



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

Rosanna Costa

Presidenta

Banco Central de Chile

20 de diciembre de 2023

\*El Informe de Política Monetaria de diciembre de 2023 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

## Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Ricardo Lagos Weber. Señores Senadores miembros de esta Comisión.

Como siempre, quiero comenzar agradeciendo la invitación que periódicamente hace la Comisión al Banco Central para presentar su visión sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, así como las 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 2023, 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.

Llegamos a este Informe con una economía que, en líneas generales, ha evolucionado acorde con lo previsto en el IPoM de septiembre, momento en que proyectamos que la inflación convergerá a 3% en la segunda mitad de 2024. De este modo, la inflación ha pasado desde un máximo de 14,1% en agosto del año pasado a 4,8% en el registro de noviembre. Este ha sido un descenso rápido, en el que la acción de la política monetaria ha tenido un rol significativo. La actividad está retomando tasas de expansión trimestrales levemente positivas, proyectándose que en los próximos trimestres continuará acercándose paulatinamente a tasas de crecimiento acordes con su tendencia. En este contexto, estimamos que la economía cerrará este año con un crecimiento nulo, con la habitual heterogeneidad entre sectores.

En el plano externo, el desempeño de las principales economías ha sido mejor al esperado y las perspectivas de crecimiento mundial han aumentado, observándose un descenso de la inflación en la mayoría de los países. Destacan los casos de Estados Unidos y China, cuyas economías han crecido por sobre lo esperado, provocando una mejora de sus perspectivas para el próximo año.

Las condiciones financieras internacionales, han tenido un comportamiento más favorable en lo reciente, y se ubican en niveles similares a los de comienzos de año. Los mercados financieros a nivel global, incluido el chileno, han mostrado grados elevados de volatilidad en el último tiempo. Hace solo unas semanas observamos un período de importante estrechez de las condiciones financieras, que luego se deshizo. Sin embargo, no es posible descartar que este tipo de situaciones vuelvan a ocurrir.

Respecto de la política monetaria, en nuestra Reunión de ayer continuamos con el proceso de reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM). En esta ocasión, con una baja de 75 puntos base, lo que la lleva a acumular un descenso de 300 puntos base desde julio. En línea con el escenario central que les presentaré a continuación, la convergencia de la inflación a la meta requerirá nuevos recortes de la TPM. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

## Escenario macroeconómico

La inflación ha seguido disminuyendo y se proyecta que alcance la meta de 3% en los próximos trimestres. A noviembre, las variaciones anuales del IPC total y subyacente se ubicaron en 4,8 y 6,0%, respectivamente. La parte subyacente ha liderado el descenso de la inflación total en los últimos meses, en especial a través de su componente de bienes. En cambio, algunos ítems volátiles han mostrado una inflación anual algo mayor que la observada hasta el IPoM previo, como los combustibles y algunos alimentos. Estos ítems volátiles, además, explicaron gran parte de la elevada variación mensual del IPC en noviembre (gráfico 1).

En paralelo, las expectativas de inflación a dos años se encuentran en 3% y las distintas medidas muestran una convergencia a la meta más temprana respecto de la estimada en el último IPoM. En este contexto, si bien la inflación ha ido cediendo espacio entre las principales preocupaciones de la ciudadanía, sigue ocupando un lugar destacado (gráfico 2).

El descenso de la inflación desde sus máximos de 2022 se ha dado en un contexto de paulatina resolución de los desequilibrios macroeconómicos. La moderación del gasto, así como el cierre de la brecha de actividad —que se habría completado durante el tercer trimestre— han permitido mitigar las presiones inflacionarias provenientes de una economía que, por largo tiempo, estuvo creciendo por sobre su capacidad.

El proceso de convergencia inflacionaria también ha estado apoyado por la disipación de los shocks de costos de años previos. Esto considera la resolución de los problemas logísticos que ocasionó la pandemia, así como la reversión del significativo incremento de los precios de las materias primas y alimentos que produjo la guerra en Ucrania. Se agrega el impacto de la apreciación del tipo de cambio real tras los máximos que alcanzó a mediados de 2022, que se ha dado en paralelo a una reducción de los índices de incertidumbre local (gráfico 3).

Como hemos mencionado en otras oportunidades, la política fiscal, en particular el esfuerzo desplegado en 2022, también ha sido un aporte importante en estos avances en la baja de la inflación.

En este contexto, la economía local ha retomado tasas de expansión trimestrales levemente positivas, aunque mantiene cierta heterogeneidad entre sectores. En términos desestacionalizados, la actividad no minera creció 0,2% en el tercer trimestre, cifra que llegó a 0,5% mensual según el Imacec de octubre.

Algunos rubros dan cuenta de un incipiente repunte, como el comercio —especialmente el mayorista y automotriz—, la generación de electricidad —de la mano de la mayor disponibilidad hídrica—, y algunas ramas industriales, a lo que se agrega la resiliencia de las actividades de servicios. Ello contrasta con la debilidad que mantiene la construcción. En tanto, la minería mostró

un repunte durante el tercer trimestre, vinculado a la entrada de un nuevo proyecto de inversión y al impulso de la producción de litio, aunque los últimos datos mensuales exhiben cierta caída en el margen (gráfico 4).

En cuanto a la demanda, los datos del tercer trimestre muestran un incipiente aumento del consumo privado. Ello, después de la fuerte, aunque necesaria, contracción de esta parte del gasto entre fines de 2022 e inicios de este año, principalmente en el componente de bienes.

La evolución del consumo ha ido acompañada por una mejora de los ingresos reales de los hogares, que ha sido apoyada por el descenso de la inflación, la que además ha reducido su impacto adverso en su gasto financiero. En este contexto, en el tercer trimestre del año, la serie desestacionalizada del consumo privado se expandió 1,2% trimestre a trimestre, destacando el aumento del componente durable, asociado a ventas de automóviles y productos tecnológicos. Aunque en menor medida, el consumo habitual —que incluye bienes no durables y servicios— también mejoró. Estos resultados se ratifican en la evolución más reciente de indicadores como el Índice de Actividad del Comercio Minorista (IACM), las ventas de automóviles (ANAC) y los datos de ventas mediante boleta electrónica.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) ha estado marcada por la volatilidad que exhibe, hace varios trimestres, el componente de maquinaria y equipos. Este último se contrajo en el tercer trimestre, lo que incide en una mayor caída de la inversión proyectada para este año. De todos modos, indicadores como las ventas mayoristas sugieren que la baja se ha ido revirtiendo. Por otro lado, la inversión en construcción ha continuado retrocediendo (gráfico 5).

En el mercado laboral, la creación de empleo se mantiene lenta, lo que es coherente con la evolución del ciclo económico. La tasa de desempleo del trimestre móvil terminado en octubre llegó a 8,9%, sin grandes cambios respecto de los registros previos, pero casi 1 punto porcentual por sobre su medición de hace un año. Si bien en los últimos meses las tasas de ocupación y de participación se han mantenido estables, estas aún son bajas en una perspectiva histórica, especialmente para personas que están cerca o en su edad de jubilación. Por el lado de la demanda, el Índice de Avisos Laborales de Internet (IALI) continúa en niveles acotados y las expectativas de empleo del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) se encuentran deterioradas en todos los sectores, con excepción de la minería. De todos modos, como indiqué, los ingresos laborales reales han continuado su trayectoria de normalización, ayudados por el descenso de la inflación, lo que se refleja en la evolución positiva de la masa salarial (gráfico 6).

En el escenario externo, destaca que la inflación se ha reducido en la mayoría de las economías, aunque sus perspectivas se muestran dispares. Además, la actividad de las principales economías tuvo un mejor desempeño en los últimos meses, en particular en China y EE.UU. En este último país, la resiliencia del mercado laboral y del consumo continúan dando soporte al desempeño de la economía. En China, por su parte, el empuje provino de los efectos rezagados de la reapertura post pandemia y la caída del ahorro, a lo que se suman las medidas reactivadoras aplicadas por el

gobierno chino. No obstante, se mantienen vigentes los problemas del sector inmobiliario en esta nación. En este contexto, las proyecciones de crecimiento mundial han ido mejorando en los últimos meses, particularmente para las economías mencionadas (gráfico 7).

