

## PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA CHILE (\*)

Rosanna Costa  
Presidenta, Banco Central de Chile  
3 de octubre de 2024

Muy buenos días. Agradezco la invitación a esta instancia de conversación, muy útil a la luz de la relevancia que el comercio tiene para una economía pequeña y abierta como la nuestra.

Permítanme comenzar con un resumen breve sobre la evolución reciente del escenario macroeconómico chileno. Esta se basa en el contenido del Informe de Política Monetaria que publicamos durante septiembre, que contiene nuestras proyecciones de aquí a fines de 2026 y alguna mención a algunos elementos más recientes.

Este Informe, al igual que sus predecesores durante este año, se sitúa en un escenario donde la economía ha resuelto los grandes desbalances de años previos, la inflación ha descendido de forma relevante respecto de los máximos que alcanzó en 2022 y, consecuentemente, la política monetaria ha reducido su nivel de restricción de forma significativa (gráfico 1). Además, hemos indicado que, de darse el escenario central de proyecciones de nuestro último Informe, la reducción de la TPM hacia su nivel neutral será algo más rápida que lo previsto en junio. Esto, como siempre, ocurrirá a un ritmo que tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

### **Evolución reciente del escenario interno**

Pasaré ahora a revisar la evolución más de corto plazo de nuestra economía. Parto por destacar que la actividad económica ha sido más volátil de lo habitual. El fuerte dinamismo observado a principios de año se redujo en el segundo trimestre. Si bien esto era resultado esperado, dada la transitoriedad de algunos de los factores que afectaron la actividad a comienzos de 2024, la desaceleración del PIB superó lo previsto.

Así, tras crecer 2,1% en el primer trimestre —considerando la variación trimestral de la serie desestacionalizada—, el PIB disminuyó 0,6% en el segundo trimestre. Esto se explicó por el descenso de las actividades relacionadas con los servicios y por algunos elementos

---

(\*) Presentación realizada en la mesa redonda “Panorama económico de Chile y el contexto internacional: análisis y proyecciones”, organizado por AmCham Chile.

particulares de la oferta, vinculados a la disponibilidad de recursos pesqueros en la industria, el efecto de los temporales y el mantenimiento de faenas mineras. El Imacec de agosto, que conocimos esta semana, se enmarca en el escenario del IPoM. Hemos destacado la volatilidad de las variaciones anuales del índice, en parte importante por los factores estacionales particulares de este año. Descontando estos elementos, el Imacec presentó una caída de 0,2% respecto del mes previo, descenso que subió hasta 0,5% cuando se descuenta la minería del cálculo. En esto último se combinaron la reversión de ciertos elementos de oferta en la industria y la pesca, que habían impulsado la actividad en el mes previo. Esta reversión era un hecho anticipado, aunque se dio con una intensidad algo menor. Respecto de los sectores más ligados a la demanda, se observan diferencias pequeñas que se compensan entre sí (gráfico 2).

Por el lado de la demanda, las series trimestrales desestacionalizadas del segundo trimestre muestran una caída del consumo (tanto de servicios como de bienes no durables), rompiendo la tendencia al alza de trimestres previos. Por su parte, la inversión se estabilizó tras caer bruscamente en la segunda parte del año pasado. Los indicadores de alta frecuencia o más coyunturales revelan importantes diferencias de la inversión entre sectores, contrastando la debilidad que se observa en la gran mayoría de los rubros con el dinamismo de la inversión en la minería (gráfico 3).

Respecto de la inflación, en agosto, tanto la inflación total como sin volátiles subieron al 4,6 y al 3,7% anual, respectivamente. El reciente aumento en la inflación se centra en el componente volátil, afectado por factores de costos, como el aumento de los precios de la electricidad. Mientras, la inflación sin volátiles muestra presiones más acotadas. Entre sus componentes, la inflación anual de servicios ha disminuido durante la mayor parte del año, aunque sigue estando por sobre la de bienes. La evolución de esta última vuelve a dar cuenta de un traspaso moderado de los aumentos que tuvo el tipo de cambio y los costos de flete internacional en los meses recientes (gráfico 4).

Como acabo de mencionar, un factor relevante en la evolución reciente de la inflación y sus perspectivas de corto es el efecto del alza de las tarifas eléctricas. Nuestra evaluación de ese fenómeno es que, si bien el impacto del shock tarifario es significativo en los precios, su efecto en la inflación es transitorio y, además, sus consecuencias de segunda vuelta son acotadas. Las expectativas de mercado también han evaluado así el impacto de este shock. Así, las expectativas de inflación han aumentado a corto plazo, pero siguen ancladas en el objetivo a dos años del 3% (gráfico 5).

En cuanto a las condiciones financieras internas, la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) ha continuado traspasándose a las tasas de colocación bancaria acorde con los patrones habituales. Las tasas de interés de los créditos comerciales y del consumo han

bajado 615 y 435 puntos base (pb), respectivamente, en comparación con el primer trimestre de 2023 (gráfico 6).

Pasando de las tasas a las cantidades, el crédito bancario sigue siendo débil. Nuestra encuesta sobre préstamos bancarios sigue mostrando una oferta limitada y una demanda débil. Esto es coherente con el comportamiento de la inversión sectorial que comenté hace unos minutos: dinámica para la minería, que se financia principalmente con Inversión Extranjera Directa, y más débil en los demás sectores que utilizan más intensivamente el crédito bancario.

En el segmento hipotecario, los intereses de los créditos para la vivienda han bajado unos 25pb respecto a sus máximos de finales de 2023. El crédito hipotecario crece a tasas inferiores a su promedio histórico. Mientras tanto, las tasas de interés de más largo plazo han bajado desde finales de junio, siguiendo las tendencias de las principales economías. De todos modos, continúan siendo altas en comparación histórica.

