

## ECONOMÍA CHILENA EN LA PARTIDA DE 2024 (\*)

Rosanna Costa  
Presidenta, Banco Central de Chile  
19 de marzo de 2024

Muy buenos días. Casi a punto de terminar el verano y con todos de vuelta a nuestras labores habituales desde hace varios días, esta es una buena oportunidad para revisar algunas de las noticias que nos han dejado las cifras económicas internas y externas del último tiempo. Asimismo, y dado que hace poco se conmemoró el Día Internacional de la Mujer, aprovecho de saludar a todas las mujeres de nuestro país, e invito a seguir transitando y avanzando en la búsqueda de mayor equidad y participación laboral.

En este momento, en el Banco Central estamos en pleno proceso de preparación del próximo Informe de Política Monetaria (IPoM), el que publicaremos dentro de dos semanas. Por lo mismo, entenderán que no puedo adelantar proyecciones o juicios respecto de la política monetaria. No obstante, sí creo interesante analizar lo que ha ocurrido en algunos ámbitos específicos. Por ello, centraré mi presentación en tres aspectos: la evolución reciente de la inflación, la lectura inicial de los datos de cuentas nacionales de 2023 y la política monetaria a nivel global.

Permítanme comenzar con un breve repaso de lo que han sido estos últimos años. La economía chilena ha realizado un esfuerzo significativo para resolver los desequilibrios que acumuló en años previos, particularmente el excesivo aumento del gasto en 2021 y 2022 y sus impactos en la inflación. La política monetaria ha sido un factor clave en este proceso, mediante un alza significativa de la Tasa de Política Monetaria (TPM) entre 2021 y 2022, desde 0,5 a 11,25%. Todo esto con un único y claro objetivo: que la inflación retornara a su meta de 3% a dos años plazo y, así, aliviar los impactos adversos que significan una inflación elevada. Impactos que, lamentablemente, tienen una magnitud más severa en las familias más vulnerables.

Este esfuerzo ha logrado los resultados esperados, disminuyendo la brecha de actividad y reduciendo las presiones de demanda. Ello, sumado a la resolución de los problemas de oferta, principalmente externos, ha dado paso a una inflación que ha disminuido significativamente respecto de sus máximos de 2022 y que hoy se encuentra más cerca de su meta.

Ya en julio de 2023 se observaba que el proceso de convergencia de la inflación a la meta había avanzado, lo que permitió comenzar a relajar el nivel restrictivo de la política monetaria. Desde

---

(\*) Presentación realizada en la Andean Conference organizada por Larraín Vial.

entonces, y conforme los desarrollos macroeconómicos avanzaban coherente con lo que requería la convergencia inflacionaria, hemos recortado la TPM en 400 puntos base. En lo que viene, prevemos que la TPM seguirá reduciéndose.

### **Evolución reciente de la inflación**

Pasando a lo que ha sido la evolución reciente de la inflación, desde la publicación del IPoM de diciembre hemos recibido varias noticias. Por un lado, en febrero, el Instituto Nacional de Estadísticas dio a conocer los resultados de la actualización de la canasta y la metodología de cálculo del IPC. Cabe destacar que esta es una práctica habitual y necesaria, pues permite ir midiendo de mejor forma la inflación acorde con los cambios en los hábitos y preferencias de consumo de las personas. Con la publicación de la nueva canasta constatamos una menor inflación anual, tanto en el IPC total como en los volátiles. Así, de acuerdo con la nueva canasta base 2023, la inflación anual se ubicó en 3,2% en enero<sup>1</sup>, cifra que llegó a 4,3% para el IPC subyacente o sin volátiles (gráfico 1).

Si observamos las variaciones mensuales de la inflación, tanto la total como la subyacente, encontramos que su dinámica de corto plazo es muy similar (gráfico 2). Ello se aprecia también claramente en la inflación anual del IPC sin volátiles, indicador que refleja mejor las tendencias inflacionarias subyacentes. Todo esto confirma la evaluación previa, en cuanto a que la inflación ha ido en un proceso de reducción sostenida desde 2022.

Por otro lado, desde la publicación del último IPoM, hemos tenido registros inflacionarios poco habituales. Un valor negativo en diciembre (-0,5%) y cifras altas en enero y febrero (0,6 y 0,7%, respectivamente). Esto llevo a que la inflación anual del IPC aumentara hasta 3,6% en este último mes. En primer lugar, sin duda, registros inflacionarios altos como los de inicios de año nunca son una buena noticia. De todos modos, es necesario precisar que las principales incidencias en la variación mensual del IPC se concentraron en algunos ítems específicos, sin que se aprecie un aumento generalizado de precios detrás de los mayores registros mensuales. En enero destacaron algunos bienes y alimentos, volátiles y no volátiles. En febrero, algunos servicios.

Mirado en perspectiva, en el último tiempo, las variaciones mensuales del IPC han mostrado diferencias respecto de los valores esperados, aunque con signos opuestos. Esto debe llevarnos a ser cuidadosos y esforzarnos en no sobrevalorar el dato marginal por sobre la búsqueda de las tendencias. A este desafío se suma que el cambio de canasta también impone un signo de

---

<sup>1</sup> Como se mencionó en un [Blog](#) publicado por el Banco posterior al cambio de canasta del IPC, el Banco considera que para fines de análisis macroeconómico y la conducción de la política monetaria, corresponde usar la serie con base 2023, es decir, usando toda la información de la nueva canasta. Esto no obsta a que, para fines contractuales, se utiliza la variación anual del IPC informada por el INE. Esta serie considera una combinación entre el IPC base 2018 y base 2023, que a febrero arrojó un alza de 4,5%.

interrogación adicional, pues debemos ajustar nuestras metodologías de proyección al nuevo levantamiento de precios que realiza el INE (gráfico 3).

