

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO 2023



MUELLE PEATONAL FRUTILLAR
Región de Los Lagos

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	9
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	35
RECUADROS	
Recuadro I.1 Situación financiera internacional: impacto macroeconómico	25
Recuadro I.2 Implicancias macroeconómicas de la revisión de Cuentas Nacionales y Balanza de Pagos	27
Recuadro I.3 Prolongación de la alta inflación	29
Recuadro I.4 Traspaso de la apreciación del tipo de cambio nominal a precios	31
Recuadro I.5 Publicación y difusión de los resultados de la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios	33

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 4 de abril. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 29 de marzo.



Informe de Política Monetaria

MARZO 2023

Política Monetaria del Banco Central de Chile

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria del Banco Central de Chile debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable. Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar el poder adquisitivo de sus ingresos y haciendo que la economía funcione mejor. Cuando se logra que la inflación sea baja y estable, la política monetaria puede además moderar las fluctuaciones del empleo y la producción.

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

El Banco conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países del mundo que tienen, como Chile, flotación cambiaria, y se denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero y otros precios financieros, como el tipo de cambio, las tasas de interés de más largo plazo, entre otros. A su vez, estas variables afectan la demanda de bienes y servicios y, por esa vía, los precios y la inflación. Las decisiones de política monetaria toman varios trimestres para verse reflejadas por completo en la economía, lo que justifica que la política monetaria se realice con un punto de vista prospectivo, teniendo como foco primordial la proyección de inflación a dos años plazo y no solo la inflación de hoy.

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

Como el Banco Central toma sus decisiones de política monetaria autónomamente, debe dar cuenta constantemente de ellas y de sus resultados a la ciudadanía en general. Esto no solo le corresponde por ser un organismo del Estado en una sociedad democrática, sino que también por el hecho que una política monetaria creíble, y que es comprendida por las personas, permite mantener la inflación baja y estable. A través del Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco comunica al público general su visión sobre la evolución reciente de la economía, sus proyecciones para los próximos años y la forma en que, en ese contexto, manejará la política monetaria para cumplir con la meta de inflación.

El IPoM se publica cuatro veces al año (marzo, junio, septiembre y diciembre) y en su preparación participa un equipo cercano a 60 personas.



Foto Portada: Muelle Peatonal Frutillar, Región de Los Lagos

Beltrán de Ramón Acevedo / Representante Legal

Gerencia de División de Asuntos Institucionales
BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl
ISSN: 0716-2219



RESUMEN

La inflación se mantiene en niveles muy elevados. Si bien la variación anual del IPC descendió hasta 11,9% en febrero, sigue estando muy por sobre la meta de 3%. La parte subyacente del IPC se ubica en torno a 11% anual desde hace un tiempo, acumulando una sorpresa importante en los últimos meses. Varios factores explican por qué la inflación está tardando en bajar. El más importante, que la economía no ha logrado reducir los impactos del exceso de gasto que se acumuló en años previos. De hecho, la revisión de las cuentas nacionales mostró que el nivel de consumo de años previos fue mayor que lo estimado. Además, la velocidad a la que se ha estado ajustando en lo más reciente ha sido menor a la prevista. El mejor desempeño de inicios de 2023 lleva a revisar al alza la proyección de crecimiento del PIB de este año. No obstante, la economía continuará con su proceso de ajuste en los trimestres venideros. Por ello, se reduce la proyección para 2024. Considerados ambos años, el crecimiento acumulado no dista mayormente de lo previsto en diciembre. La inflación retornará a la meta de 3% en la última parte de 2024. El panorama económico global se ha vuelto más difícil en las últimas semanas. La economía chilena se verá afectada por una menor demanda externa y condiciones financieras globales más restrictivas. Con todo, el escenario actual tiene asociado un grado de incertidumbre superior a lo habitual. Por un lado, destaca el riesgo de un deterioro más abrupto del escenario externo, con mayores implicancias para Chile. Por otro, el lento descenso del consumo interno podría resultar en una dinámica inflacionaria más compleja. La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido en 11,25% desde octubre de 2022. El Consejo considera que será necesario mantenerla en ese nivel hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado. En el escenario central, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre. El Consejo reafirma su 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.

La inflación anual sigue en niveles muy elevados. A febrero, la variación anual del IPC se ubicó en 11,9%, cifra que, si bien es inferior a los máximos observados en el tercer trimestre de 2022, sigue estando muy por sobre la meta de inflación. La variación mensual de dicho mes fue negativa (-0,1%) por primera vez en varios trimestres. Sin embargo, ello respondió principalmente al descenso de los precios volátiles. De hecho, la parte subyacente del IPC tuvo un alza relevante en ese mes (+0,7%).

Pese a que gran parte de los determinantes de la inflación han ido cediendo, la variación anual de la inflación subyacente se ha mantenido en torno a 11% desde hace varios meses. Por un lado, el peso se ha apreciado en torno a 11,5% respecto del cierre estadístico del IPoM previo. Por otro, las presiones de costos a nivel global han disminuido. Los precios de las materias primas, incluido el petróleo, han descendido, las cadenas de suministro se han normalizado y los costos de transporte han bajado. Todo esto se da en un contexto en que la política monetaria ha mantenido una posición claramente contractiva.

Se añade que, comparado con la proyección del último IPoM, el componente subyacente del IPC acumula una importante sorpresa a alza, de alrededor de un punto porcentual. La mayor parte de la diferencia se concentra en los precios de los bienes no volátiles. En todo caso, la inflación de servicios también muestra aumentos mayores a los previstos, con tasas de variación anual al alza.



Un factor relevante tras la mantención de una alta inflación ha sido la lenta corrección de los elevados niveles de consumo privado alcanzados en años previos. La revisión de las Cuentas Nacionales arrojó que entre 2020 y 2022 el consumo de los hogares fue en torno a US\$4.300 millones mayor a lo previamente estimado. Con esto, las cifras de ahorro nacional se revisaron a la baja y el déficit de la cuenta corriente aumentó, dando cuenta de que los desequilibrios macroeconómicos eran mayores (Recuadro I.2). Por otro lado, los datos de fines de 2022 y comienzos de 2023 muestran que la velocidad de reducción del consumo privado ha sido menos intensa que lo previsto.

La lenta reducción del consumo es coherente con un empleo que ha repuntado en lo más reciente y una incertidumbre político-económica local que se ha reducido. Descontada la estacionalidad, en los últimos meses se ha observado un aumento del empleo, especialmente asalariado, que ha ayudado a un leve repunte de la masa salarial. En todo caso, la variación anual de los salarios reales sigue siendo negativa. Los indicadores de incertidumbre interna han descendido de forma relevante, hasta niveles comparables a los que se observaban previo a octubre de 2019. El menor ajuste del consumo también coincide con un aumento de los flujos de crédito de consumo rotativo —líneas y tarjetas de crédito.

En contraste al comportamiento del consumo, la inversión muestra un débil desempeño desde hace varios trimestres. La revisión de las Cuentas Nacionales también muestra que, descontada la estacionalidad, el nivel de la formación bruta de capital fijo se mantiene estancado desde mediados de 2021 (Recuadro I.2). Esto es coherente con un escenario en que: el costo del crédito aumentó; las expectativas de los empresarios se deterioraron; y la incertidumbre político-económica local fue elevada. Algunos de estos factores han reducido su importancia en los últimos meses.

En el último trimestre de 2022, el déficit de la cuenta corriente tuvo un descenso relevante y los datos parciales del primer trimestre de este año apuntan a que esa tendencia continuaría. Considerado el dato de fines de 2022, el déficit acumulado en los últimos cuatro trimestres se redujo a 9% del PIB (10% en el tercer trimestre). En este resultado incidió en forma relevante el saldo positivo de la balanza comercial, tanto por mayores exportaciones como por menores importaciones. En la balanza de servicios destacó la reducción de los costos de transporte y el alza transitoria de las importaciones de servicios (Recuadro I.2).

En el plano externo, hasta inicios de marzo, se configuraba un entorno de mayor crecimiento y preocupación por la inflación. Por un lado, el alza del crecimiento global esperado para este año se fundaba en sorpresas al alza en la actividad de varias economías relevantes, como EE.UU., China y la Eurozona. Por otro lado, en las economías desarrolladas los indicadores de inflación subyacente mostraban niveles elevados, pese a la caída de la inflación total. Todo esto aumentó la preocupación por la inflación y la necesidad de alzas de tasas de interés por parte de los principales bancos centrales. En este entorno, se observó un aumento de los precios de las materias primas y una menor aversión al riesgo. En general, las tasas de interés subieron producto de las mayores perspectivas de inflación.

El tono del escenario externo tuvo un cambio relevante en el último mes. Los problemas de varios bancos en EE.UU. y Europa abrieron un escenario de mayor incertidumbre global. Esto ha generado volatilidad en los mercados financieros, lo que redujo el apetito por riesgo y dio paso a una disminución del rendimiento de los bonos de gobierno, anticipando un menor ritmo de alzas de tasas de los principales bancos centrales. También provocó descensos en las bolsas y reducciones en el precio de algunas materias primas.

El grado de incertidumbre respecto de la evolución de la situación financiera es significativo. Las autoridades de los países involucrados rápidamente adoptaron decisiones para contener el impacto de estos episodios. Destacan las acciones coordinadas entre los bancos centrales para cautelar la provisión de liquidez en los mercados. La banca privada también ha realizado esfuerzos, particularmente en EE.UU. Sin embargo, persiste el nerviosismo en los agentes de mercado y una alta volatilidad.



El sistema bancario chileno está sometido a una regulación y supervisión robusta, las que previenen que se produzcan situaciones como las que detonaron el actual episodio de incertidumbre en la banca internacional. El modelo de negocio bancario predominante en Chile es de carácter tradicional. Está focalizado en el otorgamiento de crédito sobre una base más diversificada de financiamiento y una adecuada gestión de descargos de plazos. El marco regulatorio ha sido actualizado y considera estándares de Basilea III en capital y liquidez para todos los bancos. Todos ellos están sujetos a procesos continuos de supervisión de gestión de riesgos, y de suficiencia de capital, liquidez y transparencia. Además, tanto el Banco Central como la CMF realizan un seguimiento permanente de la capacidad de la banca para resistir eventos adversos a través de pruebas de tensión.

De cualquier forma, el cambio en el escenario externo tendrá efectos sobre la economía local. Como lo prevé el escenario central de este IPoM, el crecimiento proyectado para EE.UU. y Europa se verá afectado negativamente por una menor expansión del crédito y la mayor incertidumbre global. Este efecto será mayormente visible hacia la segunda mitad de 2023 e inicios de 2024. Para estos años, se espera que el crecimiento de las economías desarrolladas que son socios comerciales chilenos promedie 0,4% (0,7% en diciembre). Las economías emergentes enfrentarán condiciones financieras más restrictivas, lo que también afectará la demanda externa relevante para Chile (Recuadro I.1).

El mercado financiero chileno ha seguido las tendencias de los mercados globales. Particularmente, el mercado de renta fija local presentó importantes caídas de las tasas de los títulos soberanos, además de permitir la colocación de deuda bancaria y corporativa. Si bien estos desarrollos son positivos, es importante notar que la profundidad del mercado de capitales chileno fue reducida de forma significativa en los últimos años. Por la misma razón, un factor relevante en aras de la resiliencia de la economía chilena es que este mercado no vuelva a ser afectado.

Proyecciones

En el escenario central, se proyecta que la inflación total seguirá reduciéndose en los trimestres venideros y convergerá a la meta de 3% en la última parte de 2024. La inflación finalizará 2023 en 4,6% anual, cifra superior a la prevista en el IPoM anterior. La corrección se origina en los mayores niveles de inflación de los últimos meses —particularmente su componente subyacente—, la menor velocidad de ajuste del consumo y una brecha de actividad que se cierra más tarde que lo previsto. En este escenario, la inflación subyacente supera a la estimación previa y alcanzará variaciones anuales del orden de 3% solo hacia fines del horizonte de proyección.

Para 2023 y 2024, la proyección considera un tipo de cambio real que, en promedio, es menor que lo estimado en diciembre. En buena parte, esto responde a la apreciación nominal del peso desde diciembre. Hacia adelante, incorpora el impacto en el dólar de un escenario de condiciones financieras globales más restrictivas. En todo caso, se espera que el traspaso del menor tipo de cambio a la inflación sea relativamente lento. Este es un fenómeno que habitualmente se da en episodios de apreciación de la moneda, aún más considerando que los márgenes de las empresas no han recuperado toda la caída que se estima tuvieron en años previos (Recuadros I.3 y I.4). Para el período 2023-2025, la proyección considera un precio del petróleo del orden de 8% menor al previsto en diciembre, lo que reduce la variación del componente volátil del IPC.

La convergencia de la inflación a la meta de 3% sigue considerando que la economía debe ajustar los elevados niveles de gasto que alcanzó en 2021 y 2022. El PIB no minero acumuló tres trimestres de contracción durante 2022. En el escenario central, esta trayectoria se verá transitoriamente interrumpida en el primer trimestre de 2023 (Recuadro I.2). Hacia el segundo trimestre de este año, la brecha de actividad volverá a reducirse y se ubicará en valores negativos durante la segunda mitad de 2023 y todo 2024.



En el escenario central, la actividad acumulará un crecimiento del orden de 1,5% entre 2023 y 2024, cifra similar a la prevista en el IPoM anterior. Para 2023, el rango de crecimiento se corrige al alza, hasta -0,5 y +0,5% (entre -1,75 y -0,75% en diciembre). Esto responde principalmente a la menor velocidad de ajuste del consumo a fines de 2022 y las sorpresas al alza de inicios de 2023. Para 2024, el rango de crecimiento se reduce en una magnitud equivalente, entre 1 y 2% (entre 2 y 3% en diciembre). Para 2025, se proyecta que la economía crecerá entre 2 y 3%.

Se proyecta que el consumo privado continuará ajustándose en lo venidero. Comparado con diciembre, esta parte del gasto tendrá una caída menos marcada en 2023 y un alza más moderada en 2024. La proyección considera mayores holguras en el mercado laboral, coherente con el desempeño previsto para la economía. También contempla una mayor incertidumbre producto de la situación externa y una política monetaria local que se mantendrá restrictiva por más tiempo. El acceso al crédito implicará una restricción al consumo superior a la de trimestres previos, en línea con una carga financiera y morosidad de las familias que ha aumentado con rapidez en los últimos trimestres, especialmente en hogares de menores ingresos. Esto se dará en un contexto de condiciones financieras internacionales más restrictivas. La información de la Encuesta de Crédito Bancario de marzo de 2023 reporta una menor percepción de demanda por créditos de consumo y condiciones más restrictivas en su oferta.

La inversión seguirá mostrando un débil desempeño este año y el próximo. Esta estimación incorpora un escenario externo más deteriorado, una mayor incertidumbre global y condiciones financieras que seguirán siendo restrictivas. La información de los catastros —previa a los eventos del escenario externo— mostraba bajos niveles de inversión para los trimestres venideros.

El déficit de la cuenta corriente seguirá disminuyendo, con lo que llegará a valores del orden de 4% del PIB para fines de este año. La continuación del reequilibrio entre ahorro e inversión será determinante en este resultado. Para 2024 y 2025 se anticipan déficits de similar magnitud.

El Consejo considera que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado. De acuerdo con el escenario central de este IPoM, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre. Para la consolidación de la convergencia inflacionaria, entre otros factores, se debe considerar la resolución de los desbalances que han afectado a la economía en los últimos años, incluyendo una desaceleración relevante del consumo, una brecha de actividad que transite hacia valores negativos y una inflación subyacente que muestre una clara tendencia a la baja.

Los bordes del corredor de TPM reflejan escenarios de sensibilidad 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. Particularmente relevantes serán la ocurrencia y signo de nuevas sorpresas en la inflación, la evolución del consumo y el desarrollo del escenario externo.

El borde superior del corredor refleja situaciones donde la inflación sigue elevada por más tiempo, el consumo mantiene una baja velocidad de ajuste y el escenario externo es más favorable que lo previsto. En esa eventualidad, la TPM se mantendría en su nivel actual por un tiempo aún más prolongado que en el escenario central.

El borde inferior del corredor representa un escenario en que el contexto internacional empeora más que lo previsto, lo que provoca un mayor riesgo global y afecta con mayor fuerza las condiciones financieras, la actividad mundial y el precio de las materias primas. En ese contexto, un ajuste más rápido de la economía local podría llevar a una reducción algo más temprana de la inflación y de la TPM.



Los riesgos que enfrenta la economía chilena siguen siendo muy relevantes. Por un lado, la evolución del escenario externo requiere de un monitoreo constante. En un escenario de disrupción significativa de las condiciones financieras globales, es de esperar un deterioro importante de la economía mundial y local, lo que conllevaría una convergencia más rápida de la inflación y sería coherente con reducciones de la TPM más abruptas que las señaladas por el borde inferior del corredor de la TPM.

Por otro lado, el problema inflacionario sigue presente. El proceso de convergencia de la inflación no se ha consolidado. La inflación sigue siendo muy elevada, con un componente subyacente que no ha mostrado descensos en los últimos meses. El ajuste del gasto privado se ha dado a una velocidad menor que la esperada. Algunas medidas de expectativas de inflación permanecen por sobre 3% a dos años plazo. Un escenario donde el consumo privado retome tasas de crecimiento más significativas comprometería la convergencia de la inflación a la meta y requeriría de una reacción significativa de la política monetaria para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.

La economía chilena enfrenta un momento complejo. La inflación se ha mantenido elevada por un largo período, el exceso de gasto no se ha corregido del todo y el escenario externo se ha vuelto más incierto. Reducir la inflación es una condición ineludible para que el desempeño económico mejore de forma sostenible y la economía sea capaz de hacer frente de la mejor forma posible a los impactos de los *shocks* provenientes del exterior. Particularmente relevante es que todas las políticas apunten en la misma dirección, lo que exige evitar aquellas que impulsen el gasto privado más allá de sus posibilidades. El Consejo considera que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado. Además, reafirma su 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.



TABLA 1: INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2022		2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
	Dic.22	Mar.23	Dic.22	Mar.23	Dic.22	Mar.23	Mar.23
IPC promedio	11,6	11,6	6,6	7,9	3,2	3,6	3,0
IPC diciembre	12,3	12,8	3,6	4,6	3,0	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)					3,0		3,0
IPC subyacente promedio	9,3	9,3	7,5	9,3	3,8	4,3	3,0
IPC subyacente diciembre	10,4	10,7	5,3	6,9	3,0	3,1	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)					3,0		3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.

(2) Para el IPoM de diciembre 2022 corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2024, para el de marzo 2023 a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2025.

(f) Proyección.

