



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

Rosanna Costa  
Presidenta  
Banco Central de Chile  
7 de diciembre de 2022

---

\*El *Informe de Política Monetaria* de diciembre de 2022 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

## Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Juan Antonio Coloma. Senadores miembros de esta Comisión, Senadoras y Senadores,

Como es habitual, comienzo por agradecer la invitación que la Comisión hace al Banco para presentar nuestra visión sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas e implicancias para la política monetaria. Esta visión es la que se presenta en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2022, que publicamos esta mañana. Estos antecedentes son, además, el fundamento tras la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria de ayer martes.

Este es el cuarto IPoM que me corresponde presentar, y quisiera detenerme brevemente para dar una mirada retrospectiva a lo que han sido estos primeros meses como Presidenta del Banco Central.

En este período, la institución ha tenido una significativa renovación. En febrero se incorporó al Consejo Luis Felipe Céspedes y en mayo la Consejera Stephany Griffith-Jones, ambos profesionales de destacada trayectoria en el ámbito económico.

Hemos tenido un año muy difícil en materia inflacionaria. En la presentación del IPoM de marzo, señalé que la inflación y sus perspectivas seguían aumentando y que llegaría a valores en torno a 10% a mediados de este año y luego descendería para alcanzar 5,6% al cierre de 2022. Las estimaciones incorporaban las alzas de precios asociadas a la invasión de Rusia a Ucrania, con el conocimiento que entonces teníamos de lo que sería el conflicto y sus implicancias.

Si bien en ese momento la inflación ya aparecía como un problema global, desde entonces se ha agravado, de la mano de una guerra prolongada, de la extensión de los problemas en las cadenas de suministro y costos de transporte internacionales y los efectos de la debilidad en el sector inmobiliario chino y su política cero Covid. A todo esto, se sumaron una mayor persistencia, en un contexto de sorpresas inflacionarias importantes y elevadas expectativas de inflación. Así, llegamos al término del año con una suma de nuevos *shocks* que se instalaron sobre nuestra economía, que ya mostraba desbalances importantes que requerían ser corregidos.

En este período los mercados financieros han mostrado alta volatilidad. A nivel local, hemos debido enfrentarla inmersos en un contexto de incertidumbre elevada, la que alcanzó su momento más álgido en julio. En ese período, el mercado cambiario local exhibió importantes tensiones en su proceso de formación de precios, particularmente de los derivados cambiarios, lo que nos llevó a anunciar una intervención cambiaria con el fin de reducir la probabilidad de distorsiones significativas en el funcionamiento de otros segmentos del mercado financiero.

No ha sido un año fácil, como tampoco lo fueron los anteriores. En este período desafiante, la institución ha continuado avanzando en diversos ámbitos. Hemos incorporado mejoras sustantivas en la generación de estadísticas regionales y estamos avanzando en estadísticas experimentales,

con mayor oportunidad y alcance, pero potenciales costos de precisión. Nos hemos enfocado en aperturas del PIB y gasto regionales con frecuencia trimestral, estadísticas de género y, recientemente, en demografía de empresas.

También desarrollamos y dispusimos una nueva infraestructura del mercado financiero con el repositorio de derivados. Esta plataforma permite aumentar la transparencia del mercado, promover la estabilidad financiera y facilitar la supervisión por parte de los reguladores. Hemos continuado con la internacionalización del peso, se han flexibilizado las normas para las cuentas de ahorro y se publicó por primera vez un Informe de Pagos que tendrá frecuencia anual. Y relacionado con pagos, se está recogiendo las visiones de diversos agentes y agencias gubernamentales sobre la emisión de monedas digitales de banco centrales, trabajo que se dará a conocer en la primera parte de 2023. Este año también se iniciaron las Reuniones de Política Financiera. Abrimos nuevos canales de comunicación y fortalecimos nuestro programa de educación financiera.

Hemos continuado trabajando con microdatos, lo que nos ha permitida enriquecer nuestro análisis, parte de lo cual se ha ido dando a conocer en los diferentes informes. Otra línea de trabajo dice relación con temas ambientales, materia que estamos abordando desde diversas áreas en el ámbito de nuestras competencias, y participamos asesorando en algunas instancias gubernamentales como del Comité Preparatorio para una Taxonomía Verde. Hoy estamos definiendo el Plan Estratégico 2023 - 2027, proceso que ha recogido la mirada de la organización y las percepciones que las regiones tienen sobre el quehacer del Banco Central.

No puedo ser exhaustiva en estas líneas. Sin embargo, quiero destacar que estamos conscientes que nuestro rol y obligación principal está en la convergencia inflacionaria y en la estabilidad de los mercados. Nuestros esfuerzos se enfocan en ello, claros de la importancia que tienen en el bienestar de tantos hogares. Estos esfuerzos son posibles porque esta institución cuenta con equipos de excelencia y comprometidos con el país y, con un Consejo que busca aportar a ese sello con su propio ejemplo.

Permítanme ahora pasar a referirme al contenido del Informe.

### **Escenario macroeconómico y proyecciones**

La información de los últimos meses nos muestra que la economía chilena continúa su proceso de ajuste tras los importantes desequilibrios acumulados durante 2021. Acorde con lo esperado, la inflación anual llegó su peak en el tercer trimestre. Sin embargo, el elevado nivel que ha alcanzado indica que el problema está lejos de ser resuelto. Como lo muestra el dato que conocimos esta mañana, el IPC volvió a mostrar una variación mes a mes elevada, de 1,0%, con lo que su variación anual del IPC se elevó a 13,3%. La inflación subyacente —sin volátiles— también tuvo un incremento importante, de 0,9%, que la hizo subir a 11%. Así, desde cualquier perspectiva, el nivel de la inflación sigue siendo muy elevado (gráfico 1).

En cuanto a los factores que determinan el comportamiento de la inflación, resalta que los ligados a la demanda han comenzado su proceso de retirada, en línea con el ajuste macroeconómico y del consumo. A su vez, los factores de costos, que cobraron mayor fuerza en los últimos trimestres, han comenzado a aliviarse, aunque persisten en niveles elevados (gráfico 2). Con todo, la brecha de actividad continúa elevada y la inflación se mantiene en niveles excepcionalmente altos, ambas señales de que el proceso de ajuste de la economía chilena aún no concluye. De hecho, las proyecciones que les presentaré en unos minutos siguen contemplando que la economía continuará contrayéndose y que la variación anual del PIB será negativa el próximo año.

En lo que dice relación con las expectativas de inflación, éstas siguen altas. Las medidas a dos años plazo se mantienen por sobre 3%, aunque con alguna moderación en el margen. A un año plazo, las expectativas descendieron algo más, situándose entre 4,5 y 6% en las encuestas a expertos. En este último caso se comparan con valores entre 7 y 8% que anotaban al momento que publicamos el IPoM de septiembre (gráfico 3).

Respecto de los costos, destaca la baja del transporte a nivel mundial, la reducción de los cuellos de botella y una continua normalización de las cadenas de suministro global. A su vez, los precios internacionales de las materias primas han cedido. En el Informe de Percepciones de Negocios de noviembre, las empresas percibían incrementos de costos más acotados, aunque la volatilidad y nivel del tipo de cambio seguían siendo un factor de preocupación. Las expectativas de costos del IMCE de los sectores del comercio y la industria también muestran un descenso importante en los últimos meses (gráfico 4).

En cuanto a la actividad, como mencioné, los datos del tercer trimestre confirman, en general, que la economía continúa su proceso de ajuste. En su serie desestacionalizada, el PIB no minero retrocedió 0,8% respecto del trimestre anterior, su segunda caída trimestral consecutiva. Sobresale en este resultado la evolución del comercio, que cayó 2,8% en el trimestre. Los servicios empresariales marcaron la excepción al aumentar 1,1% en el período. Con ello, continúa con la tendencia de crecimiento que registra hace varios trimestres, explicada por la tercerización de actividades. El Imacec de octubre confirmó la trayectoria decreciente de la actividad no minera, con un retroceso de 0,4% mes a mes desestacionalizado (gráfico 5).