En cuanto a las condiciones financieras globales, éstas han tenido un comportamiento favorable en semanas recientes, retornando a niveles en torno a los observados a inicios de año. Los mercados han estado altamente reactivos a diferentes tipos de eventos, entre ellos cifras económicas distintas de lo esperado o a la comunicación de las autoridades monetarias. Estas tensiones tuvieron un peak durante parte de octubre y noviembre, cuando se produjo un episodio de alta volatilidad y estrechez financiera global.

Así, en el transcurso del cuarto trimestre la tasa a 10 años de EE.UU. llegó a valores cercanos a 5%, el dólar se apreció y las bolsas tuvieron caídas generalizadas. Esta reacción responde a diversos factores, que incluyen las dudas en torno a la política fiscal estadounidense, el ruido asociado a un entorno geopolítico más complejo y las aprensiones respecto del equilibrio ahorro-inversión de mediano plazo. Se agrega la evolución de la política monetaria en el mundo desarrollado.

En ese período el peso tuvo una depreciación relevante y la tasa de interés de largo plazo chilena también siguió los movimientos de sus pares internacionales, mostrando un incremento importante, que luego se deshizo.

La Reunión de Política Monetaria de octubre se realizó en medio de este volátil panorama financiero. En ella, el Consejo decidió que era necesario continuar con el ciclo de recortes de la TPM, aunque en esa oportunidad era aconsejable hacerlo a una velocidad algo menor respecto de la reunión previa, reduciendo la tasa en 50 puntos base. Además, de manera precautoria, acordó suspender el programa de reposición de reservas y la reducción gradual de su posición *forward*.

En las semanas posteriores, estos desarrollos se fueron revirtiendo, en línea con las fluctuaciones que han caracterizado a los mercados financieros en los últimos trimestres. De este modo, con especial fuerza tras las dos últimas reuniones de la Reserva Federal, las tasas han reaccionado a la baja a nivel global, el dólar se ha depreciado y las bolsas han mejorado. En Chile, la tasa del BCP10 se ubica levemente por encima de su nivel de principios de 2023. Por su parte, el peso acumula una depreciación de cerca de 8% desde mediados de año, la que se reduce a 1,5% cuando comparan los cierres estadísticos de este IPoM y el de septiembre (gráfico 8).

En cuanto a las condiciones locales de financiamiento a empresas y hogares, las tasas de interés de las colocaciones comerciales y de consumo, más ligadas a la política monetaria, han continuado su descenso en los últimos meses, reflejo de la transmisión de los recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Las tasas hipotecarias, más allá de un descenso en el margen, se ubican en niveles por sobre los registrados hace un par de meses atrás. Hacia adelante, su trayectoria está sujeta a varios factores, entre otros, los movimientos de las tasas de largo plazo y premios por plazo.

Respecto del crédito, su crecimiento sigue débil, con una demanda contenida en la mayoría de las carteras (gráfico 9).

### **Parámetros estructurales**

En este Informe, hemos realizado una actualización de la estimación de los parámetros estructurales; la última se había realizado en diciembre de 2022.

Los parámetros estructurales corresponden a variables inobservables de la economía, que se presentan en condiciones de equilibrio de largo plazo. Esto significa que no pueden ser medidas en la práctica –como sí lo es la actividad de un trimestre o un año, por ejemplo– y por lo tanto es una estimación.

Estimar los parámetros estructurales de forma regular es importante, ya que estas variables van cambiando con el tiempo. Informan, por ejemplo, sobre cuál es la capacidad de crecimiento de la economía en el mediano plazo o dónde debería ubicarse la tasa de interés si estuviéramos en equilibrio. Por tanto, sirven como una guía para evaluar el estado actual de la macroeconomía, y calibrar la política monetaria.

En el caso del crecimiento tendencial, como es usual, la estimación separa el PIB entre sectores minero y no minero. Para el no minero, la metodología se basa en una función de producción en la que el crecimiento de largo plazo depende del crecimiento de tendencia de la productividad total de factores, la fuerza laboral, las horas trabajadas, el capital humano y el capital físico.

En esta ocasión, al igual que diciembre del año pasado, estimamos que el crecimiento del PIB tendencial no minero tiene una trayectoria decreciente en el tiempo. Con ello, su promedio alcanza a 1,9% en el período 2024-2033. Esto se compara con la estimación previa de 2,2% para el período 2023-2032. La menor cifra responde, principalmente, al cambio en el decenio de referencia, pues la recuperación de la participación laboral post pandemia se va reduciendo en la medida que pasa el tiempo. Ello no implica un cambio sustantivo en la trayectoria proyectada, y la estimación vuelve a considerar un bajo crecimiento de la productividad total de factores y que buena parte de la recuperación de la participación laboral a los niveles prepandemia ya ocurrió (gráfico 10).

Por su parte, la TPM neutral se estima utilizando un conjunto amplio de metodologías que capturan distintos determinantes de dicha tasa, entre ellos las condiciones financieras externas, internas y el crecimiento tendencial. La actual estimación ubicó la TPM neutral nominal en 4%, lo que implica un aumento de 25 puntos base respecto de la estimación previa. Ello es coherente con el incremento de las tasas neutrales de política monetaria en otras economías.

### **Proyecciones**

Pasando a las proyecciones de este IPoM, el escenario central considera que la inflación total convergerá a la meta de 3% en la segunda mitad de 2024, con perspectivas que no varían mayormente respecto de septiembre. En esta trayectoria se combinan una parte subyacente, que se acercará a 3% más rápido que lo proyectado en el informe previo, con un comportamiento menos favorable para los precios de los combustibles y de otros ítems volátiles. En la inflación subyacente, destacan las menores perspectivas para el componente subyacente de bienes, influido por el mayor retroceso que acumuló en meses recientes (gráfico 11). El escenario central asume que el TCR se mantendrá en torno a los niveles actuales durante el horizonte de proyección. Esto, en un contexto de alta volatilidad de la paridad nominal y donde la depreciación respecto del cierre estadístico previo es acotada.

Las proyecciones de actividad y demanda contienen pocas correcciones. Para 2023, se anticipa un crecimiento nulo del PIB. Además de la revisión al alza de las cifras de los tres primeros trimestres de 2023, la estimación considera perspectivas algo más favorables para el cierre del año en el PIB no minero, dada la incipiente mejora de los datos sectoriales —como en el comercio o la industria.

Para 2024 y 2025, los rangos de crecimiento del PIB se mantienen entre 1,25-2,25% y 2-3%, respectivamente. En esta proyección, el PIB no minero seguirá mostrando variaciones trimestrales positivas, para ir acercándose paulatinamente a tasas acordes con su crecimiento de tendencia. Aunque algo menor a la proyectada en septiembre, la actividad minera tendrá un aporte importante a la expansión de la economía en 2024, a lo que contribuye la reciente entrada en operación de nuevas faenas y el desarrollo de otros minerales (gráfico 12).

La brecha de actividad se ubica en torno a cero y se estima que permanecerá cerca de ese nivel durante todo el horizonte de proyección. Los ajustes desde el último IPoM son acotados e incorporan la revisión de los parámetros estructurales y las mejores perspectivas para el PIB no minero en los próximos trimestres.

Se sigue esperando que la demanda interna retome tasas de variación positivas en 2024. En el consumo privado, sus niveles se corrigen marginalmente al alza para los próximos dos años. Se estima que éste se expandirá 2,1% en 2024 y 1,8% en 2025. La recuperación de los ingresos disponibles de los hogares continuará apoyando su desempeño, respaldado en buena parte por el proceso de convergencia de la inflación. Se agrega el impacto de los recortes de la TPM sobre las condiciones crediticias relevantes para el consumo (gráfico 13).

En 2024 y 2025, la FBCF alcanzará niveles similares a los anticipados en el IPoM pasado, bienio en el que acumulará un crecimiento positivo. En esta proyección se consideran las mejores perspectivas de los catastros de inversión, en particular para el sector minero y de energía, y cifras de alta frecuencia (gráfico 14).