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

TABLA 2: SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2022		2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
	Dic.22	Mar.23	Dic.22	Mar.23	Dic.22	Mar.23	Mar.23
Términos de intercambio	-6,5	-7,7	-1,1	2,3	0,4	-1,6	-2,1
PIB socios comerciales (e)	3,0	2,8	2,1	2,4	2,7	2,3	3,0
PIB mundial PPC (e)	3,2	3,3	1,9	2,1	2,8	2,2	3,1
PIB desarrolladas PPC (e)	2,5	2,7	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,8
PIB emergentes PPC (e)	3,7	3,7	3,1	3,2	3,7	3,3	3,9
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	400	400	355	385	345	365	350
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barril)	98	97	81	73	76	70	67

(f) Proyección. (e) Estimación.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO

	2022		2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
	Dic.22	Mar.23	Dic.22	Mar.23	Dic.22	Mar.23	Mar.23
PIB	2,4	2,4	-1,75/-0,75	-0,5/0,5	2,0-3,0	1,0-2,0	2,0-3,0
Demanda interna	2,5	2,3	-5,3	-4,0	1,7	1,1	2,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,2	3,0	-4,6	-3,0	1,9	0,7	1,9
Formación bruta de capital fijo	2,9	2,8	-5,0	-2,9	-0,2	-0,7	2,3
Consumo total	3,3	3,1	-4,5	-3,0	2,5	1,1	1,8
Consumo privado	2,7	2,9	-5,9	-3,8	2,5	0,9	1,9
Exportaciones de bienes y servicios	0,9	1,4	6,0	4,5	3,2	3,7	2,2
Importaciones de bienes y servicios	1,1	0,9	-5,4	-6,5	0,9	2,5	0,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-8,7	-9,0	-4,9	-4,0	-4,1	-4,1	-4,0
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	17,7	16,4	20,2	18,7	19,8	18,9	19,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	25,6	24,8	24,3	23,3	23,8	23,2	23,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

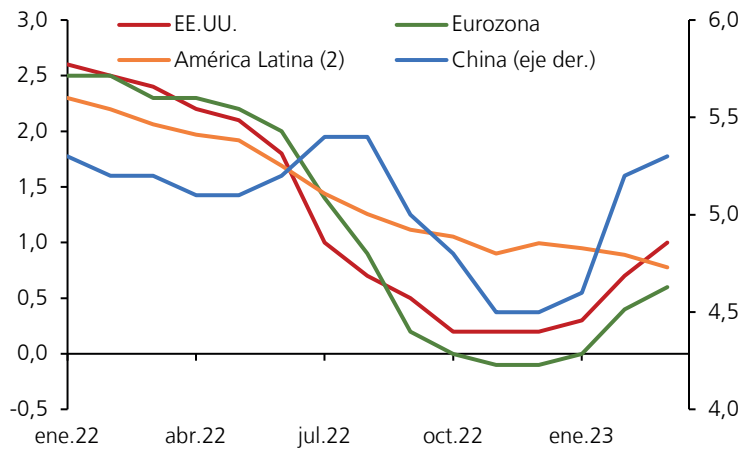
Entre fines de 2022 e inicios de 2023 varios países, entre ellos Chile, mostraron datos de actividad mejores que lo esperado, junto con una elevada inflación. Este panorama había repercutido, por un lado, en un aumento en el apetito por riesgo global y, por otro, en que los mercados financieros previeran una política monetaria más restrictiva en estos países. En el caso chileno, reflejado en expectativas de que la TPM se mantendría en su nivel actual por más tiempo. Las tensiones financieras asociadas al sector bancario de EE.UU. y Europa que se iniciaron en marzo han generado mayor volatilidad en los mercados financieros globales. El mercado local ha sido afectado por estos hechos, aunque igualmente destacan mejoras en algunas variables con respecto al IPoM de diciembre, como la significativa apreciación del tipo de cambio y la reducción de los indicadores de incertidumbre local. Por su parte, el escenario macroeconómico no ha dado señales de que el proceso de convergencia inflacionaria se haya consolidado. La inflación sigue en niveles elevados. Particularmente relevante es que la inflación subyacente no ha descendido respecto de sus máximos de 2022 y acumuló una sorpresa considerable en los últimos meses. Esto ocurre en un contexto donde el consumo privado, si bien ha descendido, lo ha hecho a una velocidad menor a la prevista. Hacia adelante, se espera que los desbalances económicos de años anteriores sigan resolviéndose y, con ello, que la inflación prosiga su proceso de convergencia hacia la meta.

ESCENARIO INTERNACIONAL

Entre diciembre del año pasado y principios de marzo de 2023, las perspectivas de crecimiento mundial para este año se habían visto favorecidas por las sorpresas positivas en los datos efectivos de actividad en las principales economías. Destacaba, además, el mejor panorama para China tras el fin de las restricciones sanitarias (gráfico I.1). En este último, el PIB del cuarto trimestre sorprendió al alza respecto de las expectativas de mercado. Los datos más recientes reflejan un repunte importante en la demanda, particularmente en el sector de servicios. Lo anterior está vinculado a la relajación de la política cero Covid. Si bien esto impulsaría el crecimiento chino en el corto plazo, su impacto en la actividad global sería acotado, considerando que el mayor impulso provendría especialmente del sector no transable. Además, las perspectivas de mediano plazo para esta economía no han cambiado, en un escenario en el que siguen vigentes los riesgos asociados a las vulnerabilidades del sector inmobiliario y a los altos niveles de deuda pública y corporativa en ese país. En EE.UU., los datos de los últimos meses también han superado las expectativas. En el crecimiento del cuarto trimestre de 2022, más allá de la importante contribución de componentes volátiles como los inventarios, destacó el dinamismo que continuó mostrando el consumo, especialmente el de servicios. Esto, en un contexto donde el empleo continúa creciendo a altas tasas y la estrechez del mercado laboral se mantiene en niveles históricamente elevados. En la Eurozona, los efectos de la crisis energética han sido más acotados que lo previsto, redundando en datos de actividad menos débiles que lo anticipado. De todos modos, la demanda interna cayó durante la última parte del año, explicada por el consumo y, especialmente, por la inversión, que exhibió bajas en todos sus componentes, mientras que las exportaciones netas contribuyeron positivamente. En América Latina, las perspectivas han permanecido debilitadas, en medio del estrechamiento de las condiciones financieras y focos de incertidumbre interna en varios países.



GRÁFICO I.1 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO PARA 2023 (1)
(variación promedio anual, porcentaje)



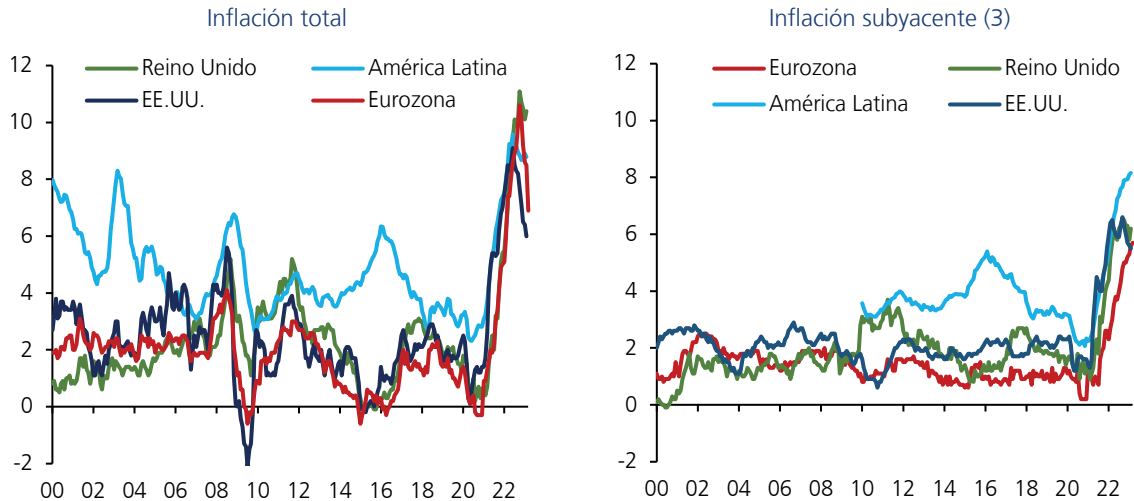
(1) Las proyecciones de marzo 2023 fueron realizadas en distintos momentos del mes y, por ende, en algunos casos contienen información parcial respecto a los desarrollos financieros recientes. (2) Considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

Al mismo tiempo que las perspectivas para la actividad mundial mejoraban, resurgían los temores por una inflación que se ha mantenido alta, especialmente los registros subyacentes (gráfico I.2). Desde el último IPoM, la inflación total ha mostrado retrocesos en varias economías, asociados principalmente al comportamiento de los precios volátiles, en particular de la energía. Sin embargo, las medidas subyacentes continúan elevadas e impulsadas, en buena parte, por los precios de los servicios. En EE.UU., la estrechez del mercado laboral, el elevado crecimiento de los salarios nominales y los saldos de ahorro que los hogares mantienen desde la pandemia han empujado el dinamismo del consumo. El crecimiento de los salarios también ha sido uno de los factores que más han incidido en la elevada inflación de servicios en el Reino Unido. La situación ha ganado más complejidad en la Eurozona, donde el alza de los precios se ha vuelto más generalizada. Las noticias de América Latina han sido dispares en los últimos meses. En Brasil y México, la inflación total se ha moderado de manera paulatina, mientras que en Perú y Colombia ha subido. No obstante, la generalidad de los países de la región comparte elevadas cifras subyacentes. En este escenario, las perspectivas del mercado sugieren que la inflación permanecerá alta durante 2023 (gráfico I.3).

En ese contexto de mayor preocupación inflacionaria, los principales bancos centrales apuntaban a una política monetaria más restrictiva. Hasta inicios de marzo, la Fed y el BCE, junto al incremento efectivo de sus tasas, señalaban aumentos sucesivos hacia adelante. Esto era reafirmado por las declaraciones de sus autoridades, quienes enfatizaban la necesidad de una política monetaria más restrictiva que la considerada previamente, para garantizar la convergencia inflacionaria. En América Latina, los bancos centrales de México y Colombia habían continuado subiendo sus tasas de política monetaria. El de Perú detuvo el ciclo de alzas en su reunión de febrero, aunque sin descartar reanudarlo en caso de ser necesario, al igual que lo realizado por Brasil algunos meses atrás (gráfico I.4).

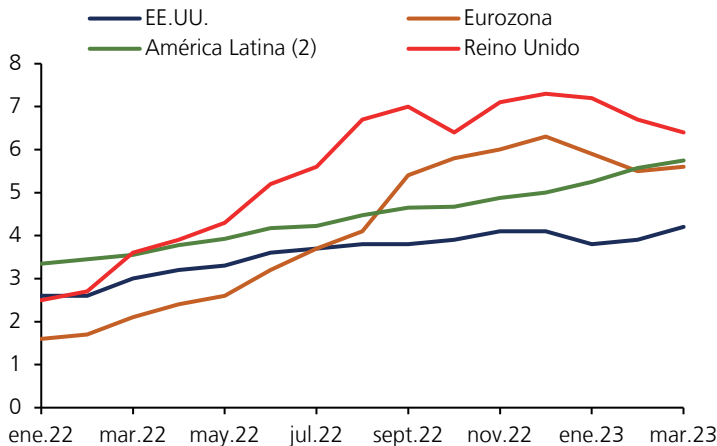


GRÁFICO I.2 INFLACIÓN MUNDIAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



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

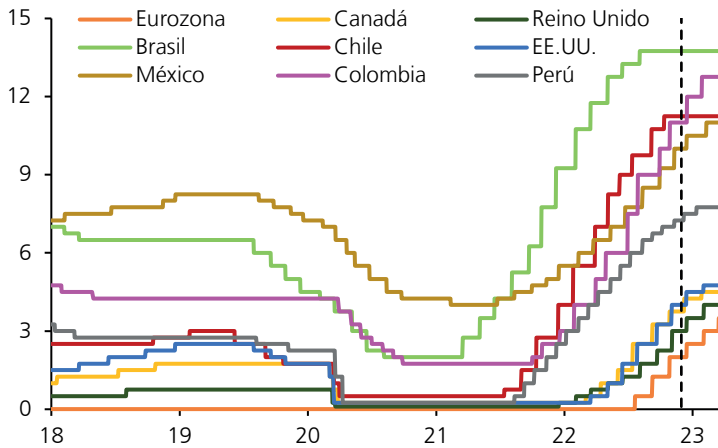
GRÁFICO I.3 PROYECCIONES DE INFLACIÓN PARA 2023 (1)
(variación promedio anual, porcentaje)



(1) Las proyecciones de marzo 2023 fueron realizadas en distintos momentos del mes y, por ende, en algunos casos contienen información parcial respecto a los desarrollos financieros recientes. (2) Corresponde al promedio simple de la inflación anual a diciembre 2023 para México, Colombia, Brasil y Perú.
Fuente: Consensus Forecasts.



GRÁFICO I.4 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA (*)
(puntos porcentuales)



(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPOM de diciembre 2022 (30 de noviembre).
Fuente: Bloomberg.

Pese a la mayor restrictividad anticipada para la política monetaria mundial, la mejora de las perspectivas de crecimiento global había contribuido a una caída de la percepción de riesgo (gráfico I.5). Esto daba soporte a un mejor desempeño de los mercados bursátiles y a una depreciación del dólar. Al mismo tiempo, las tasas de interés habían recogido el panorama de elevada inflación y mostraban alzas generalizadas, aunque sin generar un mayor impacto en el resto de los activos financieros.

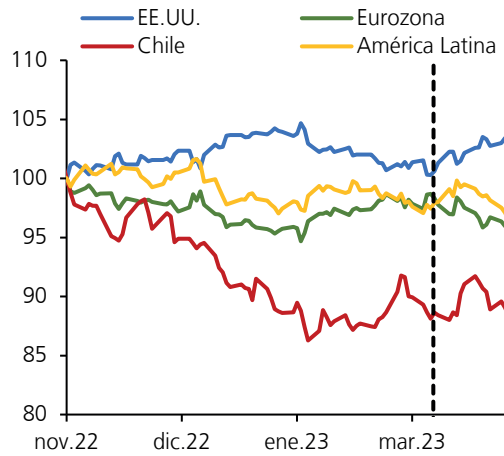
Sin embargo, el escenario internacional ha tenido un cambio de tono relevante en el último mes. Las dudas sobre la salud financiera de la banca internacional instaladas a inicios de marzo han marcado la pauta desde entonces. Las noticias sobre la quiebra del Silicon Valley Bank y de otras entidades bancarias en EE.UU., además de la frágil situación de algunos bancos europeos, provocaron un aumento de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados financieros mundiales (gráfico I.5). Esto también redujo las tasas de interés mundiales de corto y largo plazo en forma relevante, reflejando expectativas de menores tasas de política monetaria y un aumento en la aversión al riesgo, respectivamente (Recuadro I.1). Las autoridades económicas han adoptado diversas medidas para contener los impactos de esta situación que, en su mayoría, consisten en aumentar las facilidades de liquidez al sistema bancario.

En este escenario, los principales bancos centrales se han vuelto más cautos respecto de la trayectoria futura de la política monetaria. Ello ha coincidido con un ajuste de las expectativas para la tasa de política monetaria en varias economías. En EE.UU., el mercado prevé una reducción de tasa más rápida que la señalada por la Fed (gráfico I.6). En sus reuniones más recientes, la Fed y el BCE aumentaron sus tasas de referencia en 25 y 50 puntos base (pb), respectivamente. Esto fue acompañado de un mensaje más cauteloso respecto del curso futuro de sus acciones. En el caso de la Fed, si bien su Presidente había señalado, previo al episodio de la banca, que la tasa terminal probablemente iba a aumentar respecto de lo previsto en diciembre, los *dots* recientemente publicados por el FOMC no reflejaron cambios significativos. El BCE, por otro lado, dejó de señalar las alzas futuras con una reunión de antelación, como ocurrió en los meses anteriores, e irá evaluando la situación en cada reunión. No obstante, las autoridades monetarias de estos países siguen recalcando que el problema inflacionario está lejos de resolverse. En este contexto, las expectativas de mercado muestran descalces relevantes con el *forward guidance* de la Fed y no se descarta que estas diferencias continúen, lo que aumenta los riesgos de correcciones abruptas de las condiciones financieras.