Por el lado de la demanda, en el tercer trimestre, la formación bruta de capital fijo (FBCF) tuvo un desempeño significativamente mejor al previsto. Este resultado fue impulsado por la inversión en energías renovables y otros sectores específicos. Entre estos últimos destacó el impacto de las obras de ingeniería asociadas a fases terminales de proyectos mineros y a factores puntuales como las importaciones de buses.

De cualquier forma, las perspectivas para la inversión siguen siendo débiles. El último catastro de la Corporación de Bienes de Capital muestra montos de inversión a la baja durante el período 2022 – 2025. Al mismo tiempo, las expectativas de las empresas siguen en valores pesimistas. Destaca también el bajo dinamismo del sector inmobiliario. En todo caso, las tasas de interés de largo plazo y los niveles de incertidumbre local se han reducido en los últimos meses, lo que podría ayudar algo en el comportamiento de la inversión hacia adelante (gráfico 6).

Por el lado del consumo privado, los datos del tercer trimestre muestran que continuó ajustándose. Resalta la nueva disminución de la parte de bienes durables, cuya serie desestacionalizada cayó 3,8% respecto del trimestre previo. Con ello, ha deshecho una parte relevante de la excesiva alza que mostró en la segunda mitad de 2021. Por su lado, el consumo de bienes no durables continúa también a la baja, mientras que el consumo de servicios ha seguido creciendo gradualmente, coherente con la eliminación de las limitaciones a la oferta tras el levantamiento de las restricciones sanitarias (gráfico 7).

El ajuste del consumo se ha dado en un contexto en que la liquidez ha ido normalizándose, la creación de empleo es baja y los salarios reales muestran caídas en el último año. En el mercado laboral resalta que la ocupación total y la fuerza de trabajo muestran un bajo dinamismo durante 2022. En lo más reciente, destaca la disminución de la ocupación formal, compensándose con una mayor participación del empleo asalariado informal y por cuenta propia. Además, algunos indicadores del mercado laboral apuntan a un deterioro futuro. Por ejemplo, las vacantes han disminuido y las perspectivas de empresas y consumidores para el empleo siguen débiles (gráfico 8).

El déficit de la cuenta corriente subió a 9,9% del PIB en el último año móvil. Este valor es elevado, y se asocia tanto a una disminución del ahorro privado como a una mayor inversión. En un contexto en que el consumo se ha ido ajustando, el menor ahorro privado se explica en buena parte por el efecto negativo de los peores términos de intercambio en el ingreso nacional. La mayor inversión, como ya se señaló, se relaciona principalmente con el dinamismo del componente de maquinaria y equipos. También han contribuido los aún elevados costos de transporte.

Hacia adelante, se espera que estos fenómenos se reviertan de la mano de un ajuste adicional del consumo y la inversión, bajo el supuesto que las políticas que estimularon la fuerte caída del ahorro nacional no se repetirán. Como les mostraré en unos minutos, para los dos años que siguen el déficit de la cuenta corriente se reducirá sustancialmente respecto de su nivel actual.

En el plano externo, la inflación mundial continúa en niveles altos, aunque con cierta moderación en algunos países. Las tensiones inflacionarias se concentran, principalmente, en la parte subyacente de la inflación, que en varias economías ha tenido como centro la fortaleza de los sectores de servicios (gráfico 9).

Como se describe en uno de los recuadros del Informe, en EE.UU. resalta la estrechez y altas presiones salariales que continúa exhibiendo su mercado laboral. Con diferente grado, esta situación también se presenta en otras economías desarrolladas y plantea un riesgo para el descenso de la inflación en estos países. De hecho, es uno de los factores que explican la perspectiva de política monetaria mundial más restrictiva considerada en el escenario central de este IPoM.

Es así como la política monetaria implementada por los bancos centrales en el resto del mundo ha reforzado su contractividad. Esto ha sido particularmente visible en las economías desarrolladas, donde los procesos de ajuste monetario comenzaron más tarde.

La Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo, junto con alzas significativas de sus tasas de referencia, han señalado una restrictividad más prolongada que lo esperado hace un tiempo. En América Latina, la mayoría de los bancos centrales ha seguido aumentando sus tasas de interés, a excepción de Chile y Brasil.

En general, las expectativas de mercado apuntan a que los ciclos de alzas de tasas están próximos a culminar en un grupo importante de economías emergentes. Además, en varias de ellas se prevén recortes durante 2023, particularmente aquellas que comenzaron más temprano a aumentar tasas (gráfico 10). En este contexto, los mercados financieros globales siguen mostrando una significativa volatilidad.

El mercado financiero nacional ha ido ajustándose a un panorama de menor riesgo, observándose una caída relevante de las tasas de interés en pesos. En comparación con inicios de septiembre, los papeles nominales a 10 años anotan descensos del orden de 125 puntos base. Tasas a menor plazo —SPC a 1 y 2 años— caen en torno a 250 puntos base en ese lapso. Al mismo tiempo, el spread respecto de las tasas internacionales disminuye significativamente.

Este comportamiento de las tasas nominales se ha dado en un contexto de deterioro de las expectativas económicas para 2023 y una reducción en la inflación prevista. Además, la descomposición de las tasas de interés de largo plazo da cuenta de una creciente preponderancia de los factores de riesgo externo, mientras los internos se han reducido (gráfico 11). En todo caso, las tasas reales muestran movimientos de menor magnitud.

En cuanto al tipo de cambio nominal, en los últimos meses ha seguido mostrando vaivenes relevantes. Comparado con el cierre estadístico previo, el peso se depreció en torno a 1%.

Por último, en lo que tiene relación con el crédito bancario interno, este sigue con un bajo dinamismo, en medio una oferta restrictiva y una demanda acotada. Las distintas categorías de colocación muestran variaciones anuales bajas en perspectiva histórica, con tasas de interés que permanecen elevadas. La Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre indica que las condiciones de oferta de crédito se han vuelto más restrictivas, en medio de una demanda acotada.

### **Parámetros estructurales**

Acorde con lo que señalamos en septiembre, en este IPoM actualizamos nuestra estimación de los parámetros estructurales utilizados en las proyecciones de mediano plazo. Esta estimación abarca el crecimiento tendencial y la tasa de interés neutral.

Es importante notar que el crecimiento tendencial se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía. Por ello, cuando lo estimamos hacemos referencia a un período largo de tiempo, regularmente una década.

El Banco también estima constantemente el crecimiento potencial, que es un concepto distinto, más asociado a la evolución de la capacidad productiva de corto plazo de la economía. En todo caso, en el mediano plazo, ambas variables, el crecimiento tendencial y potencial, convergen.

Respecto del crecimiento tendencial del PIB no minero, estimamos que para el período 2023-2032 promediará 2,2%, siguiendo la misma tendencia decreciente que preveíamos en la estimación que hicimos en junio de 2021. En ese entonces, proyectamos que el crecimiento tendencial promediaría 2,9%, aunque el período de referencia era distinto, 2021-2030.

La principal diferencia con la proyección anterior es que en el más corto plazo ella incorporaba una recuperación en las horas trabajadas y la tasa de participación laboral tras el shock sanitario. En la actual estimación, que comienza en 2023, estas variables ya hicieron gran parte de su recuperación. Así, en los años más próximos, ya no contribuirán con tanta relevancia al crecimiento tendencial.

