

## AVANCES Y DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA CHILENA (\*)

Rosanna Costa  
Presidenta, Banco Central de Chile  
6 de diciembre de 2023

Muy buenos días y gracias por la invitación. Esta es la tercera vez que participo en este tradicional seminario organizado por SOFOFA y la Universidad del Desarrollo. En la antesala de un nuevo Informe de Política Monetaria (IPoM), que publicaremos en un par de semanas más, quiero aprovechar esta ocasión para hacer un repaso de la coyuntura económica reciente y hacer algunas reflexiones de cara al término de 2023.

Hace un año, cuando nos reunimos en esta misma instancia, nuestra economía atravesaba por una situación difícil. Tras la sucesión de varios shocks internos y externos —de los que ya se ha hablado largamente—, la economía acumulaba desbalances importantes y la inflación anual se ubicaba en torno al 13%, algo más baja que el 14,1% que registró en agosto de 2022. La política monetaria había reaccionado con fuerza, aumentando significativamente la Tasa de Política Monetaria (TPM), hasta 11,25%, nivel al que había llegado en octubre de 2022. Además, nuestras proyecciones del IPoM de diciembre de hace un año apuntaban a que la inflación seguiría descendiendo, que tardaría al menos hasta 2024 para volver a la meta de 3% y que la TPM se mantendría en 11,25% hasta que tuviéramos mayor certeza de que el proceso de convergencia inflacionaria estaba bien encaminado.

Hoy, nuestras estimaciones se han ido materializando. Hemos ido resolviendo buena parte de los problemas que nos aquejaban y la economía ha ido deshaciendo los impactos negativos del excesivo aumento del gasto que, en nuestro caso, fue un factor central en la explicación de la dinámica inflacionaria. En ese contexto, la actividad económica y el consumo privado han pasado a una fase de estabilización, el ahorro muestra alguna recuperación y el déficit de la cuenta corriente ha descendido notoriamente (gráfico 1).

En el plano externo, se ha ido atenuando el alza de los precios de las materias primas y los alimentos que ocasionó la invasión de Rusia a Ucrania. Al mismo tiempo, se han repuesto las cadenas de suministro global tras las interrupciones provocadas por la pandemia. De este modo, el shock de costos ha ido disipándose, lo que ha incidido especialmente en la evolución de los precios de los ítems volátiles, que lideran el descenso de la inflación en gran parte de los países, incluido Chile. La suma de estos desarrollos ha permitido el cierre de la brecha de actividad y la mitigación de las presiones inflacionarias provenientes de una economía que por largo tiempo estuvo

---

(\*) Presentación realizada en el Seminario Visión Económica 2023-2024, organizado por Sofofa y la Universidad del Desarrollo.

creciendo mucho más allá de sus posibilidades. Coherente con ello, la inflación ha tenido una baja relevante, más allá de que aún permanece en niveles por sobre el 3% anual (gráfico 2).

En este contexto, tanto las proyecciones del IPoM de septiembre de este año como las expectativas del mercado —que contienen información más actualizada— apuntan a que la inflación volverá a la meta de 3% durante 2024 y que a dos años plazo se ubicará en torno a esa cifra (gráfico 3). Este es un cambio relevante respecto de lo que veíamos el año pasado, cuando las expectativas de inflación de mediano plazo llegaron a superar el 5% en algunas mediciones. Sin duda el hecho que las expectativas a dos años plazo hayan vuelto a alinearse con la meta es una buena noticia, pues refleja una correcta evolución de la macro y la validez de las medidas adoptadas para contener la inflación. Además, coopera en una correcta transmisión de la política monetaria hacia la economía.

La dinámica de fijación de precios de las empresas igualmente ha ido normalizándose. La frecuencia de reajustes al alza por parte de estas ha disminuido notoriamente respecto del año pasado y se acerca más a su periodicidad habitual. Ello se condice con presiones de demanda y de costos que han ido cediendo, más allá de los vaivenes cambiarios y de otros factores de oferta en lo reciente (gráfico 4).

Tal como lo hemos señalado, es indudable que la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguirá reduciéndose. Así lo hemos determinado en nuestras últimas tres Reuniones de Política Monetaria (RPM) —julio, septiembre y octubre—, instancias en las que rebajamos la TPM en un total de 225 puntos base. Esta menor restricción monetaria ha sido visible especialmente en la cartera comercial y en algunos segmentos de menor riesgo en la de consumo, mejorando así el costo de financiamiento tanto a empresas como a las personas.

El acomodo de los desequilibrios también ha llevado a una disminución del endeudamiento agregado de las empresas, aunque con heterogeneidad entre sectores, mientras que los indicadores financieros de los hogares han tendido a estabilizarse. En este contexto, la banca se ha mantenido resiliente y cuenta con liquidez, provisiones y capital suficientes para afrontar episodios de tensión severos. Al igual que el resto de los actores económicos, es importante que esta continúe fortaleciendo sus capacidades para enfrentar nuevos eventos adversos y los desafíos venideros, como el vencimiento de las políticas de apoyo establecidas durante la pandemia, el aumento del riesgo de crédito y la convergencia a Basilea III.

En el plano fiscal, es pertinente destacar el proceso de consolidación, que ha ayudado a resolver los desequilibrios, pero que además es esencial para continuar mejorando las condiciones de financiamiento al resto de los agentes económicos.

Así, debemos reconocer que la economía chilena ha ido avanzando en la resolución de sus desbalances. Sin embargo, hay una serie de desafíos por delante y los riesgos no son menores.

Un primer factor a considerar es el hecho que la acción de los bancos centrales y la reacción de la inflación no ha sido igual en todas las economías. Ya sea por la prontitud con que se actuó y/o por la magnitud del ajuste monetario, la inflación y, principalmente, sus perspectivas están respondiendo de distinta manera entre países. Ello tiene implicancias tanto en el nivel actual como en el esperado de las tasas de interés de las diferentes economías, poniendo presión sobre las monedas vía los movimientos en el diferencial de tasas.