En el mercado financiero local, el peso chileno ha seguido respondiendo a la volatilidad internacional durante los últimos meses, afectado por el precio del cobre, la política monetaria en Estados Unidos y la percepción de riesgo del mercado (gráfico 7).

En el plano externo, las noticias sobre Estados Unidos han dominado el panorama durante los últimos meses. Las últimas semanas han estado marcadas por la evaluación de los mercados sobre el crecimiento de esa economía y las acciones de la Fed. Luego que a fines de agosto el Presidente de la Fed señalara el inminente inicio del ciclo de recortes de la Fed funds rate, las tasas de corto y largo plazo descendieron en las principales economías y el dólar se depreció a nivel global.

Hace unos días, la Fed dio inicio al proceso de reducción de la Fed funds rate con un recorte de 50pb. Esta baja, aunque no era la opción mayoritaria, estaba dentro de las expectativas de mercado, por lo que no podría calificarse de una sorpresa. De hecho, la reacción de los mercados al movimiento de la Fed ha sido acotada, en parte porque, como mencionaba, ya estaba internalizada en las tasas largas y el tipo de cambio.

Mirando hacia el futuro, las expectativas del mercado respecto del número de recortes de la Fed funds rate apuntan a nuevas caídas este año y el próximo (gráfico 8). En nuestro caso, el escenario central de proyección consideraba una trayectoria de descenso, con tres recortes de 25pb durante este año y varios más en 2025. Esto implica condiciones financieras que irán relajándose paulatinamente, a un ritmo algo mayor al que preveíamos en Informes previos.

Otra noticia importante de los últimos días ha sido el conjunto de estímulos que han anunciado las autoridades chinas, en un contexto donde los datos de alta frecuencia de esa economía

dan cuenta de un débil desempeño. Estas medidas incluyen reducciones en las tasas de interés y en el requerimiento de reservas y medidas de apoyo al sector inmobiliario (gráfico 9).

Desde el punto de vista local, una reacción importante de los mercados a estas medidas ha sido el alza del precio del cobre, que como indiqué hace unos minutos ha fortalecido el peso en lo más reciente (gráfico 10).

En estos últimos días hemos estado expectantes antes los desarrollos geopolíticos. La evolución del conflicto en medio oriente es compleja y sus efectos son a todas luces costosos y dolorosos. Es prematuro estimar el impacto que esto tenga sobre la economía global y la chilena, pues dependerá de su desarrollo y sus potenciales repercusiones. Se trata de un conflicto que ha escalado y no resulta fácil predecir cómo continuará.

### **Proyecciones**

Permítanme avanzar hacia la última parte de esta presentación, donde les mostraré las principales proyecciones que contiene nuestro último Informe de Política Monetaria.

En cuanto a la actividad, para este año, el rango de proyección de crecimiento está entre 2,25% y 2,75%, reduciendo 25 pb su límite superior con respecto a junio (2,25% a 3,0% en junio). Este ajuste responde en gran medida al resultado del segundo trimestre y a una demanda más débil.

Es importante recordar que la práctica habitual del Banco es ir recortando el rango de proyección en 25pb en la medida que avanza el año. Así, tras un rango entre 2 y 3% en marzo, se acotó a uno entre 2,25 y 3% en junio, ajustándose ahora a uno entre 2,25 y 2,75%. En general, las proyecciones de actividad no han tenido cambios relevantes a lo largo del año. Lo mismo ocurre para 2025 y 2026. En ambos años se sigue previendo que la economía crezca en torno a su tendencia, manteniéndose dentro del rango entre 1,5% y 2,5% (gráfico 11).

En el caso de la demanda si se observan cambios más relevantes, con una corrección a la baja respecto de la estimación de junio. Con todo, comparado con lo estimado a inicios de año, tanto el consumo privado como la inversión muestran una mejor perspectiva, particularmente esta última.

En el caso, del consumo privado se estima que recobrará impulso en lo que viene, con tasas de expansión en torno a la tendencia de la economía. De todos modos, su nivel a fines del horizonte de proyección será menor que en la estimación previa. La evolución de varios de sus fundamentos —como el menor costo del crédito y el aumento la masa salarial real— sugiere que su moderación reciente no será persistente. Sin embargo, el crecimiento del empleo se ha desacelerado en los últimos registros y estamos monitoreando su evolución. (gráfico 12).

El crecimiento previsto para la Formación Bruta de Capital Fijo también se revisa a la baja, producto de la debilidad de la inversión de los sectores no minero. De todas formas, se espera que los fundamentos de la inversión mejoren, de la mano de una apreciación del tipo de cambio real (TCR) y mejores condiciones de financiamiento, lo que sumado al buen desempeño de la inversión en el sector minero lleva a anticipar un crecimiento positivo de la inversión en 2025 y 2026 (gráfico 13).

La proyección de cuenta corriente se mantiene en -2,1% del PIB para 2024. Para los dos próximos años, se prevé un déficit ligeramente inferior al de junio, que se explica principalmente por la reducción de las importaciones previstas para 2025 y 2026, consistente con la revisión de la demanda interna.

En cuanto a la inflación total, esta finalizará 2024 ligeramente por encima de nuestra estimación de junio (4,5% frente a 4,2%), debido al mayor aumento efectivo y esperado del componente volátil, explicada por presiones de costos. Entre ellas, las tarifas eléctricas, el costo de los fletes marítimos a nivel global y la depreciación del peso. A mediano plazo, la inflación experimentará una disminución más rápida que lo previsto en junio, dada la menor demanda interna. Su convergencia hacia el objetivo del 3% está prevista para los primeros meses de 2026 (gráfico 14).