Hacia el fin del período, toma mayor importancia la convergencia de las horas trabajadas al promedio de la OCDE, lo que irá reduciendo la contribución del factor trabajo. Se sigue estimando un bajo crecimiento de la productividad total de factores, que se sustenta en la consolidación de una tendencia decreciente de la misma (gráfico 12).

Sobre la TPM neutral, se estima que se ubica en 3,75%, con un rango entre 3,5 y 4%. Esto equivale a un aumento de 25 puntos base respecto de la estimación anterior. Esta alza es coherente con la reciente reversión de las tasas neutrales en otras economías, que revirtió la tendencia a la baja que mostraban las tasas a nivel global.

## **Proyecciones**

En el escenario central se proyecta que la inflación total seguirá reduciéndose en los próximos trimestres, y convergerá a la meta de 3% en la segunda mitad de 2024. La inflación subyacente tendrá una reducción algo más lenta, llegando a 3% hacia fines de 2024.

La trayectoria que proyectamos para la inflación es algo por sobre la estimada el IPoM previo. Para fines de este año, con los antecedentes disponibles hasta el 30 de noviembre, preveíamos una inflación anual de 12,3% (12% en septiembre). Para 2023, proyectamos que la inflación total promediará 6,6%, terminando el año en 3,6% (6,1 y 3,3%, respectivamente, en septiembre) (gráfico 13).

Esta revisión considera la sorpresa acumulada en los últimos meses y un tipo de cambio real que descenderá más lentamente a lo largo del horizonte de proyección. Sobre esto último, se supone que el tipo de cambio real se mantendrá en torno a sus niveles actuales en los próximos trimestres, lo que contribuirá al ajuste de los desequilibrios macro. Luego comenzará a disminuir,

en línea con la evolución de la economía y sus fundamentos hacia condiciones estables de largo plazo.

La convergencia inflacionaria sigue descansando en que la economía continuará ajustándose. En el escenario central, se mantiene la proyección de que la actividad acumulará varios trimestres de contracción. Con esto, la brecha de actividad se tornará negativa hacia inicios de 2023, manteniéndose en esos valores hasta fines del horizonte de política, lo que es necesario para la reducción de la inflación a la meta.

En el escenario central, el PIB crecerá 2,4% en 2022, caerá entre -1,75 y -0,75% en 2023 y aumentará entre 2 y 3% en 2024. La revisión al alza para 2022 responde a datos efectivos, en tanto el grueso de la corrección a la baja para 2023 y 2024 responde al nuevo supuesto para el crecimiento tendencial.

La proyección sigue considerando que el consumo y la inversión mostrarán tasas de variación negativas en 2023. Esto refleja un mercado laboral que ha perdido fuerza, expectativas de hogares y empresas en niveles pesimistas, un tipo de cambio real elevado y condiciones financieras restrictivas para todo tipo de créditos. Por el lado fiscal, considera un gasto acorde con el prepuesto aprobado para 2023, que sigue una senda de consolidación para los años siguientes (tabla 1).

El déficit de la cuenta corriente descenderá en los próximos trimestres, en la medida que la economía retome el equilibrio entre ahorro e inversión. También colaborará la reducción de los altos costos de transporte. En el escenario central, la cuenta corriente cerrará 2022 con un déficit de 8,7% del PIB, cifra que descenderá a 4,9 y 4,1% en 2023 y 2024, respectivamente.

El impulso externo que recibirá la economía chilena se reduce respecto de lo previsto en septiembre. En un contexto de políticas monetarias más contractivas en el mundo desarrollado, las perspectivas de crecimiento mundial se han vuelto a deteriorar. En el escenario central se prevé que EE.UU. y la Eurozona enfrenten una recesión en 2023.

Con esto, los socios comerciales chilenos crecerán 2,1% el próximo año (2,6% en septiembre). En los precios de las materias primas sigue previéndose una trayectoria a la baja respecto de sus niveles actuales. Para el cobre se anticipan precios promedio de US\$3,55 y 3,45 para los próximos dos años, y para el petróleo se prevén valores en torno a US\$80 en el mismo lapso (gráfico 14).

### **Política monetaria**

En la reunión de política monetaria que sostuvimos ayer martes decidimos mantener la Tasa de Política Monetaria en 11,25%. También mencionamos que la tasa se mantendrá en ese valor hasta que el estado de la macroeconomía indique el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado. La política monetaria ha hecho un ajuste significativo y está propiciando la resolución de los desequilibrios presentes en la economía. No obstante, la inflación sigue siendo muy elevada y la convergencia a la meta de 3% aún está sujeta a riesgos.



Respecto de los movimientos futuros de la tasa, los bordes del corredor de TPM que presentamos en este IPoM reflejan escenarios donde la velocidad del proceso de convergencia inflacionaria da paso a ajustes más tempranos o tardíos de la tasa, respecto de lo considerado en el escenario central.

Un factor relevante es la evaluación de la persistencia inflacionaria, ya sea por la magnitud y signo de nuevas sorpresas en la inflación o por el grado de ajuste de las expectativas. Escenarios donde estas variables denoten una menor o mayor persistencia inflacionaria, podrían llevar a un proceso de reducción de la TPM más adelantado o tardío que lo previsto.

Otro factor de relevancia será la velocidad de ajuste de la economía. El escenario externo ha tenido un continuo deterioro y las expectativas de hogares y empresas están en niveles pesimistas. En este contexto, no podría descartarse un ajuste más rápido de la economía que lleve a una reducción más temprana de la TPM.

En todo caso, tampoco puede descartarse el escenario contrario, toda vez que, en lo más reciente, la demanda, en particular la inversión, ha sido algo más dinámica que lo esperado. El Consejo estima que los bordes inferior y superior del corredor de la TPM, respectivamente, capturan las trayectorias alternativas de TPM asociadas a estos eventos (gráfico 15).

En cuanto a los riesgos, el escenario externo se ha transformado en una fuente importante de preocupación y no es posible descartar eventos que lleven a una disrupción relevante de las condiciones financieras y a un deterioro abrupto del impulso externo. En este caso, los efectos inflacionarios de corto plazo podrían ser considerables —por la apreciación global del dólar—, aunque mitigados en el mediano plazo por los impactos sobre el crecimiento. Por otra parte, medidas que impidan el ajuste previsto del gasto, y den un nuevo impulso a la inflación, darían paso a aumentos de la TPM para asegurar la convergencia a la meta.

Permítanme terminar con algunas reflexiones.

### **Reflexiones finales**

Estimados senadores y senadoras, es importante destacar que este es el primer Informe en varios trimestres en que nuestro escenario de proyección no presenta cambios significativos respecto del IPoM previo. La economía ya está en una fase de ajuste y los factores de oferta están comenzando a moderar su presión sobre los precios, aunque la incidencia de estos últimos es menor por ahora. No obstante, la inflación sigue siendo muy elevada y continuamos viendo sorpresas importantes, aunque en ambas direcciones.

Los elementos que nos llevaron a este aumento de los precios tienen su origen fundamental en factores internos, en particular el excesivo aumento del gasto que vimos en 2021. Como referencia, a fines de ese año, el consumo privado en Chile era 21% más alto que a inicios de la pandemia, cifra que se elevaba a 55% para el consumo de bienes durables. Ambos valores muy por encima de lo que ocurrió en economías comparables.

En todo caso, que nuestro fenómeno inflacionario tenga como causa principal factores internos, no desconoce que hoy la inflación es un fenómeno global, que están enfrentando muchos países. Ha habido varios *shocks* comunes, partiendo por la pandemia y sus secuelas en las cadenas productivas, seguido de la invasión rusa a Ucrania y el efecto de las políticas monetarias más restrictivas de los países desarrollados. Sin embargo, la economía chilena enfrentó ese conjunto de *shocks* externos bajo un desequilibrio muy relevante del gasto.

