2. Mediante Acuerdo 2726-01-250702, se inició un proceso para designar a un nuevo integrante titular del Consejo Técnico de Inversiones (CTI). Lo anterior, con motivo de la renuncia presentada a dicho cargo por don Claudio Raddatz Kiefer previo a asumir como Gerente de la División de Política Financiera del Banco Central de Chile^{16/}.

10. El Banco Central inicia la publicación mensual del Indicador de Ventas por Estrato (IVE), estadística que busca contribuir a la comprensión de la dinámica de las ventas de la industria manufacturera, el comercio y los servicios empresariales, según el tamaño de las empresas.

17. Por Acuerdo 2728-02-250717, el Consejo dispuso en consulta pública una nueva regulación que busca promover el desarrollo del mercado de repos^{17/}.

17. Por Acuerdo 2728-01-250717, el Consejo aceptó las modificaciones a las directrices de ejecución asociadas a la inversión de los recursos del Fondo de Reserva de Pensiones y a las directrices de custodia y otras materias del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondos de Reserva de Pensiones^{18/}.

23. Por Acuerdo 2729E-01-250723, el Consejo decidió ampliar el plazo de convocatoria para designar a un integrante titular del CTI hasta el 8 de agosto de 2025^{19/}.

29. Mediante Circular N°3013-969, se comunicó la entrada en vigor del reemplazo del Capítulo III.B.2 y la derogación del Capítulo III.B.2.2, todos del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile^{20/}.

29. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 4,75%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{21/}.

^{13/} Ver: [Comunicado RPM junio 2025](#).

^{14/} Revisa el documento completo en: [Informe de Política Monetaria \(IPoM\) de junio de 2025](#).

^{15/} Más detalles en: [Acuerdo 2722-01-250619](#).

^{16/} Más información en: [Banco Central inicia proceso de búsqueda para designar a un integrante titular del CTI](#).

^{17/} Para más detalles, ver: [Minuta Explicativa: Consulta Pública – Regulación de Compensación de Repos](#).

^{18/} Conoce más detalles en: [Acuerdo 2728-01-250717](#).

^{19/} Revisa más información en: [Amplía plazo convocatoria integrante titular CTI](#).

^{20/} Más información en: [Circular N° 3013-969](#).

^{21/} Para más detalles, ver: [Comunicado RPM julio 2025](#).



AGOSTO

5. El Banco Central publicó el Informe de Sistemas de Pago correspondiente al año 2025^{22/}.
5. Banco Central de Chile inicia programa de acumulación de reservas internacionales^{23/}.
6. Mediante Carta Circular N°748, se publicaron las bases de licitación aplicables al programa de compra de divisas por parte del Banco Central de Chile^{24/}.

SEPTIEMBRE

4. Por Acuerdo 2738-02-250904 el Consejo del Banco Central designó al señor Sergio Rademacher Lizana en carácter de miembro integrante del Comité Asesor de Tecnología de la Información del Banco Central de Chile por un período de tres años, a contar del 4 de septiembre de 2025, en reemplazo del señor José Benguria Donoso. Mediante el mismo Acuerdo se designó a la señora Romina Torres Torres en el cargo de Presidente del referido Comité por un período de un año, a contar del 4 de septiembre de 2025^{25/}.
4. Por Acuerdo N° 2738-03-250904 se designó al señor Mauricio Calani Cadena como nuevo Gerente de Estudios Financieros.
9. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,75%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros^{26/}.
10. Banco Central publica el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre de 2025.

^{22/} Revisa el Informe completo en: [Informe de Sistemas de Pago \(ISiP\) del año 2025](#).

^{23/} Conoce más información en: [Banco Central de Chile inicia programa de acumulación de reservas internacionales](#).

^{24/} Más detalles en: [Carta Circular N°748](#).

^{25/} Ver: [Designación de nuevo miembro integrante y de Presidente del Comité Asesor de Tecnología de la Información](#).

^{26/} Para más información, ver: [Comunicado RPM septiembre 2025](#).



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA / **SEPTIEMBRE 2025**

