

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO 2023



VALLE DE LA LUNA
San Pedro de Atacama



Informe de Política Monetaria

JUNIO 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: Valle de la Luna, San Pedro de Atacama.

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

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	8
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	29
RECUADROS	
Recuadro I.1 Evolución y perspectivas del crédito bancario en las economías desarrolladas	23
Recuadro I.2 Rigideces nominales y normalización de la inflación	25
Recuadro I.3 Evolución reciente del consumo privado	27
Recuadro II.1 Situación de las holguras de capacidad	40

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 19 de junio. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 13 de junio.



RESUMEN

La economía ha ido avanzando en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años. Esto ha permitido reducir la inflación en línea con lo previsto, avanzando en la consolidación de su convergencia a la meta de 3%. En general, la actividad y la demanda interna han evolucionado acorde con lo esperado, aunque con una caída mayor a la anticipada en el componente durable del consumo privado. Las proyecciones del escenario central muestran cambios acotados en magnitud. Para este año, se anticipa que la actividad crecerá entre -0,5 y 0,25%. En 2024 lo hará entre 1,25 y 2,25% y en 2025 entre 2 y 3%. En el plano externo, la actividad comenzó el año con un mayor dinamismo y se ha reducido la volatilidad financiera. No obstante, sigue proyectándose un escenario de condiciones financieras estrechas, en un entorno donde la incertidumbre permanece elevada y se anticipa una política monetaria más restrictiva en las principales economías ante el desafío de reducir la inflación. La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido contractiva por varios trimestres, lo que ha contribuido de forma relevante a la baja de la inflación. Si bien los riesgos en torno a esta persisten, se han ido equilibrando. El Consejo estima que la evolución más reciente de la economía apunta en la dirección requerida. De mantenerse estas tendencias, la TPM iniciará un proceso de reducción en el corto plazo. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación. 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 total y subyacente han disminuido de acuerdo con lo previsto, esta última de forma más lenta y acotada. La variación anual de estas mediciones alcanzó a 8,7 y 9,9% anual en mayo, respectivamente. La baja de la inflación ha sido liderada por el componente volátil y el de bienes, mientras que el de servicios subyacente persiste en niveles elevados. En paralelo, las distintas medidas de expectativas de inflación han retrocedido y a dos años plazo se han alineado con la meta de 3%.

La baja de la inflación total se da en un contexto en el que la economía ha ido avanzando en la reducción de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en años previos. Los últimos antecedentes disponibles sugieren que la brecha de actividad retomó su proceso de cierre en meses recientes, como se había anticipado en marzo. Una mirada más completa de las holguras de capacidad muestra que estas se han ido cerrando desde hace un tiempo (Recuadro II.1).

Se añade que las presiones de costos han ido disminuyendo, aunque permanecen en niveles elevados en perspectiva histórica. Destaca el restablecimiento de las cadenas de suministro, la normalización de los valores de transporte a nivel global, la disminución de los precios externos y la apreciación del peso respecto de fines de 2022. Por otro lado, la inflación total y subyacente sigue en niveles elevados y sus efectos siguen presentes en diversos ámbitos de la economía. En este contexto, se observan presiones de costos más acotadas en las empresas, como informa la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP), y una trayectoria hacia valores normales en la frecuencia de reajustes al alza de los precios de los bienes (Recuadro I.2).



En los últimos meses, la evolución de la actividad y la demanda ha ido acorde con lo previsto en el IPoM de marzo. Por el lado del gasto, las principales novedades se concentran en el consumo. Descontada la estacionalidad, el consumo privado cayó 2,5% trimestre a trimestre (t/t), cifra mayor a la anticipada y explicada principalmente por el retroceso de 18,8% t/t del consumo durable. El consumo de gobierno, por otro lado, tuvo un crecimiento mayor al proyectado. En todo caso, el ajuste del consumo privado se interpreta como el adelanto de la baja prevista para el transcurso de este año. Esto, acorde con lo que muestra información de alta frecuencia, como las importaciones. Por el lado de la oferta, destacó el peor resultado de la minería.

En el agregado, el desempeño del consumo privado ha ido ajustándose a la par de un menor dinamismo del mercado laboral y condiciones financieras más restrictivas para las personas. La composición de la creación de puestos de trabajo se ha trasladado desde asalariados formales hacia ocupaciones por cuenta propia y asalariados informales. En su conjunto, esto mantiene una baja tasa de creación de empleo desde hace varios meses. A su vez, la tasa de desempleo subió hasta 8,7% en el trimestre febrero-abril y los salarios reales conservan un bajo dinamismo, aún afectados por la alta inflación. Las condiciones de acceso al crédito se han vuelto más estrictas para los hogares ([ECB, primer trimestre](#)), al mismo tiempo que su carga financiera se ha elevado ([Informe de Estabilidad Financiera \(IEF\), primer semestre 2023](#)).