La política monetaria ha hecho un ajuste muy significativo. Hemos completado un ciclo de alzas importantes de la Tasa de Política Monetaria, de forma de generar condiciones que permitan el ajuste y aseguren la convergencia de la inflación a la meta de 3% en un plazo de dos años. La política fiscal también ha hecho su parte, reduciendo el gasto respecto de los elevados niveles observados el año pasado.

Es evidente que la tarea está inconclusa y aún nos esperan meses difíciles. La inflación sigue en niveles muy elevados, y sus efectos se hacen sentir con rigor en los hogares. Reducirla es una labor en la que no podemos claudicar.

La actividad ya está mostrando tasas de variación anual negativas. Aunque ciertamente esto nos mantiene atentos, no debemos perder de vista que las cifras que estamos viendo hoy son parte del proceso de ajuste que la economía requiere para resolver los desequilibrios generados por el exceso de gasto de 2021. No es una caída de la actividad que surge a partir de un *shock* externo, como hemos vivido en el pasado. Es el ajuste que requerimos para que la economía transite hacia niveles sostenibles, un prerrequisito indispensable para bajar la inflación. Como mencioné hace unos instantes, la elevada inflación actual es un problema cuyo origen está en decisiones locales, agravadas por un conjunto de sucesivos *shocks* externos.

La capacidad de la economía de realizar un ajuste ordenado y con el menor costo posible depende críticamente de la coherencia de las decisiones que adopten los distintos actores. Es esencial no abandonar esfuerzos. Y ciertamente, es aún más relevante contener impulsos adicionales sobre la demanda que, lejos de contribuir al proceso de ajuste, lo dificulten. Ello sumaría presiones inflacionarias, las que, en esta etapa del ciclo, impondría costos aún mayores.

La experiencia nos indica que una vez que una inflación sube y se torna persistente, los esfuerzos para reducirla son cada vez mayores. Esto, sin contar, como hemos sido testigos, de que la inflación afecta más a quienes tienen menos recursos.

Es importante tener presente que los desafíos que enfrentamos no se acotan solo con reducir la inflación. También tenemos la tarea de recomponer las holguras que nos han permitido mitigar los impactos de *shocks* externos en el pasado. Como destacamos en el Informe de Estabilidad Financiera que presentamos el mes pasado ante esta Comisión, uno de los efectos de los retiros de ahorros previsionales fue quitarle profundidad al mercado financiero. De hecho, la volatilidad del tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo ha aumentado respecto de períodos previos, incluso en términos comparativos con otros países. El acceso al financiamiento de largo plazo, como el hipotecario, también se ha deteriorado.

Se suma, como les mostré hace unos minutos, que nuestras estimaciones siguen apuntando a que el crecimiento tendencial de la economía irá disminuyendo en los próximos años, llegando a niveles bajo 2% en la década siguiente. Esta evaluación no difiere de la que presentamos en el Informe de junio de 2021 y sigue siendo un problema que debemos enfrentar de forma prioritaria. Revertir esta tendencia pasa, entre otras cosas, por aumentar la productividad o por un esfuerzo mucho mayor en ahorro e inversión.

Fomentar el ahorro y recuperar la profundidad del mercado de capitales contribuye ciertamente a incrementar la inversión. Un mercado de capitales sano logra a su vez canalizar mejor los ahorros a distintos plazos y a proyectos más productivos. Además, sin duda que fomentar el ahorro tendría un efecto positivo en el crecimiento tendencial.

En cuanto a mejorar la productividad, ciertamente una tarea de este tipo no tiene soluciones fáciles. Prueba de ello es que varios gobiernos han convocado comisiones y se han emprendido programas que buscan abordar este tema. Hasta ahora, no hemos logrado una mejora suficiente para revertir su tendencia decreciente. Con todo, es un esfuerzo muy necesario de implementar.

Elementos como la educación y la capacitación laboral son desafíos significativos y de largo plazo. También lo son aquellos relacionados con la disponibilidad de recursos para expandir el stock de capital. En esto, nuevamente, generar políticas que favorezcan el ahorro puede tener un rol muy relevante.

Es importante recordar que aumentar el crecimiento no es un fin en sí mismo, sino el medio a partir de cual podemos generar un mayor flujo de recursos y distribuir más a todos los que habitamos en este país.

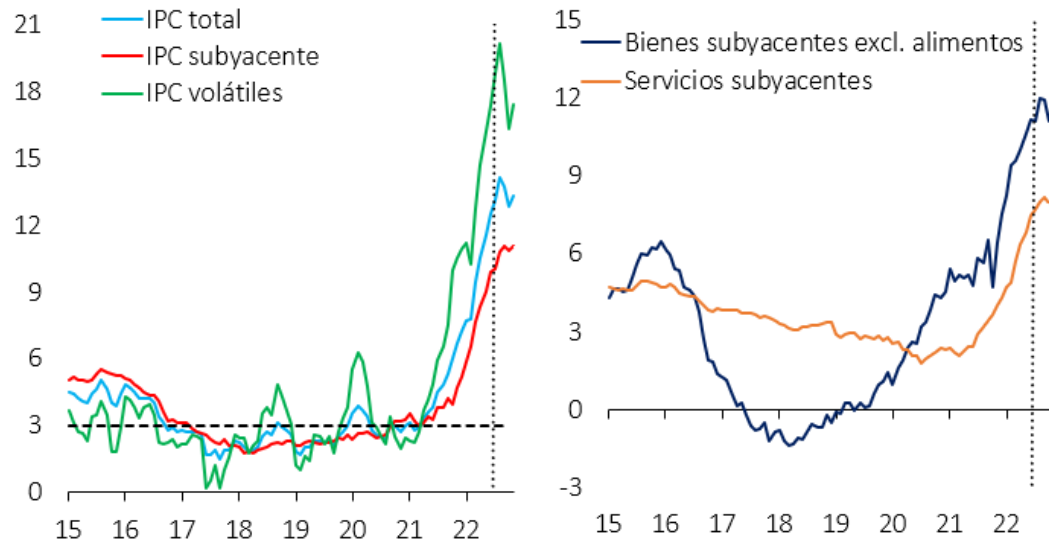
Senadoras y senadores, tenemos desafíos muy importantes en lo que viene. La economía está atravesando por un período de ajuste que es necesario para lograr que la inflación baje hasta niveles compatibles con la meta de 3% en un horizonte de dos años. El cierre de los desbalances es inevitable, nuestra labor es conducirlo al menor costo posible para los hogares y las empresas. Las políticas macroeconómicas están haciendo su trabajo para que esto ocurra, pero aún falta mucho para asegurar que el problema se ha resuelto. De hecho, la persistencia que están mostrando los elevados niveles de inflación reafirma la necesidad de una adecuada coordinación de todas las políticas. En el Banco Central estamos firmemente comprometidos con nuestro mandato y seguiremos conduciendo nuestra política monetaria para lograr que la inflación se reduzca y deje de ser una carga para los chilenos.

Muchas gracias.

Gráfico 1

**Indicadores de inflación (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



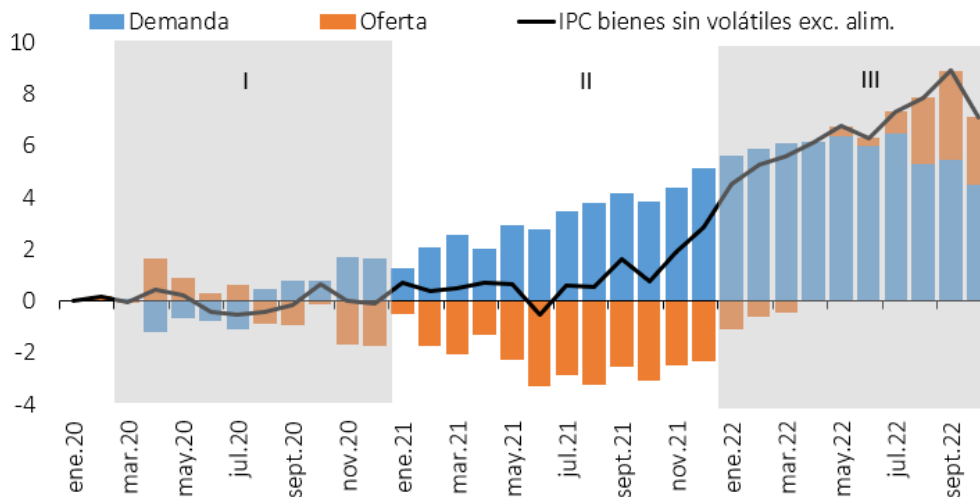
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico disponible en nuestro sitio web [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl).