Las proyecciones para el déficit de la cuenta corriente son de 3,3% del PIB este año y 4% del PIB los dos siguientes. Al tercer trimestre este siguió reduciéndose, acumulando 3,5% del PIB en el último

año móvil. Ello ocurre a la par de la recuperación paulatina del ahorro nacional —donde destaca el aumento en el componente privado—, cuya recomposición continuará contribuyendo al equilibrio entre este y la inversión (tabla 1).

La economía chilena se verá favorecida por un mayor crecimiento esperado de los socios comerciales en el corto plazo. Se estima que éste promediará 3,1% entre 2023 y 2024 (2,7% en septiembre). Por un lado, esto se explica por las mejores proyecciones para EE.UU., en base principalmente a la fortaleza del consumo. Por otro, está el mayor impulso que darán las medidas fiscales en China, que de todos modos mantendrá tasas de expansión por debajo de sus promedios históricos. Además, el precio del cobre previsto para los próximos dos años se mantendrá en torno a US\$3,8 la libra, lo que explica gran parte de la corrección al alza de los términos de intercambio (gráfico 15).

### **Política monetaria**

La evolución del escenario macroeconómico ha ido en la dirección requerida y la inflación se encamina a la meta de 3%. Ello ha permitido reducir la TPM desde julio a la fecha, en 300 puntos base, ubicándola en 8,25%. Sin embargo, el objetivo aún no se ha logrado y quedan varios desafíos pendientes, en medio de un entorno global volátil. Como indicamos en nuestro comunicado de ayer martes, la convergencia de la inflación a la meta requerirá nuevos recortes de la TPM. Como siempre, su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación. Asimismo, reafirmamos nuestro compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran.

Permítanme ahora describir los escenarios de sensibilidad para la política monetaria, los que dan sustento al corredor de TPM que contiene el IPoM. Su borde superior está definido por situaciones en que la convergencia de la inflación demora más en concretarse. Tal sería el caso si es que la economía chilena recibiera un impulso externo mayor al previsto, por ejemplo, porque la resiliencia de EE.UU. se prolonga y eleva el dinamismo de la economía mundial. Esto tendría efectos positivos a nivel local. Por un lado, por una mayor demanda externa y mejoras en los precios de distintas materias primas, incluyendo el cobre, pero además a través del canal de expectativas, que podrían volverse más optimistas e incentivar el gasto interno. Las consecuencias inflacionarias de este escenario podrían llevar a recortes de la TPM más graduales que los del escenario central.

El borde inferior refleja escenarios en que la inflación se reduce más rápido. Estos se asocian, especialmente, a situaciones en que el impacto sobre la economía local del aumento de las tasas largas de meses recientes sea mayor a lo esperado. Esto podría restar dinamismo al consumo y la inversión, llevando a una disminución de las presiones inflacionarias que requeriría acelerar el proceso de relajamiento monetario (gráfico 16).

En cuanto a los riesgos, la evolución del escenario externo continúa sujeta a importantes focos de incertidumbre. La fragilidad del sector inmobiliario en China, las dudas en torno a la situación fiscal en EE.UU. y un entorno geopolítico más complejo y con nuevos conflictos bélicos son solo algunos de ellos. Las implicancias de estos escenarios para la política monetaria dependerán de cómo la combinación y magnitud de dichos elementos afecten las perspectivas para la convergencia inflacionaria de mediano plazo.

## **Reflexiones finales**

Estimados Senadores, permítanme terminar esta presentación con unas breves reflexiones sobre el año que termina y lo que nos depara el futuro.

Hace un año, cuando vinimos a presentarles el IPoM de diciembre de 2022, la inflación superaba el 12% anual y acaparaba los primeros lugares en las preocupaciones tanto de las personas como de las empresas.

En ese momento, la tasa de interés estaba en 11,25% y se consideraba necesario mantenerla hasta que las condiciones de convergencia inflacionaria lo requirieran. Entonces, según nuestras proyecciones de ese momento, el objetivo de devolver la inflación hacia su meta de 3% se materializaría en la segunda mitad de 2024.

Muchos análisis advertían la dificultad de que ese descenso efectivamente se diera y, ciertamente, el camino delineado no era sencillo de transitar. Sin embargo, nuestras proyecciones han ido cumpliéndose. La inflación ha descendido y, de mantenerse las actuales perspectivas económicas, se encamina hacia la meta de 3% durante la segunda parte de 2024.

Si bien esta es una muy buena noticia, esto no puede ni debe llevarnos a ser autocomplacientes. La inflación aún no llega al 3% y debemos asegurarnos de que lo haga.

Constatamos duramente que una vez que la inflación aumenta, los efectos en la vida cotidiana de las personas son importantes. Ha sido especialmente complejo para las familias de menos recursos, pues su capacidad de compra se vio muy afectada. Ello, no solo por el aumento de los precios de muchos de los productos que más consumen, sino que también porque sus ingresos están más desprotegidos contra la inflación.

Por lo tanto, es importante aquilatar esta experiencia y no olvidar las razones que desencadenaron la fuerte alza de la inflación. La historia nos enseña que, aunque hagamos las cosas bien, vamos a enfrentar shocks adversos y, por lo tanto, viviremos nuevamente situaciones complejas. Entonces es esencial que evaluemos a priori decisiones que, en un primer momento, siendo quizás beneficiosas para la población, pueden tener costos a mayor plazo, incluso superiores a los potenciales beneficios que aparecían en un principio.

Hemos ido resolviendo los desequilibrios, se han disipado los shocks de oferta y la política monetaria ha realizado su trabajo normalizando la demanda agregada, con lo cual la inflación ha ido consolidando su proceso de convergencia a la meta de 3%. Esto nos ha permitido ir reduciendo el nivel de restricción de la política monetaria, acumulando una baja de la TPM de 300 puntos base desde julio a la fecha. Esta es una magnitud significativa de recorte y elevada en comparación a lo que han implementado otros bancos centrales.

Retrospectivamente, durante todo el primer semestre de este año mantuvimos la tasa en 11,25%, en un escenario donde el proceso de convergencia inflacionaria aún no se afianzaba. En esa etapa señalizamos que ese nivel de tasa era suficiente y que incluso desviaciones marginales del escenario central podían manejarse manteniéndola por un período más prolongado.

Para el IPoM de junio, señalizamos que en la medida que la economía continuara en la dirección esperada y la inflación consolidara su tendencia a la baja, acorde con lo proyectado, el proceso de reducción de la tasa comenzaría prontamente. Esto ocurrió en julio, cuando redujimos la tasa en 100 puntos base, en un contexto de menores presiones inflacionarias.

Continuamos en septiembre, con una baja de 75 puntos base. Esta decisión era coherente con nuestra comunicación previa, que indicaba que la tasa seguiría reduciéndose, aunque no necesariamente en igual magnitud. De hecho, señalamos en nuestro comunicado que la magnitud de las reducciones de la tasa dependería de la evolución de la economía y sus implicancias para la convergencia de la inflación a la meta, en términos similares a los de la Reunión anterior.

La Reunión de octubre, como les comenté hace unos momentos, se dio en un contexto de elevada volatilidad de los mercados financieros globales, con condiciones financieras que se habían estrechado de forma relevante. En este escenario, el Consejo optó por ser precavido y no contribuir a la volatilidad de los mercados, sino por el contrario, fortalecer el mecanismo de transmisión monetaria. Así, decidimos continuar con la reducción de la tasa, pero a un ritmo algo menor, de 50 puntos base. En la Reunión de ayer, habiéndose resuelto el episodio de tensión de fines de octubre y con una inflación cuya senda de convergencia a la meta es clara, el Consejo decidió reducir la tasa en otros 75 puntos base.