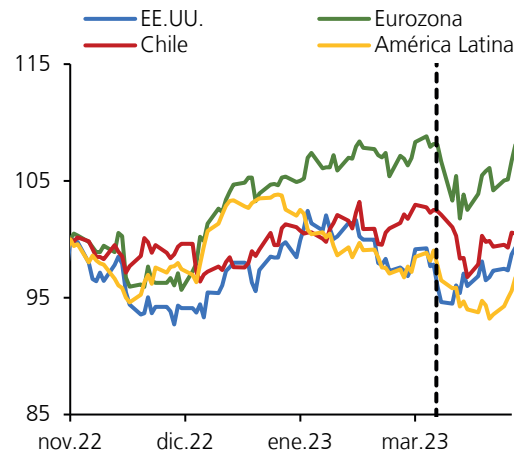


GRÁFICO I.5 CONDICIONES FINANCIERAS

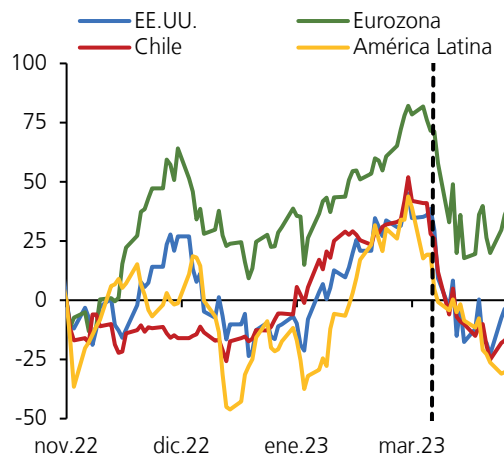
Monedas (1) (2) (3)
(índice 30.nov.22=100)



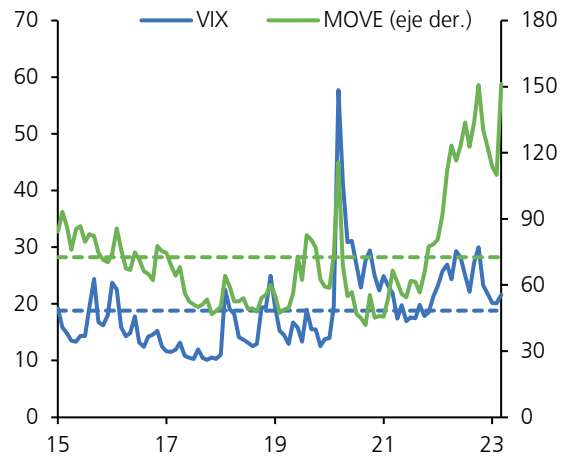
Mercados bursátiles (1) (2) (3)
(índice 30.nov.22=100)



Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (1) (2) (3)
(diferencia respecto del 30.nov.22, puntos base)



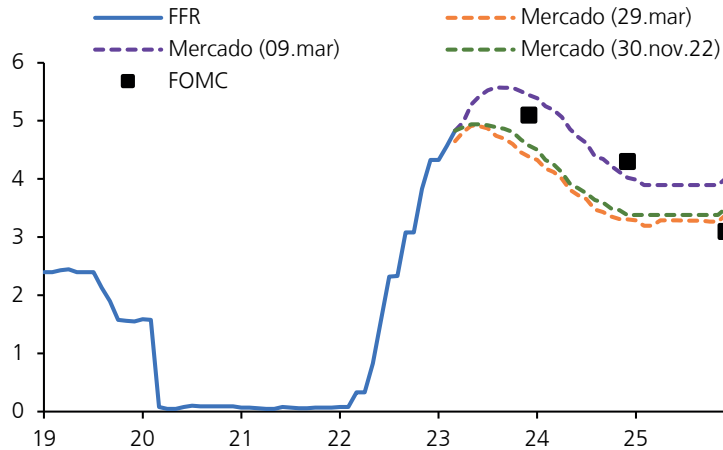
Índices de volatilidad financiera (4) (5)
(índice)



(1) Considera movimientos desde el cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022 (30 de noviembre). (2) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Línea vertical segmentada marca el 9 de marzo. (4) Líneas segmentadas horizontales corresponden a los promedios históricos de cada índice entre 2015 y 2022. (5) El índice VIX mide volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. a un mes. El índice MOVE mide la volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



GRÁFICO I.6 FED FUNDS RATE (1) (2)
(puntos porcentuales)

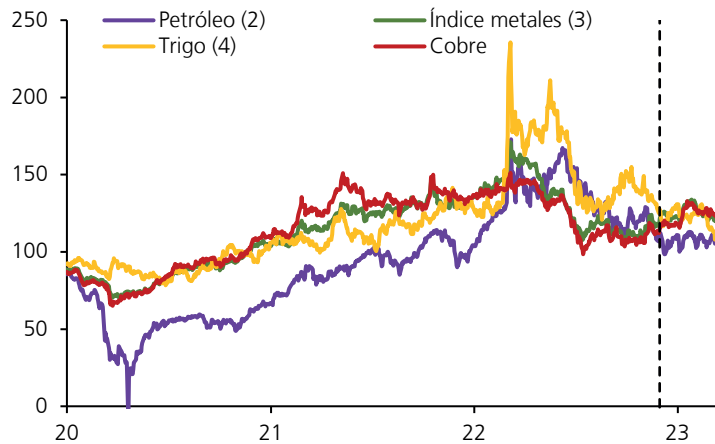


(1) Las proyecciones del FOMC corresponden a las de marzo 2023, las del mercado corresponden a los futuros a las fechas respectivas. (2) Las fechas corresponden al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022 (30 de noviembre), previo a la quiebra del Silicon Valley Bank (9 de marzo) y cierre del IPoM de marzo (29 de marzo).
Fuentes: Fed y Bloomberg.

La evolución de los precios de las materias primas ha sido dispar, reflejo de un comportamiento heterogéneo frente a las tensiones financieras globales y al mejor desempeño de China (gráfico I.7). Destacan los mejores precios del cobre que conllevan una corrección relevante para los términos de intercambio de Chile. Los precios de los metales, en general, se han visto favorecidos por la reapertura de la economía china y sus mejores perspectivas. Respecto del cobre, se añaden las dudas en torno a la estrechez de la oferta. Así, al cierre de este IPoM, el precio del cobre se ubica en US\$4 la libra (+10% desde el último IPoM). Por el contrario, el precio del litio registró nuevos descensos, explicados en parte importante por la menor demanda de vehículos eléctricos en China y las mejores perspectivas de oferta. Desde el IPoM de diciembre, el precio del barril de petróleo mostró cierta volatilidad, la que se incrementó luego de las tensiones financieras. Al cierre de este IPoM, su precio descendió a cerca de US\$73 (-12% desde el último IPoM, para el promedio WTI-Brent). Los alimentos han continuado disminuyendo, en lo que se conjugan mejores expectativas de oferta y una menor demanda mundial de ciertos productos. En febrero, el índice de la FAO siguió su tendencia a la baja, ubicándose 19% por debajo del máximo de marzo de 2022.



GRÁFICO I.7 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2023=100)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022 (30 de noviembre). (2) Promedio WTI-Brent. (3) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (4) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes.
Fuente: Bloomberg.

ESCENARIO NACIONAL

De forma similar a lo observado en otras economías, los datos de actividad muestran que la demanda se ha ajustado de forma más gradual que la esperada y la inflación se ha mantenido alta. Esto tuvo efectos en el mercado financiero local, que, desde mediados de enero, exhibió alzas en la curva de rendimientos, vinculadas en parte a expectativas de mayor actividad e inflación de corto plazo, y de una política monetaria que se mantendría contractiva por más tiempo. El tipo de cambio había mostrado una apreciación importante, incluso por sobre las economías comparables, y llegó a ubicarse en torno a \$790 durante gran parte de febrero. Por su parte, el IPSA acumuló ganancias cercanas a 3%, entre el cierre del IPoM de diciembre e inicios de marzo (gráfico I.5).

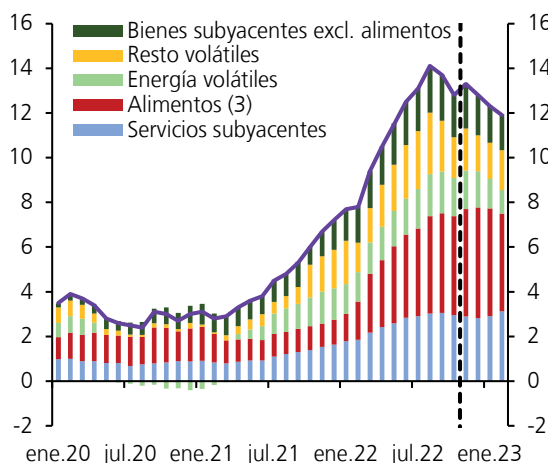
Luego de los eventos financieros externos del último mes, parte de las tendencias anteriores se ha revertido (gráfico I.5). Comparadas con inicios de marzo, las tasas de interés de largo plazo han mostrado un descenso considerable y al cierre de este IPoM se encuentran algo por debajo del cierre del Informe de diciembre. Asimismo, el tipo de cambio fluctuó sobre \$800 durante marzo. Considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio se apreció 11,5% respecto del cierre de diciembre. El IPSA mostró vaivenes y se encuentra en un nivel similar al del cierre de diciembre.

Lo anterior se ha dado en medio de un panorama en el que la inflación local se mantiene elevada, más allá de un descenso gradual en los últimos meses. A febrero, la inflación total cayó a 11,9% anual, mientras la inflación subyacente —IPC sin volátiles— fue de 10,7% (gráfico I.8). El descenso de la inflación total estuvo impulsado por los precios volátiles de la canasta. Entre estos destacan los combustibles que, en términos anuales, han ido disminuyendo su tasa de crecimiento en los últimos cinco meses. Esto se ha producido a medida que la baja de los precios internacionales y la apreciación del tipo de cambio se han incorporado en el mecanismo de estabilización (Mepco). Los ítems más volátiles de los alimentos mostraron un retroceso en el margen, aunque continúan elevados y exhibiendo una alta incidencia en la inflación anual.

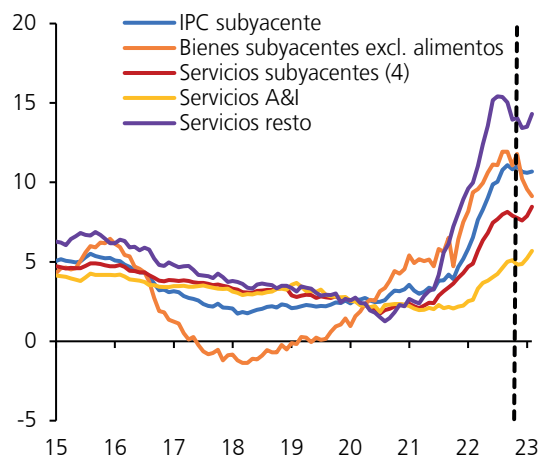


GRÁFICO I.8

Indicadores de inflación (1) (2)
(incidencias en la var. anual, puntos porcentuales)



Inflación subyacente (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022 (30 de noviembre). (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](#). (3) Considera la suma de alimentos volátiles y no volátiles. (4) Corresponde a la suma de Servicios Administrados e Indexados y Servicios resto.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

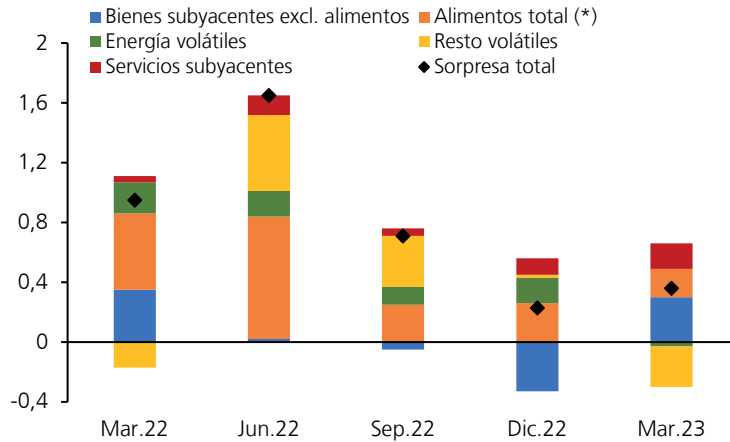
Además de mantenerse en torno a sus máximos registros desde hace seis meses, la inflación subyacente agrupa la mayor parte de la sorpresa al alza desde el IPoM de diciembre (gráficos I.8 y I.9). Entre noviembre y febrero, la inflación acumuló 0,36 puntos porcentuales (pp) más que lo previsto en el IPoM anterior. Sin embargo, esta diferencia fue mayor en los precios subyacentes, acumulando más de 1pp de sorpresa, cuya incidencia en el IPC total fue de casi 0,7pp. En estos precios, el componente de bienes acumuló la mayor diferencia, destacando las sorpresas en equipamiento para la vivienda y vestuario y calzado. En los servicios, contribuyeron con sorpresas positivas tanto algunos ítems indexados como el resto de los servicios, cuyos precios además han repuntado en meses recientes. Los componentes menos volátiles de los alimentos también registraron incrementos mayores a los previstos. Por otro lado, la agrupación de resto volátiles compensó parcialmente a la baja, principalmente por el ítem de pasaje aéreo.

En los altos datos de IPC subyacente confluyen distintos factores. El gasto de los hogares no se ha ajustado con la intensidad que se esperaba (Recuadro I.2). Se suma la inusual combinación de *shocks* de oferta y demanda que han afectado la economía en los últimos años, cuyos efectos en los márgenes de las empresas y los mecanismos de segunda vuelta también han impactado la dinámica inflacionaria (Recuadro I.3). Se agrega que, en el corto plazo, el traspaso a precios de la apreciación del peso sería más lento que lo usual (Recuadro I.4).

La información cualitativa indica un traspaso rezagado de los costos a la inflación por parte de las empresas. En la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN) de febrero, las empresas señalaban que al cierre de 2022 sus costos permanecían altos y sus márgenes seguían deteriorados (gráfico I.10). Esta visión es refrendada en el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de febrero](#), donde algunos entrevistados anticipaban eventuales alzas de precios o menores descuentos como una forma de traspasar los costos acumulados durante el año pasado.

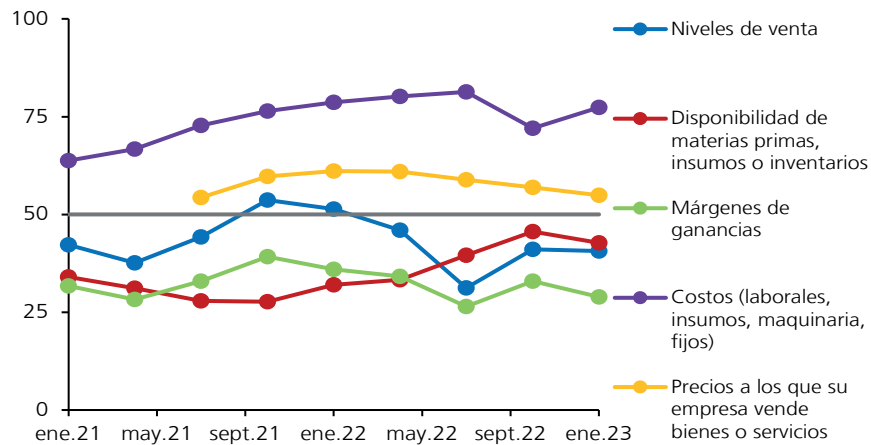


GRÁFICO I.9 SORPRESAS INFLACIONARIAS ACUMULADAS EN CADA IPOM
(puntos porcentuales)



(*) Suma de alimentos volátiles y no volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO I.10 EPN: EVOLUCIÓN DE FACTORES DE LA EMPRESA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES (*)
(índice de difusión)

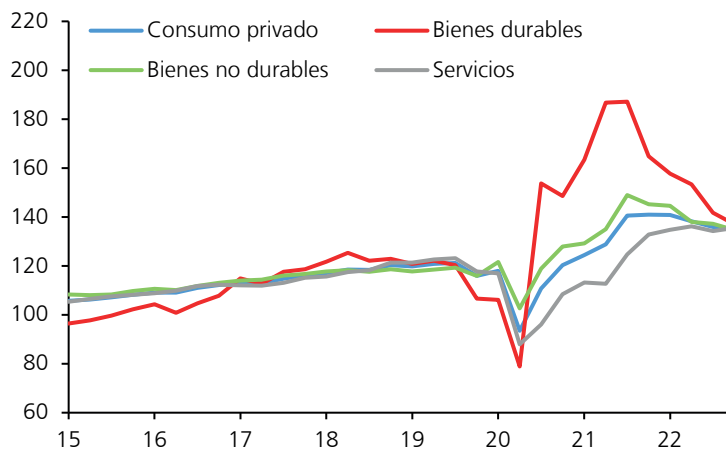


(*) Un índice de difusión es una transformación de un balance de respuestas, que corresponde a la diferencia entre el porcentaje de respuestas de aumento y de disminución de una variable. Los valores del índice van entre 0 y 100, con 50 como el valor de neutralidad. Valores sobre 50 representan una mayor proporción de respuestas de aumento, mientras que bajo 50 representan una mayor proporción de respuestas de disminución. La ponderación por tamaño incorpora la importancia económica de las empresas en el índice, dándole un mayor peso a las respuestas de las empresas con mayor participación en el valor agregado.
Fuente: Banco Central de Chile.



El proceso de ajuste de la economía chilena ha sido más lento que lo anticipado, destacando una reducción más leve del consumo privado. La revisión retrospectiva de las Cuentas Nacionales muestra una trayectoria en niveles más altos de este componente del gasto. Así, entre 2020 y 2022 el consumo de los hogares fue cerca de US\$4,3 mil millones mayor a lo previamente estimado (Recuadro I.2). Además, su serie desestacionalizada da cuenta de una reducción de la velocidad de contracción en lo último, con un retroceso de 0,7% en el cuarto trimestre (-1,7% en el tercer trimestre). Por componentes, el consumo de bienes no durables disminuyó 1,9% y el de bienes durables decreció 3,3% durante el cuarto trimestre, ambas cifras desestacionalizadas. En contraste, el consumo de servicios anotó un aumento de 0,9% (gráfico I.11).

GRÁFICO I.11 CONSUMO PRIVADO POR COMPONENTES
(índice primer semestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

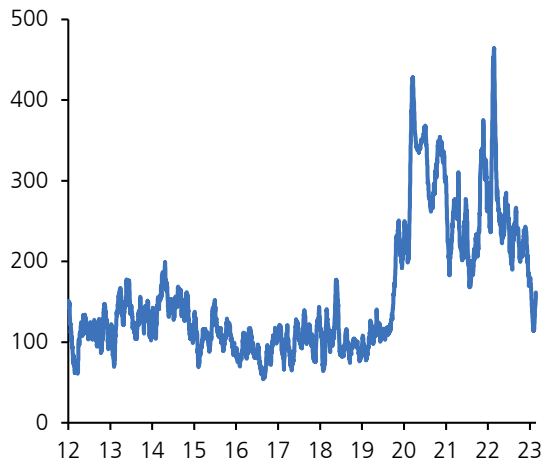
La menor reducción del consumo puede asociarse a diversos fundamentos, incluyendo la menor incertidumbre local y un mercado laboral que ha mostrado un mejor desempeño (gráfico I.12). Entre fines de 2022 y los primeros meses de 2023, distintos indicadores sugieren una reducción relevante en la incertidumbre local y una mejora en las perspectivas económicas de distintos agentes. Por una parte, la reducción del tipo de cambio y las tasas de largo plazo más allá de los movimientos de sus pares internacionales se asocia en buena parte a la reducción de la incertidumbre local. En el mercado del trabajo, los datos del INE muestran que la masa salarial real creció 0,4% entre octubre y enero, en términos desestacionalizados. En parte, esto es explicado por el incremento en los ingresos reales medidos por el Índice de Remuneraciones (IR) y el Costo de Mano de Obra (CMO). Por otro lado, también se asocia a la positiva evolución de la ocupación, que creció en cerca de 160 mil puestos de trabajo desde octubre. Destaca que esta alza del empleo se ha concentrado en trabajadores asalariados (+217 mil desde octubre), que más que han compensado una reducción del empleo por cuenta propia (-55 mil en el mismo lapso).

Con todo, persisten indicadores que apuntan a un mercado laboral menos dinámico hacia adelante (gráfico I.13). La demanda por empleo ha continuado retrocediendo, tal como lo refleja el Índice de Avisos Laborales de Internet (IALI). Lo anterior se condice con la disminución de la búsqueda de trabajadores por parte de las empresas y la percepción de una menor dificultad para encontrarlos, de acuerdo con lo reportado en la EPN de febrero. Además, las expectativas de empleo del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) continúan por debajo del nivel neutral en todos los sectores evaluados, aunque reflejan cierta recuperación en la punta. A esto se suma el aumento en la tasa de desocupación a 8,4% en marzo, debido al incremento en la fuerza de trabajo, lo que es coherente con el repunte de la oferta laboral que se observa en los datos el Observatorio Laboral del SENCE.