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

Gráfico 2

**Descomposición estructural del IPC de bienes sin volátiles excl. alimentos (\*)**

(variaciones acumuladas desde enero 2020, puntos porcentuales)



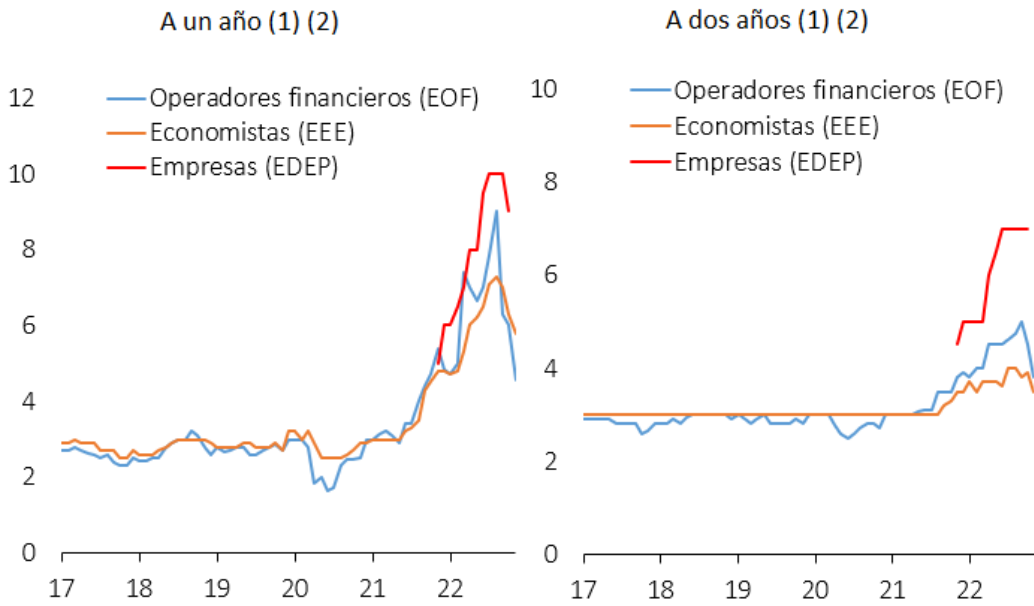
(\*) Para detalle metodológico, ver Recuadro I.1, IPoM diciembre 2022. La línea negra representa la evolución acumulada desde marzo 2020 hasta octubre 2022. Las áreas sombreadas denotan los siguientes periodos: (I) marzo – diciembre 2020, (II) enero – diciembre 2021 y (III) enero – octubre 2022.

Fuente: Carlomagno et al. (2022) en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas, Servicio de Impuestos Internos y Banco Central de Chile.

Gráfico 3

**Expectativas de inflación en encuestas**

(variación anual, porcentaje)



(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre 2022. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible.

Fuente: Banco Central de Chile.

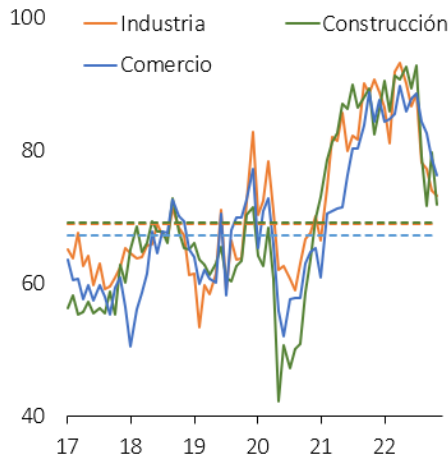
Gráfico 4

**Presiones de costos**

Costos de transporte y cuellos de botella (1)  
(desviaciones estándar)



IMCE: Expectativas de costos (3) (4)  
(índice de difusión)



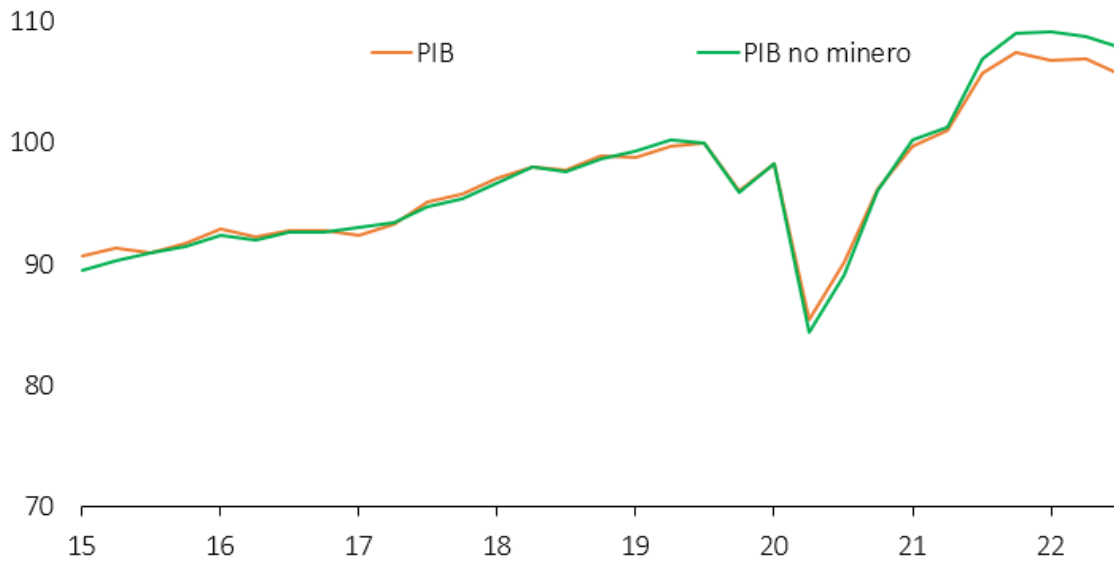
(1) Desviaciones estándar respecto de su promedio. (2) Corresponde al Global Supply Chain Pressure Index. (3) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (4) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos entre enero 2004 y noviembre 2022.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a microdatos del Servicio Nacional de Aduanas de Chile, Fed NY, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 5

**Indicadores de actividad**

(índice, 3T.19=100, series desestacionalizadas)

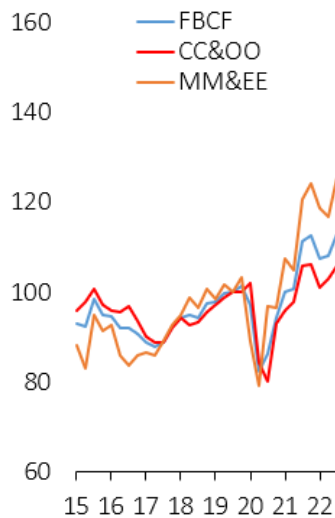


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

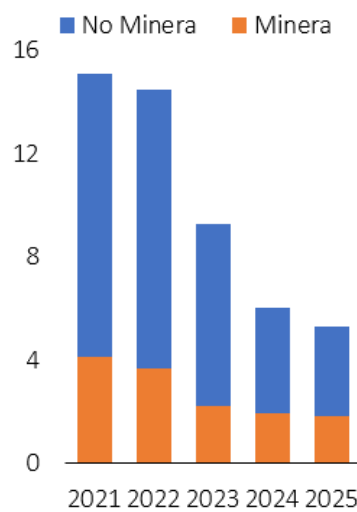
**Inversión (1)**

(índice, 3T.19=100)