De este modo, más allá de los movimientos particulares de cada Reunión, el Banco ha seguido una clara senda de reducción del nivel de restricción de la política monetaria y lo seguirá haciendo en las reuniones venideras, conforme se mantengan las condiciones delineadas en el escenario central. Cuando se compara la evolución de la TPM y el forward guidance del Banco, se aprecia dos hechos relevantes. Por un lado, la evolución de la macro ha ido relativamente acorde con lo previsto, lo que se refleja en un corredor que no muestra cambios relevantes entre informes. Por otro lado, la trayectoria de la tasa se ha ubicado dentro de los corredores, con lo que más allá de los movimientos específicos Reunión a Reunión, se ha seguido el camino de baja de la TPM delineado hace un año (gráfico 17).

Pese a que la inflación se ha reducido, quiero ser taxativa en que la tarea de conducirla a la meta de 3% no ha terminado. De no mediar eventos inesperados, la inflación retornará a la meta durante la segunda parte del próximo año. Pero siempre existe la posibilidad de accidentes en el camino y debemos estar atentos, de modo de no comprometer el logro de la meta de 3% y al mismo tiempo no causar costos innecesarios a la economía.

Ya pensando en los desafíos del futuro, como acabo de presentarles, en este IPoM hemos revisado nuestra estimación de crecimiento de mediano plazo. En septiembre, al exponer ante el Senado, señalé que, al controlar la inflación, lo que el Banco hace es balancear la economía, conduciéndola a un crecimiento de tendencia. Y que entonces valía la pena preguntarse si, una vez alcanzado ese crecimiento, este era suficiente, materia que en todo caso debían analizar otras autoridades.

En esta oportunidad revisamos la estimación del crecimiento tendencial del PIB no minero. Los resultados siguen indicando una tendencia decreciente, que lo ubica por debajo de 2% en promedio, para el período 2024-2033. Esta estimación considera varios supuestos de trabajo, sobre los que existe una variada discusión. ¿Será posible, por ejemplo, recuperar la participación laboral hasta los niveles prepandemia? ¿Lograremos que la participación de las mujeres en el mercado laboral siga aumentando hasta acercarnos a los niveles de países desarrollados? ¿Qué ocurrirá con otro factor crucial de estas estimaciones, como es el nivel de productividad?

Sin duda hay múltiples interrogantes y hechos a los que, como sociedad, deberemos enfrentarnos en el futuro. No obstante, la posibilidad de sortearlos de buena manera está fuertemente ligada a nuestra capacidad para abordarlos en conjunto, con sentido de oportunidad, de forma eficiente y con mirada de largo plazo. Debemos generar los espacios de flexibilidad necesarios para adaptarnos a un entorno crecientemente cambiante, pero que nos ofrece múltiples oportunidades disponibles a ser aprovechadas.

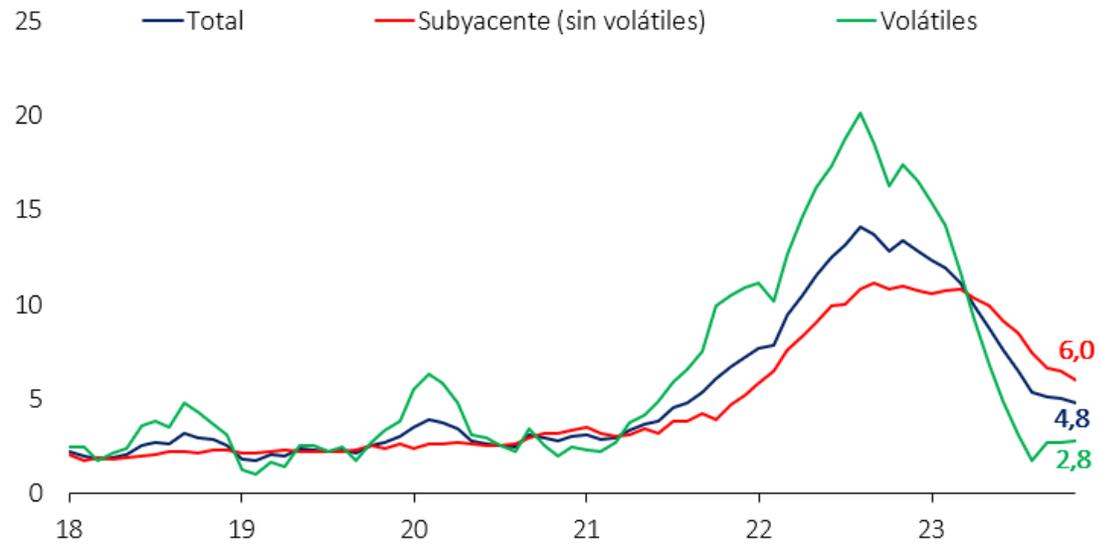
Como hemos señalado en varias ocasiones, el rol del Banco Central en este proceso es generar las condiciones para que la economía desarrolle su potencial. Con una inflación baja y estable y un sistema financiero que funcione adecuadamente. Esto permite reducir la incertidumbre y procurar un costo de financiamiento lo más favorable posible para hogares y empresas, ambas condiciones muy importantes para que los distintos actores puedan tomar decisiones y ejecutar los cambios que la economía necesita.

Muchas gracias.

Gráfico 1

**Indicadores de inflación (\*)**

(variación anual, porcentaje)



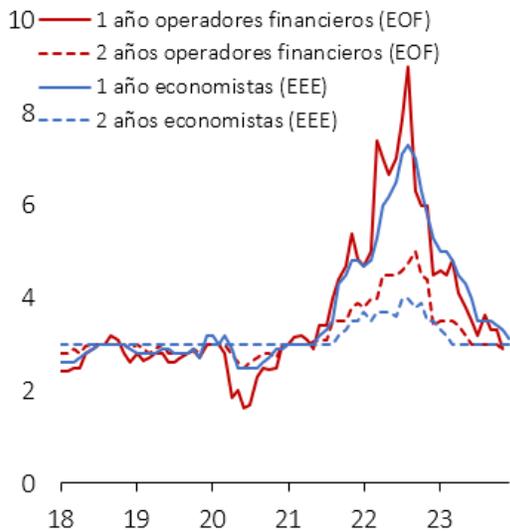
(\*) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico.

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

Gráfico 2

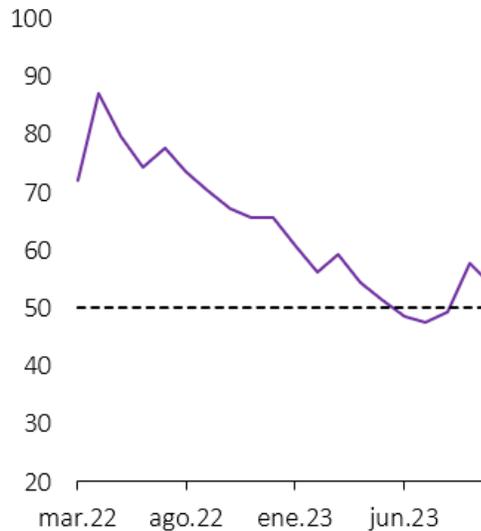
**Expectativas de inflación (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



**Percepción actual de la inflación (IPEC): Respecto al mes pasado, ¿cuánto crees que han cambiado los precios de las cosas en general?**

(porcentaje que dice "subieron mucho")

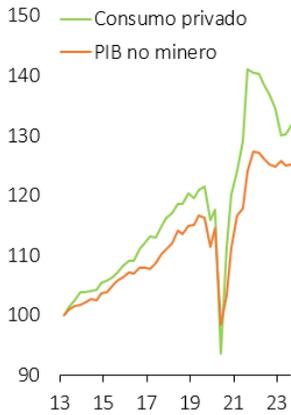


(1) Mediana de las respuestas. (2) La EOF toma en cuenta la última encuesta publicada en el mes, salvo en enero de 2018 que incluye la de la primera quincena de ese mes. En los meses en que no hay encuesta, se considera la última disponible.

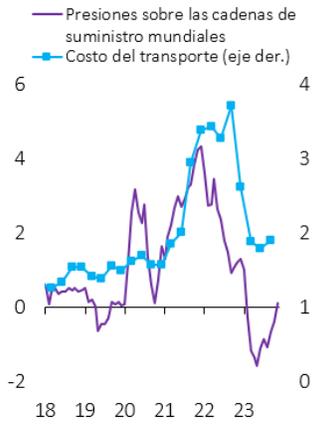
Fuentes: Banco Central de Chile y Adimark.