La inversión sigue débil, en línea con la evolución del escenario macroeconómico. Descontada la estacionalidad, la formación bruta de capital fijo (FBCF) permanece estancada desde hace varios trimestres en sus distintos componentes. Antecedentes como las importaciones de bienes de capital, las ventas de viviendas o la actividad en la construcción (Imacon) reafirman este panorama de bajo desempeño.

El déficit de la cuenta corriente acumulado en doce meses se redujo desde 9% del PIB en la última parte de 2022 hasta 6,9% del PIB en el primer trimestre de este año. Esta caída fue algo mayor que la esperada. El saldo de la cuenta corriente tuvo una mejora significativa a inicios de año, coherente con el ajuste en marcha de la economía. Esto último incidió a través de la disminución de las importaciones de bienes consumo, coherente con un repunte del ahorro de los hogares. También contribuyó en este resultado el mayor valor de las exportaciones en algunas categorías de bienes.

En el plano externo, pese a que en el primer trimestre China se expandió más que lo previsto y los mercados laborales en los países desarrollados se mantuvieron dinámicos, las perspectivas de crecimiento global persisten bajas. El problema inflacionario sigue vigente, principalmente por los altos registros que mantienen los componentes subyacentes en gran parte del mundo. En las economías desarrolladas, aunque varios bancos centrales estarían próximos a finalizar sus ciclos de alzas de tasas, las expectativas del mercado sugieren una contracción monetaria más prolongada que lo esperado en marzo. Esto es particularmente notorio en EE.UU., donde ha sorprendido el dinamismo del mercado del trabajo y del consumo. En la Eurozona, los datos más recientes dan cuenta de la debilidad de esta economía, pero las autoridades monetarias continúan señalizando futuras alzas. En adelante, se prevé que la estrechez de las condiciones financieras externas, ligada al control de la inflación, y el bajo espacio de las políticas fiscales repercutan de manera negativa en la economía mundial. En este sentido, la dinámica del crédito en las economías desarrolladas anticipa un débil desempeño de la actividad y la inversión (Recuadro I.1).

Las condiciones financieras globales continúan estrechas, pese a que la volatilidad asociada a las recientes tensiones bancarias se redujo. Respecto del IPoM de marzo, las tasas de interés de largo plazo han mostrado movimientos mixtos, en donde contrastan las alzas en los países desarrollados con los descensos en emergentes. Las monedas también han tenido una evolución dispar, mientras que los mercados bursátiles, en general, han cotizado al alza. De todos modos, la evolución del sistema bancario en EE.UU. sigue siendo un foco de incertidumbre. El sentimiento del mercado se mantiene frágil, con dudas sobre la extensión y la magnitud de las vulnerabilidades del sistema financiero.



En Chile, el mercado financiero se ha alineado con un escenario donde la inflación convergerá a la meta de 3% y la TPM irá reduciendo su nivel de restrictividad. Todo esto se ha dado en un contexto donde la economía ha seguido ajustándose y la incertidumbre local ha disminuido. Destaca el mercado cambiario local, cuyo adecuado funcionamiento ha permitido al Banco Central desarmar la posición del programa NDF y comenzar un programa de acumulación de reservas internacionales, para fortalecer la posición de liquidez internacional del país.

Proyecciones

Las proyecciones del escenario central contienen cambios acotados respecto del IPoM de marzo. Sobre la inflación, consideran que continuará bajando y su convergencia a la meta tendrá lugar en la segunda mitad de 2024. Para diciembre de este año, se proyecta una variación anual del IPC total y subyacente algo menor: 4,2% (4,6% en marzo) y 6,5% (6,9% en marzo), respectivamente. Ambos indicadores convergerán a 3% durante 2024 y se mantendrán en ese valor hasta fines del horizonte de política, el segundo trimestre de 2025.

La inflación subyacente se reducirá de manera más evidente hacia fines de 2023 e inicios de 2024, similar a lo que se había anticipado en el IPoM de marzo. Las proyecciones reiteran que, en el corto plazo, la inflación de servicios mantendrá variaciones mensuales por sobre sus promedios históricos. Esto incorpora las mayores rigideces que normalmente presentan estos precios y el impacto de la aún elevada inflación en los mecanismos habituales de reajuste. En cuanto a la inflación de bienes, esta se verá beneficiada por una trayectoria del tipo de cambio real (TCR) por debajo de la prevista en marzo. Lo anterior es coherente con la apreciación nominal del peso en los últimos meses, en un contexto en que la incertidumbre local ha disminuido. Hacia adelante se sigue considerando el efecto de condiciones financieras externas estrechas.