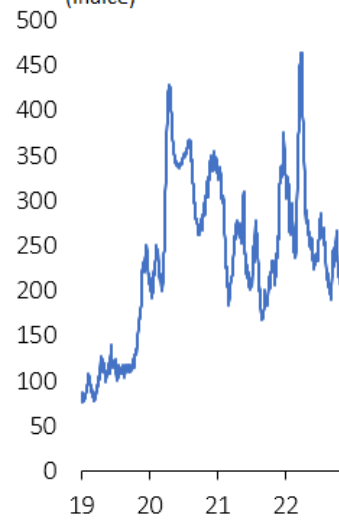
**Montos de inversión CBC 3T.22**

(miles de millones de dólares)



**Incertidumbre económica (DEPUC) (2)**

(índice)



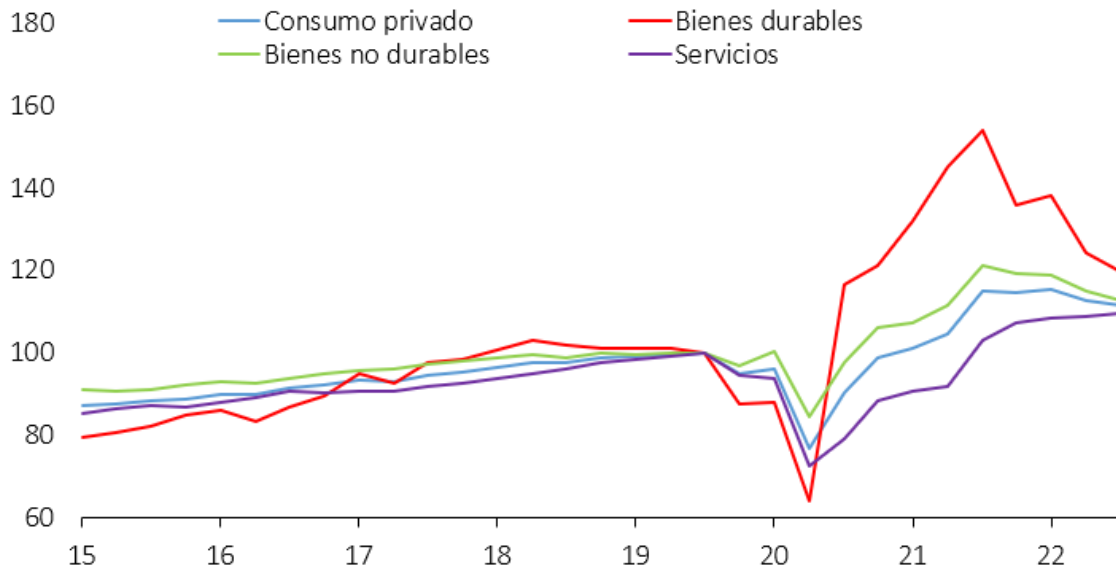
(1) Series desestacionalizadas. (2) Promedio móvil de 30 días. Desde diciembre del 2021, el índice incluye una actualización al diccionario de palabras utilizado para su construcción, como una forma de incorporar nuevos elementos que influyen en la coyuntura local.

Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Bienes de Capital.

## Gráfico 7

### Consumo

(índice, 3T.19=100, series desestacionalizadas)

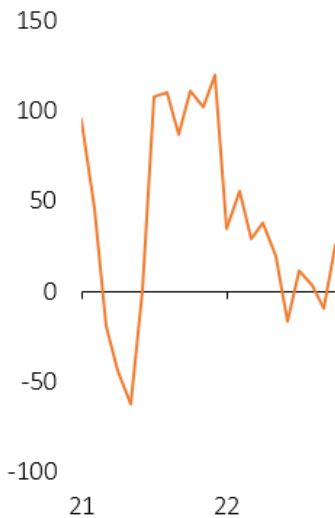


Fuente: Banco Central de Chile.

## Gráfico 8

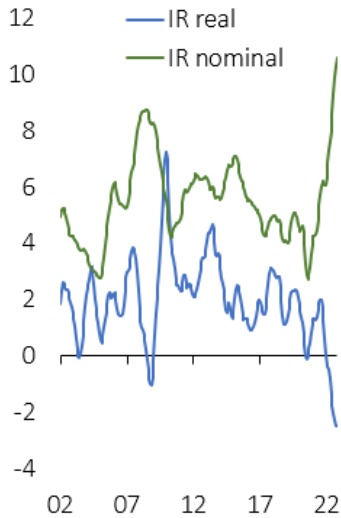
### Empleo

(variación t.móvil/t.móvil, miles)



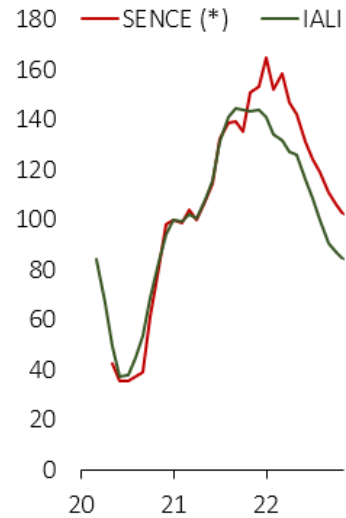
### Índice de remuneraciones

(porcentaje, velocidad trimestral anualizada, prom. móvil anual)



### Demanda laboral

(índice enero 2021=100, prom. móvil 3 meses)



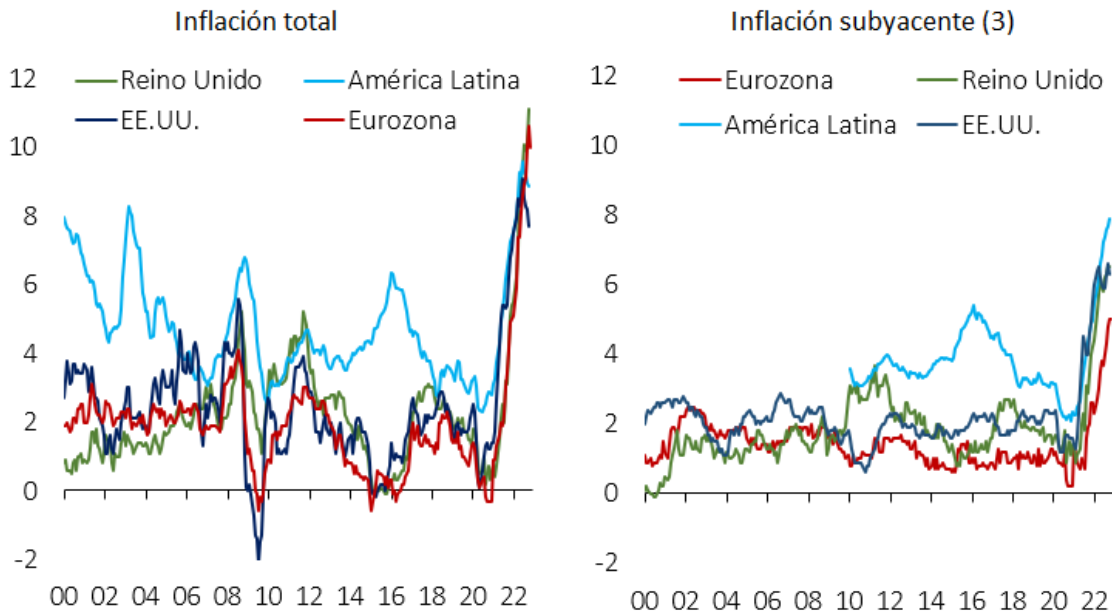
(\*) Información del Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo, Observatorio Laboral Sence. Los índices fueron construidos en base a información de [trabajando.com](http://trabajando.com) y [laborum.cl](http://laborum.cl) con cobertura nacional. El número de avisos corresponde a la cantidad de avisos publicados por empresas. Último dato disponible al 31 de octubre.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo, Observatorio Laboral Sence y Banco Central de Chile.