Gráfico 3

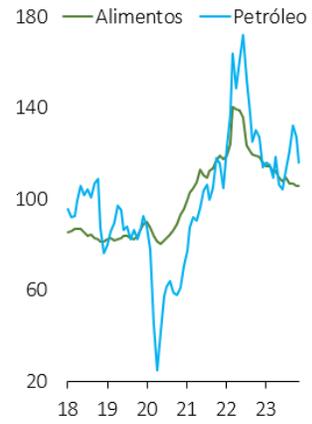
**PIB no minero y consumo privado**  
(índice 1T2013=100, series trimestrales desestacionalizadas)



**Evolución de factores de costos (1) (2)**  
(desv. est. c/r prom. histórico; % del PIB)



**Precios de materias primas (3)**  
(índice 2018-2023=100)



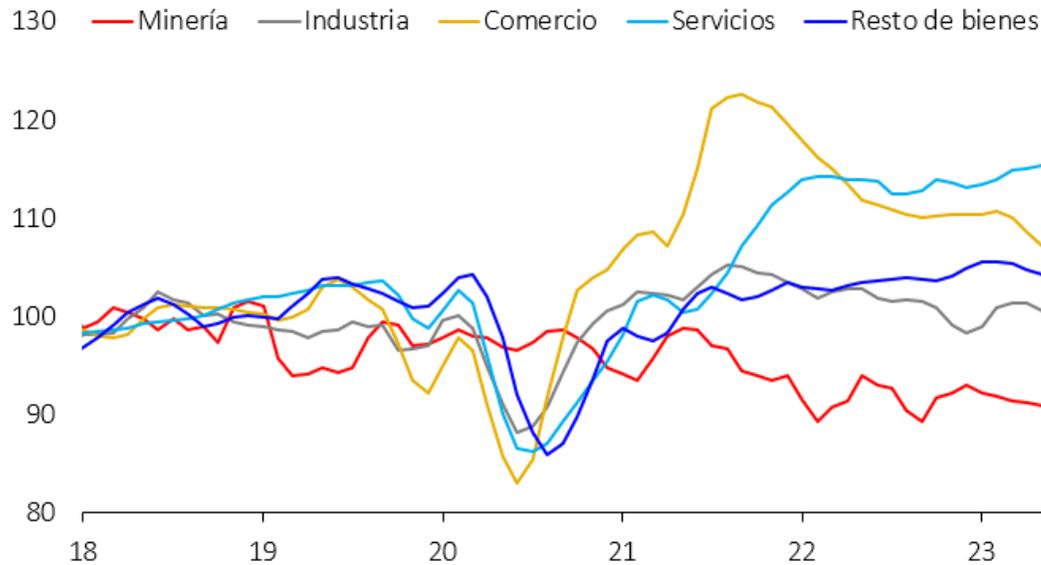
(1) Para mayor detalle sobre las presiones en las cadenas de suministro mundiales, ver Global Supply Chain Pressure Index. Datos mensuales. (2) Costo de transporte de los productos importados a Chile, medido como porcentaje del PIB trimestral. (3) Precio de los alimentos considera el índice FAO y el del petróleo el promedio entre el Brent y WTI.

Fuentes: Banco Central de Chile, Fed Nueva York y Bloomberg.

Gráfico 4

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

(índice promedio 2018=100, series desestacionalizadas)



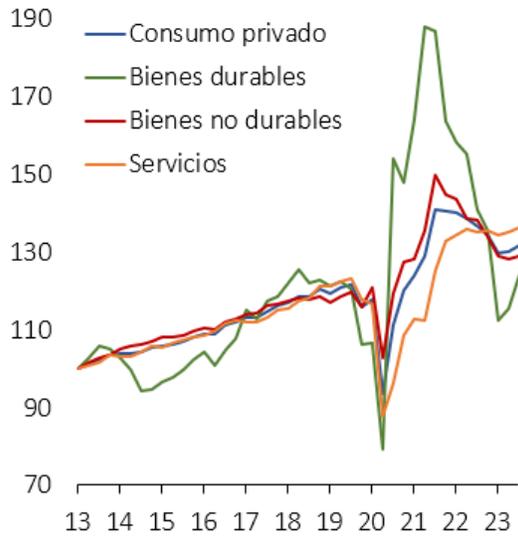
(\*) Series en promedios móviles trimestrales. Resto de bienes considera las actividades agropecuario-silvícola, pesca, EGA y gestión de desechos, y construcción.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

**Consumo privado por componentes**

(índice 1T2013=100, series reales desestacionalizadas)



**Inversión por componentes**

(índice 1T2013=100, series reales desestacionalizadas)

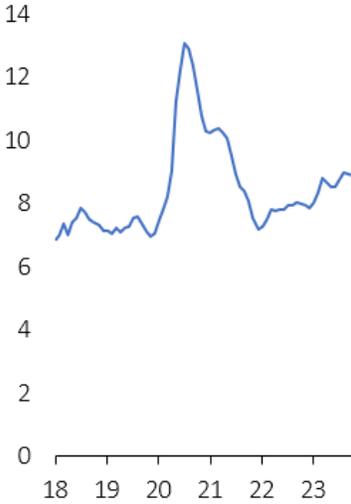


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

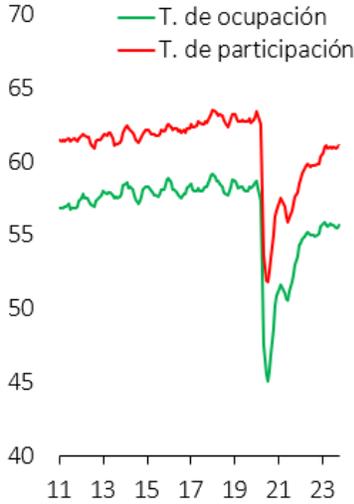
**Tasa de desocupación**

(porcentaje)



**Tasa de ocupación y participación**

(porcentaje)



**Masa salarial real (\*)**

(índice ene.20=100, desestacionalizado)

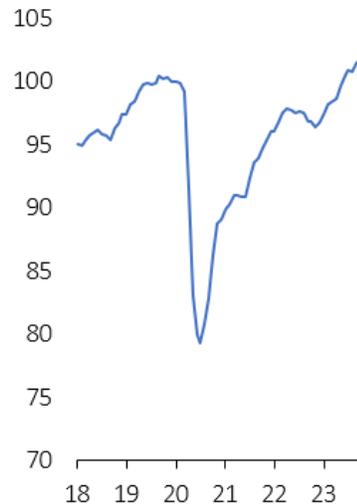
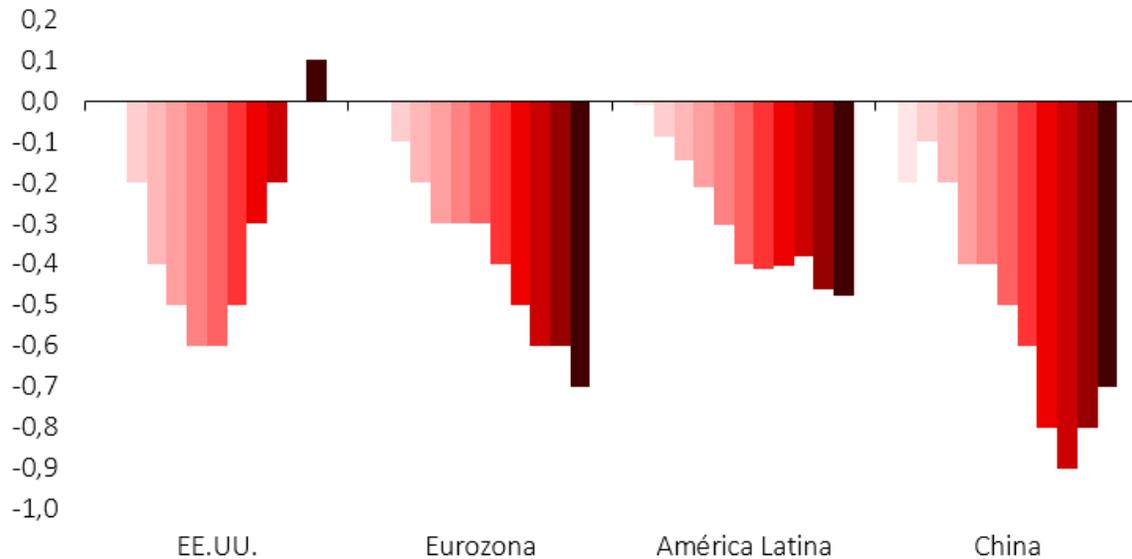


Gráfico 7

**Cambio acumulado en las expectativas de crecimiento para 2024 (1) (2)**

(diferencia acumulada respecto de ene.23, puntos porcentuales)



(1) Las barras van desde febrero hasta diciembre de este año, y corresponden al cambio acumulado de las expectativas de crecimiento para 2024 respecto de la cifra prevista en enero 2023. (2) América Latina considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).