Por ejemplo, en América Latina, con algunas excepciones, la inflación se ha reducido más rápido. No obstante, las expectativas de inflación no han respondido de la misma forma. De hecho, Chile es uno de los países que ha conseguido reducir la inflación y alinear las expectativas a la meta de 3%, lo que también se ha traducido en que sea una de las economías donde la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria lidera la reducción de la restricción monetaria (gráfico 5).

En las economías desarrolladas, en cambio, los bancos centrales tardaron en reaccionar y sus perspectivas inflacionarias también han demorado más en ajustarse. Destaca Estados Unidos, donde la resiliencia del consumo y del mercado laboral han dado soporte a la persistencia inflacionaria, pese a los avances en esta última. En este caso, las perspectivas de política monetaria se han vuelto claramente más restrictivas que hace unos meses, con una *fed funds rate* que ya llegó a niveles mayores a los previamente esperados y se mantendrá elevada por más tiempo (gráfico 6). Todo esto ha dado paso a condiciones financieras más estrechas que las previstas.

Si bien la evolución de la política monetaria en el mundo desarrollado ha alterado las perspectivas para las tasas más cortas, ha aparecido un segundo factor que también ha estrechado las condiciones financieras a plazos más largos, surgiendo una mayor incertidumbre respecto del nivel al cual esas tasas converjan. Sin querer ponderar la relevancia relativa de cada elemento, se pueden destacar las incipientes dudas en torno a la política fiscal en Estados Unidos, el ruido asociado a un entorno geopolítico más complejo luego de los recientes eventos en Medio Oriente y las aprensiones respecto del equilibrio ahorro-inversión de mediano plazo, en un contexto de mayores gastos bélicos y para financiar la adaptación al cambio climático.

Como señalaba, la relevancia relativa de cada uno de los elementos mencionados es compleja de estimar, más en un contexto donde tuvimos una alza abrupta y significativa de estas tasas durante parte de octubre y noviembre. Ese fue uno de los eventos más significativos de las últimas semanas, pues ocasionó un importante estrechamiento de las condiciones financieras globales. En ese período, la tasa de interés a 10 años estadounidense superó el 5%, escalando a niveles que no

se observaban desde hace largos años. Esta alza, además, permeó hacia el resto de las economías. En Chile, de hecho, la tasa a 10 años plazo llegó a valores del orden de 7%, 150pb más que su promedio del primer semestre del año. Igual de destacable es la reversión de este incremento observada en las últimas semanas. Con todo, y más allá de ese evento relevante, permanece una tendencia en que, en la mayoría de los casos, las tasas de largo plazo se ubican por sobre los niveles de inicios de año (gráfico 7).

El dólar asimismo ha tenido vaivenes, lo que ha afectado el desempeño del resto de las monedas, sobre todo emergentes. Varias de ellas también han sentido el impacto de un menor diferencial de tasas de interés, debido a la divergencia en la trayectoria de las políticas monetarias que ya comenté.

Sin ir más lejos, el peso chileno se ha depreciado del orden de 9% desde junio a la fecha, habiendo alcanzado valores cercanos a \$950 durante la segunda quincena de octubre. Esos niveles de tipo de cambio se dieron en fechas cercanas a nuestra última RPM. En ella, como se informó en la respectiva minuta, observábamos que no había una hipótesis única que explicara esa mayor depreciación. Nuestro análisis apuntaba más bien a factores de riesgo, asociados a las trayectorias previstas para la política monetaria en Chile y EE.UU. que acabo de mencionar, en un contexto global de incertidumbre, que sumaba volatilidad a los mercados y con precios de materias primas a la baja.

De cualquier manera, los niveles de volatilidad que hemos observado en los mercados locales en el último tiempo —siguiendo las tendencias de los mercados externos— no se alejan demasiado de sus patrones históricos (gráfico 8). En el caso del tipo de cambio chileno, su volatilidad sigue estando en la parte alta del grupo de economías emergentes, mientras que para las tasas de interés es más acotada.

Con todo, hace algunas semanas el peso se apreció. Parte de ese fortalecimiento se produjo inmediatamente después de la RPM de octubre. Otra parte ha seguido los movimientos del dólar a nivel global (gráfico 9).

En suma, en el plano externo, el mundo emergente se enfrenta a un desafío relevante. Particularmente, cómo enfrentar un importante aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales, de la cual el mercado chileno no ha estado exento. De hecho, este fue uno de los puntos que destacamos en la RPM de octubre y en el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del semestre en curso. Si bien la tensión ha bajado notoriamente respecto de fines de octubre, este es un elemento en desarrollo que deberemos seguir observando en adelante y ponderando adecuadamente, dados sus posibles impactos en la macro y la convergencia inflacionaria.

Un tercer factor es la evolución de la economía local y qué tendencias podemos extraer a partir de la información económica que vamos observando. Hace algunas semanas conocimos las cifras de Cuentas Nacionales del tercer trimestre, que arrojaron un crecimiento del PIB de 0,6% anual en ese período, levemente mayor a lo que habíamos previsto en septiembre. Tanto este dato como el Imacec de octubre, que registró un aumento de 0,3% anual, muestran una economía que, en términos agregados, vuelve a ratificar que se encuentra en una fase de estabilización. De todos modos, subyace a este resultado la heterogeneidad habitual que se da entre sectores económicos y que es importante abordar.

La puesta en marcha de Quebrada Blanca Fase II, entre otros elementos, ha dado algo de mayor impulso a la producción cuprífera. Esto fue especialmente visible en la actividad minera durante el tercer trimestre. La actividad no minera, en tanto, luce estable. Resalta el impacto positivo de la mayor disponibilidad de recursos hídricos en la generación de electricidad y la resiliencia de distintas ramas ligadas a los servicios, a lo que en el margen se suma industria, aunque sin la fuerza suficiente para considerar esto último una clara tendencia. Asimismo, varias líneas del comercio muestran un incipiente repunte, aunque todavía este sector exhibe un dinamismo acotado.

Por su parte, el sector construcción ha seguido debilitándose. La situación en este rubro y en el inmobiliario se ha visto afectada de las alzas de costos del año pasado, el deterioro de la demanda y las restricciones de financiamiento. Ambos sectores estarían entre los más afectados frente a eventuales escenarios de tensión analizados en el último IEF (gráfico 10).