Gráfico 9

**Inflación mundial (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



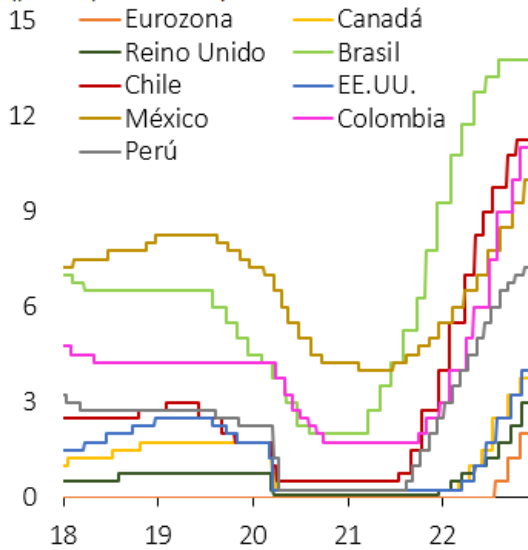
(1) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, México, Colombia y Perú. (2) Para la Eurozona, el dato de noviembre corresponde a la entrega preliminar. (3) Excluye alimentos y energía.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10

**Tasas de política monetaria (TPM)**

(puntos porcentuales)



Fuente: Bloomberg.

**TPM global y expectativas**

(puntos porcentuales)

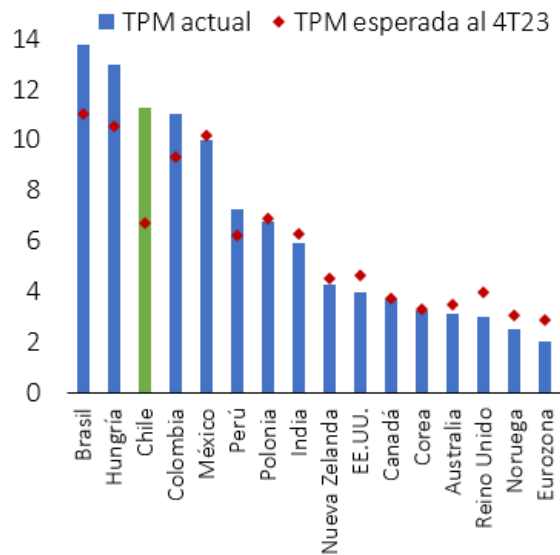
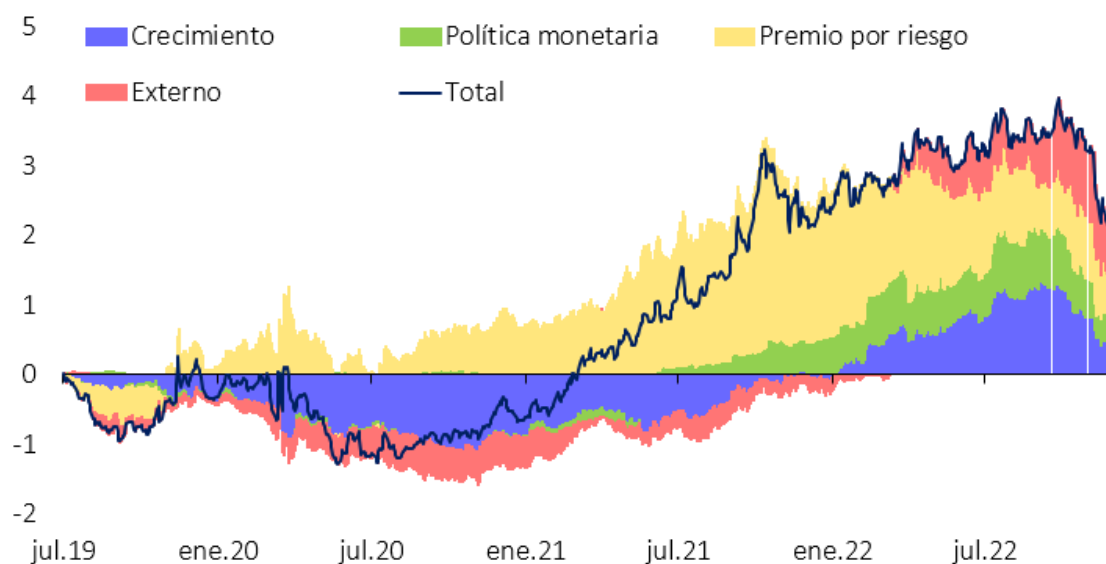




Gráfico 11

**Descomposición estructural de la tasa cero a 10 años (\*)**

(puntos base, acumulado desde el 1 de julio de 2019)

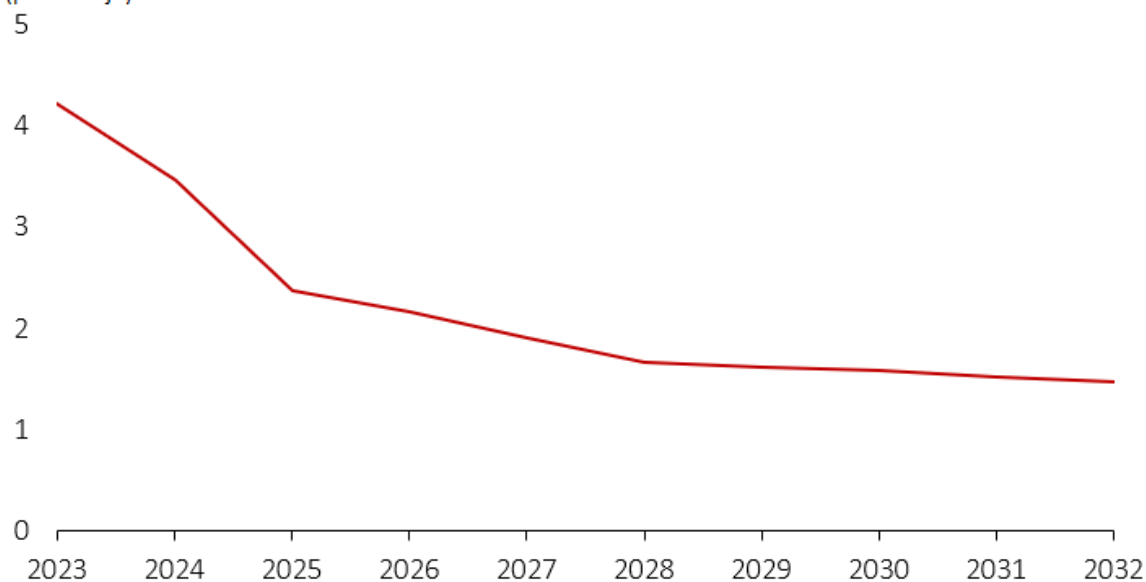


(\*) Descomposición histórica de la tasa larga proveniente de un BVAR basado en la estrategia de identificación propuesta por Eterovic y Eterovic (2022), incorporando un bloque externo. El bloque exógeno engloba todos los shocks de EE.UU. (política monetaria, crecimiento, aversión al riesgo y riesgo puro), los que se han agregado por simplicidad. Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