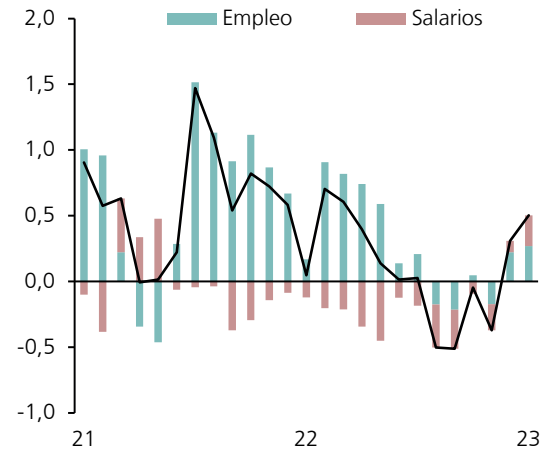


GRÁFICO I.12

Índice de incertidumbre económica (DEPUC)
(índice)

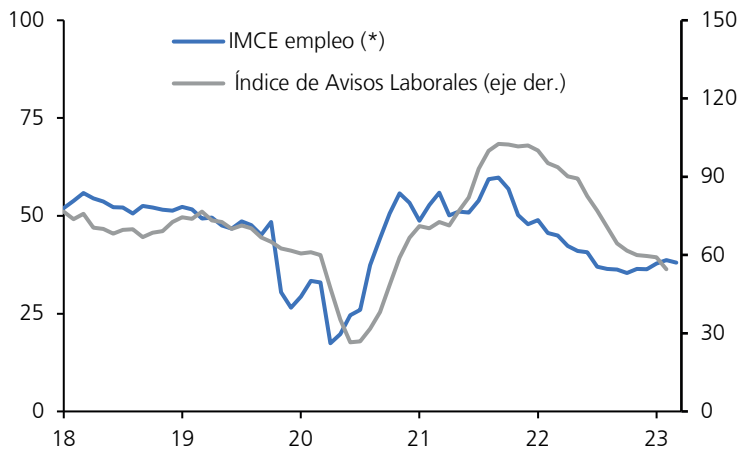


Masa salarial real (*)
(porcentaje, contribuciones a la variación mensual, desestacionalizado)



(*) Cálculo en base a series desestacionalizadas de CMO real, horas habitualmente trabajadas y ocupación.
Fuentes: Banco Central de Chile, [Becerra y Sagner \(2020\)](#) e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO I.13 IMCE EMPLEO E ÍNDICE DE AVISOS LABORALES DE INTERNET (índice; índice ene.15=100)



(*) Primedio de los indicadores de empleo en comercio, industria y construcción. Un valor bajo (sobre) 50 puntos refleja expectativas de caídas (aumentos) del número de trabajadores en los siguientes tres meses.
Fuentes: Banco Central de Chile, ICARE/Universidad Adolfo Ibañez e INE.

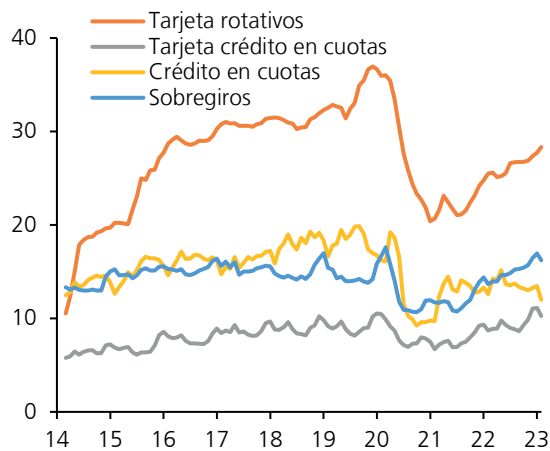
El comportamiento del consumo de los hogares también coincide con un uso más intensivo de fuentes de financiamiento crediticio de menor plazo y mayores tasas (gráfico I.14). Desde fines de 2021, una mayor proporción del consumo privado se ha sostenido en la utilización de créditos rotativos, en reemplazo de los créditos en cuotas. Lo anterior es coherente con lo que refleja el cruce de datos entre la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC), que muestra que, en promedio, el plazo de los créditos de consumo ha disminuido. Esto, sumado a la tendencia general de aumentos de tasas de interés, ha ocasionado un crecimiento notorio en la carga financiera de los hogares, sobre todo en los quintiles más bajos de ingreso. Según datos de la CMF y la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO), la



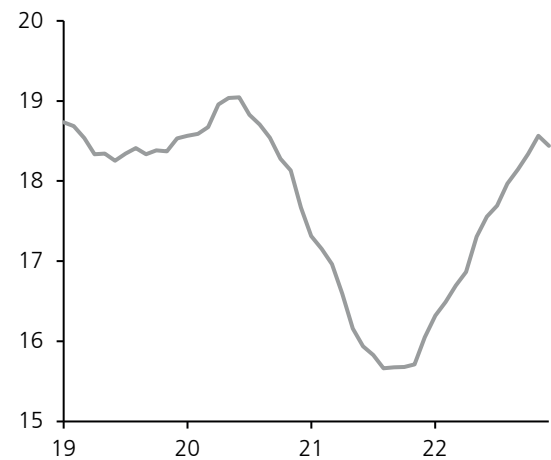
proporción de los ingresos de los hogares que se utiliza en el pago de obligaciones bancarias ha aumentado significativamente entre mediados de 2021 y fines de 2022, acercándose a sus niveles prepandemia. La mora, en tanto, se duplicó durante el 2022, llegando a 2,5% de la cartera en febrero. En respuesta, la banca ha incrementado considerablemente las provisiones asociadas a este segmento, con un gasto que ascendió a 8,6% en febrero de este año. De todas formas, se estima que estos desarrollos tienen un impacto acotado en los activos de la banca, que se encuentra bien provisionada.

GRÁFICO I.14

Flujos de crédito de consumo reales
(millones de UF, promedio móvil trimestral)



Carga financiera bancaria de los hogares (*)
(porcentaje de los ingresos mensuales, promedio móvil anual)



(*) Carga financiera bancaria estimada para el deudor asalariado mediano, sobre ingresos totales mensuales.
Fuentes: Banco Central de Chile, CMF y SUSESO.

En contraste con el consumo, la inversión completa varios trimestres estancada. La revisión de Cuentas Nacionales dio cuenta de una corrección a la baja de la formación bruta de capital fijo para el período 2020-2022 equivalente a US\$5.800 millones (Recuadro I.2). Considerando aquello, durante 2022 este componente de la demanda creció 2,8%, pero con una caída de 0,5% en el cuarto trimestre en su serie desestacionalizada. Por componentes, y en términos desestacionalizados, la inversión en maquinaria y equipos aumentó 0,4% durante el mismo trimestre, mientras que la construcción y obras disminuyó 1,1% (gráfico I.15). La evolución de ambos componentes se sostiene en gran medida por la demanda minera. En el caso de las obras de ingeniería, tienen especial relevancia las relacionadas con mantenimiento y reparaciones, según información recopilada de las facturas electrónicas. La inversión no minera muestra un dinamismo bajo, en parte afectada por el desfavorable escenario de condiciones de financiamiento. Esto es coherente con un Imacon que a diciembre continuaba cercano a sus mínimos históricos y la tendencia a la baja de las importaciones de capital. Todo lo anterior, en un contexto en que la percepción de los empresarios respecto de la economía local sigue pesimista según datos del IMCE.

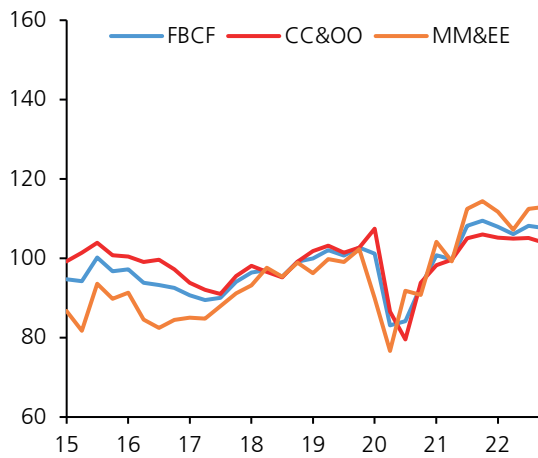
Las condiciones de acceso al financiamiento bancario siguen restrictivas. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de marzo de 2023 indica que las condiciones de oferta de crédito permanecen restrictivas para los segmentos de personas y empresas, y que la demanda ha continuado debilitándose en casi todas las categorías. Esto es refrendado por el IPN y la EPN de febrero, que reflejan la negativa evaluación que hacen las empresas respecto de su capacidad de acceder a crédito, a pesar de cierta mejora en relación con el semestre previo. En este contexto, la tasa promedio de la cartera comercial llegó a 16,6% en febrero, relacionado fundamentalmente con el incremento de las tasas de los sobregiros. Las tasas de las colocaciones de consumo aumentaron hasta 29,4% en febrero, lo que continúa marcado por el aumento en la participación de créditos rotativos. La mayor



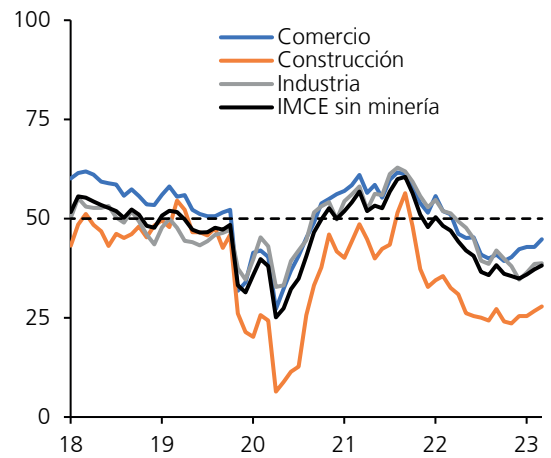
restrictividad también se refleja en un aumento en los últimos meses en los diferenciales de tasas de créditos de consumo cobradas a hogares de distintos ingresos. Las tasas de los créditos hipotecarios reajustables en UF, en promedio, disminuyeron a 4,3%. En este escenario, el stock de colocaciones continúa en niveles bajos en todas las carteras, en especial en la de consumo, donde sigue presente el efecto de los repagos de deuda desde 2020, pese a la recuperación de los flujos de crédito. Las colocaciones de consumo y las comerciales continúan con variaciones anuales negativas, mientras las hipotecarias, a pesar de seguir aumentando, muestran el menor crecimiento anual desde que se tiene registro (gráfico I.16).

GRÁFICO I.15

Inversión
(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



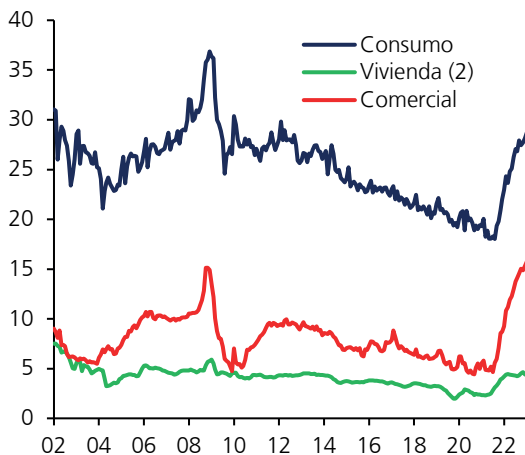
IMCE (*)
(índice de difusión)



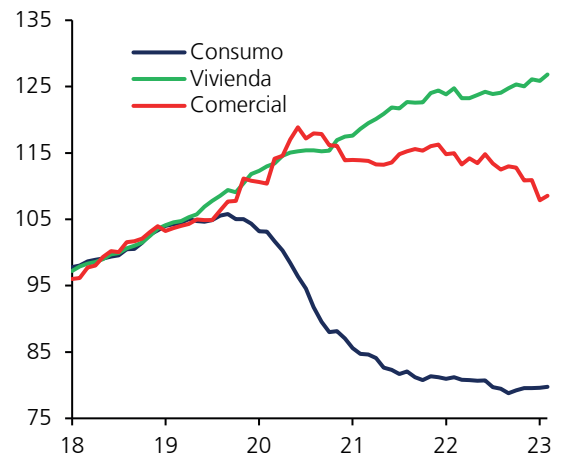
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Banco Central de Chile e ICARE/Universidad Adolfo Ibañez.

GRÁFICO I.16 INDICADORES DEL MERCADO CREDITICIO

Tasas de interés de colocaciones (1)
(porcentaje)



Colocaciones reales (3)
(índice 2018 = 100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF. (3) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2018.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

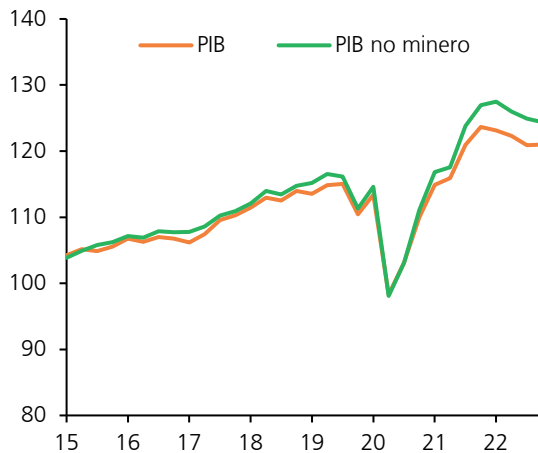


Por el lado de la actividad, la evolución de los distintos sectores está en línea con el panorama del gasto interno, con un mejor desempeño de aquellos ligados al consumo de bienes y servicios (gráfico I.17).

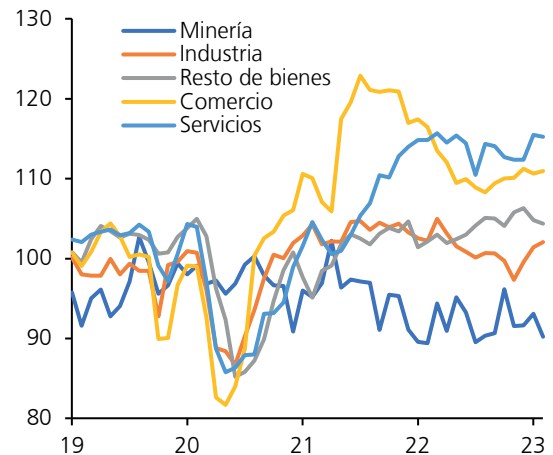
El PIB no minero del cuarto trimestre disminuyó 0,5% en su serie desestacionalizada, menos que lo esperado en el IPoM de diciembre. Por sectores, los servicios personales mantuvieron el buen desempeño de trimestres anteriores (+4,8%), el sector agropecuario-silvícola dio cuenta de una buena temporada (+4,2%) y se observa una recuperación del comercio (+1,4%)^{1/}. Ello contrasta con el retroceso de la construcción (-2,0%) y de la industria (-1,5%). Resaltó la fuerte caída del transporte durante este período (-14,4%), que estuvo asociado, en gran medida, a la ejecución de un plan de reorganización de una aerolínea (Recuadro I.2). Con todo, la evolución del PIB no minero de 2022 estuvo acorde con lo esperado en el IPoM de diciembre (+3,5%), donde incidió también la revisión a la baja de los trimestres previos en las cuentas nacionales. Datos más recientes del Imacec sugieren que la actividad ha evolucionado por encima de lo previsto en diciembre, en función de un mayor dinamismo en los servicios y el comercio, entre otros.

GRÁFICO I.17

Actividad
(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Imacec sectorial
(índice promedio 2018 = 100, desestacionalizado)



Fuente: Banco Central de Chile.

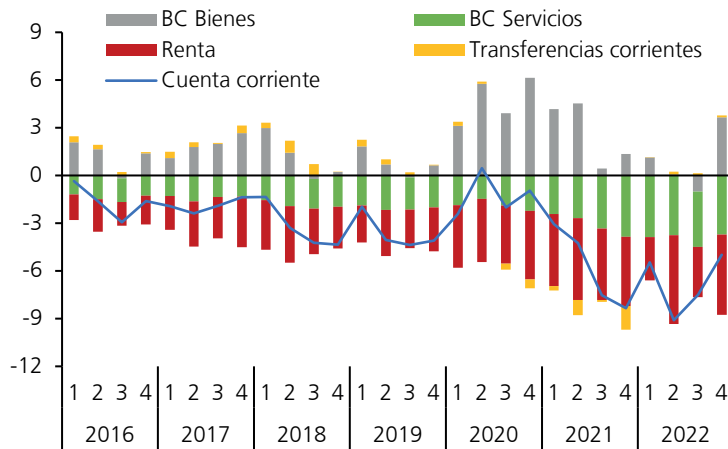
La cuenta corriente ha continuado con la tendencia de corrección de su déficit, aunque con un punto de partida mayor al previamente estimado, en función de la revisión de las Cuentas Nacionales.

El ajuste de las Cuentas Nacionales reflejó desequilibrios macroeconómicos mayores a los considerados previamente, producto de un ahorro nacional inferior. Con ello, durante 2022, la cuenta corriente registró un déficit anual de 9,0% del PIB (10% en el tercer trimestre). Por el lado de la balanza comercial, esto estaría explicado por mayores exportaciones —con influencia importante de las exportaciones de derivados del litio— y una caída notoria de las importaciones, sobre todo en los bienes de consumo (gráfico I.18). Además, los datos más recientes de la balanza comercial sugieren que durante 2023 el desequilibrio externo habría continuado corrigiéndose. Por el lado del ahorro, se observa una baja significativa del ahorro externo durante el cuarto trimestre, acercándose a su promedio de la última década. A su vez, los ingresos del Fisco relacionados con la explotación del litio, tanto por rentas a la propiedad como por impuestos, habrían impulsado el ahorro del gobierno.

^{1/} Todos los valores son de las series desestacionalizadas y en variaciones respecto al trimestre anterior.



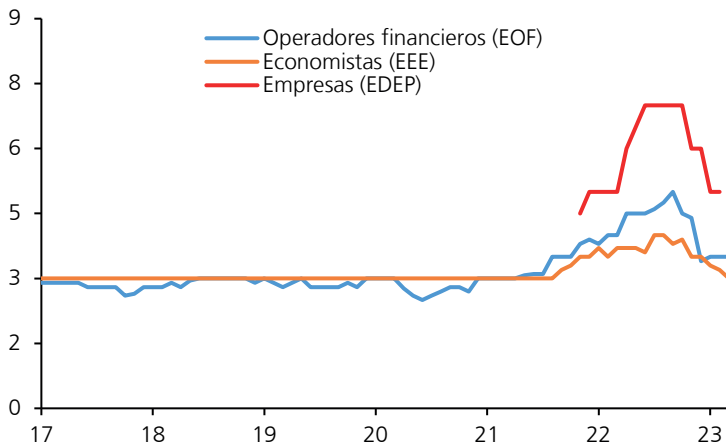
GRÁFICO I.18 CUENTA CORRIENTE: INCIDENCIAS POR COMPONENTE
(miles de millones de dólares, trimestral)



Fuente: Banco Central de Chile.