En cuanto al gasto, a nivel agregado no se observan grandes diferencias entre los datos efectivos y las proyecciones. El consumo privado confirma su tendencia a estabilizarse, luego de un fuerte ajuste durante 2022 y hasta los primeros meses del año en curso. Ello, sobre todo en la demanda de bienes, mientras que la de servicios completa varios trimestres sin grandes cambios (gráfico 11). Este desempeño del consumo ocurre a la par de un mercado laboral que ha ido evolucionando conforme al estado del ciclo económico, con una débil creación de empleo y expectativas que apuntan a que este panorama continuaría en los próximos meses. Con todo, los ingresos reales de las familias han ido recuperándose gradualmente, debido al impacto positivo que les ha significado la menor inflación.

En la formación bruta de capital fijo, las cifras han sido especialmente volátiles en su componente de maquinaria y equipos, algo que venimos observando desde hace varios trimestres (gráfico 12). Construcción y obras mantiene una situación compleja, la que fue refrendada por la información cualitativa proporcionada por las empresas en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de noviembre. En la última encuesta aplicada en el marco de este reporte, un tercio de las empresas contempla invertir el próximo año. Estas aluden a la incertidumbre económica como principal motivo para no invertir, a lo que se ha sumado una progresiva preocupación por el desempeño de la demanda.

Siguiendo en el plano cualitativo, las percepciones de empresas y personas persisten en niveles pesimistas. De hecho, en nuestro último IPN —de noviembre 2023— se señala varios elementos que deben ser seguidos con atención. Por un lado, las empresas resaltaban el impacto negativo del alza de costos que observaron en los últimos meses. Esta alza se asociaba en buena parte a la depreciación del tipo de cambio que hubo durante el período de levantamiento de la información, algo que se replicó en la última versión disponible de la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP). Frente a ello, las empresas señalaban que esto perjudicaba sus márgenes, puesto que también se había vuelto más difícil reajustar los precios dada la debilidad que percibían en la demanda. Por otro lado, sus perspectivas para el desempeño de los negocios en 2024 se mostraban deterioradas. De todos modos, existe heterogeneidad entre los sectores económicos, tal como en las cifras del tercer trimestre que recién comenté.

### **Comentarios finales**

A la luz de estos antecedentes, y sin adelantar proyecciones, que son materia del IPoM que daremos a conocer el 20 de diciembre, permítanme concluir con algunas reflexiones.

Tal como les comenté al inicio de mi presentación, estamos culminando un año que comenzó con desbalances muy importantes en la economía, con una inflación que superaba los dos dígitos y una política monetaria que actuaba en consecuencia con ese complejo escenario. Con el esfuerzo de todos, hemos logrado reducir en forma relevante estos desequilibrios, destacando que la inflación ha disminuido más de 7 puntos porcentuales en el último año lo que ha permitido que Chile fuera uno de los primeros países que empezó a recortar su tasa de interés

Sin embargo, hay dos temas que no quisiera dejar pasar respecto a este 2023. El primero, no olvidar la experiencia desafiante y adversa que implicó convivir con una inflación considerablemente elevada. Hace solo unos meses la inflación estaba entre las principales preocupaciones de los hogares y las empresas. Sin duda, de una u otra forma, la gran mayoría de los habitantes del país sintió el impacto negativo del elevado, rápido y generalizado aumento de los precios de la economía. El impacto fue aún mayor para las familias de menores recursos, quienes vieron muy afectado su poder adquisitivo. Es importante recordar los tiempos difíciles, para evitar repetirlos y sacar lecciones.

El segundo punto es recordar que, si bien los avances en el control de la inflación efectivamente han sido importantes y podemos perfilar su convergencia, de no mediar eventos inesperados, este proceso aún no termina. La inflación se ubica en 5% anual y debemos ser minuciosos para concretar su convergencia a la meta de 3%, pues es una condición que permite que la economía se desarrolle a todo su potencial.

De esta forma, transitamos hacia un 2024 desafiante, en un entorno global incierto, que nos ha mostrado en lo reciente su sensible reacción a distintos eventos económicos y financieros, todo lo cual repercute en los mercados locales. Es necesario que vayamos evaluando cuidadosamente la evolución de la macro, extrayendo las tendencias que nos indica la información que vamos recibiendo y cuáles son sus implicancias para la inflación y su convergencia a la meta, lo cual ha sido más complejo en el último tiempo, dado que hemos debido conducir la economía transitando entre shocks intensos, sucesivos y poco frecuentes.

Sin embargo, y sin perder de vista estos riesgos, también es cierto que comenzar un nuevo año con una economía que ha ido resolviendo sus problemas inflacionarios, representa una mejor posición relativa para fortalecer nuestra actividad económica.

A esto se suma que la reducción de la TPM impactará positivamente en el acceso al financiamiento tanto de empresas como de personas. Estamos en un ambiente de elevada volatilidad, donde se vuelve más complejo realizar una lectura correcta de la información que nos entrega cada cifra o movimiento de los mercados. Por ello, como acabo de mencionar, es necesario que, más allá de una cifra puntual o la diferencia que ella tenga respecto de lo previsto, evaluemos cuidadosamente la evolución de la macro y extraigamos las tendencias.

Una economía que recupera su equilibrio permite que la actividad retome mayores tasas de expansión y se desarrolle acorde con su potencial. Por lo mismo, es fundamental que pongamos atención en el crecimiento de mediano plazo y en las formas en que podemos incrementarlo.

En este contexto, les adelanto que en nuestro próximo IPoM además de dar luces respecto de la forma que tendrá el proceso de reducción de la tasa de política monetaria, daremos a conocer una revisión de los parámetros estructurales de la economía, incluyendo el crecimiento de mediano plazo o tendencial y el nivel neutral de la tasa de interés. Esto permitirá calibrar de mejor manera nuestras próximas decisiones, de modo de ir afinando con mayor precisión las dosis de ajuste que la economía necesita.