Por último, tratando de extraer las tendencias y no poner tanto énfasis en el dato en la punta, quiero resaltar dos aspectos más. Por un lado, si bien la variación anual del IPC total tuvo este aumento en febrero, no ocurrió lo mismo con la inflación subyacente. Este indicador ha seguido reduciéndose constantemente y se ubicó en 4,2% en el último registro, que se compara con el 4,7 y 4,3% de los meses anteriores.

Por otro lado, en los últimos meses hemos tenido movimientos en diversos factores que podrían llevar a aumentos en la inflación. Por ejemplo, la depreciación del peso y el aumento de los costos de transporte y del combustible a nivel global, los que se contraponen a la tendencia descendente que observamos en meses previos. Sin embargo, nos encontramos en un contexto muy diferente al de los años anteriores. La economía no presenta desbalances macroeconómicos relevantes, la inflación es significativamente más baja y cercana a la meta, y las expectativas de inflación están alineadas con el objetivo de 3% a dos años plazo. En este escenario, en un contexto de una demanda interna acotada, la política monetaria tiene mejor capacidad de acomodar adecuadamente shocks de oferta no persistentes dentro el horizonte de dos años que considera la meta inflacionaria.

### **Lectura inicial de los datos de cuentas nacionales**

Pasemos entonces a dar una revisión inicial a los datos de actividad y demanda que nos entregó el cierre de Cuentas Nacionales publicado ayer por el Banco. Estas cifras muestran que la economía creció 0,2% en 2023, cifra algo superior a la considerada con la información previamente conocida y a lo proyectado en el último IPoM.

En ello incidió favorablemente el PIB no minero. A nivel trimestral, la actividad no minera presenta una moderada recuperación, cerrando el año con velocidades algo mayores a las previamente consideradas (tabla 1 y gráfico 4).

Respecto de lo que ha ocurrido a inicios de año, los últimos datos disponibles –incluido el Imacec– muestran una actividad que va retomando crecimiento paulatinamente. Por cierto, la heterogeneidad es elevada. Así, mientras algunos sectores económicos muestran un desempeño mejor, otros aún no logran ese repunte. Por el lado del gasto, se observan novedades importantes de analizar. Por una parte, el año cierra con una caída algo mayor del consumo y un descenso algo menor de la inversión. Por otra parte, la evolución a lo largo del año es diferente.

En primer lugar, el consumo privado da cuenta de una trayectoria de ajuste algo más prolongada de lo que se apreciaba en los datos previos. Esto es especialmente visible en el componente de

consumo durable y no durable, lo que, de alguna forma, también es coherente con el descenso más rápido que hemos observado en la inflación de bienes. En los servicios, que fueron mucho menos afectados por el exceso de gasto, pues su oferta estaba limitada, se aprecia una tendencia creciente desde hace varios trimestres. Así, el cierre de 2023 arroja una caída del consumo privado mayor a la considerada en el IPoM (-5,2 versus -4,6%), aunque sigue siendo el caso que esta fracción del gasto se estabilizó en la última parte del año pasado y comenzó a mostrar un leve repunte hacia fines de 2023 (gráfico 5).

En cuanto a lo que viene para el consumo de los hogares, la evolución del empleo y los ingresos ofrece un panorama acorde con el ciclo y el impacto de la baja de la inflación. Por un lado, el empleo total muestra aumentos acotados en los últimos meses, con una tasa de desempleo que ha disminuido en el margen respecto de los niveles que alcanzó a mediados de 2023. La participación laboral ha seguido aumentando, aunque persiste el rezago en grupos de adultos mayores de 55 años y jóvenes menores de 25, donde podría haber causas más estructurales que deben estudiarse (gráfico 6a). En cuanto a los salarios reales, la baja de la inflación ha permitido que estos hayan ido reponiéndose del shock inicial, con lo que masa salarial real ha recuperado toda la pérdida que tuvo tras el shock de la pandemia y el alza de la inflación (gráfico 6b).

En lo que dice relación con la formación bruta de capital fijo (FBCF), la revisión de las cuentas nacionales muestra cambios más relevantes. Por un lado, los niveles de inversión se corrigen al alza tanto por maquinaria y equipos como para construcción y obras. Esto surge como parte del proceso habitual de consolidación de información que se va dando en la medida que pasa el tiempo, tal como se explica en el [Informe](#) publicado ayer en nuestro sitio web. De este modo, en 2021 y 2022, la FBCF muestra tasas de variación anual mayores a las previamente estimadas. En 2023, su caída es algo menor que la proyectada. Sin embargo, los datos en el margen dan cuenta de un panorama más negativo. En los últimos trimestres del año pasado, la FBCF en maquinaria y equipos tuvo caídas relevantes en sus niveles desestacionalizados, lo que, de cara a inicios de 2024, plantea dudas sobre su evolución futura (gráfico 7).