El impulso externo que recibirá la economía chilena es similar a lo planteado en junio, pero las condiciones financieras globales serán algo mejores gracias al cambio en la trayectoria esperada de la tasa de interés en Estados Unidos. Como mencioné, el inicio del ciclo de bajas de la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal se enmarca en este contexto.

El escenario central de proyecciones considera un crecimiento de los socios comerciales del orden de 3% en el período 2024-2026. Sin duda que las medidas adoptadas en China pueden ofrecer algún dinamismo adicional de esa economía, aunque sin soluciones de fondo, ellos pueden ser transitorios. Respecto de los términos de intercambio, estos son algo menores que lo previsto en junio. La proyección del precio del cobre —que fue realizada a fines de agosto— se reduce levemente respecto de la estimación anterior. Para 2024 se proyecta US\$4,15 la libra (US\$4,3 en junio), mientras que para el 2025 y 2026 se siguen considerando valores en torno a US\$4,3. Los eventuales impactos de sus últimos movimientos aún deben ser evaluados (gráfico 15).

Respecto de lo que ocurrirá con la política monetaria, como indicamos en nuestra última Reunión de Política Monetaria —a inicios de septiembre—, el conjunto de antecedentes disponibles sugiere cambios acotados en el panorama de actividad, aunque el gasto evidencia mayor debilidad. Esto, junto con expectativas de inflación alineadas a la meta de 3%, reduce los riesgos de una mayor persistencia inflacionaria en el mediano plazo producto del descongelamiento de las tarifas. Sobre esto último, es importante señalar que el aumento

informado para octubre está en línea con las estimaciones del IPoM de septiembre y aún queda un aumento adicional que debería darse a inicios de 2025.

En ese escenario, estimamos que, de concretarse los supuestos del escenario central del IPoM, la reducción de la TPM hacia su nivel neutral será algo más rápida que lo previsto en junio. Como siempre, esto ocurrirá a un ritmo que tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

En cada IPoM, junto con el análisis de escenario central presentamos escenarios alternativos donde la reacción de la política monetaria podría ser distinta. Esto es lo que se conoce como el corredor de la TPM. Este corredor no representa un compromiso del Consejo del Banco Central respecto de niveles específicos de la tasa, pero sí da una guía útil de cuál es su dirección y los factores que analizamos.

En esta ocasión, los bordes del corredor de la TPM reflejan escenarios de sensibilidad que están principalmente relacionados con la evolución de la economía local. Por ejemplo, la tasa podría reducirse más rápido en una situación en que la debilidad de la actividad y la demanda en el segundo trimestre se prolongue y/o se profundice por distintos factores, incluido un mercado laboral más débil. En el lado opuesto, la reducción podría tardar si el alza de la inflación resultara más persistente que lo previsto o si sus efectos de segunda vuelta superaran lo considerado, lo que podría acentuarse de la mano del dinamismo de la inversión minera y del impulso adicional que esto tendría en la actividad de varios sectores y la demanda. También consideramos escenarios donde la evolución del panorama internacional difiere de lo planteado en el escenario central. Particularmente, la velocidad a la que la Fed reduzca su tasa de interés afectaría las condiciones financieras globales, con impactos en la economía local, que mantendrían la TPM dentro de los límites del corredor.

Por último, también realizamos un análisis de los principales riesgos. En nuestra comunicación, estos corresponden a escenarios con menor probabilidad de ocurrencia, pero con impactos más significativos sobre la economía. Estos se vinculan al ámbito externo, donde la probabilidad de escenarios geopolíticos y financieros negativos ha aumentado. Uno de los riesgos que se han potenciado en lo reciente se refiere a los desarrollos de la guerra en medio oriente, que, como señalaba hace unos momentos, tiene efectos para la economía que son menos predecibles en el mediano plazo.

La situación geopolítica mundial ha empeorado en los distintos frentes de tensión y los episodios de aversión al riesgo en los mercados financieros, si bien temporales, han sido pronunciados. Esto ha aumentado la probabilidad de escenarios contractivos e inflacionarios en el corto plazo, en un contexto en que las presiones de costos globales se han intensificado. La fragilidad de la situación fiscal en varios países desarrollados, especialmente en Estados Unidos, también constituye un foco de riesgo a monitorear.

Estimados, nos enfrentamos a un mundo crecientemente complejo. Como mencioné, diversos factores del ámbito global se han convertido en focos de riesgo relevante. El auge del comercio y la integración económica permitió un crecimiento relevante de diversas economías en las últimas décadas, incluida la chilena. Para un país pequeño y abierto al mundo como nosotros es de mucha relevancia que las puertas del comercio global se mantengan abiertas, buscando además posibilidades de desarrollar nuevas alianzas o profundizar las que ya tenemos.

Muchas gracias.

Gráfico 1

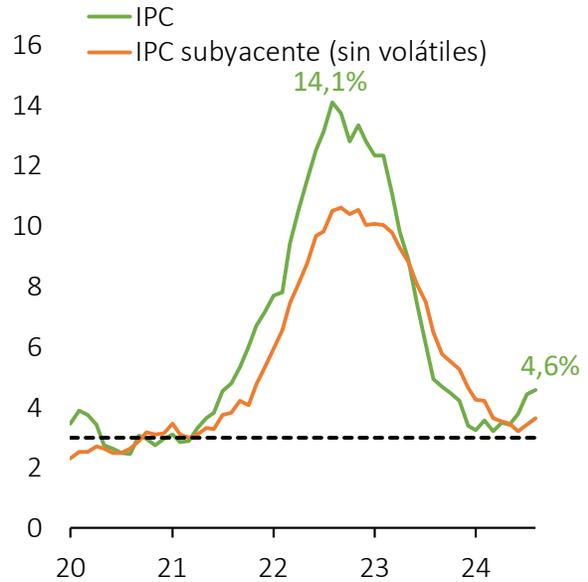
**Tasa de política monetaria (TPM)**

(porcentaje)



**Inflación total y subyacente (\*)**

(variación anual, porcentaje)



(\*) Considera canasta referencial 2023 del IPC y empalme realizado por el Banco Central de Chile.