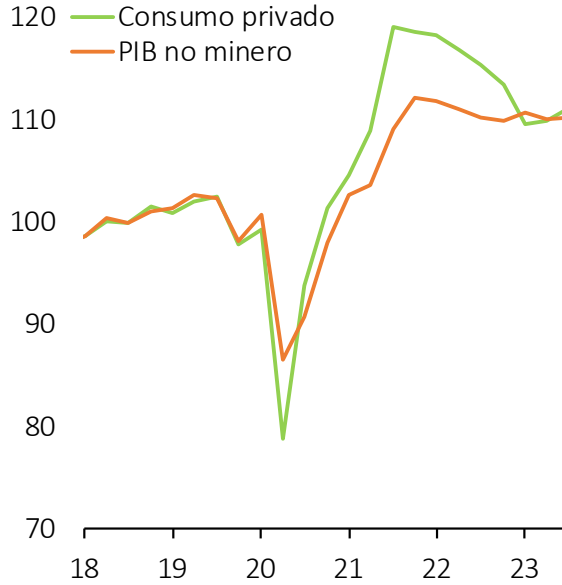
Como siempre, hay riesgos presentes y van tomando nuevas dimensiones. En particular, en los últimos meses se han observado condiciones financieras globales más estrechas y una elevada volatilidad financiera. Una economía en orden, como lo dije antes, nos permitiría enfrentar de mejor manera escenarios que se tornen más adversos, por lo que es importante que sigamos en esa senda y en la de recuperar nuestras capacidades.

Muchas gracias.

Gráfico 1

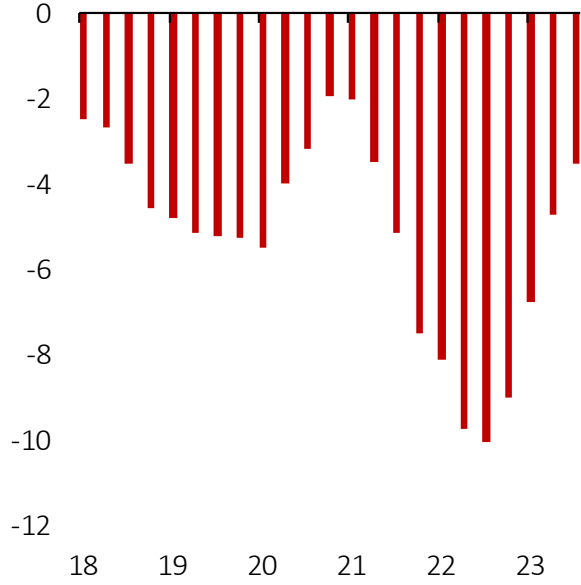
**PIB no minero y consumo privado**

(índice promedio 2018=100, series trimestrales desestacionalizadas)



**Saldo de la cuenta corriente**

(porcentaje del PIB, últimos 12 meses)



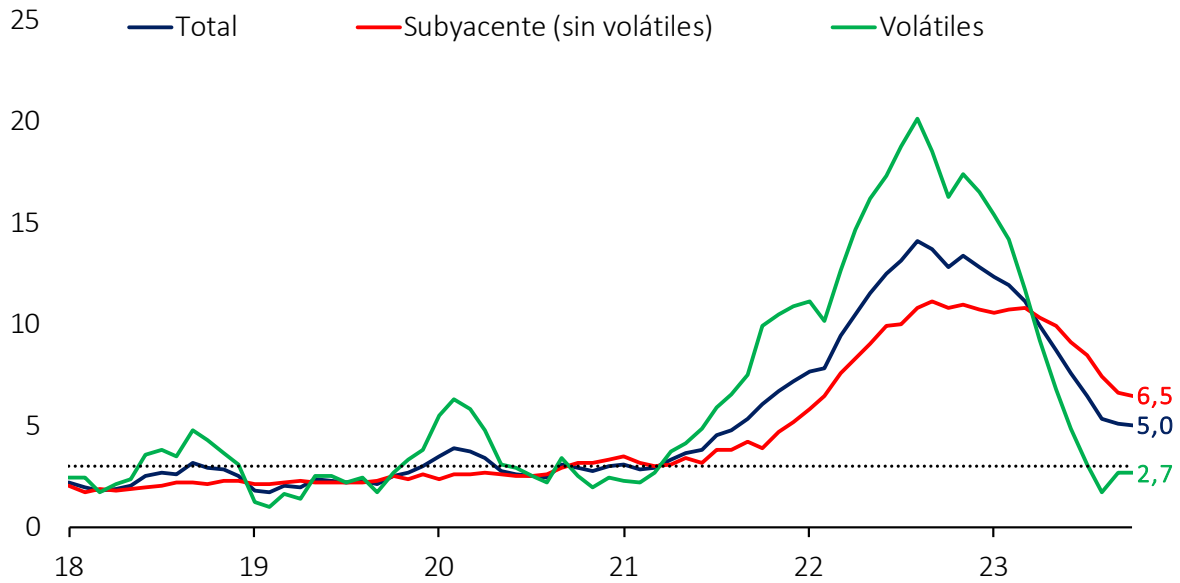
Fuente: Banco Central de Chile.



Gráfico 2

**Indicadores de inflación (\*)**

(variación anual, porcentaje)



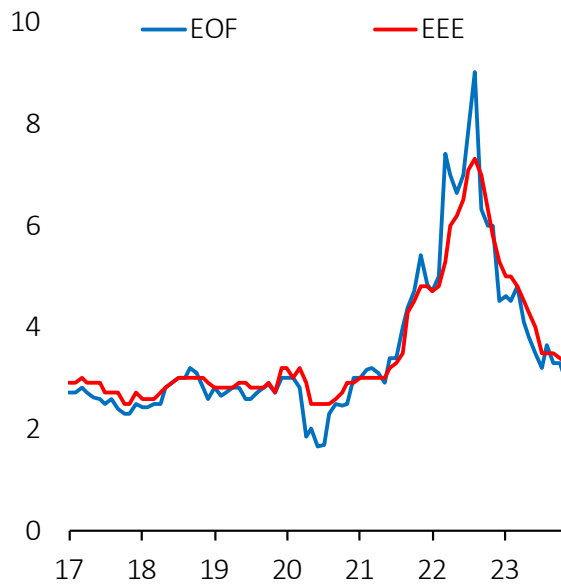
(\*) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico.