Estando en proceso de evaluar estos datos y sus implicancias para las proyecciones, solo es posible esbozar algunos aspectos a sopesar en este proceso. Por un lado, hay factores que podrían explicar la debilidad observada a fines de año. Por ejemplo, el abrupto deterioro de las condiciones financieras que se dio en el curso del último trimestre, cuando observamos fuertes aumentos de las tasas de interés de largo plazo, una mayor aversión al riesgo a nivel global y un mayor nivel de tipo de cambio, que incide negativamente en el componente de maquina y equipos. Algunos de estos eventos globales fueron transitorios y hoy las condiciones de acceso al crédito bancario son algo más favorables. Por otro lado, las encuestas de expectativas –como el IMCE y el Informe de Percepciones de Negocios– señalan mejores expectativas por parte de las empresas. Asimismo, la Encuesta de Crédito Bancario que levanta el Banco Central indica que los bancos perciben algún fortalecimiento de la demanda por parte de las empresas. No obstante, la misma Encuesta reporta que la demanda por crédito hipotecario sigue débil y que las condiciones de oferta de crédito se

han vuelto algo más restrictivas. Por su lado, los catastros de inversión han mostrado aumentos en los montos considerados, aunque aún en niveles bajos (gráfico 8).

De este modo, los datos de actividad y demanda confirman que el consumo ha mostrado una estabilización tras regresar de niveles extraordinariamente elevados y si bien se levantan dudas por la evolución de la inversión, estas deben ser aclaradas a la luz de un conjunto de factores que mencioné. Los antecedentes que disponemos nos muestran que la economía seguiría una senda gradual de mayor dinamismo en adelante, aunque la descripción más exacta de ese camino es algo aún en desarrollo para las proyecciones de nuestro IPoM.

### **Política monetaria a nivel global**

Permítanme avanzar hacia el último punto de esta presentación, lo que sucede con la política monetaria a nivel global. Nos encontramos en una situación en que la evolución de la inflación y la política monetaria chilena difieren de lo que ocurre en otros países, tanto a nivel regional como global. Particularmente, porque nuestro proceso de desinflación ha sido más rápido y la convergencia a la meta se ha consolidado. Esto ha permitido que nuestra TPM se reduzca de forma más acelerada (gráfico 9).

Lo anterior ha traído como consecuencia que los diferenciales de tasas de interés con el resto de las economías hayan disminuido de forma relevante, lo que hace más atractivas para los extranjeros operaciones de financiamiento en pesos (gráfico 10).

Este ha sido un factor importante en la evolución reciente del tipo de cambio, que se suma a los elementos tradicionales como el valor del dólar a nivel global y el precio del cobre. De hecho, en una comparación amplia, el peso chileno aparece con una importante depreciación durante este año. Es necesario notar que, a diferencia de otros episodios de aumento de la paridad, esto no se ha dado en un contexto de mayor riesgo interno –como en julio de 2022– o de un deterioro de las condiciones financieras globales –como en octubre de 2023. De hecho, en este período las bolsas muestran alzas generalizadas a nivel mundial, el riesgo soberano presenta descensos leves y las tasas de largo plazo registran movimientos mixtos (gráfico 11).

Una particularidad de los últimos meses han sido los cambios que ha tenido la evaluación del mercado respecto de lo que ocurrirá con la tasa de fondos federales en Estados Unidos, la FFR. Tras la reunión de diciembre de la Reserva Federal –realizada a mediados de ese mes–, los mercados adoptaron una posición optimista en cuanto a que la Fed prontamente comenzaría a recortar su tasa. De hecho, en ese momento se le asignaba una probabilidad del orden de 80% a que el primer recorte se produciría en la reunión de marzo. Además, los futuros apuntaban que los recortes se mantendrían por varias reuniones, hasta llegar a una tasa del orden de 4% a fines de este año.

No obstante, en la medida que las autoridades de la Fed fueron comunicando su visión y diversos datos mostraron un panorama de mayor resiliencia de la economía estadounidense y una inflación algo mayor que lo anticipado, estas perspectivas fueron modificándose. Así, el mercado asigna una probabilidad de 0% a que se produzca un recorte en la reunión de esta semana y dan mayor probabilidad a recortes a partir de mediados de año. Junto con ello, la tasa esperada para fines de año ha subido a valores del orden de 4,5% (grafico 12).

### **Reflexiones finales**

Ya concluyendo con mi presentación, quiero compartir unas breves reflexiones. Nuestra economía se encuentra en mucho mejor pie que hace un año. Hemos avanzado bastante en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos, la inflación se ha reducido, la actividad está comenzando a mejorar. El camino para llegar hasta aquí no ha sido fácil, ni ha estado exento de costos, y hacia adelante hay desafíos pendientes.

En la medida que se ajustan los desequilibrios, con expectativas ancladas y una inflación más cerca de la meta, la TPM debe converger hacia su nivel neutral. Esto significa que estas diferencias entre nuestro ciclo de inflación y política monetaria y el de otros países seguirán presentes por un tiempo más, lo mismo que sus impactos en los mercados financieros.

Con todo, una economía más balanceada, con una demanda débil, una inflación más cercana a la meta y con expectativas ancladas, permite que posibles perturbaciones de oferta pueden ser acomodadas en el contexto del marco de metas de inflación a dos años plazo que rige nuestra política monetaria. Esto significa que el Banco cuenta con la flexibilidad necesaria para ajustar su política monetaria, teniendo presente el cumplimiento de la meta de inflación y los equilibrios macroeconómicos. El marco de políticas que nos ha regido en las últimas dos décadas ha sido valioso para enfrentar momentos complejos y sin duda nos seguirá ayudando en el futuro.