Respecto de marzo, las proyecciones de actividad muestran cambios menores, principalmente asociados al desempeño de la minería. Este año, la variación anual del PIB se ubicará entre -0,5/0,25% (-0,5/0,5% en marzo). Para 2024 y 2025, se esperan crecimientos entre 1,25-2,25% (1 a 2% en marzo) y 2-3% (igual rango en marzo), respectivamente. En este escenario, la brecha de actividad se tornará negativa durante la segunda mitad de 2023 y permanecerá en esos valores durante varios trimestres.

La proyección sigue contemplando un ajuste del gasto concentrado en su componente importado, en especial en el consumo. Se prevé que durante este año el consumo privado continuará reduciéndose, con una caída de 4,9% en 2023 (-3,8% en marzo). En adelante, la velocidad de ajuste de esta parte del gasto se anticipa menor que la del primer trimestre. La trayectoria prevista para el consumo considera que el desempeño del mercado laboral será coherente con la evolución del ciclo económico, lo que incluye el deterioro de las perspectivas de contratación y un repunte paulatino de la participación laboral. También toma en cuenta el pesimismo de los consumidores, condiciones de acceso al crédito más estrictas y el aumento de la carga financiera.

La reducción del consumo es coherente con una recomposición del ahorro de los hogares, tras su uso masivo en años previos, lo que es un factor clave en la caída del déficit de la cuenta corriente. El ahorro privado ya mostró una recuperación en el primer trimestre del año. En lo que viene, su nivel se ubicará por sobre los de los años inmediatamente anteriores. El ahorro público se mantendrá en niveles en torno a 2% del PIB durante el horizonte de proyección, en línea con el cumplimiento de la meta de balance estructural. Se estima que el déficit de la cuenta corriente cerrará este año en 3,7% del PIB, para ubicarse en torno a 4% en 2024 y 2025.

En el escenario central, la FBCF mantendrá un bajo desempeño. Esta proyección sigue incorporando un escenario externo complejo, con elevada incertidumbre y condiciones financieras que continuarán restrictivas. La información de los catastros también muestra bajos niveles de inversión para los trimestres venideros y las expectativas de los empresarios siguen en terreno pesimista, en particular las de la construcción.



El impulso externo relevante para Chile se mantendrá acotado. Con todo, la expansión del primer trimestre por sobre lo previsto, en particular en China, incide en un mayor crecimiento de los socios comerciales para 2023, que pasa de 2,4% en marzo a 3,0% en junio. Para 2024 y 2025 no hay cambios, con incrementos proyectados de 2,3 y 3,0%, respectivamente. Las perspectivas para los precios de las materias primas tampoco varían mayormente. Se vuelve a anticipar una trayectoria descendente, en línea con el debilitamiento del escenario internacional.

Política monetaria

La TPM se ha mantenido contractiva por varios trimestres, lo que ha contribuido de forma relevante a la baja de la inflación. Si bien los riesgos en torno a esta persisten, se han ido equilibrando. El Consejo estima que la evolución más reciente de la economía apunta en la dirección requerida. De mantenerse estas tendencias, la TPM iniciará un proceso de reducción en el corto plazo. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Los bordes del corredor de la TPM reflejan escenarios de sensibilidad donde la velocidad de la convergencia inflacionaria lleva a ajustes de la tasa distintos a los del escenario central. En esta ocasión, el Consejo estima que situaciones de este tipo están asociadas principalmente al ámbito local. En particular, por la dinámica que tengan la inflación y sus determinantes.

El borde superior está definido por eventos en los que la persistencia de la inflación local es mayor a la prevista. En este aspecto, será clave la información que entreguen los registros efectivos de gasto e IPC. El Consejo evaluará las implicancias inflacionarias de estos eventos, pues podrían significar que el proceso de reducción de la TPM sea más lento. Por otra parte, sorpresas al alza de la inflación en economías desarrolladas podrían requerir mayores tasas de política monetaria internacionales, lo que contribuiría a una depreciación de las monedas emergentes, incluido el peso. Esto aumentaría la inflación local en el corto plazo, aunque su impacto en la TPM sería mitigado en la medida en que implique una mayor contracción en la actividad y el gasto.

El borde inferior del corredor da cuenta de un escenario en que el ajuste de la economía chilena es más rápido que lo esperado, lo que da paso a una convergencia más temprana de la inflación. Distintos indicadores de holguras de capacidad apuntan a que las presiones inflacionarias se han ido conteniendo. Un escenario donde dichas holguras se vuelvan más negativas que lo previsto llevaría a una reducción más acelerada de la TPM. Un caso como este podría darse si se observa un deterioro más marcado del mercado laboral y del consumo privado.