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

Gráfico 2

**Producto interno bruto**

(índice 2018=100, series desestacionalizadas)

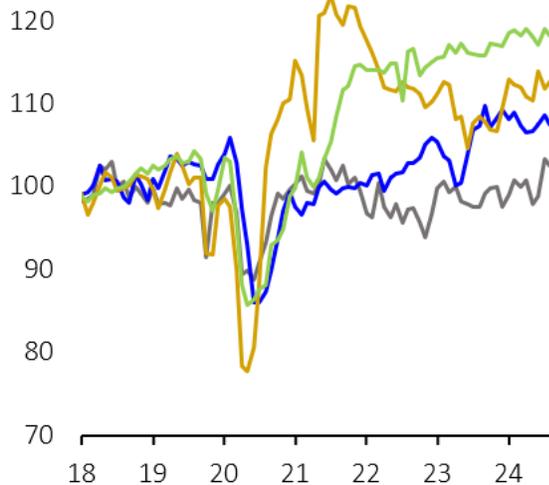
120 — PIB total      — PIB minero  
— PIB no minero



**Actividad mensual (Imacec) (\*)**

(índice 2018=100, series desestacionalizadas)

130 — Industria      — Resto de bienes  
— Comercio      — Servicios

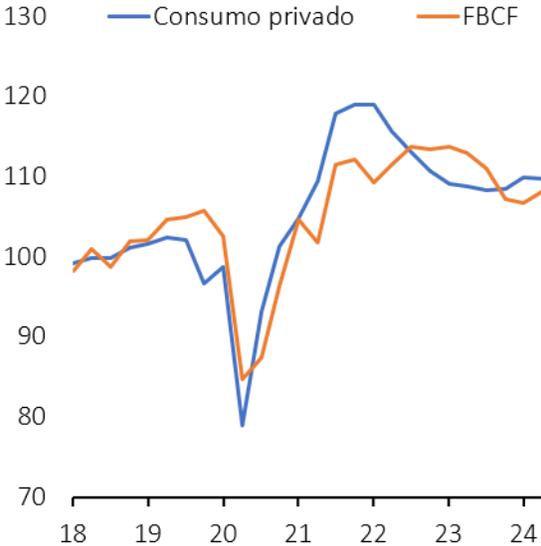


(\*) La serie resto de bienes considera las actividades agropecuario-silvícola, pesca, EGA y gestión de desechos, y construcción. Fuente: Banco Central de Chile.

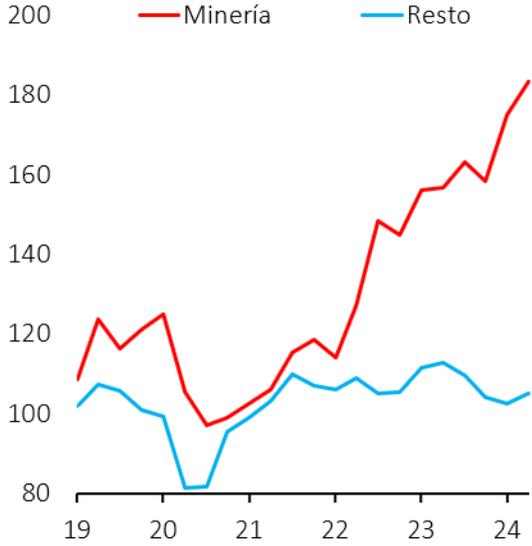
Gráfico 3

**Consumo y Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) Inversión real según microdatos (1) (2) (3)**

(índice 2018=100, series desestacionalizadas)



(2018 = 100, serie desestacionalizada, trimestral)

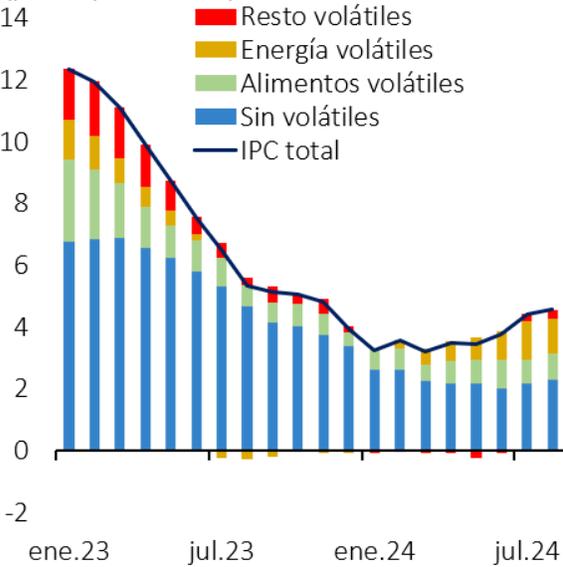


(1) Estas cifras corresponden a una aproximación a los datos de inversión a partir de información de alta frecuencia sujeta a revisiones, no necesariamente representan las cifras oficiales de Cuentas Nacionales. (2) Resto no considera la inversión del sector de energía. (3) Para mayor detalle, ver Minuta del IPoM de Septiembre de 2024. Fuente: Banco Central de Chile a partir de información del SII y Aduanas.