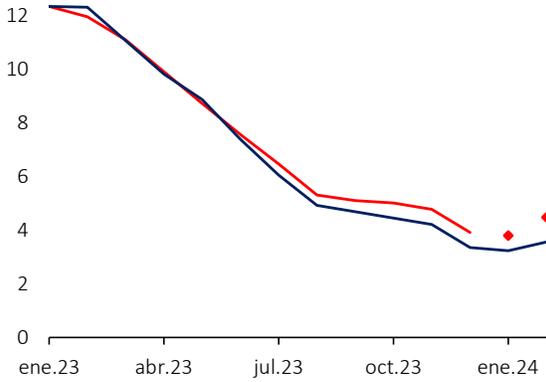
Muchas gracias.

Gráfico 1

**IPC: canasta 2018 y canasta 2023 (1)**

(variación anual, porcentaje)

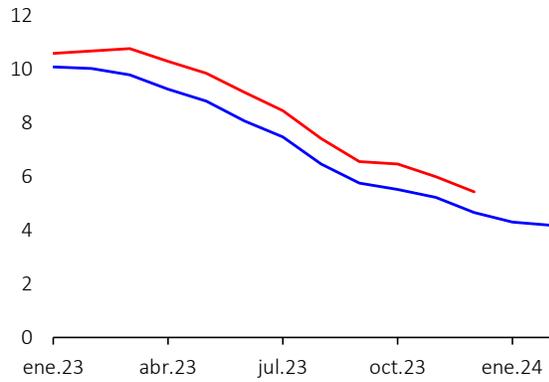
14 — Canasta 2018 — Canasta 2023 ♦ Empalme



**IPC sin volátiles (2)**

(variación anual, porcentaje)

14 — IPC SV (base 2018=100) — IPC SV (base 2023=100, ref.)



(1) Variación anual de la canasta 2023 se construye a partir de las variaciones mensuales de la serie referencial durante 2023 y empalmado para 2022 con las variaciones mensuales del índice anterior. (2) IPC SV (base 2018=100) corresponde a la variación anual del índice calculado bajo la metodología y canasta anterior con empalme que considera variaciones mensuales oficiales para 2023. IPC SV (base 2023=100, ref.) corresponde a la variación anual del índice calculado bajo la metodología y canasta actual con empalme que considera para 2023 las variaciones mensuales de las series referenciales de la nueva canasta IPC base 2023 = 100.

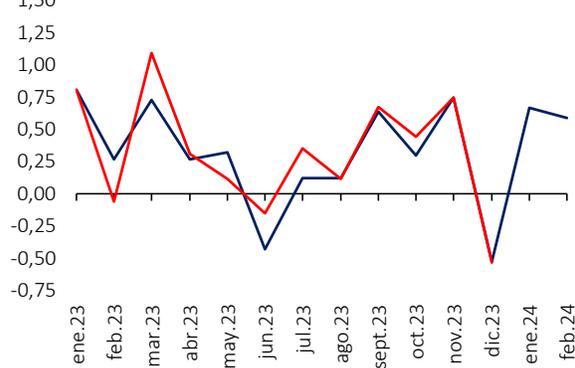
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto de Nacional de Estadísticas.

Gráfico 2

**IPC: canasta 2018 y canasta 2023**

(variación mensual, porcentaje)

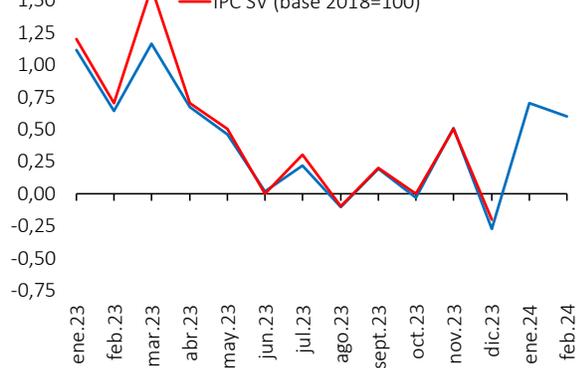
1,75 — Canasta 2023 — Canasta 2018



**IPC sin volátiles**

(variación mensual, porcentaje)

1,75 — IPC SV (base 2023=100, ref.) — IPC SV (base 2018=100)

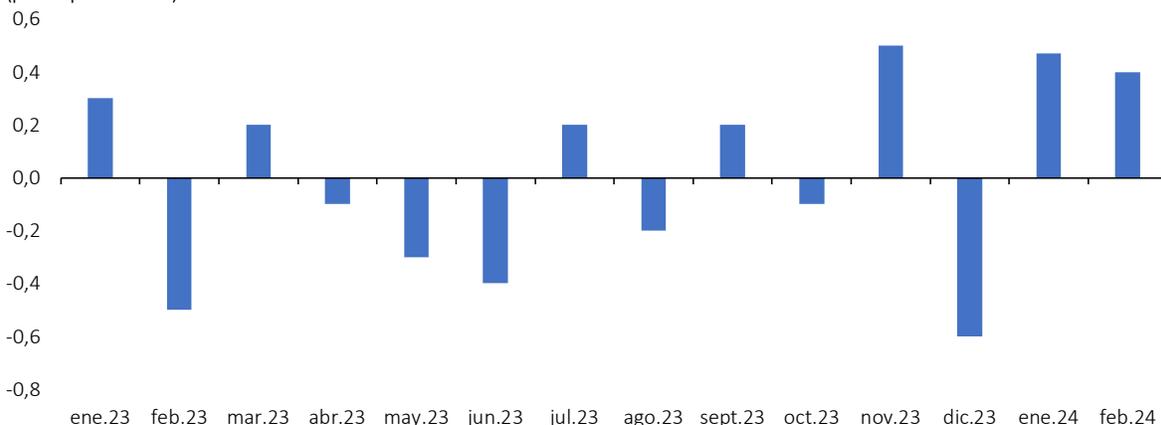


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto de Nacional de Estadísticas.