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

Gráfico 3

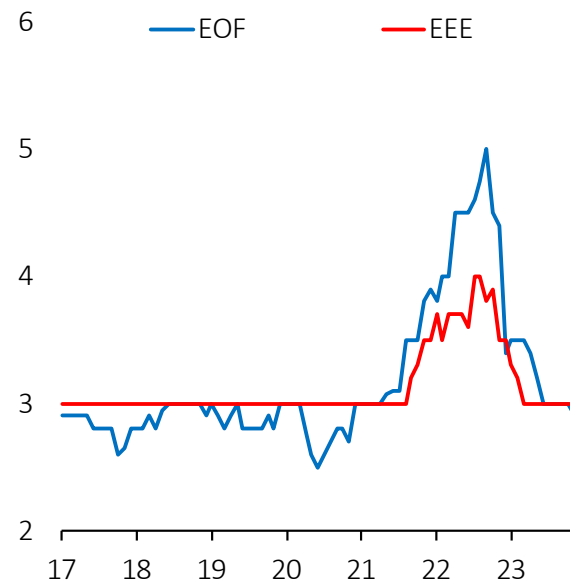
**Expectativas de inflación a 1 año plazo**

(porcentaje)



**Expectativas de inflación a 2 años plazo**

(porcentaje)

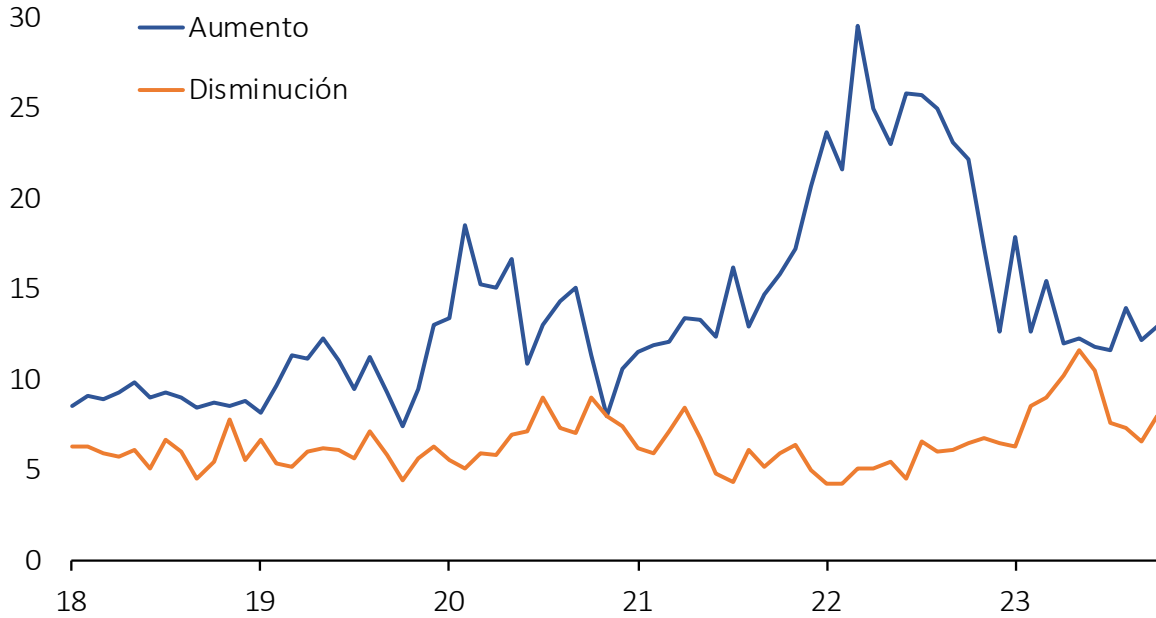


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

**Frecuencia de cambio de precios en bienes (\*)**

(porcentaje de cambios positivos o negativos de precios por producto, mediana)



(\*) Se considera el 48,5% del peso total de bienes y el 1,6% de servicios. En cada mes se calcula la frecuencia de cambios positivos o negativos de precios en las variedades para cada producto de la canasta del IPC calculado con factura electrónica. Luego, agregamos la frecuencia con el peso del INE de cada producto y se reporta la mediana entre productos. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5

**América Latina**

**Inflación**

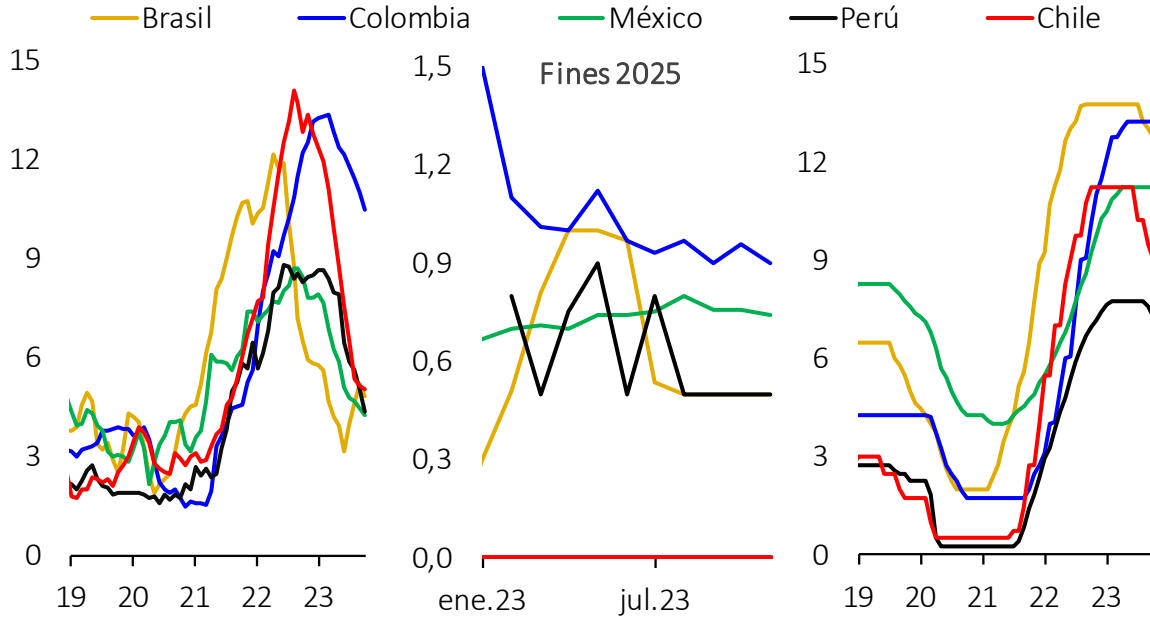
(variación anual, porcentaje)