Gráfico 4

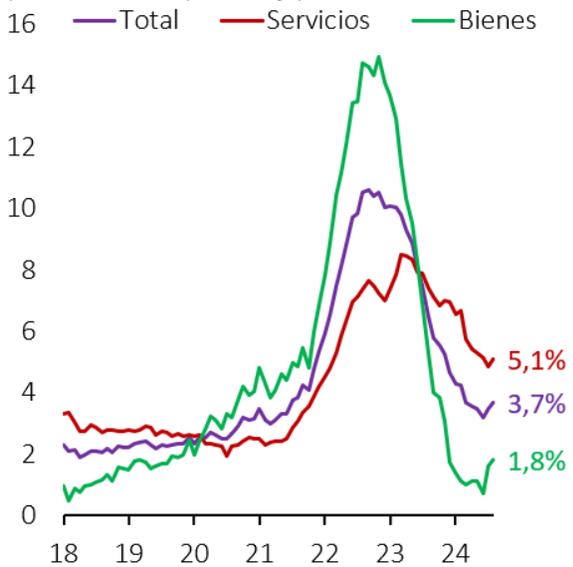
**Incidencias en la inflación anual del IPC (1)**

(puntos porcentuales)



**Inflación subyacente (2)**

(variación anual, porcentaje)

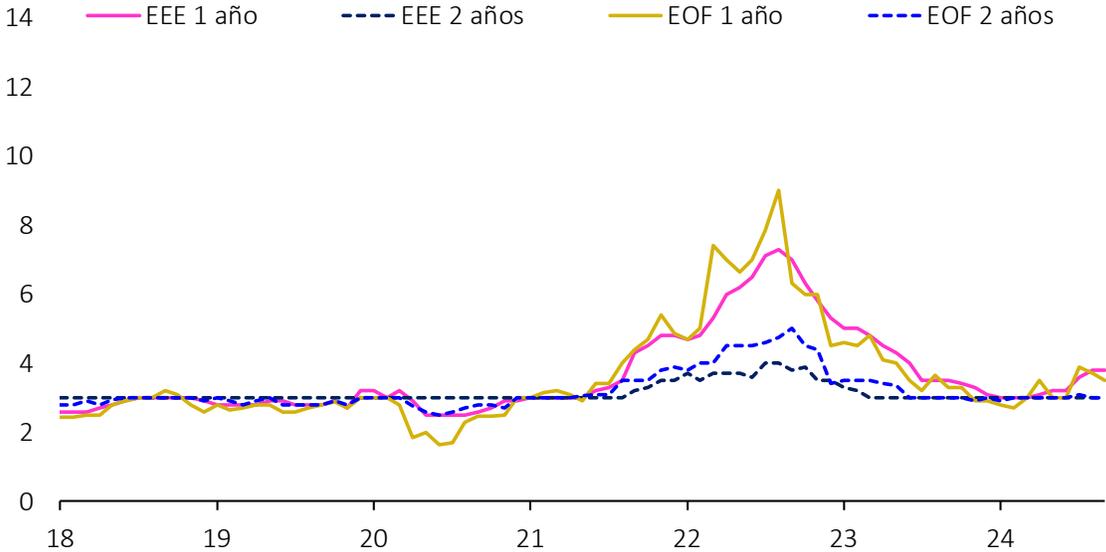


(1) A partir de enero 2024, las incidencias se calculan utilizando los índices con base anual 2023=100, por lo que no son estrictamente comparables con cifras anteriores. (2) Series consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5

**Expectativas de inflación de encuestas (1)(2)**

(porcentaje)

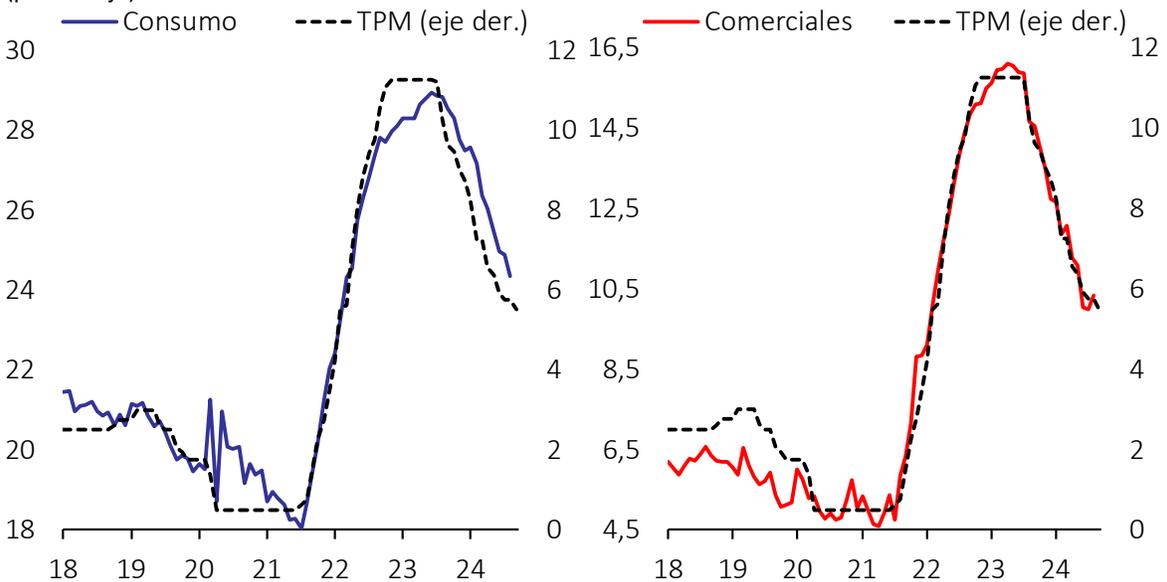


(1) Medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena en enero del 2018. Desde febrero de ese año en adelante, considera la última encuesta publicada en el mes. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