Algunas medidas de expectativas de inflación continúan por sobre 3% en el horizonte de política monetaria (gráfico I.19). Según las encuestas a especialistas —la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de Política Monetaria (RPM) de abril y la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo— las expectativas de inflación se ubicaron en 3,5 y 3% en el horizonte de dos años, respectivamente (3,8 y 3,5% previo al IPoM de diciembre). En la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) (Recuadro I.5), los empresarios han reducido su expectativa inflacionaria para el mismo período, situándola en 5%. Por su parte, las compensaciones inflacionarias indican que los agentes del mercado financiero prevén una inflación de 4,0 y 3,1% a dos y cinco años plazo, respectivamente^{2/}.

GRÁFICO I.19 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOS AÑOS EN ENCUESTAS (1) (2)
(porcentaje, variación anual)



(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 marzo 2023. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible.

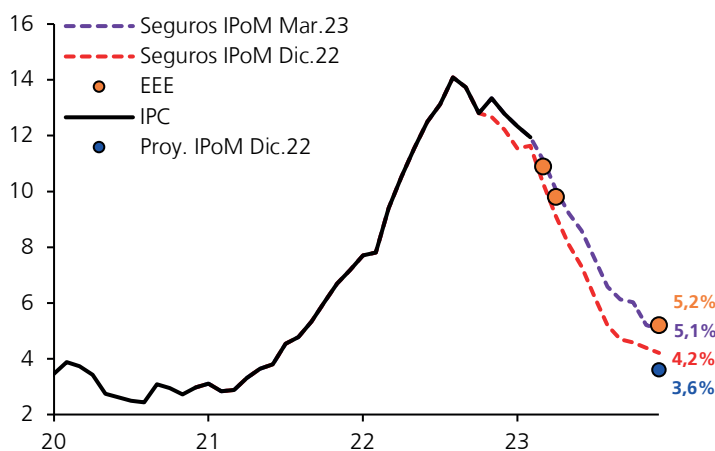
Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} A dos años corresponde a la compensación inflacionaria 1 en 1. A cinco años corresponde a la compensación inflacionaria 3 en 2. En ambos casos, corresponde al promedio de 10 días previos al cierre estadístico.



Las expectativas de inflación para 2023 aumentaron (gráfico I.20). En el caso de la EEE, la mediana de las expectativas de inflación a diciembre del 2023 aumentó a 5,2% en marzo (5,1% en noviembre). En tanto, las perspectivas implícitas en los contratos de seguros de inflación se situaron en 5,0% (4,2% previo al IPoM de diciembre).

GRÁFICO I.20 INFLACIÓN, SEGUROS Y EXPECTATIVAS (*)
(porcentaje, variación anual)



(*) Los seguros consideran los precios promedio de 10 días al cierre estadístico de cada IPoM (IPoM de diciembre: 30 de noviembre; IPoM de marzo: 29 de marzo).
Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de crecimiento económico para 2023 se corrigieron al alza, particularmente entre febrero y marzo. En la EEE de marzo la mediana de las expectativas de crecimiento para este año subió a -0,8% (-1,5% en febrero), mientras que las proyecciones de Consensus Forecasts ubican el PIB del año en -0,5% (-1,1% en febrero). De todas formas, estas proyecciones se levantaron poco después de que iniciaran las tensiones bancarias en EE.UU. y Europa. Para 2024, la EEE y CF mantienen sus proyecciones casi sin alteraciones, situándola en 2,1 y 2,0%, respectivamente.

La trayectoria de la tasa de política monetaria (TPM) esperada por el mercado y los especialistas se ajustó al alza respecto de diciembre. Al igual que en los mercados externos, las expectativas de política monetaria local –reflejadas en las tasas swap promedio cámara (SPC)– han mostrado elevada volatilidad. Luego de aumentar entre diciembre y principios de marzo ante las sorpresas positivas de actividad e inflación, se observó una caída relevante a raíz de las tensiones financieras internacionales del último mes. Con todo, las expectativas de la TPM implícitas en el mercado financiero se ubican por encima del cierre estadístico del IPoM de diciembre. Las expectativas de especialistas (EEE y EOF) están algo por encima, anticipando la primera baja entre junio y julio, y, en el caso de la EEE, ubicando la tasa en 8,0% a diciembre de 2023 (tabla I.1).

TABLA I.1 EXPECTATIVAS DE LA TPM
(porcentaje)

	Abr.23	May.23	Jun.23	Jul.23	Dic.23
Curva Swap (*)	11,25	11	10,5	10	8,25
EEE marzo	11,25	11,25	-	10,25	8
EOF pre RPM marzo	11,25	11,25	10,5	10	-

(*) Utiliza los precios al cierre estadístico de este IPoM.
Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.1:

Situación financiera internacional: impacto macroeconómico

El retiro de los cuantiosos estímulos monetarios en EE.UU. y la Eurozona ha sido identificado como una potencial fuente de tensiones para el sistema financiero global por parte de muchos observadores, incluidas menciones en varios IPoM. Esto porque períodos prolongados de tasas cercanas a cero y abundante liquidez incentivan el apalancamiento de diversos agentes y tiende a aumentar la toma de riesgos en los mercados de crédito. De hecho, durante 2022, eventos en el Reino Unido y algunos bancos en Europa dejaron en evidencia estos riesgos. Las tensiones recientes en el sistema bancario de EE.UU. y la Eurozona constituyen otra expresión de vulnerabilidades del contexto financiero actual^{1/}. Si bien su desenlace es aún incierto, el escenario central de este IPoM considera que estas turbulencias bancarias en las economías desarrolladas tendrán consecuencias negativas a nivel mundial y local. Con todo, los impactos son más acotados respecto de lo observado en otros episodios de estrés en los mercados financieros, como la crisis financiera de 2007-2008.

El menor crecimiento del crédito es uno de los mecanismos centrales por el cual la actividad económica se verá resentida en este episodio. Previo al comienzo de este, tanto en Europa como en EE.UU. los bancos ya declaraban un estrechamiento significativo en las condiciones de otorgamiento de crédito (gráfico I.21) que anticipaba una desaceleración del crecimiento que contribuiría al ajuste requerido en la actividad para contener las presiones inflacionarias^{2/}. En lo más reciente, se ha agregado un deterioro notorio de varios factores que determinan el crédito bancario. Primero, la caída en el valor de las acciones de los bancos y del ratio de capital (gráfico I.22), explicado en parte importante por el incremento en las tasas de interés del último año, tiende a anticipar un menor dinamismo de los créditos^{3/}. Segundo, en EE.UU., el aumento de la incertidumbre sobre la salud de los bancos ha intensificado la salida de los depósitos bancarios, especialmente en instituciones de menor tamaño, lo que también anticiparía un comportamiento más cauto en el otorgamiento de crédito. Esto es particularmente relevante ya que estas instituciones, pese a comprender el 30% de los activos de la banca en ese país, entregan aproximadamente el 40% del total de créditos y cerca del 70% de los créditos hipotecarios comerciales. La significativa provisión de liquidez que ha entregado la Reserva Federal para contener las tensiones en el sistema, si bien alivia las presiones de corto plazo sobre los bancos, no elimina la raíz del problema, sobre todo si la calidad del crédito comienza también a verse afectada por el entorno macroeconómico.

Estas tensiones financieras en las economías desarrolladas en un contexto de política monetaria más restrictiva se transmitirán a las emergentes, incluido Chile, por varios canales. Por un lado, el menor crecimiento de la actividad en el mundo desarrollado disminuirá la demanda por exportaciones. Por otro lado, la mayor incertidumbre en los mercados globales disminuirá el apetito por riesgo, aumentando los *spreads* de financiamiento. Además, la mayor incertidumbre externa afectará la confianza de consumidores y empresas en Chile, reduciendo el dinamismo del gasto y la actividad^{4/}.

Es importante resaltar que el sistema bancario chileno presenta fortalezas importantes, tanto en su desarrollo como en su regulación y supervisión. Por una parte, el modelo de negocio bancario local se basa predominantemente en un enfoque de banca tradicional, con financiamiento diversificado, enfocado en el otorgamiento de crédito, baja participación de activos de inversión y sin descortes relevantes de plazos y con cobertura de moneda apropiada. Por otra, su regulación está en línea con los estándares de Basilea III, siendo aplicado por igual para todos los bancos de la plaza. Existen procesos de supervisión de gestión de riesgos y suficiencia de liquidez periódicos realizados por la Comisión para el Mercado Financiero. Esto se traduce en que los bancos locales se encuentran en una posición de liquidez y capital robusta, lo que les permitiría enfrentar apropiadamente escenarios de tensión, tal como se muestra semestralmente en los Informes de Estabilidad Financiera. También

^{1/} Una exposición más detallada de las causas y los desarrollos de las tensiones bancarias recientes se encuentra en la [presentación de la Presidenta Rosanna Costa](#) a la Comisión de Hacienda del Senado el día 23 de marzo.

^{2/} [Basset et al. \(2014\)](#).

^{3/} Ver [Girotti y Horny \(2020\)](#), [Boucinha et al. \(2017\)](#), y [Kangisser et al. \(2017\)](#).

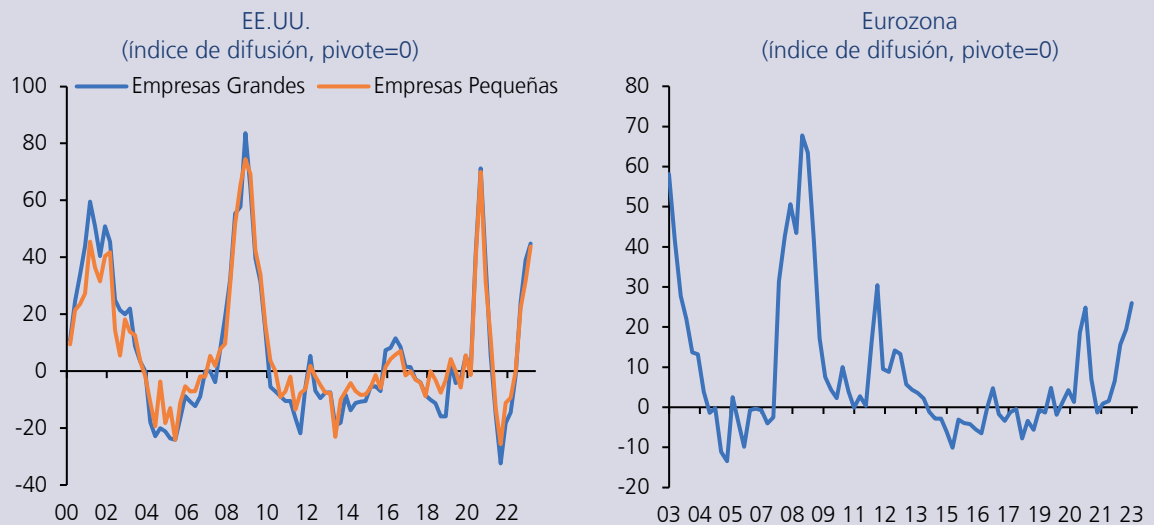
^{4/} [Albagli y Luttini \(2015\)](#) y [Albagli et al. \(2019\)](#) muestran la influencia de factores externos en los indicadores de confianza en Chile.



hay diferencias entre la política monetaria chilena y las de las economías desarrolladas, en particular de EE.UU. y Europa. A diferencias de estas últimas, en Chile el proceso de ajuste monetario está suficientemente avanzado, lo que ofrece mayores espacios de reacción frente a *shocks* externos. Así, situaciones complejas en ciertos bancos de EE.UU. y Europa no han ocurrido en el caso chileno dadas las fortalezas antes descritas. En consideración de todos estos antecedentes, el Consejo estima que la banca chilena no es una fuente de riesgos para el escenario macroeconómico.

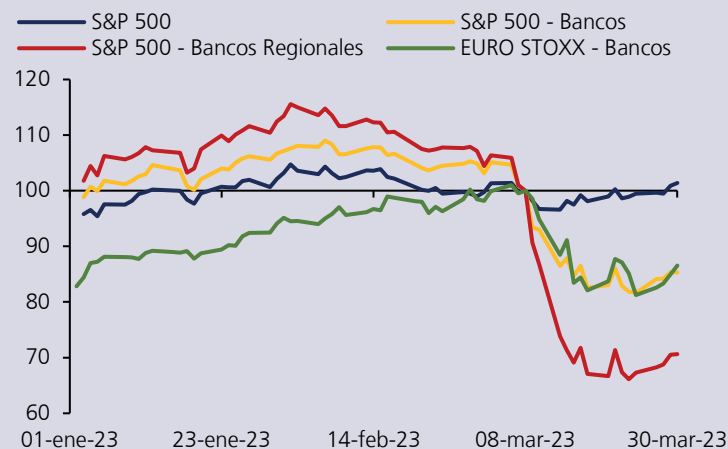
Con todo, la evolución del escenario externo conlleva una elevada incertidumbre y ocupa un lugar protagónico del presente Informe. Esto se ve reflejado, más allá de su impacto en las proyecciones del escenario central, en la construcción de escenarios de sensibilidad y riesgos. En particular, el borde inferior del corredor para la TPM considera un escenario donde la situación externa empeora aún más. Se considera también un escenario de riesgo donde la magnitud del problema se asemeja a la observada en la crisis financiera global. Por otra parte, el borde superior contempla, además de mejores fundamentos de la economía local, un escenario externo más positivo que el del escenario central (Capítulo II).

GRÁFICO I.21 ESTÁNDARES CREDITICIOS DE EMPRESAS



Fuentes: Fed y BCE.

GRÁFICO I.22 ÍNDICES ACCIONARIOS DE EE.UU. Y EUROZONA
(índice 08.mar.23=100)



Fuente: Bloomberg.



RECUADRO I.2:

Implicancias macroeconómicas de la revisión de Cuentas Nacionales y Balanza de Pagos

La publicación de las [Cuentas Nacionales](#) y la [Balanza de Pagos](#) del cuarto trimestre de 2022 incluyó las revisiones de las cifras para el periodo 2020-2022^{1/}. Estas revisiones forman parte del proceso habitual de elaboración de agregados macroeconómicos, donde la información básica aumenta con el tiempo, en cobertura y desglose^{2/}. Su incorporación permite robustecer las estadísticas y afinar el análisis macroeconómico. Este Recuadro discute los aspectos más relevantes de estos cambios para efectos de la interpretación de la evolución reciente de la economía chilena.

Actividad y demanda

En la actividad, los cambios en los niveles y tasas de crecimiento del PIB desde 2020 fueron acotados. Respecto de lo implícito en los Imacec, se redujo la variación anual del PIB no minero del cuarto trimestre de 2022 (efectivo: -2,4%; Imacec: -1,7%). Esto se explicó, principalmente, por la baja en el sector transporte, asociada a la incorporación del pago de comisiones financieras de una empresa del rubro (ver [Revisiones a las cifras de actividad económica: PIB e Imacec](#)). Sin este efecto, el PIB no minero del cuarto trimestre habría caído 1,5% anual y la velocidad trimestral desestacionalizada habría sido de 0,4% (efectiva: -0,5%). Este es un efecto puntual que desaparecerá en el primer trimestre de 2023, por tanto, la velocidad del primer trimestre y la variación anual del cuarto serán más elevadas, producto de la baja base de comparación (gráfico I.23).

En la demanda final, su composición tuvo cambios relevantes en el periodo 2020-2022, con mayores niveles de consumo y menores de inversión. En particular, el consumo privado aumentó en torno a US\$4.300 millones, equivalente a 0,6% del PIB por año aproximadamente. La formación bruta de capital fijo (FBCF) disminuyó alrededor de US\$5.800 millones, algo más de 0,7% del PIB por año (tabla I.2).

Destaca el alza de los niveles de consumo de bienes, especialmente no durables. Esto se explica, en parte, por la incorporación de registros administrativos y estadísticas de bienes no durables levantadas por instituciones privadas. En la baja de la FBCF incide mayormente la menor inversión en construcción y obras, particularmente por el uso de la encuesta anual de gasto en obras de ingeniería. El componente de maquinarias y equipo también fue menor, por la reasignación de algunas importaciones desde inversión a consumo, entre otros factores (gráfico I.24).

Cuenta corriente y ahorro nacional

El déficit de cuenta corriente —equivalente al ahorro externo— se revisó al alza, sobre todo en 2021 (tabla I.2). Ello se explica por un ahorro nacional que se revisó a la baja, -0,8pp del PIB en 2020, -1,8pp en 2021 y -0,4pp en los tres primeros trimestres de 2022. Estas revisiones son explicadas principalmente por información rezagada de estados financieros y la encuesta de inversión extranjera. Cabe destacar, que los datos de balanza de pagos del cuarto trimestre, y la información parcial del primero de 2023, muestran una importante corrección del déficit externo respecto de los trimestres previos.

El ahorro nacional en 2020, 2021 y 2022 se ubicó muy por debajo de su promedio histórico (23,3% en el periodo 1996-2019), explicado en lo más reciente por el bajo nivel de ahorro privado. El cierre anual de las cuentas nacionales por sector institucional, a publicarse el 18 de abril, contendrá el desglose de las cifras de ahorro por agente (hogares, empresas y gobierno).

^{1/} La emergencia sanitaria impuso desafíos en la recolección de datos básicos, para los que se realizaron esfuerzos con los proveedores de información para minimizar el impacto en la calidad de las estadísticas. Con todo, las revisiones en las tasas de variación anual de cada año se ubicaron dentro del rango histórico ([Estudio económico y estadístico N° 131](#)).

^{2/} Para 2020, se incorporaron encuestas del INE que permiten elaborar con mayor precisión y desgloses los agregados macroeconómicos. Para 2021, se incorporaron registros tributarios anuales y la encuesta anual de inversión en obras de ingeniería. Para 2022, se actualizaron indicadores de producción y gasto.



Conclusiones

Las revisiones de las cuentas nacionales y balanza de pagos 2020-2022 dan cuenta de desequilibrios macroeconómicos mayores, reflejados en un mayor consumo, un menor ahorro nacional y un mayor déficit de cuenta corriente. Destacan los mayores niveles del consumo de bienes, lo que permitiría explicar, al menos parcialmente, que las presiones inflacionarias han sido mayores que las inicialmente estimadas. La inversión se aprecia más débil que lo estimado, completando varios trimestres estancada. La baja de los niveles de inversión elimina parte de las sorpresas positivas de la segunda mitad de 2022, y genera un efecto base para 2023, que explica parte de la revisión al alza de la proyección anual de ese agregado.

GRÁFICO I.23 PIB NO MINERO

(índice 2018 = 100, desestac.)