**Expectativas de inflación (\*)**

(dif. c/r a la meta, porcentaje)

**Tasa de política monetaria**

(porcentaje)



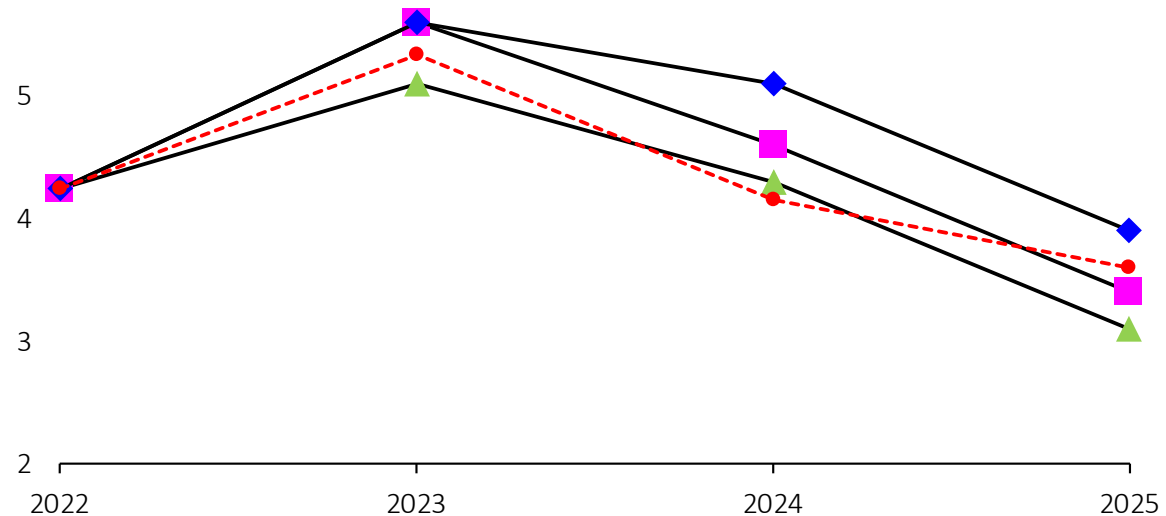
(\*) En base a encuestas de expectativas económicas que realizan los bancos centrales. Corresponde a la diferencia entre la variación anual esperada a diciembre de 2025 y la meta de inflación informada por las instituciones respectivas. Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países y Bloomberg.

Gráfico 6

**Fed Funds Rate**

(rango medio al final de cada de año, porcentaje)

6 —▲— FOMC mar.23 —■— FOMC Jun.23 —◆— FOMC Sep.23 —●— Futuros FFR (05/12)

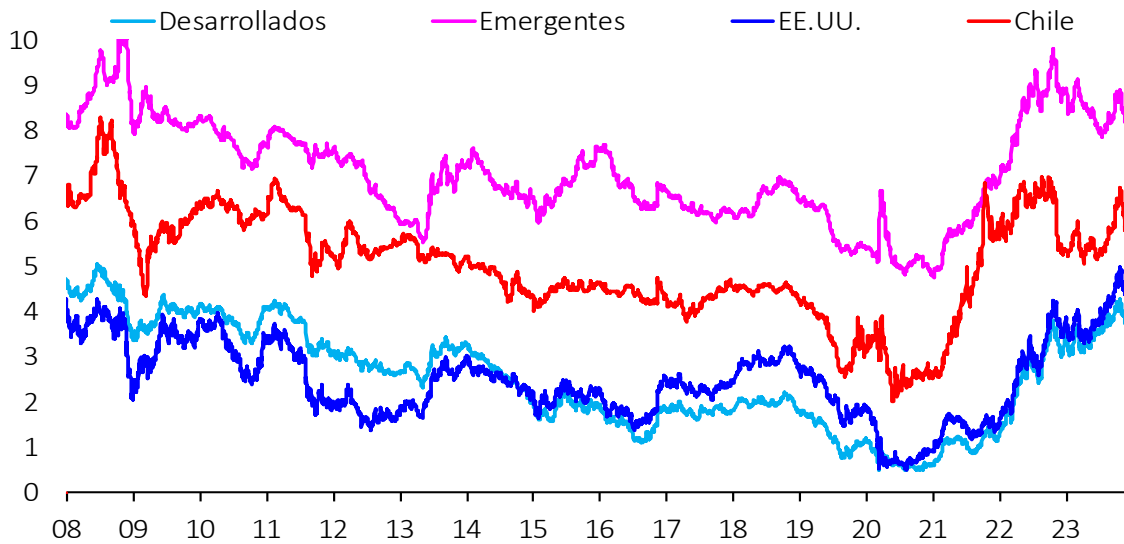


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

Gráfico 7

**Tasas soberanas a 10 años plazo (\*)**

(porcentaje)



(\*) Desarrollados considera a: Noruega, Suecia, Reino Unido, Australia, Canadá, Dinamarca, Singapur, Corea, Zona Euro (no incluye a Portugal ni Grecia), y Estados Unidos. Emergentes incluye a: Colombia, Perú, México, Brasil, Chile, Tailandia, Sudáfrica, Turquía, Hungría, Polonia, India e Indonesia. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