Gráfico 3

**Inflación mensual efectiva menos la esperada en la EEE del mismo mes (\*)**

(puntos porcentuales)



(\*) Para el año 2023 se utiliza la canasta 2018, mientras que para enero y febrero 2024 se utiliza la canasta 2023.

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

Tabla 1

**Evolución PIB en 2023 (\*)**

I. Variación real anual (porcentaje)

	Q1		Q2		Q3		Q4		Año		
	Previo	Actual	Proy IPoM								
PIB total	-0.7	0.3	-0.8	-0.4	0.6	0.6	0.2	0.4	-0.2	0.2	0.0
PIB no minero	-0.7	0.4	-0.8	-0.2	-0.1	0.1	0.5	0.8	-0.3	0.3	-

II. Variación trimestral (porcentaje, series desestacionalizadas)

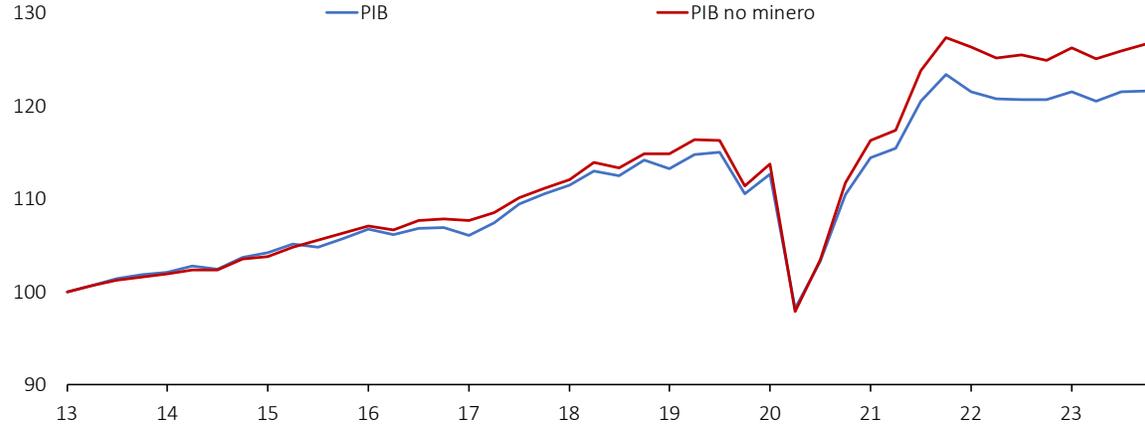
	Q1		Q2		Q3		Q4	
	Previo	Actual	Previo	Actual	Previo	Actual	Previo	Actual
PIB total	0.5	0.7	-0.3	-0.8	0.4	0.8	0.2	0.1
PIB no minero	0.9	1.0	-0.6	-0.9	0.3	0.7	0.4	0.6

(\*) Entre el primer y el tercer trimestre, previo corresponde a los datos de CC.NN. publicados en noviembre de 2023. Para el cuarto trimestre y el año completo, corresponde a lo estimado a partir de los IMACEC publicados a inicios de febrero 2024. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

**PIB total y no minero**

(índice 1T2013=100, series trimestrales desestacionalizadas)



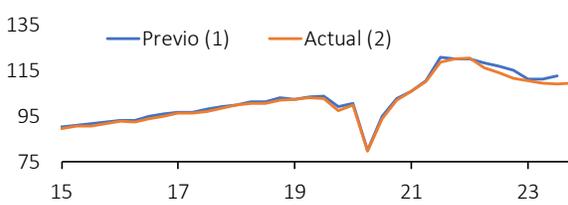
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

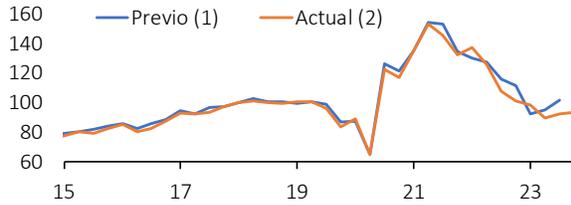
**Consumo de los hogares y sus componentes**

(índice 1T2018=100, series trimestrales desestacionalizadas)