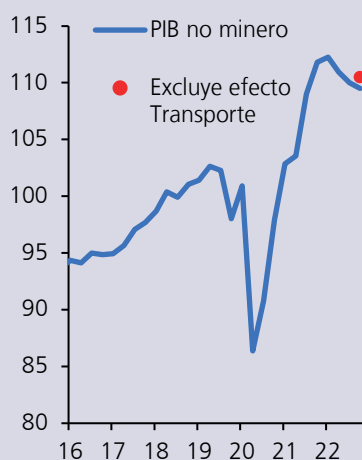


TABLA I.2 AGREGADOS MACROECONÓMICOS

(porcentaje del PIB nominal)

	2020		2021		2022 (1)	
	Actual	Previo	Actual	Previo	Actual	Previo
Consumo total	74,4	73,8	76,3	75,3	78,4	77,7
Consumo privado	58,4	57,8	61,7	61,0	64,2	63,7
FBC	21,1	21,6	24,4	25,3	26,6	27,1
FBCF	22,5	23,0	23,1	24,0	24,5	25,4
Ahorro nacional	19,2	20,0	17,0	18,8	16,7	17,1
Ahorro externo (2)	1,9	1,7	7,5	6,6	9,9	10,1

(1) Para 2022 se utilizan ratios acumulados 22.T1-22.T3.

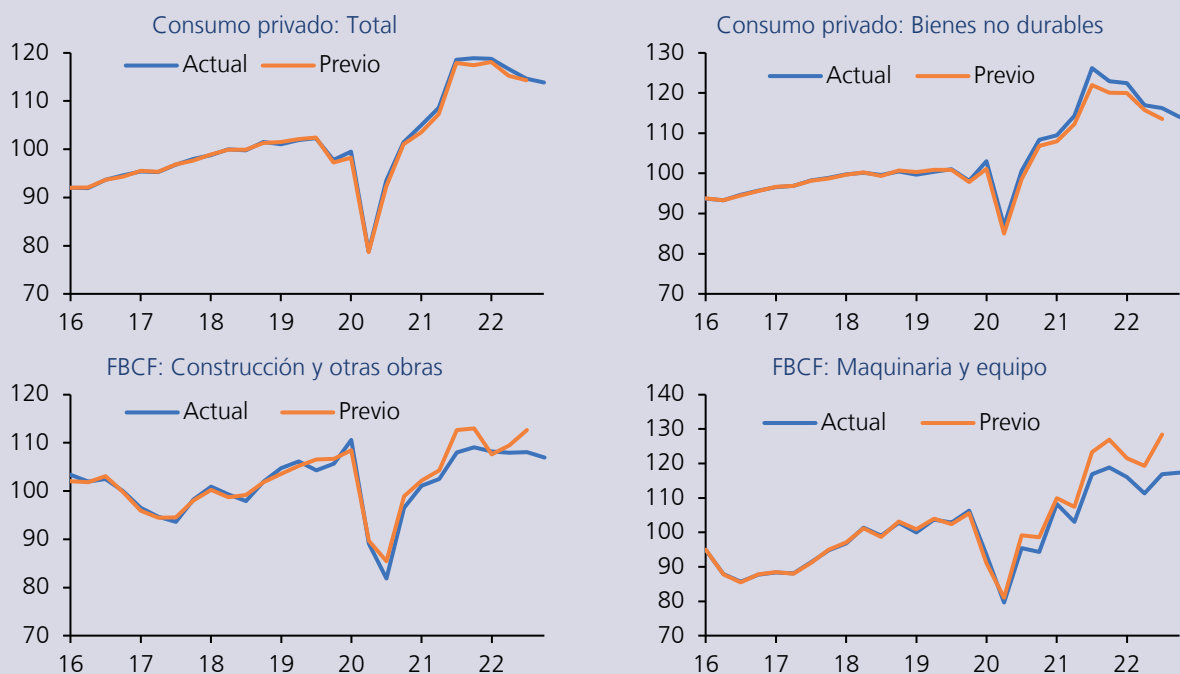
(2) Correspondiente al déficit de cuenta corriente.

Fuente: Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.24 NIVELES DE DEMANDA

(índice 2018 = 100, series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.3:

Prolongación de la alta inflación

La inflación del IPC continúa muy elevada, tanto la medida total como su componente subyacente —sin volátiles—. Por un lado, esto puede deberse a que el tipo, el tamaño y la secuencia de *shocks* que han afectado la inflación han sido distintos de lo habitual (persistencia “heredada”). Por otro, es posible que los *shocks* al alza hayan generado efectos más prolongados vía mecanismos de propagación internos (persistencia “intrínseca”)^{1/}.

En este Recuadro se estudian algunas hipótesis que podrían explicar la mayor duración de la elevada inflación. Entre ellas: (i) que los *shocks* que explicaron el aumento de la inflación fueron inusualmente grandes y consecutivos. Esto habría contribuido a comprimir los márgenes de las empresas, mitigando el impacto inicial de dichos *shocks* sobre los precios, pero haciéndolo más duradero; (ii) que los mecanismos de segunda vuelta —vía indexación y expectativas de inflación de distintos agentes— también contribuyen a ralentizar la caída de la inflación.

La mayor duración de la inflación local y sus causas

Una forma habitual de medir la persistencia de la inflación es estimar lo que se conoce como la “vida media” de los *shocks*. Esto es, cuánto tiempo tarda en disiparse la mitad de su efecto en la inflación?^{2/} [Barrero et al. \(2023\)](#) muestran que la vida media estimada de los *shocks* a la inflación subyacente ha mostrado un importante aumento a partir del segundo trimestre de 2022. En dicho lapso, pasó de aproximadamente seis meses a alrededor de doce meses. Al principio, la mayor persistencia fue más asociada a la inflación de los bienes, pero en lo más reciente son los servicios los que explican el grueso del aumento. De hecho, esta última ha subido significativamente desde fines de 2022, sin mostrar signos de estabilización (gráfico I.25). Esta metodología, si bien útil para formalizar el concepto de prolongación del problema inflacionario, no permite establecer sus causas de fondo —en particular, si estos cambios responden a la persistencia heredada o intrínseca.

Para evaluar la importancia del componente de persistencia heredada en la mayor duración de la inflación, [Barrero et al. \(2023\)](#) estiman un modelo de series de tiempo monetario que permite cambios en la dinámica de las perturbaciones que afectan la economía, y descompone la inflación en *shocks* de oferta, demanda y política monetaria. Se encuentra que los *shocks* de oferta asociados a problemas en las cadenas de suministro mundiales y los fuertes aumentos en los precios de las materias primas fueron inusualmente elevados durante el segundo y tercer trimestre de 2022, aunque se han ido disipando en lo reciente.

También se observa que, desde mediados de 2021, los *shocks* de demanda han sido significativamente mayores y más frecuentes que lo usual, reflejando las sucesivas medidas de estímulo a la demanda. Las revisiones al alza para el consumo privado muestran que las presiones de demanda han sido mayores que lo estimado previamente (Recuadro I.2), y en el margen se han moderado más lento. Con todo, los *shocks* que explican el alza de la inflación han sido más grandes y frecuentes (gráfico I.26), y con una vida media mayor que la habitual.

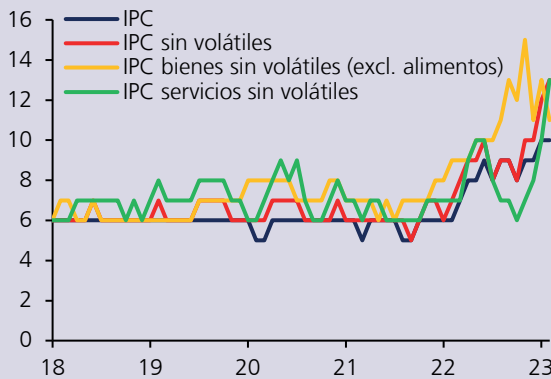
El comportamiento de los márgenes de las empresas también ha contribuido a la elevada persistencia inflacionaria. La importante alza de costos durante 2021 fue traspasada solo parcialmente a precios, coherente con una marcada compresión de los márgenes ([Recuadro I.3 IPoM junio 2022](#)). No obstante, estos márgenes se han ido recuperando a partir del segundo trimestre de 2022 (gráfico I.27), lo que se asocia a un menor traspaso a precios de las reducciones de costos más recientes ([Acevedo et al., 2023](#)). Esta explicación es la contraparte, por ejemplo, del bajo grado de traspaso a precios de la significativa apreciación reciente del tipo de cambio (Recuadro I.4). En otras palabras, el ajuste de los márgenes mitiga el impacto inicial en los precios de los distintos *shocks*, pero tiende a prolongar su efecto en la inflación.

^{1/} Para una discusión de los conceptos de persistencia inflacionaria “intrínseca” y “heredada” ver, por ejemplo, [Fuhrer \(2010\)](#).

^{2/} La “vida media” de los *shocks* se calcula a partir de las raíces de los polinomios de modelos autorregresivos (ver [Barrero et al., 2023](#)).



GRÁFICO I.25 VIDA MEDIA DE SHOCKS AL IPC
(meses)



(*) Bandas son percentiles de 25 y 75%.
Fuente: [Barrero et al. \(2023\)](#).

GRÁFICO I.26 SHOCKS DE DEMANDA ESTIMADOS (*)
(desviaciones estándar)

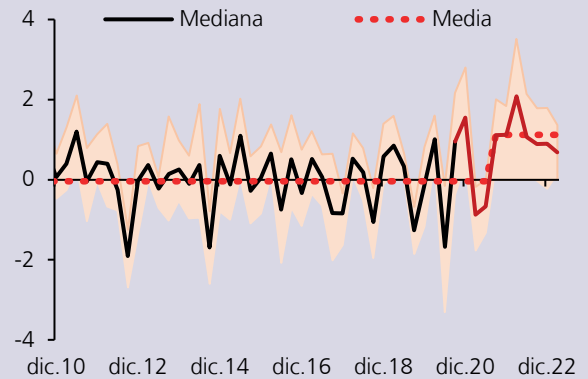
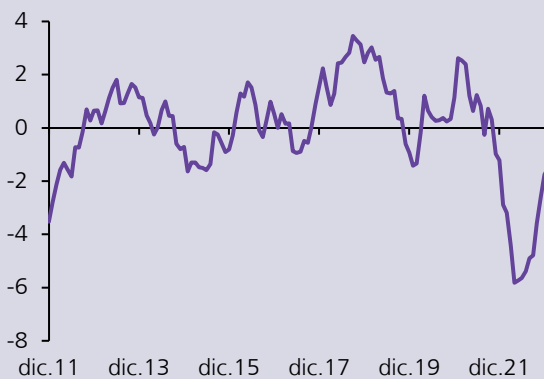


GRÁFICO I.27 COMPONENTE CÍCLICO DE LOS MÁRGENES AGREGADOS
(promedio móvil de tres meses, porcentaje)



Fuente: [Acevedo et al. \(2023\)](#).

Por último, respecto a la parte intrínseca de persistencia, los mecanismos de segunda vuelta podrían haber contribuido a la mayor duración de la alta inflación. Por un lado, las expectativas de inflación de empresas y hogares se han mantenido en niveles altos por un período prolongado, lo cual puede ser un mecanismo que incrementa la persistencia de la inflación por sobre lo coherente con sus fundamentos ([Recuadro V.1 IPoM marzo 2022](#)). A partir de marzo de 2022, las proyecciones de inflación realizadas por el Banco Central han incorporado un efecto adicional de persistencia asociado a este fenómeno. Con todo, algunas medidas de expectativas de inflación han ido retornando a la meta de 3%, lo que sugiere que la relevancia de este mecanismo de segunda vuelta estaría disminuyendo en el margen. Por otro lado, si bien no hay evidencia clara de un mayor grado de indexación en los ítems más sensibles a la inflación pasada, el hecho de que ésta se encuentra elevada también ralentiza la convergencia a la meta de 3%.

Conclusiones

La prolongación de la alta inflación ha sido el principal foco de preocupación para el Banco Central en los últimos trimestres. Entre las razones que la explican, destacan el tamaño y la secuencia de los shocks de demanda y oferta, la dinámica de ajuste de los márgenes de las empresas y los efectos de segunda vuelta. En el escenario central de este IPoM, la revisión al alza de la inflación total y subyacente se explica en mayor medida por un menor ajuste de la brecha y el consumo privado. No obstante, los elementos discutidos en este Recuadro motivan algunos de los escenarios de sensibilidad y riesgo de mayores niveles de inflación considerados en este Informe.



RECUADRO I.4:

Traspaso de la apreciación del tipo de cambio nominal a precios

Desde octubre de 2019, el tipo de cambio nominal (TCN) se ha caracterizado por una elevada volatilidad, pasando desde niveles poco mayores a \$700 por dólar hasta alcanzar máximos por sobre \$1.000 en julio 2022. Comparando el cierre estadístico de este IPoM y el de diciembre, el peso se ha apreciado cerca de 11,5%. Movimientos cambiarios de esta magnitud afectan la dinámica inflacionaria de manera relevante a lo largo del horizonte de política monetaria. Su efecto se mide a través del coeficiente de traspaso (CT) desde el TCN a precios internos. En base a estimaciones pasadas, el CT promedio en Chile se sitúa entre 0,1 y 0,2 al cabo de un año. Esto significa que, en un lapso de un año, un cambio de 1 punto porcentual (pp) en el TCN se traspasa, en promedio, a un cambio en la misma dirección de entre 0,1 y 0,2pp en la inflación^{1/}.

La evidencia indica que la magnitud y temporalidad de este traspaso depende de múltiples factores, incluyendo la intensidad de los movimientos del TCN, su signo y la naturaleza de los shocks que lo originan^{2/}. Por lo tanto, para informar las proyecciones de inflación, además de la estimación de un CT promedio, es necesario estudiar el coeficiente particular en un momento del tiempo. La literatura en base a modelos empíricos no-lineales permite investigar la dependencia del CT a la intensidad y signo del movimiento cambiario, mientras que las metodologías en base a modelos dinámicos y estocásticos de equilibrio general permiten identificar el origen del movimiento cambiario.

Estudios para varios países encuentran que el CT es mayor para depreciaciones que para apreciaciones, y que también es mayor ante movimientos cambiarios fuertes. Esta literatura tiene inconvenientes porque se basa en medidas agregadas que no siempre cumplen las condiciones de exogeneidad necesarias para una apropiada identificación de los efectos causales. Para subsanar estos problemas, metodologías recientes se han orientado hacia el estudio del CT y sus determinantes en base a microdatos^{3/}.

Estimaciones utilizando los datos administrativos de empresas disponibles en el Banco permiten investigar la hipótesis de si el CT es mayor ante una depreciación que ante una apreciación del TCN (gráfico I.28). Los resultados muestran que, en la empresa promedio, el CT alrededor del octavo mes es de 0,13 para las depreciaciones y 0,07 para las apreciaciones^{4/}. No obstante, al cabo de un año, las medidas de traspaso alcanzan niveles similares. Es decir, las apreciaciones tardan más en traspasarse a menores precios, pero a un horizonte de un año el traspaso acumulado ya es muy similar al caso de las depreciaciones.

En base al modelo estocástico y dinámico XMAS^{5/}, se estudiaron los impactos de los movimientos cambiarios observados a partir del último trimestre de 2022. Este ejercicio muestra que, hacia mediados de 2023, el CT sería 0,055 y hacia fines de 2023 sería de 0,07. Esto contrasta con la medida promedio (o incondicional) que es cercana a 0,1 según el mismo modelo^{6/}. No obstante, coincide con las estimaciones del efecto de apreciaciones en base a microdatos. El modelo también identifica los factores que explican los movimientos recientes del TCN. Estos son, cambios en los precios internacionales, la paridad de tasas de interés y las tasas de interés externas. Los dos primeros han generado apreciaciones y además han estado asociados a CT significativos. El último ha depreciado el TCN y ha mitigado los efectos sobre el CT.

^{1/} Para ver discusiones relacionadas en Informes anteriores, ver [Recuadro IV.1, IPoM marzo 2018](#) y [Recuadro IV.1, IPoM marzo 2016](#).

^{2/} El CT también puede depender del nivel de inflación del país y del régimen de política monetaria adoptado.

^{3/} Para mayor detalle de la discusión y ejemplos para Chile ver [Arenas et al. \(2023\)](#) y referencias citadas ahí.

^{4/} Se estima una regresión de un índice de precios mensual por empresa contra una interacción entre una variable de intensidad en el uso de importaciones con el cambio en el tipo de cambio multilateral (TCM), controlando por efectos del nivel de intensidad de importaciones, de tiempo y de empresa. Se consideran datos mensuales para empresas formales, desde enero 2014 a febrero 2023. Para más detalles, ver [Arenas et al. \(2023\)](#).

^{5/} El modelo se describe en detalle en el documento "[Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile 2020](#)".

^{6/} Para la metodología y una aplicación para Chile, ver [García-Cicco y García \(2020\)](#).

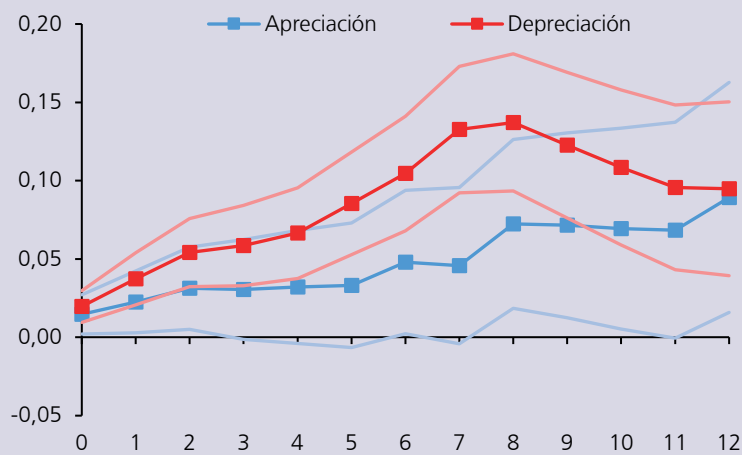


Conclusiones

El TCN se ha apreciado significativamente comparado con el cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022. En el escenario central de este Informe, se considera que, en el corto plazo, el CT a precios será menor a lo habitual. No obstante, al horizonte de un año, se anticipa un CT similar a las estimaciones históricas para Chile –en torno a 0,1.

GRÁFICO I.28 ESTIMACIONES DEL COEFICIENTE DE TRASPASO EN BASE A MICRODATOS SEPARANDO ENTRE APRECIACIONES Y DEPRECIACIONES (*)

(porcentaje de cambio de precios ante un cambio de +/-1% en el tipo de cambio)



(*) El gráfico muestra intervalos de confianza al 95% en base a errores estándar clusterizados por firma. El coeficiente graficado corresponde al de la empresa promedio que tiene un nivel de intensidad de 0,12. Fuente: [Arenas et al. \(2023\)](#).



RECUADRO I.5:

Publicación y difusión de los resultados de la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios

En su constante esfuerzo por robustecer la información económica disponible, el Banco Central comenzará a publicar la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP). Esta encuesta cuenta con información disponible desde noviembre del 2021 y será publicada a partir de mayo del 2023, los datos se reportarán de forma mensual y sus resultados se encontrarán disponibles en el [sitio web](#) y la [Base de Datos Estadísticos del Banco Central](#).