**Tasas de interés de las colocaciones y TPM (1)(2)(3)**

(porcentaje)

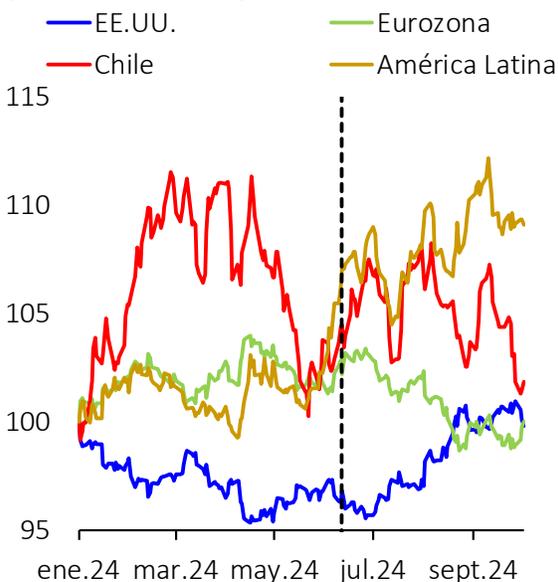


(1) Tasas de consumo y comerciales corresponden al promedio ponderado de todas las operaciones en pesos efectuadas en cada mes en la Región Metropolitana. (2) Tasas de colocaciones corresponden a series desestacionalizadas mediante Census X-12 y calendario nacional. (3) Corresponde al promedio mensual de la TPM. Fuente: Banco Central de Chile.

## Gráfico 7

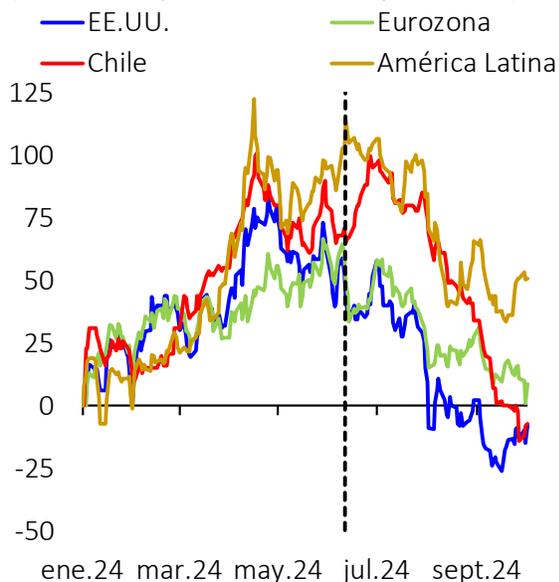
### Monedas (1) (2) (3)

(índice 01.ene.24=100)



### Tasas de interés nominales a 10 años (1) (2)

(diferencia respecto del 01.ene.24, puntos base)



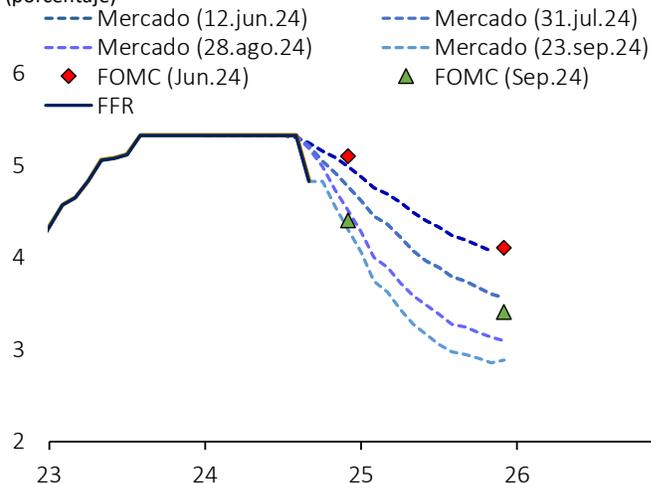
(1) Para América Latina considera el promedio simple de los índices de Brasil, México, Colombia y Perú.

(2) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de junio 2024. (3) Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

## Gráfico 8

### Fed funds rate (\*)

(porcentaje)



“(...) el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió reducir el grado de restricción de política bajando nuestra tasa de interés oficial en 1/2 punto porcentual. Esta decisión refleja nuestra confianza cada vez mayor en que, con una recalibración adecuada de nuestra postura de política, la fortaleza del mercado laboral puede mantenerse en un contexto de crecimiento moderado y de inflación disminuyendo de forma sostenible hacia el 2 por ciento.”

Jerome Powell, 18 de septiembre

(\*) Las proyecciones del FOMC corresponden al rango medio de la Fed funds rate presentado en junio y septiembre de 2024. Las del mercado corresponden al rango medio de la Fed funds rate de los futuros a la fecha del cierre estadístico del IPoM de junio 2024 (12.jun.24), a la reunión de política monetaria de julio (31.jul.24), al cierre estadístico de IPoM de septiembre (28.ago.24) y al 23 de septiembre de 2024. La proyección de mercado al 23/09 considera el dato efectivo para la FFR en ese mes. Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

## Gráfico 9

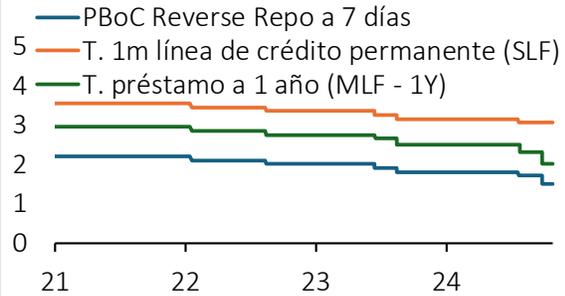
### China: medidas de apoyo a la economía