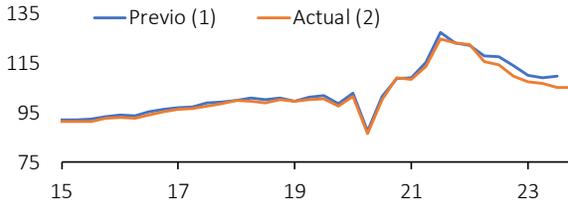
**Total**



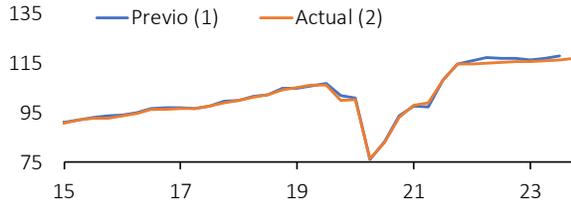
**Bienes durables**



**Bienes no durables**



**Servicios**



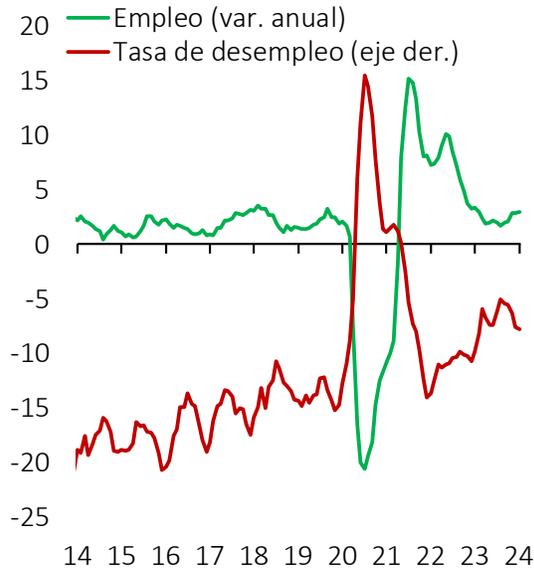
(1) Corresponde a la información de Cuentas Nacionales publicada en noviembre de 2023. (2) Corresponde a la información de marzo 2024.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

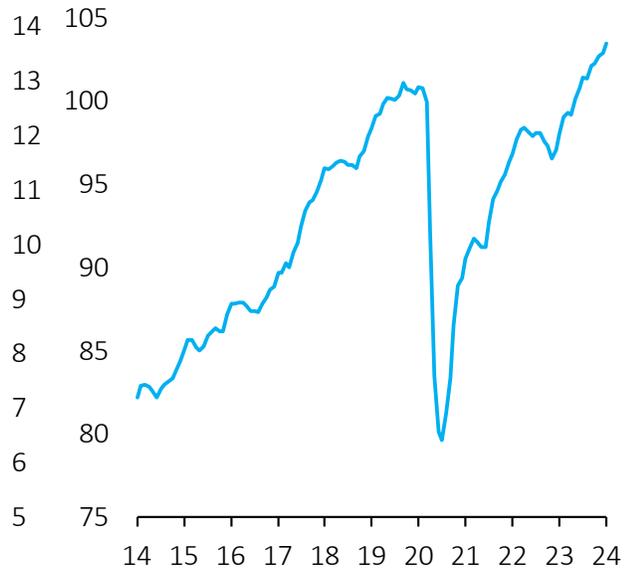
**a) Empleo y desempleo**

(porcentaje)



**b) Masa salarial real (\*)**

(índice 2019=100, series desestacionalizadas)



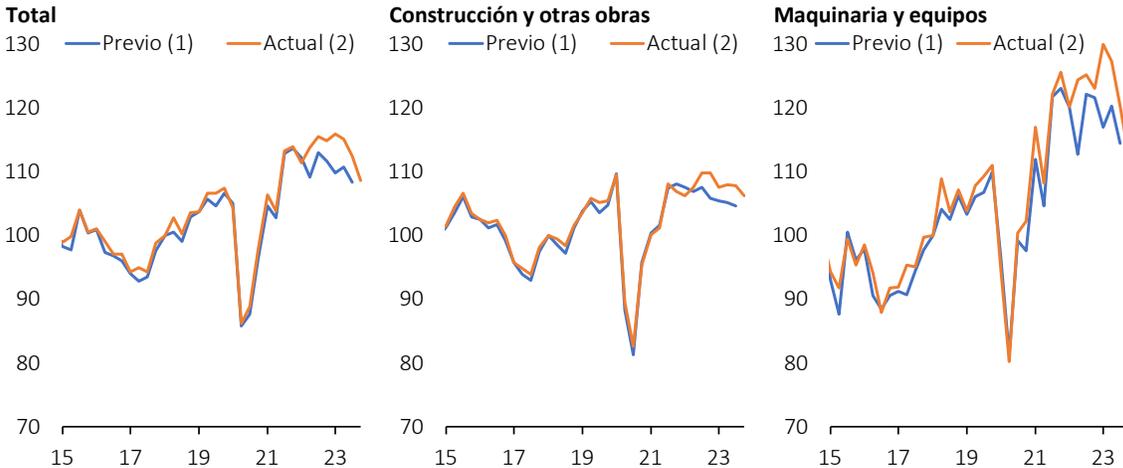
(\*) Se calcula como el producto del empleo, horas habituales y CMO real.

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

Gráfico 7

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

(índice 1T2018=100, series trimestrales desestacionalizadas)



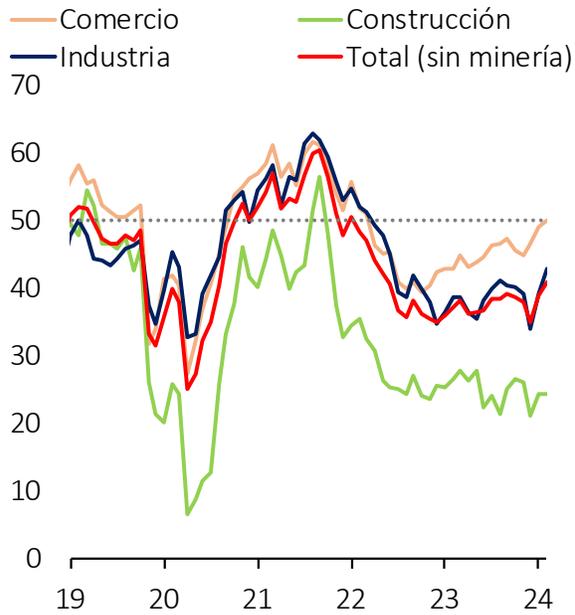
(1) Corresponde a la información de Cuentas Nacionales publicada en noviembre de 2023. (2) Corresponde a la información de marzo 2024.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