El objetivo de la EDEP consiste en indagar en las dinámicas de fijación de precios de las empresas. Para esto la encuesta contiene indicadores que permiten caracterizar sus percepciones acerca del desempeño de sus operaciones, y cómo el movimiento de los distintos factores y costos de la empresa inciden en sus presiones de precios. Al mismo tiempo la encuesta indaga acerca de las expectativas económicas de las empresas, incluyendo sus expectativas de inflación a 12 y 24 meses.

Como se señala en [Muñoz et al. \(2023\)](#), el levantamiento y consideración de las expectativas de inflación y sus determinantes, tanto en empresas como consumidores, es un asunto de creciente relevancia entre los distintos Bancos Centrales del mundo. La importancia de estas expectativas reside en que son la base de las decisiones económicas de los distintos agentes, especialmente las relacionadas con la inversión, contratación, fijación de precios y/o salarios en el caso de las empresas, mientras que, para los hogares, resaltan aquellas ligadas a las dinámicas de consumo y ahorro.

En el caso de las encuestas a empresas, la evidencia señala (ver [Muñoz et al. \(2023\)](#)) que sus expectativas de inflación suelen tener mayores similitudes con las de consumidores que con las de expertos. Ello implica que, al contrastar sus expectativas con el movimiento efectivo de los indicadores sobre inflación, tienden a sobreestimar el movimiento de los índices de precios finales, como el IPC.

Esta diferencia se debe a diversas razones, entre las que destaca que las expectativas de gerentes de empresas, en general, no necesariamente se conforman siguiendo el paradigma de expectativas racionales con información completa (o FIRE, por sus siglas en inglés). Más bien, estas expectativas se forman con información incompleta, en la medida que son agentes que no necesariamente monitorean de forma regular los datos que caracterizan la coyuntura macroeconómica, o bien, no la analizan con el mismo nivel de profundidad que un experto del área. Al mismo tiempo, varios autores (ver [Muñoz et al. \(2023\)](#)) indican la existencia de una importante heterogeneidad en las expectativas de inflación de estos agentes, asociadas a las condiciones sociodemográficas de los respondientes y a las características de las unidades económicas que lideran.

Estos antecedentes sugieren que una interpretación pertinente de las expectativas de inflación de empresas requiere de un análisis cuidadoso, que considere la especificidad del tipo de respondiente y naturaleza de los datos recabados. Ello implica considerar no solo las estimaciones puntuales, sino que el movimiento de las series, así como también la estabilidad y persistencia de estas expectativas.

Desde el punto de vista metodológico, la EDEP está compuesta por un panel rotativo de aproximadamente 450 empresas que son encuestadas mensualmente, pero reportadas a través de trimestres móviles. Estas



empresas fueron seleccionadas a través de un diseño semi probabilístico, teniendo como universo de referencia a empresas grandes y con personalidad jurídica comercial, sin considerar a los rubros del sector primario, ni a los de electricidad, gas y agua.

Con respecto a las variables que serán publicadas, mensualmente se reportarán diez indicadores:

- **Percepción y expectativas de costos de insumo en los últimos 3 y próximos 12 meses:** Prevalencia de empresas que han percibido que sus costos de insumos han aumentado, disminuido o se han mantenido. También se reportan las expectativas de estas variaciones para los próximos 12 meses.
- **Percepción y expectativas de precios de venta en los últimos 3 y próximos 12 meses:** Prevalencia de empresas que han percibido que sus precios de venta han aumentado, disminuido o se han mantenido. También se reportan las expectativas de estas variaciones para los próximos 12 meses.
- **Percepción y expectativas de factores y costos de las empresas en los últimos y próximos 3 meses:** Índice de difusión que señala las variaciones en disponibilidad de insumos, márgenes de ganancias, niveles de venta, precios de venta, costos de maquinaria y tecnología, costos fijos, costos laborales y precios de insumos. También se reportan las expectativas de estas variaciones para los próximos 3 meses.
- **Percepción de influencia de factores y costos de las empresas sobre el precio de venta en los últimos 3 meses:** Índice de difusión que señala si la influencia de la variación de los factores y costos de la empresa es hacia el alza o hacia la baja de precios. A los factores considerados en el indicador anterior se agrega el tipo de cambio.
- **Expectativas de inflación para los próximos 12 y 24 meses:** Media y mediana de la variación porcentual esperada de la inflación acumulada para los próximos 12 meses, y para los 12 meses posteriores.

Los resultados estarán disponibles a partir del 4 de mayo del 2023 y las futuras publicaciones se realizarán en las siguientes fechas:

Último trimestre móvil	Fecha publicación
EFM	04-05-2023
FMA	05-06-2023
MAM	05-07-2023
AMJ	03-08-2023
MJJ	04-09-2023
JJA	04-10-2023
JAS	06-11-2023
ASO	05-12-2023



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La variación anual del IPC ha disminuido hasta 11,9%, aunque permanece en niveles elevados y muy por sobre la meta de 3%. El componente subyacente ha permanecido en torno a 11% desde hace un tiempo y acumula la mayor parte de las sorpresas inflacionarias desde el IPoM anterior. Esto ocurre en medio de un escenario en que el ajuste del exceso de gasto acumulado en años previos ha sido más lento que lo previsto en diciembre y que, tras la revisión de Cuentas Nacionales, se refleja en un consumo privado que ha sido mayor al esperado y una brecha de actividad que tardará más tiempo en cerrarse. Un factor importante para la reducción de estos desequilibrios radica en la mantención de la contractividad de la política monetaria por más tiempo. Se suma el estrechamiento de las condiciones financieras internacionales en respuesta a los problemas bancarios y tensiones financieras en las economías desarrolladas, lo que junto con el aumento de la incertidumbre global asociada, redundará en un menor impulso externo. Con esto, se espera que la economía acumule un crecimiento similar al del IPoM previo en 2023 y 2024, con un resultado algo mayor el primer año y levemente más bajo el segundo, acorde con el ajuste que requiere la economía. La inflación continuará reduciéndose y alcanzará la meta de 3% hacia fines de 2024, en línea con el ajuste previsto para el consumo y una brecha de actividad que se tornará negativa a partir de la segunda mitad de este año. Por su parte, la inflación subyacente tardará un poco más y llegará a 3% hacia fines del horizonte de proyección de este Informe. La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido en 11,25% desde octubre de 2022 y será necesario mantenerla en ese nivel hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado. En el escenario central, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre. El Consejo reafirma su 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.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

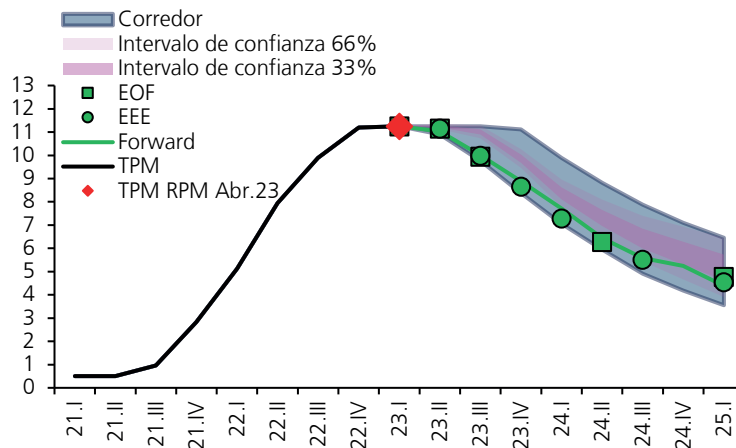
La inflación total sigue en niveles muy elevados, situación que se ha prolongado por más tiempo de lo previsto. Si bien la variación anual del IPC descendió hasta 11,9% en febrero, seguía muy por sobre la meta de 3%. El componente subyacente ha permanecido por varios meses en torno a 11%. Al mismo tiempo, concentra la mayor parte de la sorpresa al alza que ha tenido la inflación desde el cierre estadístico anterior, lo que se ha dado tanto en bienes como en servicios, aunque con una mayor prevalencia de los primeros.

En este contexto, las expectativas de inflación para este año han aumentado, mientras que a dos años plazo varias medidas continúan situándola por sobre 3%. Para diciembre de 2023, la mediana de las expectativas de inflación de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo aumentó hasta 5,2%, mientras las implícitas en los contratos de seguros de inflación alcanzaron 5% (5,1 y 3,6%, respectivamente, al cierre estadístico de diciembre). A dos años plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de Política Monetaria (RPM) de abril la situaba en 3,5%, mientras que la EEE de marzo había retornado a 3% (3,5 y 3,8% en las encuestas disponibles al cierre estadístico de diciembre). Las expectativas de los empresarios para el mismo plazo también se habían reducido, ubicándola en 5% en el caso de la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) (Recuadro I.5).



El Consejo considera que será necesario mantener la TPM en su nivel actual hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado. En el escenario central, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre (gráfico II.1). El Consejo reafirma su 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.

GRÁFICO II.1 CORREDOR DE TPM (*)
(promedio trimestral, porcentaje)



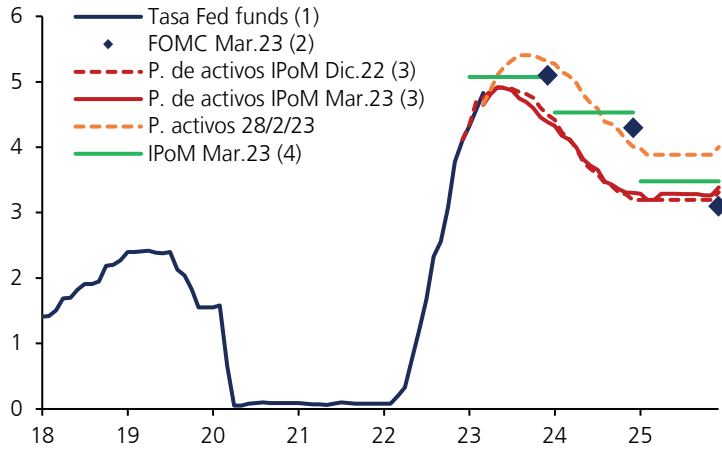
(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Incluye la EEE de marzo y EOF pre RPM de abril y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 29 de marzo. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes.
Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

El impulso externo que recibirá la economía chilena irá disminuyendo a partir del segundo semestre de este año, como consecuencia de que el crecimiento mundial se debilitará a raíz de la política monetaria más contractiva y las tensiones financieras a nivel global, en especial en el mundo desarrollado (gráfico II.2 y II.3, tabla II.1). En ello se conjuga, por un lado, la continuación del proceso de alzas de tasas por parte de los principales bancos centrales con el fin de lograr controlar la inflación, la que ha permanecido en niveles elevados por más tiempo que lo previsto. Causa especial atención el componente subyacente, que ha llevado a autoridades monetarias como la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) a subir nuevamente sus tasas de referencia. Por otra parte, destacan los efectos que se espera tendrán la mayor incertidumbre tras los recientes acontecimientos en el sector bancario de EE.UU. y Europa sobre la evolución de los mercados financieros, el crédito y las expectativas. De hecho, luego de esperar una política monetaria más contractiva, el mercado volvió a ajustar a la baja en forma importante la trayectoria esperada para la tasa *Fed funds* en reacción a las turbulencias financieras de marzo, lo que ha vuelto a ampliar la diferencia respecto a la comunicación de la Fed.

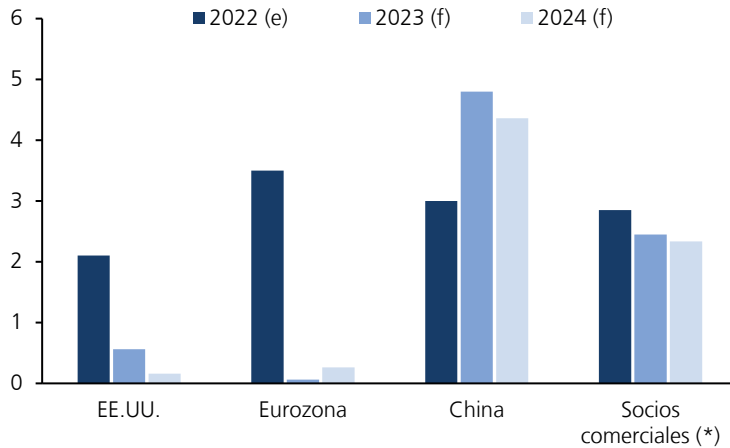


GRÁFICO II.2 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED FUNDS
(puntos porcentuales)



- (1) Tasa Fed *funds* efectiva. Para marzo de 2023, considera valor *spot* al día 29.
 (2) Proyección del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en su respectiva reunión.
 (3) Consideran las fechas de los cierres estadísticos de cada IPoM.
 (4) Promedio anual para la tasa Fed *funds* en 2023, 2024 y 2025, según escenario central de este IPoM.
 Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

GRÁFICO II.3 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONOMÍAS SELECCIONADAS
(variación anual, porcentaje)



- (f) Proyección. (e) Estimación.
 (*) Para definición, ver [Glosario](#).
 Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA II.1 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 10-20	2021	2022 (e)	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
Mundo a PPC	3,1	6,5	3,3	2,1	2,2	3,1
Mundo a TC de mercado	2,6	5,9	3,0	1,7	1,7	2,8
Socios comerciales	3,4	6,6	2,8	2,4	2,3	3,0
Estados Unidos	1,8	5,9	2,1	0,6	0,2	2,7
Eurozona	0,7	5,3	3,5	0,1	0,3	1,2
Japón	0,7	2,2	1,0	0,7	1,0	0,9
China	7,2	8,4	3,0	4,8	4,4	4,3
India	5,7	8,7	7,0	5,9	5,3	6,1
Resto de Asia	3,8	4,3	4,1	2,9	3,1	3,7
América Latina (excl. Chile)	1,0	6,5	3,6	0,3	0,8	2,1
Exp. de prod. básicos	1,7	4,7	3,6	0,7	0,1	1,6

(*) Para sus definiciones, ver [Glosario](#).

(f) Proyección. (e) Estimación.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

En cambio, se anticipan mejores perspectivas para la economía China tras su reapertura, lo que junto a la evolución de los balances de mercado del cobre y el petróleo han estado detrás de la mejora en los términos de intercambio, los que se revisan al alza respecto del IPoM anterior. En ello se combinan las mejores perspectivas para el precio del cobre y menores precios proyectados para los alimentos y combustibles (gráfico II.4 y tabla II.2). En el cobre, los mayores precios de las últimas semanas, las mejores perspectivas de demanda tras la reapertura de China y un balance de mercado que permanecería estrecho este y el próximo año, aumentan el precio proyectado para este y los próximos dos años: US\$3,85, US\$3,65 y US\$3,5 la libra para 2023, 2024 y 2025, respectivamente (US\$3,55 y US\$3,45 la libra para este y el próximo año en el IPoM anterior). En el precio de los alimentos, la revisión a la baja responde principalmente a la disminución que ha mostrado el índice de la FAO en los últimos meses, mientras que hacia adelante se mantiene una trayectoria descendente similar a la del IPoM de diciembre. Situación similar ocurre con el precio del petróleo, cuyo valor ha presentado bastante volatilidad a raíz de las tensiones en los mercados financieros de las últimas semanas y sus posibles implicancias para el crecimiento mundial, a lo que se suma un reciente aumento de los inventarios. Así, se proyecta que el precio promedio del barril de petróleo Brent-WTI, que alcanzó US\$97 en 2022, siga descendiendo paulatinamente a US\$73 en 2023 y baje hasta US\$67 en 2025. Con todo, el menor crecimiento de los socios comerciales irá mermando la demanda externa que enfrenta Chile de forma más notoria a partir de la segunda mitad de este año.



del año pasado e inicios de 2023 muestran que la reducción del consumo privado ha sido más lenta que lo anticipado. Esto ha sido coherente con la reducción de la incertidumbre político-económica local, el repunte que ha tenido el empleo en lo más reciente y el mayor uso de créditos rotativos (gráficos I.12 y I.14).

Los fundamentos del consumo privado apuntan a que este se seguirá ajustando en lo próximo, aunque tendrá una caída menos marcada en 2023 y un alza más moderada en 2024. En primer lugar, los ingresos laborales sostendrán un bajo dinamismo, con un mercado laboral que evolucionará acorde con el desempeño previsto para la economía. Además, el ya mencionado efecto de la situación externa en la confianza de los consumidores a nivel local también contribuirá a mantener el consumo contenido. Por el lado financiero, la combinación entre una política monetaria local que se mantendrá restrictiva por un tiempo más prolongado, las restricciones al crédito que podrían surgir por la situación financiera global y el incremento que han tenido la carga financiera y morosidad de los hogares, especialmente de menores ingresos, implicarán una mayor restricción al consumo respecto de trimestres previos. Esto es coherente con la menor demanda por créditos de consumo y condiciones más restrictivas en su oferta que reportó la última Encuesta de Crédito Bancario.

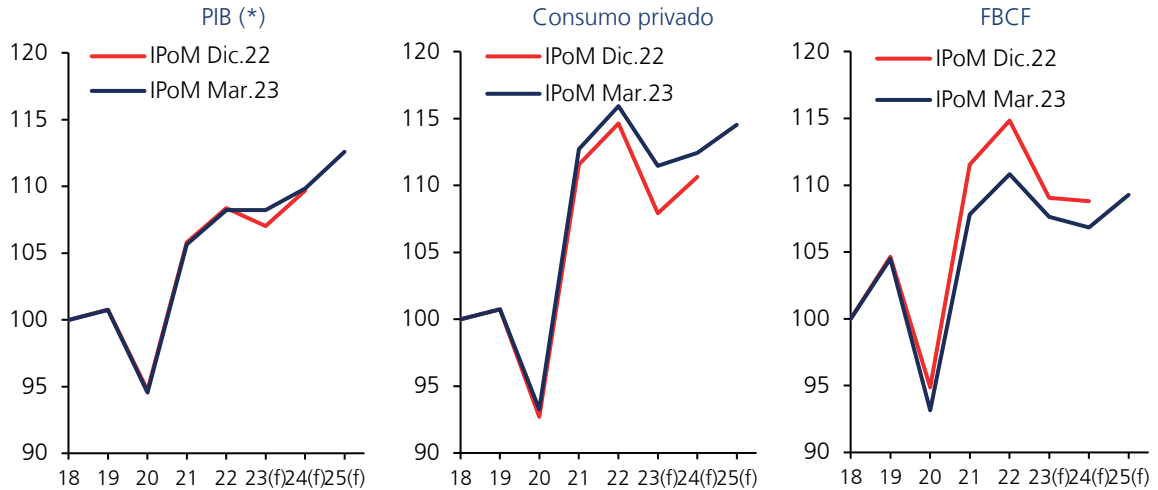
Los determinantes de la inversión sugieren que su débil desempeño continuará este año y el próximo. El principal factor detrás es el mayor deterioro del panorama externo, incluyendo la mayor incertidumbre y condiciones financieras internacionales más restrictivas, además de una política monetaria local que se mantendrá contractiva por más tiempo. Esto también impactará las expectativas de los empresarios y sus decisiones de inversión. Los catastros de proyectos de inversión disponibles, que consideran información hasta antes del inicio de las tensiones financieras globales, siguen mostrando bajos niveles de inversión hacia adelante. Las importaciones de bienes de capital mantienen la tendencia a la baja observada desde fines de 2021.