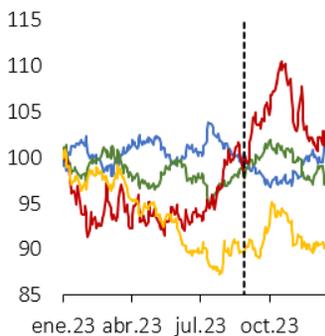
Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 8

**Variables del mercado financiero**

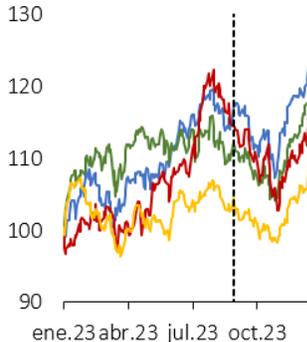
**(a) Monedas (1) (2) (3)**

(índice 02.ene.23=100)



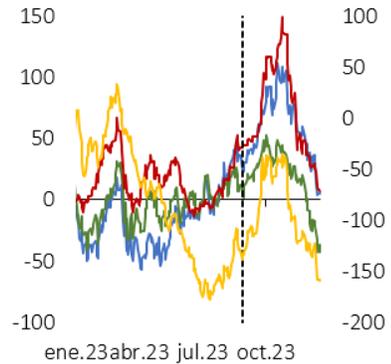
**(b) Bolsas (1) (2)**

(índice 02.ene.23=100)



**(c) Tasas 10 años nominales (1) (2) (4)**

(diferencia respecto del 02.ene.23, puntos base)



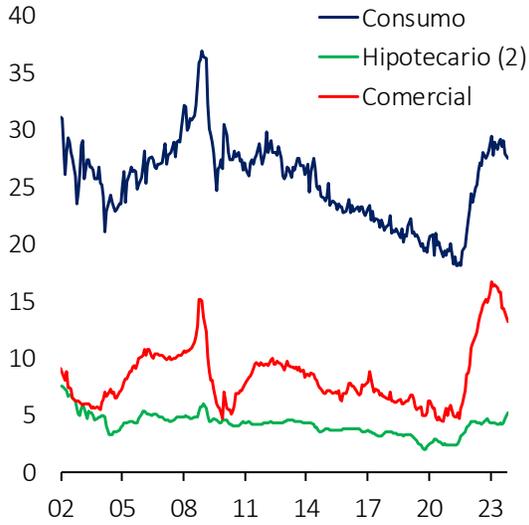
— EE.UU. — Chile — Eurozona — América Latina

(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de septiembre 2023. (2) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral. (4) Para América Latina corresponde al eje derecho. Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9

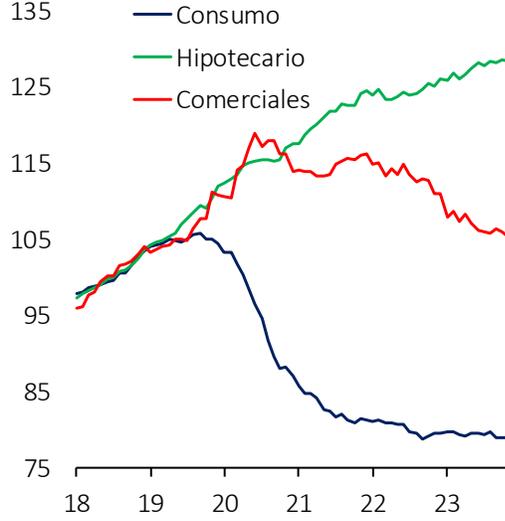
**Tasas de interés (1)**

(porcentaje)



**Stock de colocaciones reales (3)**

(índice 2018=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes en la Región Metropolitana.

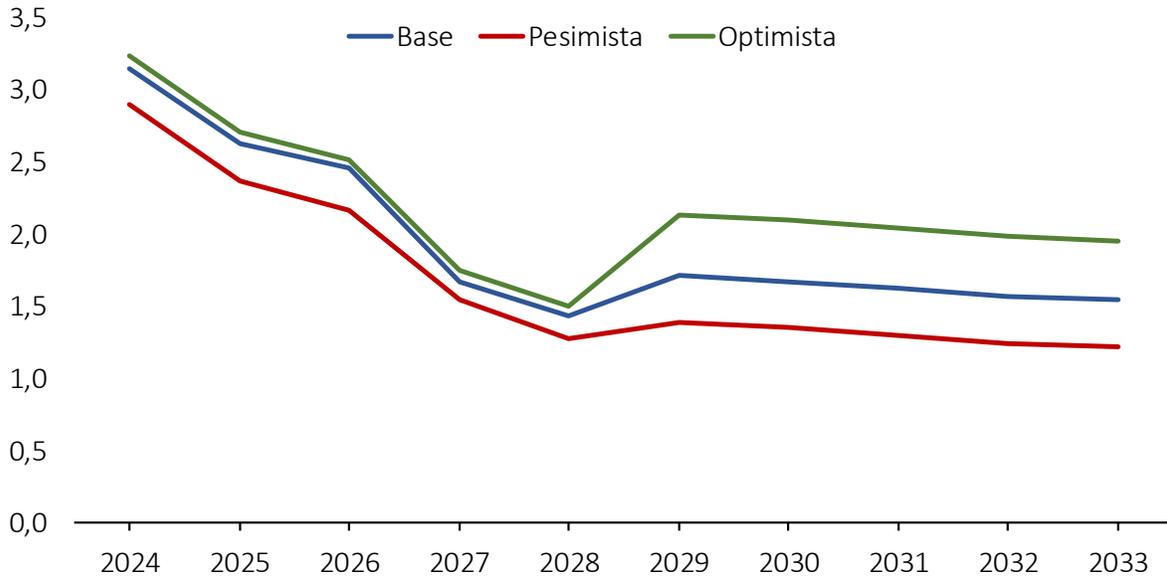
(2) Corresponden a colocaciones en UF. (3) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

**Trayectoria de crecimiento tendencial del PIB no minero**

(porcentaje)