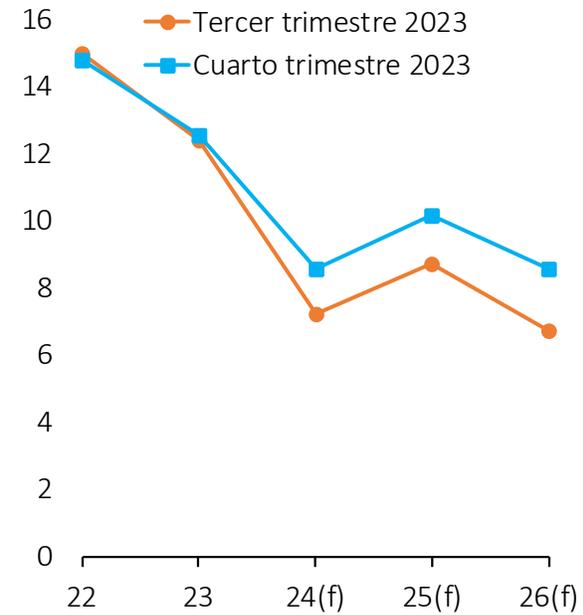
**Expectativas de empresas (IMCE) (\*)**

(índice de difusión)



**Catastro de inversión CBC**

(miles de millones de dólares)

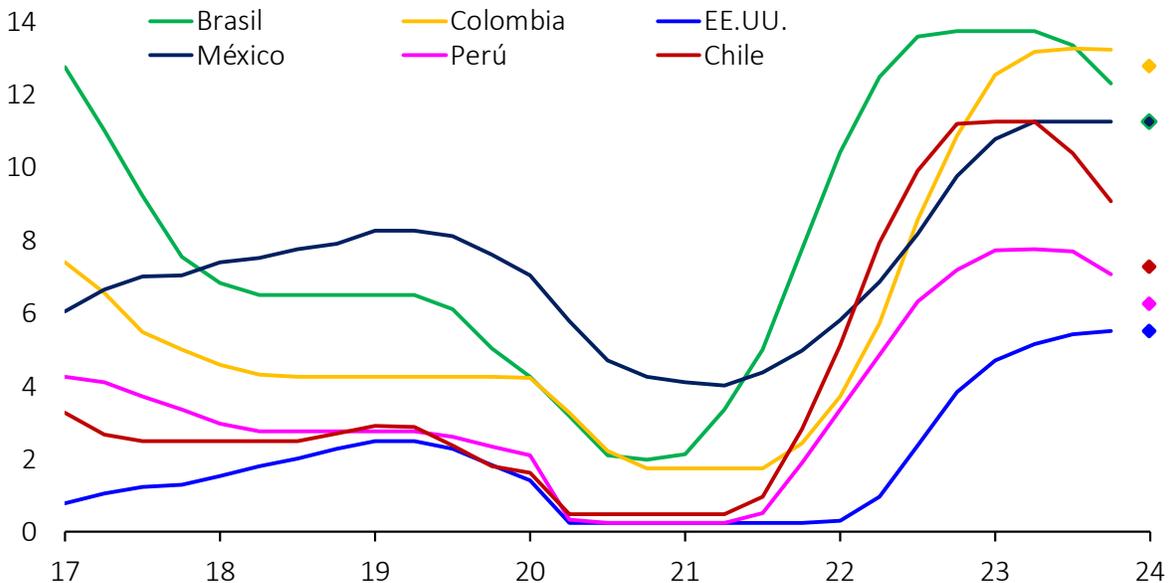


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (f) Proyección. Fuentes: Corporación de Bienes de Capital e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 9

**TPM nominal (\*)**

(porcentaje)