El PBoC anunció un conjunto de medidas (**aprox. 1,5% PIB**) para apoyar la economía, luego de las débiles cifras conocidas:

- **Ratio de reservas obligatorias:** Se reducirá en 50pb y habrá otro recorte de entre 25 y 50 pb hacia fines de este año.
- **Tasa repo reverse 7 días:** Se reducirá en 20 pbs, hasta 1,5%; MLF en 30 pbs (al 2,0%).
- **Facilidades para *share buybacks*:** el PBoC financiará compra de acciones en forma de swap (compañías locales).
- **Medidas de apoyo al mercado inmobiliario:** reducción tasas hipotecarias ya existentes (-50pb en prom.); reducción pie mínimo para 2da vivienda (de 25% a 15%); aumento préstamo para recompra vivienda (de 60% a 100%).

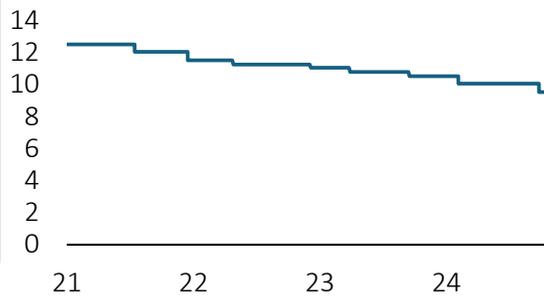
### Tasas de referencia de corto plazo

(porcentaje)



### Requerimiento del ratio de reservas

(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

## Gráfico 10

### Precio del cobre refinado BML

(dólares la libra)



Fuente: Bloomberg.

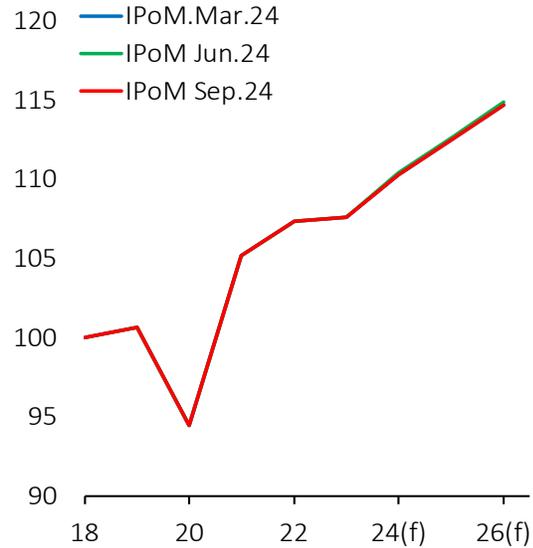
Gráfico 11

**Rangos de proyección para el crecimiento PIB**  
(variación anual, porcentaje)

	mar-24	jun-24	sept-24
<b>2024</b>	2,0 / 3,0	2,25 / 3,0	2,25 / 2,75
<b>2025</b>	1,5 / 2,5	1,5 / 2,5	1,5 / 2,5
<b>2026</b>	1,5 / 2,5	1,5 / 2,5	1,5 / 2,5

**Niveles de PIB (\*)**

(índice 2018=100)



(\*) Para 2024, 2025 y 2026, considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en cada IPoM. Fuente: Banco Central de Chile.

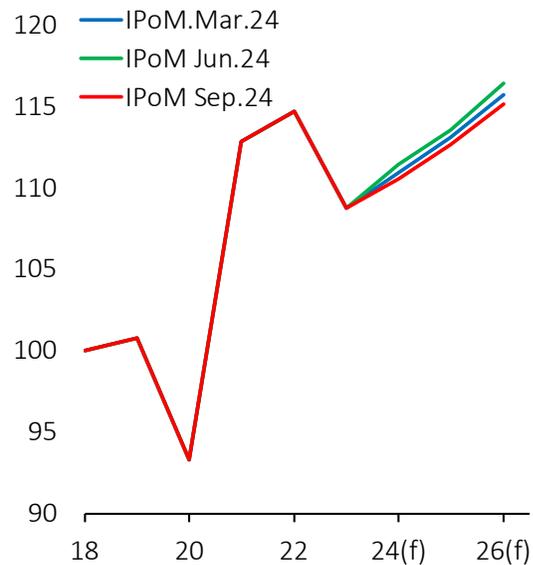
Gráfico 12

**Proyección crecimiento consumo total**  
(variación anual, porcentaje)

	mar-24	jun-24	sept-24
<b>2024</b>	2,0	2,8	2,0
<b>2025</b>	1,9	1,7	1,7
<b>2026</b>	2,2	2,3	2,1

**Niveles de consumo privado**

(índice 2018=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13

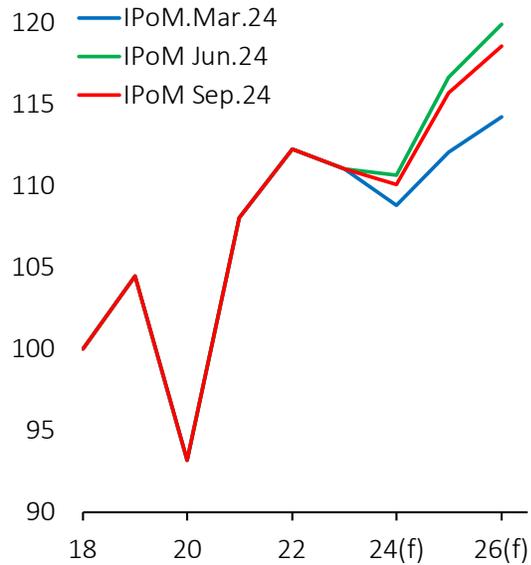
**Proyección crecimiento FBCF (\*)**

(variación anual, porcentaje)

	mar-24	jun-24	sept-24
2024	-2,0	-0,3	-0,8
2025	3,0	5,4	5,1
2026	1,9	2,8	2,5

**Niveles de FBCF (\*)**

(índice 2018=100)