El escenario central de este IPoM contempla que la actividad registrará un crecimiento acumulado en torno a 1,5% entre este y el próximo año, similar a lo previsto en diciembre. Para 2023, esto considera la menor velocidad de ajuste que ha seguido mostrando el consumo, las sorpresas al alza de inicios de 2023 y el repunte que ha tenido el empleo en lo más reciente, lo que se traduce en un rango de crecimiento mayor: entre -0,5 y 0,5 (entre -1,75 y -0,75% en diciembre). Para 2024 habrá un ajuste a la baja de magnitud similar, lo que entrega un rango entre 1 y 2% (entre 2 y 3% en diciembre). Para 2025, se proyecta que la economía crezca entre 2 y 3%.

Hacia adelante se prevé un ajuste gradual de la economía, a medida que la restrictividad de la política monetaria y el menor impulso externo vayan contribuyendo a la normalización de la demanda interna. Esto hará que el consumo privado se contraiga -3,8% este año y crezca 0,9% el próximo (-5,9 y 2,5%, respectivamente, en diciembre). Por su parte, la FBCF sostendrá un bajo desempeño: -2,9 y -0,7% este año y el próximo (-5,0 y -0,2%, respectivamente, en diciembre). Las exportaciones netas contribuirán positivamente durante 2023 y los siguientes años, lo que incorpora las perspectivas de producción de los sectores exportadores –minería y otros–, la disminución de las importaciones prevista para este año, así como una menor acumulación de existencias (gráficos II.5 y II.6, tabla II.3).



GRÁFICO II.5 ACTIVIDAD, CONSUMO PRIVADO Y FBCF
(índice 2018 =100)

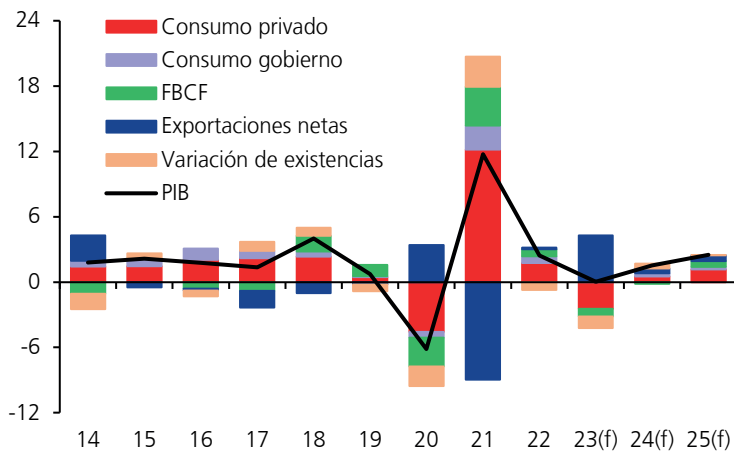


(*) Para 2023, 2024 y 2025, las proyecciones del PIB consideran el punto medio de los rangos proyectados en este IPoM.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.6 CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS DE COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA (*)
(variación anual, puntos porcentuales)



(*) Para 2023, 2024 y 2025, considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA II.3 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
		(variación anual, porcentaje)		
PIB	2,4	-0,5/0,5	1,0-2,0	2,0-3,0
Ingreso nacional	1,5	1,9	1,6	2,4
Demanda interna	2,3	-4,0	1,1	2,1
Demanda interna (sin var. de exist.)	3,0	-3,0	0,7	1,9
Formación bruta de capital fijo	2,8	-2,9	-0,7	2,3
Consumo total	3,1	-3,0	1,1	1,8
Consumo privado	2,9	-3,8	0,9	1,9
Exportaciones de bienes y servicios	1,4	4,5	3,7	2,2
Importaciones de bienes y servicios	0,9	-6,5	2,5	0,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-9,0	-4,0	-4,1	-4,0
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	16,4	18,7	18,9	19,2
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,4	22,6	23,0	23,3
FBCF (% del PIB nominal)	24,8	23,3	23,2	23,2
FBCF (% del PIB real)	23,6	22,9	22,4	22,3
		(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-27.102	-13.400	-14.300	-14.700
Balanza comercial	3.807	11.900	9.200	8.200
Exportaciones	98.548	99.900	102.500	103.600
Importaciones	94.741	88.000	93.300	95.400
Servicios	-14.824	-11.400	-10.700	-10.900
Renta	-16.520	-14.500	-13.400	-12.600
Transferencias corrientes	434	600	600	600

(f) Proyección.

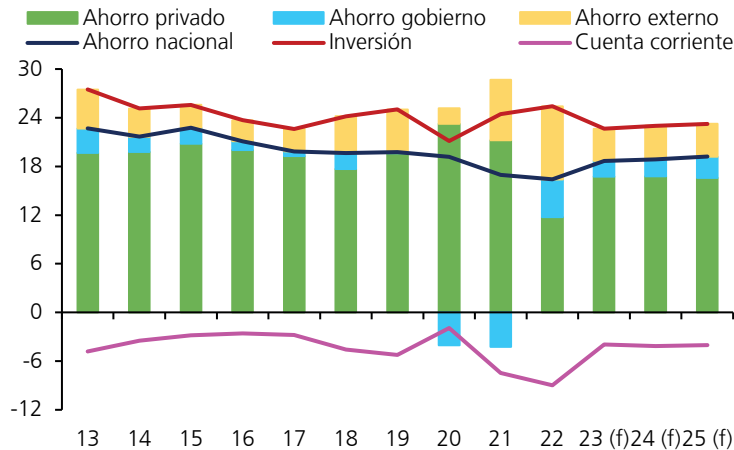
Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario central considera una trayectoria del gasto público acorde a la prevista en el último Informe de Finanzas Públicas (IFP). Tras la contracción del gasto fiscal en 2022, se anticipa una leve expansión del gasto real este año en torno a 1%, reflejo de la posición deficitaria a la que retornarían el balance efectivo y estructural en 2023. Desde el próximo año en adelante se prevé una trayectoria de convergencia del balance estructural acorde a lo señalado en el último IFP.

El proceso de ajuste de la cuenta corriente será más rápido que lo proyectado en diciembre. El déficit de cuenta corriente disminuirá hasta 4% del PIB el 2023 y se mantendrá en torno a ese valor los próximos dos años. Esto responde principalmente al significativo repunte que se anticipa para el ahorro privado hasta 16,7% del PIB este año (11,8% del PIB en 2022), en línea con el ajuste previsto para el consumo de los hogares. El ahorro de gobierno disminuirá hacia niveles sobre PIB más cercanos a sus promedios históricos (en torno a 2%) y permanecerá en torno a ese valor en 2024. Esto se reflejará en una mejora de la balanza comercial de bienes y servicios, donde colaborarán además los mayores términos de intercambio –incluyendo un mayor precio del cobre y menores precios de materias primas importadas– y la reducción de los costos de transporte (gráfico II.7).



GRÁFICO II.7 CUENTA CORRIENTE: AHORRO E INVERSIÓN (*)
(porcentaje del PIB anual)



(*) El componente de ahorro de gobierno considera como dato efectivo hasta 2022 el balance del gobierno general, para 2023 hasta 2025 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

Las cifras de cuentas nacionales dieron cuenta de que la brecha de actividad ha seguido disminuyendo, aunque bastante más lento que lo previsto en diciembre. Cabe señalar que la revisión a la baja del PIB no minero del cuarto trimestre de 2022 reportada en las nuevas Cuentas Nacionales —asociada a la caída puntual del sector transporte— incidió a la baja en la brecha de dicho trimestre. Sin ese efecto, la brecha hubiese sido algo mayor, el PIB no minero hubiese caído 1,5% anual (efectivo -2,4%) y la velocidad trimestral descontando la estacionalidad hubiese sido 0,4% (efectiva -0,5%). De todos modos, este efecto desaparecerá en el primer trimestre de este año, por lo que la velocidad del primer trimestre y la variación anual del cuarto serán más elevadas, producto de la baja base de comparación (Recuadro II.2). De ahí en adelante, se contempla que la brecha de actividad seguirá disminuyendo, en línea con el ajuste previsto para el consumo privado y la restrictividad de la política monetaria. Así, hacia la segunda mitad de 2023 y durante todo 2024 la brecha de actividad se ubicará en valores negativos (gráfico II.8).

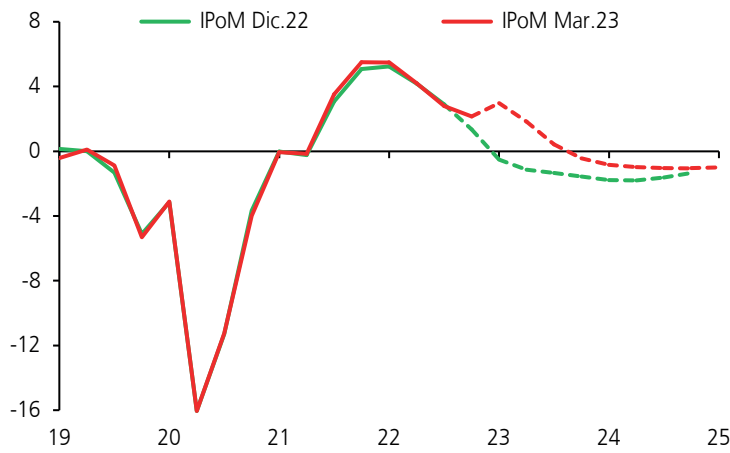
La proyección para la inflación total y subyacente se revisan al alza, para converger a la meta de 3% en la última parte de 2024 y comienzos de 2025, respectivamente (gráfico II.9 y tabla II.4). La corrección proviene de los mayores registros de inflación de los últimos meses, en particular del componente subyacente. Se suman el ajuste más lento del consumo que informaron las Cuentas Nacionales y una brecha de actividad que tardará un poco más en cerrarse. Como resultado, la inflación del IPC total finalizará el 2023 en torno a 4,6% anual, mientras que el componente subyacente se situará por sobre ese valor y tardará más tiempo en converger a 3%.

El escenario central de este Informe considera un tipo de cambio real (TCR) para este y el próximo año que, en promedio, es inferior a lo estimado en el IPoM anterior. La principal razón detrás de esto corresponde a la apreciación nominal que ha tenido el peso desde diciembre. Además, incorpora el efecto que



tendrá hacia adelante la mayor restrictividad de las condiciones financieras globales sobre el dólar. En todo caso, se espera que el traspaso del menor tipo de cambio a la inflación sea relativamente lento. Este es un fenómeno que habitualmente se da en episodios de apreciación de la moneda, aún más considerando que los márgenes de las empresas no han recuperado toda la caída que se estima tuvieron en años previos (Recuadros I.3 y I.4). La proyección considera también el impacto del menor precio del petróleo (cerca de -8% respecto del previsto en el IPoM de diciembre), lo que reducirá la variación del componente volátil del IPC.

GRÁFICO II.8 BRECHA DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)

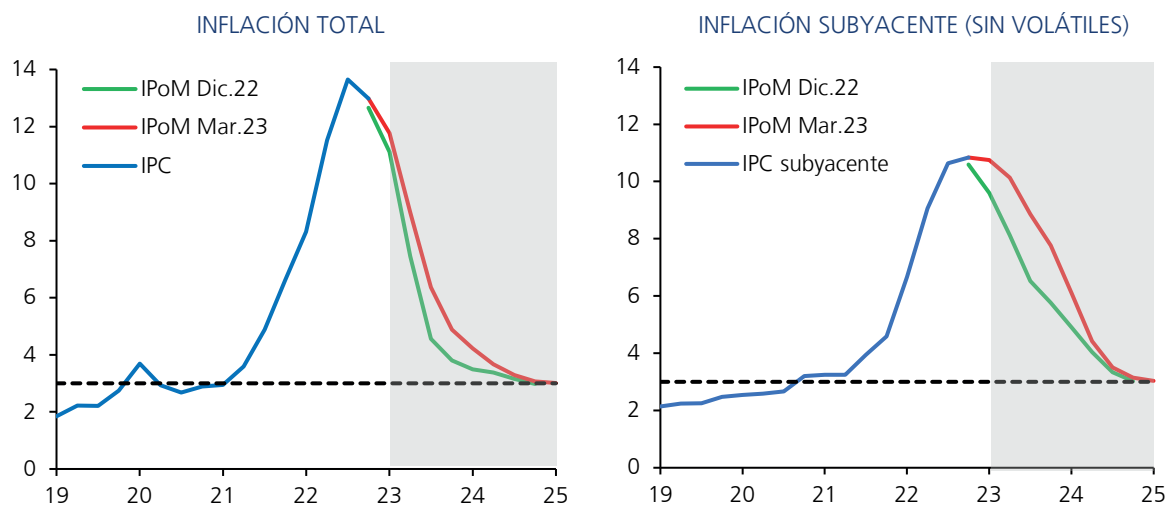


(1) Líneas segmentadas corresponden a las proyecciones.

(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2022 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.9 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (*)
(variación anual, porcentaje)



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

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



TABLA II.4 INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
IPC promedio	11,6	7,9	3,6	3,0
IPC diciembre	12,8	4,6	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	9,3	9,3	4,3	3,0
IPC subyacente diciembre	10,7	6,9	3,1	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2025.

(f) Proyección.

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

ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información que afecte la dinámica proyectada para la inflación. Así, se considera un rango de escenarios de sensibilidad – compatibles con los rangos proyectados para el crecimiento del PIB– que pueden requerir una acción de política monetaria algo distinta, tal como se desprende del corredor de la TPM (gráficos II.1 y II.10). Particularmente relevantes serán la ocurrencia, magnitud y signo de nuevas sorpresas de inflación, así como la evolución del consumo y del escenario externo.

La parte alta del corredor está dada por escenarios de sensibilidad en los cuales la inflación se mantiene elevada por más tiempo, el consumo sigue ajustándose lentamente y el escenario externo es más favorable que lo previsto. La ocurrencia de ese escenario llevaría a adoptar una trayectoria de TPM por arriba del escenario central de este IPoM, lo que podría implicar una mantención de la TPM en sus niveles actuales durante todo 2023.

En cambio, la parte baja del corredor se relaciona con un deterioro del escenario internacional mayor a lo previsto, lo que incrementaría la percepción de riesgo global y afectaría con más fuerza la actividad y el precio de las materias primas. La situación financiera internacional se ha tranquilizado en los últimos días, pero no pueden descartarse nuevas sorpresas asociadas a debilidades en la banca de EE.UU., especialmente en instituciones de menor tamaño sujetas a menores estándares de regulación y supervisión, con elevada exposición a créditos corporativos y cartera inmobiliaria comercial. Además, existen todavía riesgos asociados a los altos niveles de endeudamiento público y corporativo en China, así como los desequilibrios que persisten en su sector inmobiliario. Un panorama con estas características provocaría un ajuste más rápido de la economía local, lo que podría reducir antes la inflación y la TPM. Es importante señalar, en este contexto, que el sistema bancario chileno enfrenta este escenario con todos los bancos sujetos a estándares de regulación de capital y liquidez robustas, acorde a Basilea III, los cuales previenen situaciones como las que afectaron a ciertos bancos en EE.UU. y generaron las tensiones financieras internacionales.

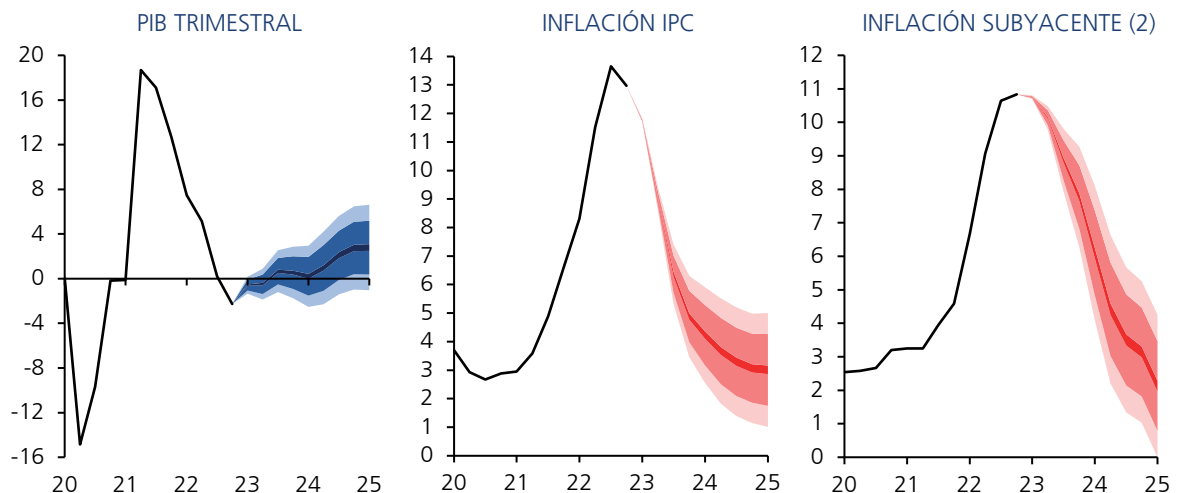
Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria sobrepasaría los límites del corredor para la TPM (gráfico II.1).



El Consejo resalta los riesgos ligados al escenario externo, los que plantean desafíos para el manejo de la política monetaria local y requerirán de un monitoreo constante. En este sentido, no se puede descartar un deterioro abrupto y significativo de la situación financiera mundial, lo que conllevaría un deterioro importante de la economía mundial y local, así como un cambio significativo en la trayectoria inflacionaria a mediano plazo. Esto implicaría reducciones de la TPM más rápidas que las señaladas por el borde inferior del corredor de la TPM.

Por otro lado, el problema inflacionario sigue presente. El proceso de convergencia a la meta aún no se ha consolidado, la economía se ha ajustado a una velocidad más lenta que lo previsto y la inflación aún sigue siendo muy elevada, con un componente subyacente que no ha mostrado descensos en los últimos meses. La velocidad de ajuste del consumo privado ha sido menor a lo esperado y algunas medidas de expectativas de inflación a dos años continúan por sobre 3%. En el caso en que el gasto privado vuelva a crecer a tasas más significativas se comprometería la convergencia de la inflación a la meta, lo que podría requerir nuevas alzas de la TPM para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de política de dos años.

GRÁFICO II.10 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 a 2017. (2) Medida por el IPC sin volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