Gráfico 12

**Trayectoria de crecimiento tendencial**

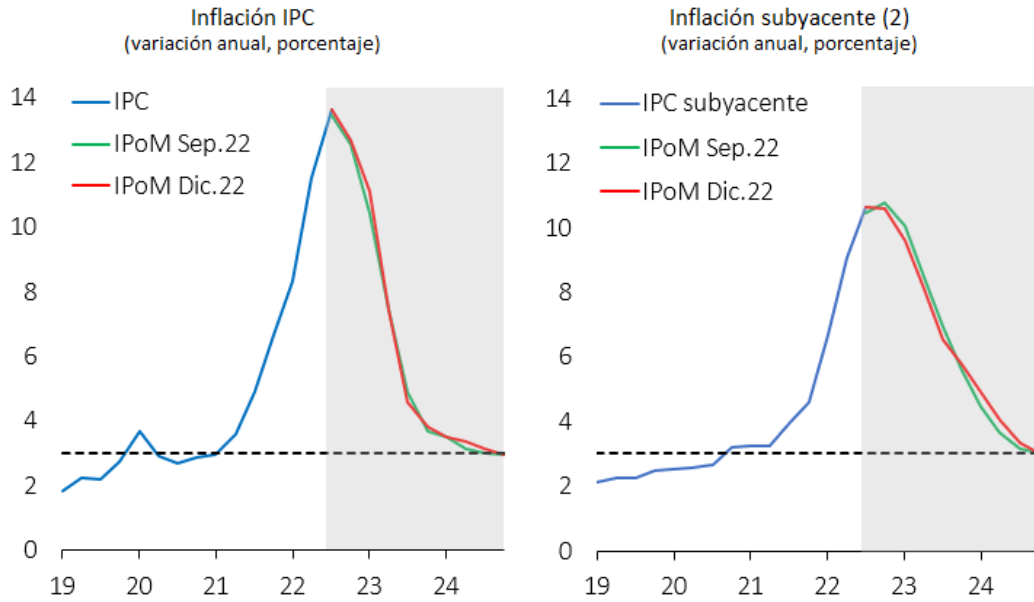
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13

**Proyección de inflación (1)**

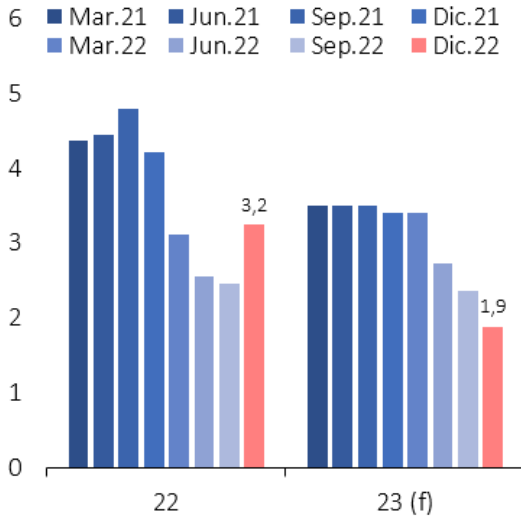


(1) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2022, corresponde a la proyección. (2) Corresponde al IPC sin volátiles.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 14

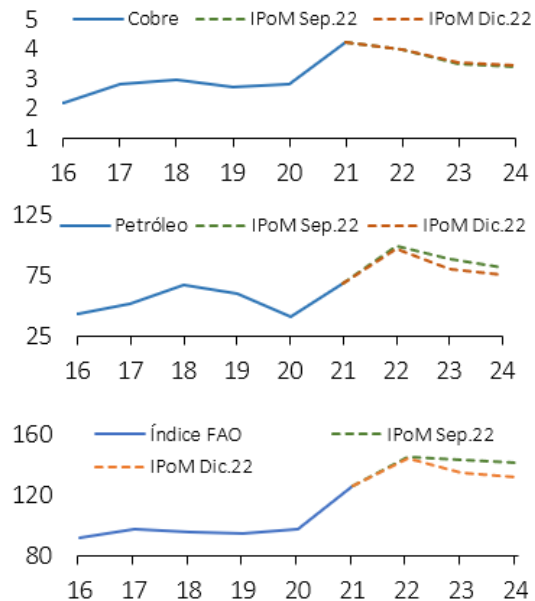
**Mundo: Proyecciones contenidas en los últimos IPoM**

(variación anual, porcentaje)



**Precios efectivos y proyecciones (1) (2)**

(dólares la libra; dólares el barril; índice)

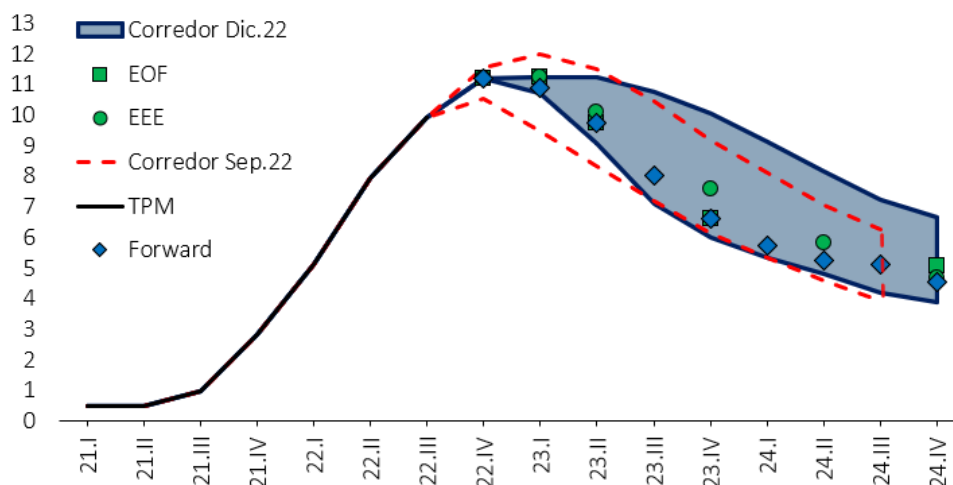


(f) Proyección. (1) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent. Para alimentos es el índice FAO. (2) Precio/índice efectivo corresponde al promedio de cada año. Líneas punteadas corresponden a las proyecciones 2022-2024 contenidas en cada IPoM.  
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y FAO.

Gráfico 15

**Corredor de TPM (\*)**

(promedio trimestral, porcentaje)



(\*) 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. Para mayor detalle, ver nota metodológica (gráfico II.1, Capítulo II, IPoM diciembre 2022).

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

**Escenario interno**

	2021	2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
		IPoM Sep.22	IPoM Dic.22	IPoM Sep.22	IPoM Dic.22	IPoM Sep.22	IPoM Dic.22
	(variación anual, porcentaje)						
PIB	11,7	1,75-2,25	2,4	-1,5 / -0,5	-1,75 / -0,75	2,25-3,25	2,0-3,0
Demanda interna	21,6	1,2	2,5	-4,7	-5,3	2,2	1,7
Demanda interna (sin var. de existencias)	18,0	0,9	3,2	-4,6	-4,6	2,6	1,9
Formación bruta de capital fijo	17,6	-3,3	2,9	-4,7	-5,0	2,9	-0,2
Consumo total	18,2	2,2	3,3	-4,6	-4,5	2,4	2,5
Consumo privado	20,3	1,4	2,7	-5,7	-5,9	2,5	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	1,3	0,9	5,5	6,0	3,0	3,2
Importaciones de bienes y servicios	31,3	-1,4	1,1	-5,5	-5,4	1,2	0,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-6,3	-8,7	-3,6	-4,9	-3,3	-4,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	18,8	18,9	17,7	20,0	20,2	19,9	19,8
FBCF nominal (% del PIB)	24,0	23,5	25,6	22,2	24,3	22,2	23,8

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.