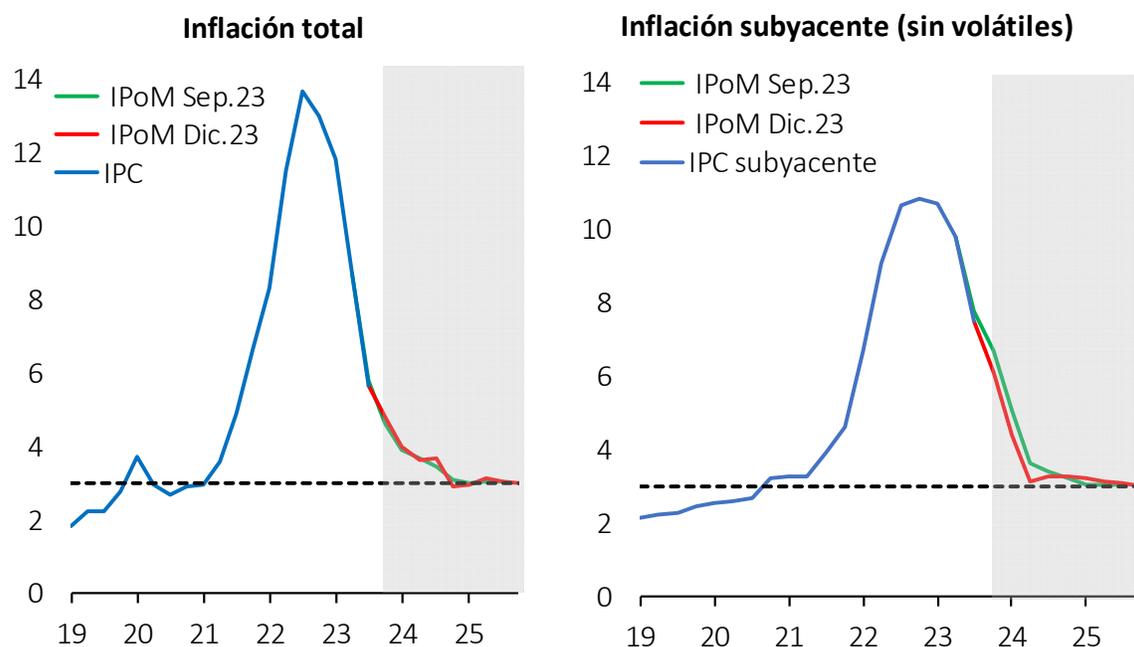


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

**Proyección de inflación (\*)**

(variación anual, porcentaje)



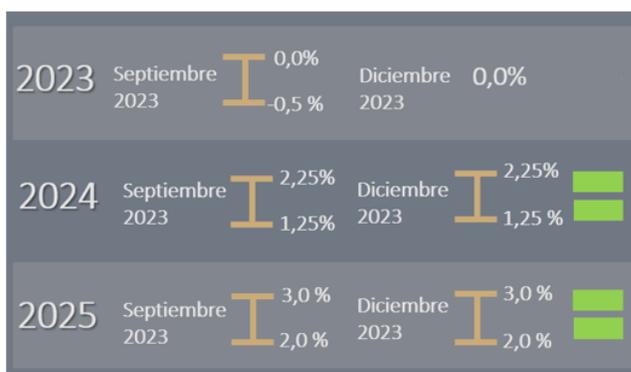
(\*) El área gris, a partir del cuarto trimestre de 2023, corresponde a la proyección.

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

Gráfico 12

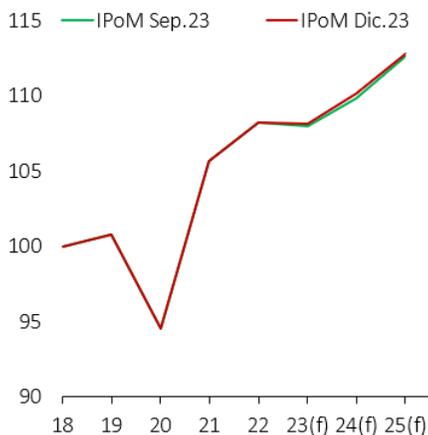
**Proyecciones de crecimiento del PIB (1)**

(variación anual)



**Proyecciones PIB (2)**

(índice 2018=100)



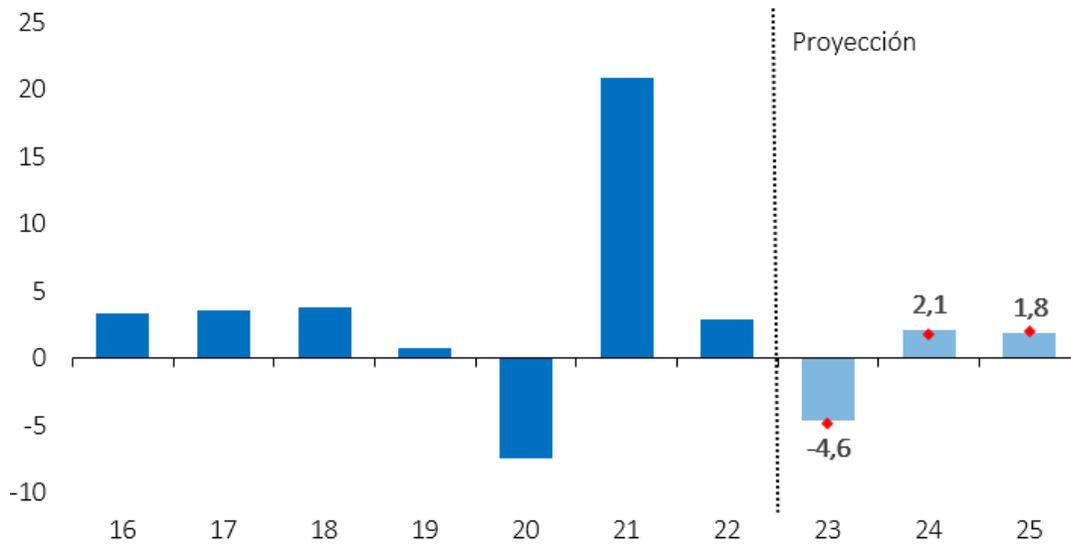
(1) Proyecciones contenidas en cada IPoM. Símbolos indican cambio respecto de proyección de septiembre de 2023. (2) Las proyecciones consideran el punto medio de los rangos de crecimiento publicados en este IPoM. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico 13

**Consumo privado (\*)**

(variación real anual, porcentaje)



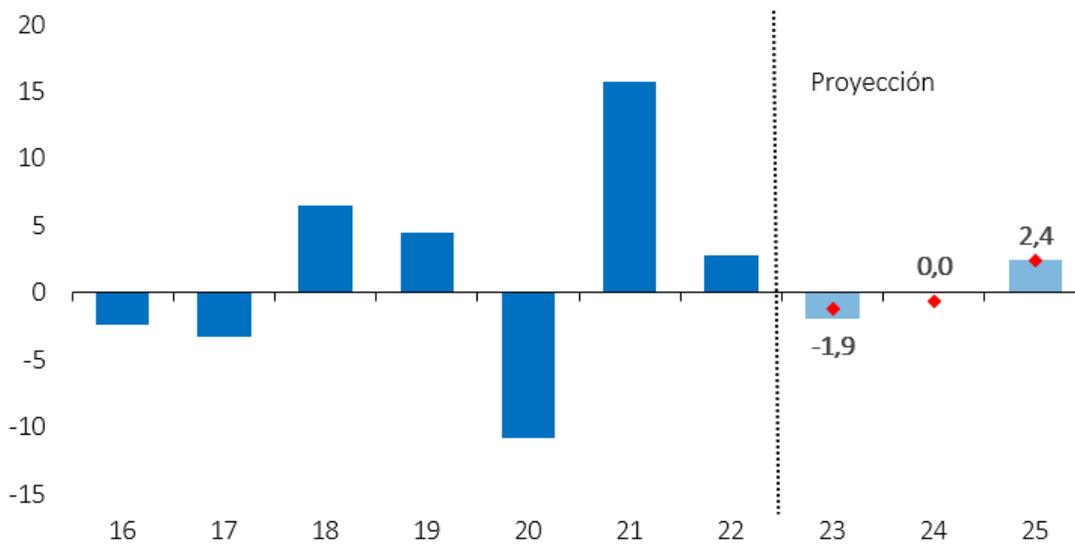
(\*) Rombos corresponden a las proyecciones del escenario central del IPoM de septiembre de 2023. Etiquetas de datos en el gráfico corresponden a las cifras proyectadas en el escenario central de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

**Formación bruta de capital fijo (\*)**

(variación real anual, porcentaje)



(\*) Rombos corresponden a las proyecciones del escenario central del IPoM de septiembre 2023. Etiquetas de datos en el gráfico corresponden a las cifras proyectadas en el escenario central de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