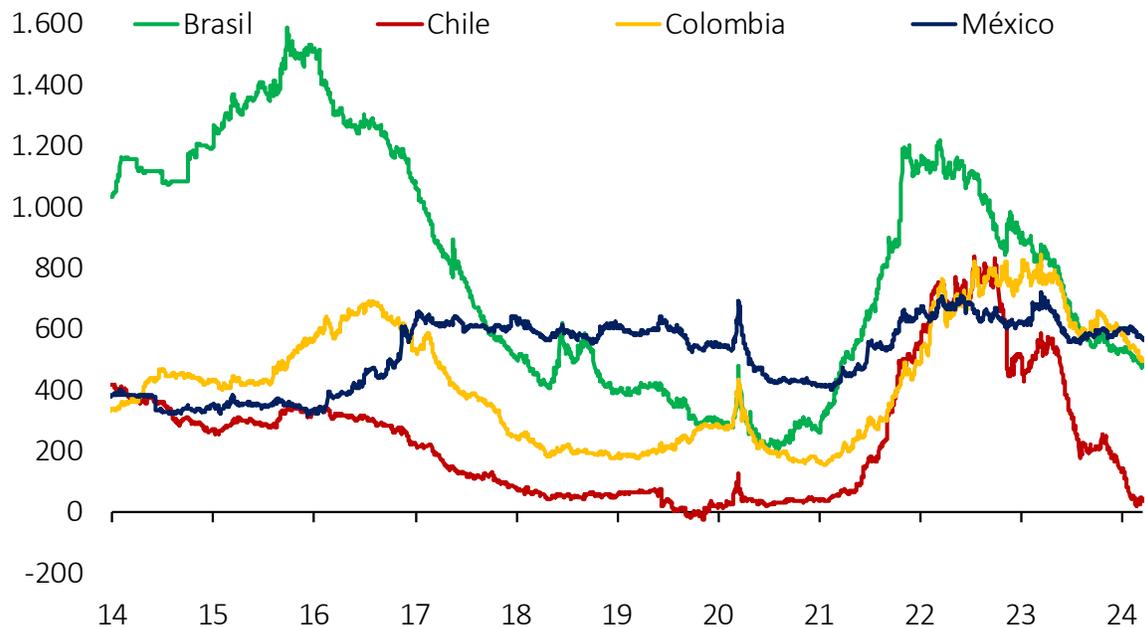


(\*) Series en promedios trimestrales de la TPM de cada país, excepto para 2024 donde los rombos corresponden al valor efectivo de la TPM al 18/03/24. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 10

**Diferencial de tasas de interés a un año plazo respecto de EE.UU.**

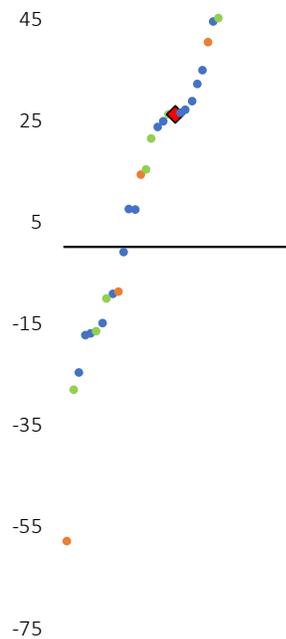
(puntos base)



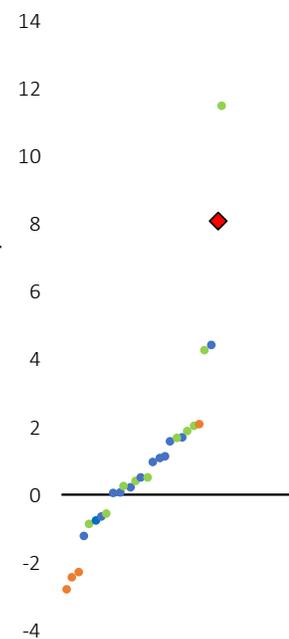
Fuente: Bloomberg.

### Gráfico 11

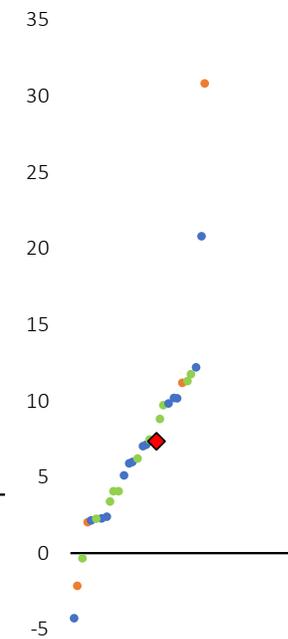
**Tasas 10 años (1)**  
(puntos base)



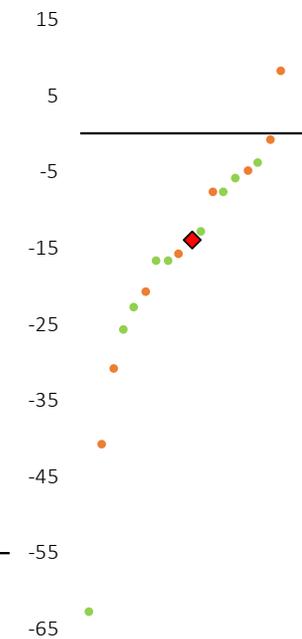
**Tipo de cambio (1)(2)**  
(porcentaje)



**Mercados bursátiles (1)**  
(porcentaje)



**EMBI (1)**  
(puntos base)

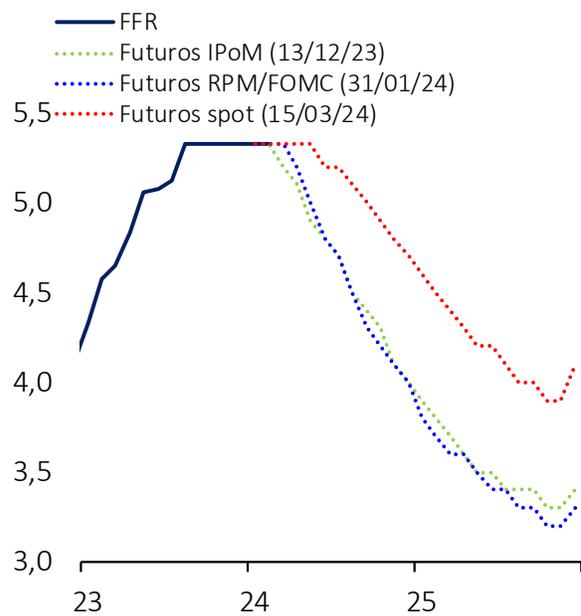


(1) Considera la variación entre el 18/03/24 y el 13/12/23. Los puntos azules, verdes y naranjas corresponden a economías desarrolladas, emergentes y latinoamericanas, respectivamente, mientras que el rombo rojo es Chile. (2) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación). Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 12

**Fed funds rate (FFR)**

(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Probabilidad recorte FFR en 25pb en las reuniones del FOMC 2024**

(porcentaje)