Gráfico 8

**Volatilidad financiera en países emergentes (\*)**

**Tipo de cambio**

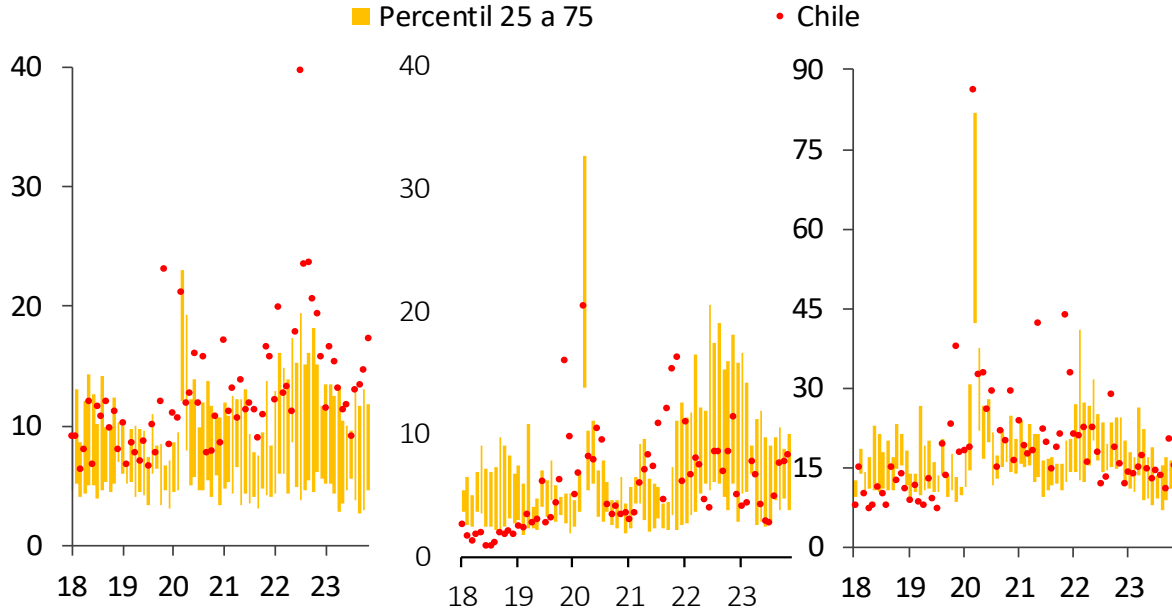
(porcentaje)

**Tasas de interés soberanas**

(puntos base)

**Mercados bursátiles**

(porcentaje)

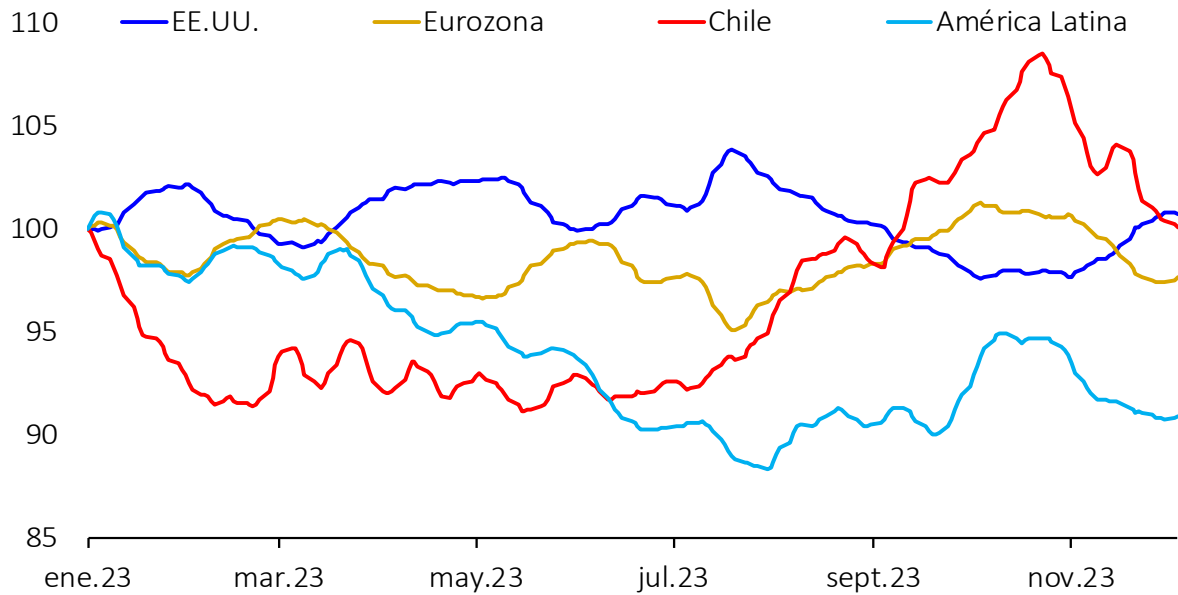


(\*) Considera Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Desviación estándar anualizada del retorno diario durante cada mes. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

Gráfico 9

**Monedas (1)(2)(3)**

(índice 02.01.23=100)