**Escenario interno**

(variación anual, porcentaje)

|   | 2023 (f) |         | 2024 (f)  |           | 2025 (f) |         |
|---|----------|---------|-----------|-----------|----------|---------|
|   | IPoM     | IPoM    | IPoM      | IPoM      | IPoM     | IPoM    |
|   | Sep. 23  | Dic. 23 | Sep. 23   | Dic. 23   | Sep. 23  | Dic. 23 |
| PIB                                       | -0,5/0,0 | 0,0     | 1,25-2,25 | 1,25-2,25 | 2,0-3,0  | 2,0-3,0 |
| Demanda interna                           | -4,3     | -4,6    | 1,5       | 2,0       | 2,2      | 2,7     |
| Demanda interna (sin var. de existencias) | -3,1     | -3,0    | 1,1       | 1,5       | 2,0      | 1,9     |
| Formación bruta de capital fijo           | -1,2     | -1,9    | -0,6      | 0,0       | 2,4      | 2,4     |
| Consumo total                             | -3,7     | -3,3    | 1,6       | 2,0       | 1,9      | 1,8     |
| Consumo privado                           | -4,9     | -4,6    | 1,7       | 2,1       | 1,9      | 1,8     |
| Exportaciones de bienes y servicios       | 0,9      | 1,0     | 4,0       | 3,4       | 2,4      | 1,9     |
| Importaciones de bienes y servicios       | -9,8     | -11,1   | 3,1       | 4,3       | 1,2      | 2,9     |
| Cuenta corriente (% del PIB)              | -3,4     | -3,3    | -4,0      | -4,0      | -4,0     | -3,9    |
| Ahorro nacional bruto (% del PIB)         | 19,3     | 18,8    | 19,0      | 18,4      | 19,1     | 19,1    |
| FBCF nominal (% del PIB)                  | 23,3     | 23,3    | 23,1      | 23,1      | 23,1     | 23,0    |

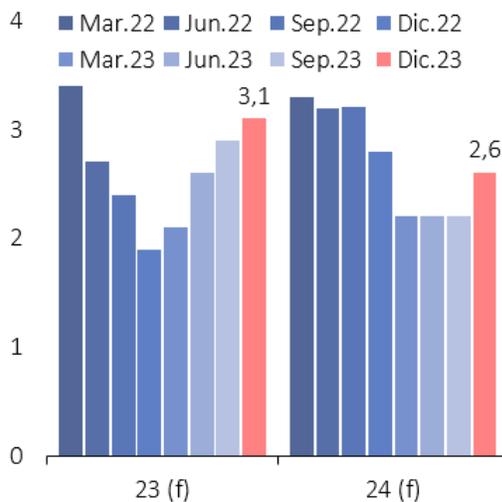
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 15

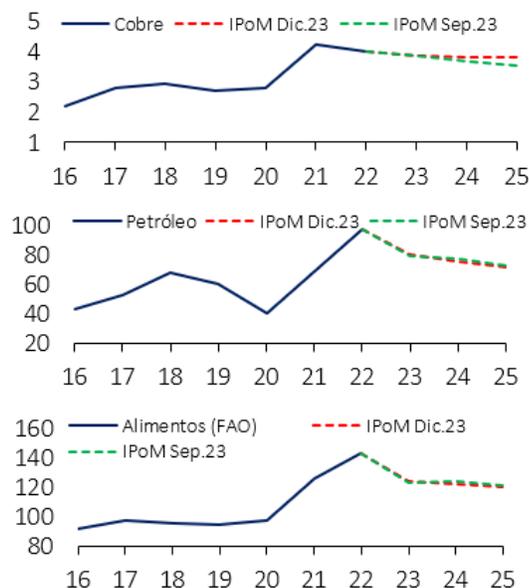
**Proyecciones de crecimiento mundial en los últimos IPoM**

(variación anual, porcentaje)



**Proyecciones para el precio de las materias primas (1) (2)**

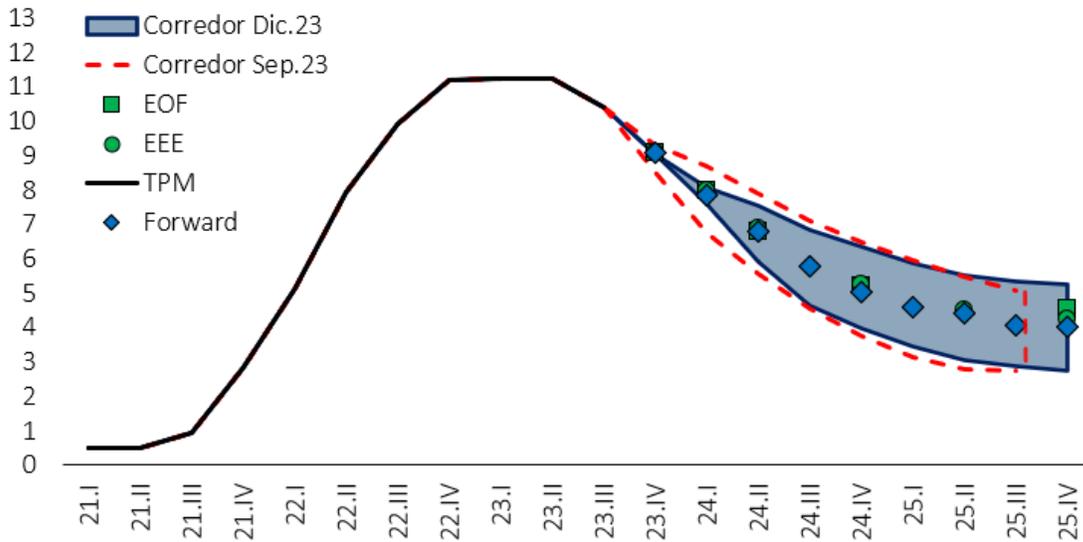
(dólares la libra; dólares el barril; índice)



(f) Proyección. (1) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent. (2) Precio/índice efectivo corresponde al promedio de cada año. Líneas punteadas corresponden a las proyecciones 2023-2025 contenidas en cada IPoM.

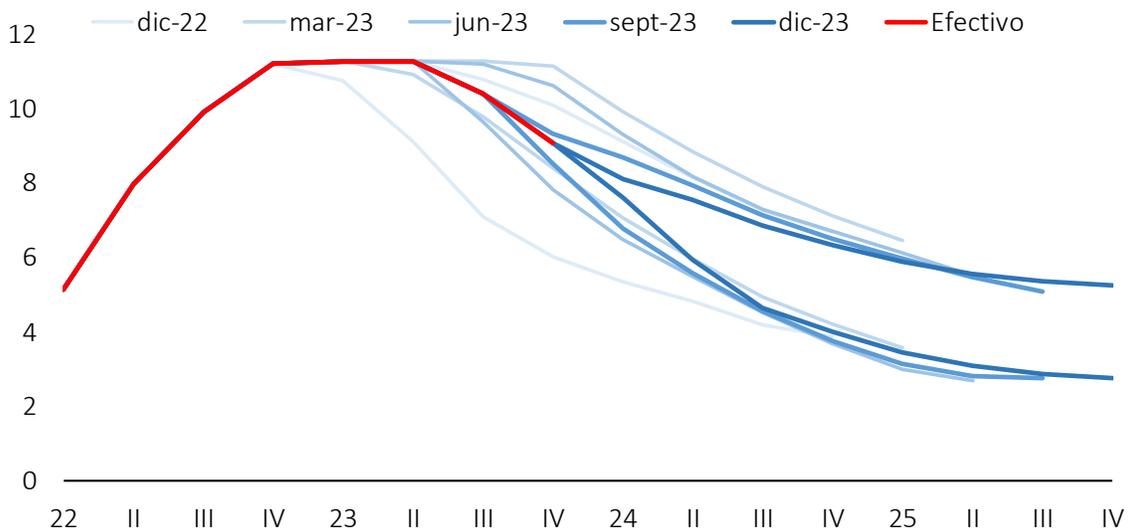
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y FAO.

**Gráfico 16**  
**Corredor de TPM (\*)**  
 (promedio trimestral, porcentaje)



(\*) 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.9, Capítulo II, IPoM diciembre 2023).  
 Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 17**  
**TPM y corredor (\*)**  
 (porcentaje)



(\*) Las líneas corresponden al borde superior e inferior del corredor de TPM del respectivo IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.