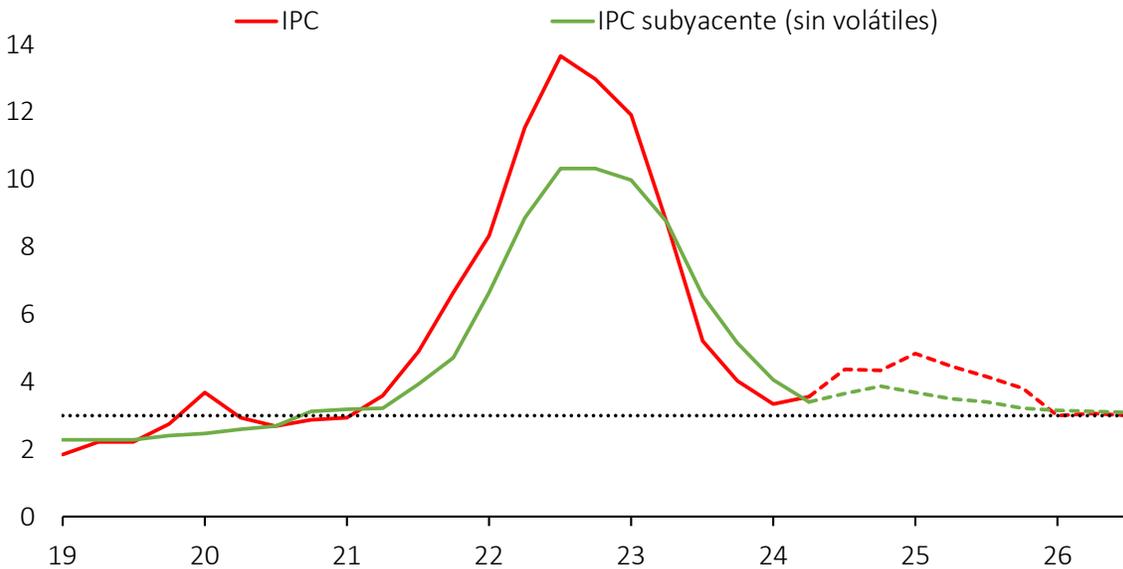


(\*) Formación Bruta de Capital Fijo.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

**Proyección de inflación (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)

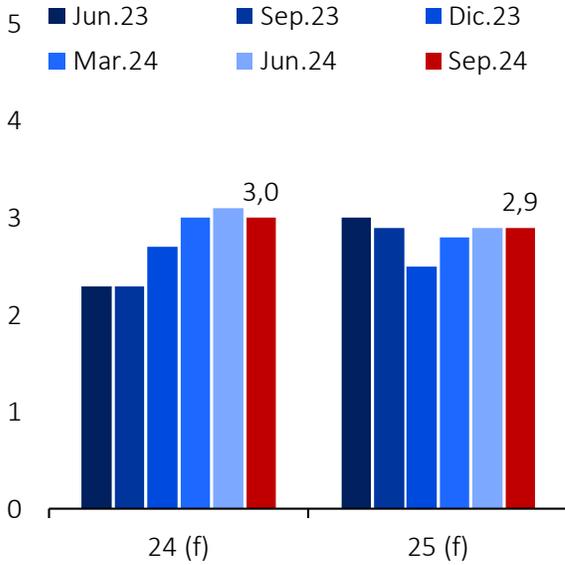


(1) Medidas de inflación consideran canasta 2023 del IPC utilizando empalme BCCh. Las variaciones mensuales y anuales de este índice no coinciden con las variaciones oficiales del INE – útiles para fines de reajustabilidad – ya que estas utilizan para los cambios de año base, las series de la canasta previa. (2) Líneas segmentadas corresponden a la proyección a partir del tercer trimestre del 2024.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 15

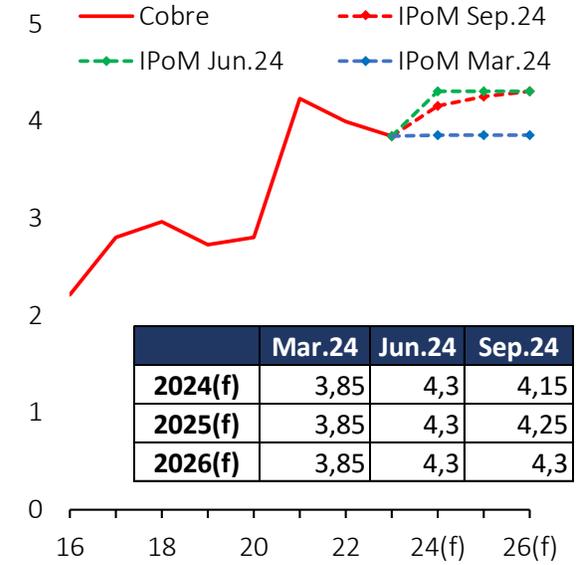
**Proyecciones crecimiento socios comerciales en los IPoM**

(variación anual, porcentaje)



**Proyecciones precio del cobre en los IPoM**

(dólares la libra)



1. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.