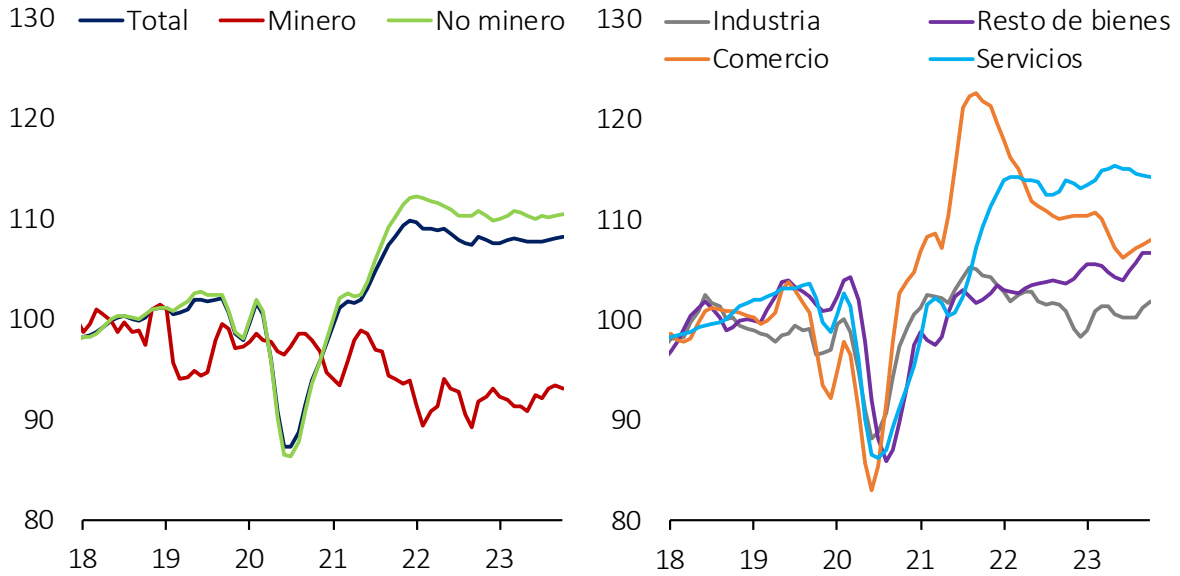


(1) Series en promedios de siete días móviles. (2) Para América Latina corresponde a un promedio entre Brasil, Perú, México y Colombia. (3) Un aumento (caída) indica depreciación (apreciación) de la moneda.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 10

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

(índice promedio 2018=100, series desestacionalizadas)

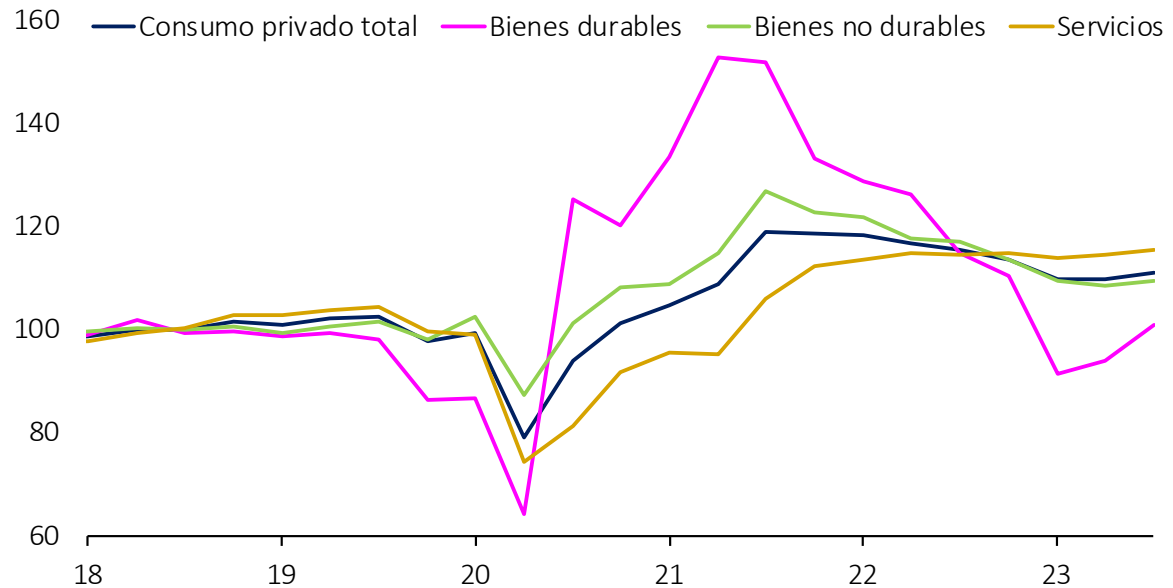


(\*) Series en promedios móviles trimestrales. Resto de bienes considera las actividades agropecuario-silvícola, pesca, EGA y gestión de desechos, y construcción. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

**Consumo privado y sus componentes**

(índice promedio 2018=100, series trimestrales desestacionalizadas)

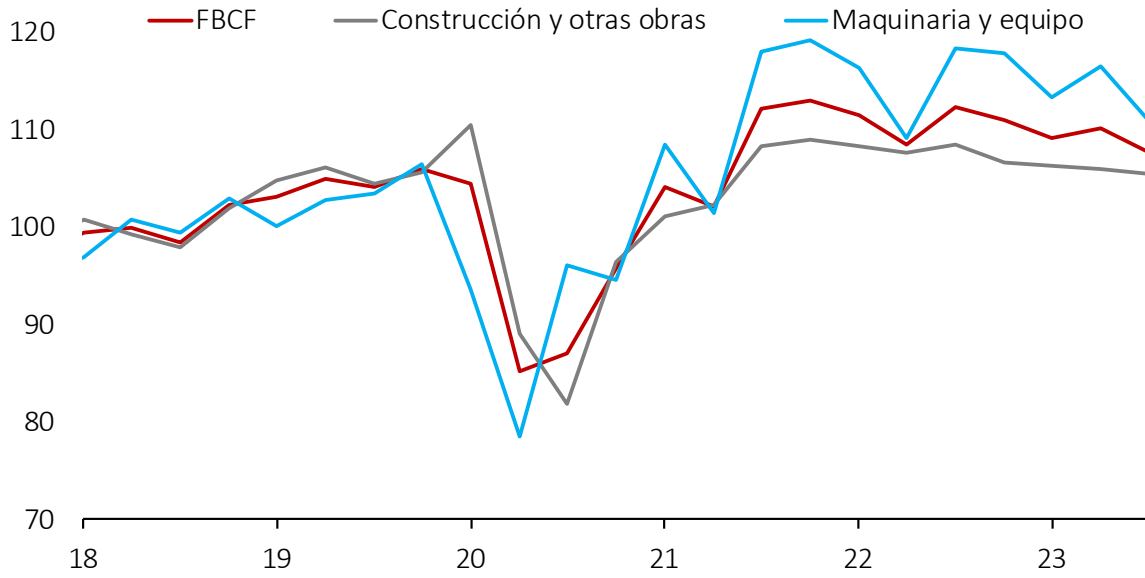


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

**Formación bruta de capital fijo y sus componentes**

(índice promedio 2018=100, series trimestrales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.