En cuanto a los riesgos, estos son significativos y emanan principalmente de la situación macrofinanciera global. Un deterioro mayor de ella podría desencadenar episodios de alta volatilidad, reducir la liquidez y fomentar la salida de capitales desde el mundo emergente. Esto llevaría a un estrechamiento de las condiciones financieras globales superior al previsto, que provocaría restricciones adicionales para la economía chilena, lo que reduciría de forma significativa las presiones inflacionarias. En ese escenario de riesgo, serían necesarios recortes de la TPM más pronunciados que los que indica el borde inferior del corredor.



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

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Mar.23	Jun.23	Mar.23	Jun.23	Mar.23	Jun.23
IPC promedio	4,5	11,6	7,9	7,7	3,6	3,3	3,0	3,0
IPC diciembre	7,2	12,8	4,6	4,2	3,0	2,9	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)							3,0	3,0
IPC subyacente promedio	3,8	9,3	9,3	9,1	4,3	4,0	3,0	3,0
IPC subyacente diciembre	5,2	10,7	6,9	6,5	3,1	3,0	3,0	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 marzo 2023 corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2025, para el de junio 2023 a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2025.

(f) Proyección.

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

TABLA 2: SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Mar.23	Jun.23	Mar.23	Jun.23	Mar.23	Jun.23
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	11,9	-7,7	2,3	1,7	-1,6	-2,4	-2,1	-3,1
PIB socios comerciales	6,7	2,8	2,4	3,0	2,3	2,3	3,0	3,0
PIB mundial PPC	6,3	3,3	2,1	2,6	2,2	2,2	3,1	3,1
PIB desarrolladas PPC	5,3	2,7	0,3	0,5	0,3	0,3	1,8	2,2
PIB emergentes PPC	7,5	3,7	3,2	3,8	3,3	3,4	3,9	3,7
			(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	423	400	385	385	365	365	350	350
Precio del petróleo, promedio	69	97	73	75	70	71	67	68
WTI-Brent (US\$/barril)								

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Mar.23	Jun.23	Mar.23	Jun.23	Mar.23	Jun.23
PIB	11,7	2,4	-0,5 / 0,5	-0,5 / 0,25	1,0 / 2,0	1,25 / 2,25	2,0 / 3,0	2,0 / 3,0
Demanda interna	21,7	2,3	-4,0	-4,2	1,1	1,0	2,1	2,0
Demanda interna (sin var. de existencias)	18,5	3,0	-3,0	-3,3	0,7	0,8	1,9	1,9
Formación bruta de capital fijo	15,7	2,8	-2,9	-3,0	-0,7	-1,0	2,3	2,2
Consumo total	19,3	3,1	-3,0	-3,4	1,1	1,4	1,8	1,8
Consumo privado	20,8	2,9	-3,8	-4,9	0,9	1,5	1,9	1,8
Exportaciones de bienes y servicios	-1,4	1,4	4,5	2,4	3,7	4,4	2,2	2,5
Importaciones de bienes y servicios	31,8	0,9	-6,5	-8,3	2,5	2,2	0,5	0,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-7,5	-9,0	-4,0	-3,7	-4,1	-4,0	-4,0	-3,9
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	17,0	16,4	18,7	19,1	18,9	18,7	19,2	19,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,1	24,8	23,3	23,0	23,2	23,0	23,2	23,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

A grandes rasgos, el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. En lo externo, la actividad de inicios de año fue algo más dinámica que la anticipada, aunque las perspectivas siguen apuntando a una debilidad en lo que viene. La inflación total ha descendido, empujada por los precios de la energía y los alimentos, pero la inflación subyacente sigue alta. En consecuencia, si bien los principales bancos centrales han moderado o detenido sus alzas de tasas, se prevé que estas permanecerán contractivas por más tiempo. Internamente, la actividad y la demanda del primer trimestre estuvieron en línea con lo previsto, aunque destaca una caída mayor a la anticipada en el componente importado del consumo privado. La inflación volvió a valores de un dígito, tanto en la medición total como en la subyacente. El déficit de cuenta corriente se redujo y el mercado laboral da señales de menor dinamismo, acorde con el momento del ciclo económico. La percepción de empresas y hogares continúa siendo negativa, a la vez que los indicadores de carga financiera han retomado sus valores prepandemia y las condiciones de financiamiento locales continúan estrechas. En este contexto, las expectativas de crecimiento e inflación de los agentes se han acercado al escenario central de este IPoM, el que considera que la economía se encuentra más cerca de resolver sus desajustes en el corto plazo.

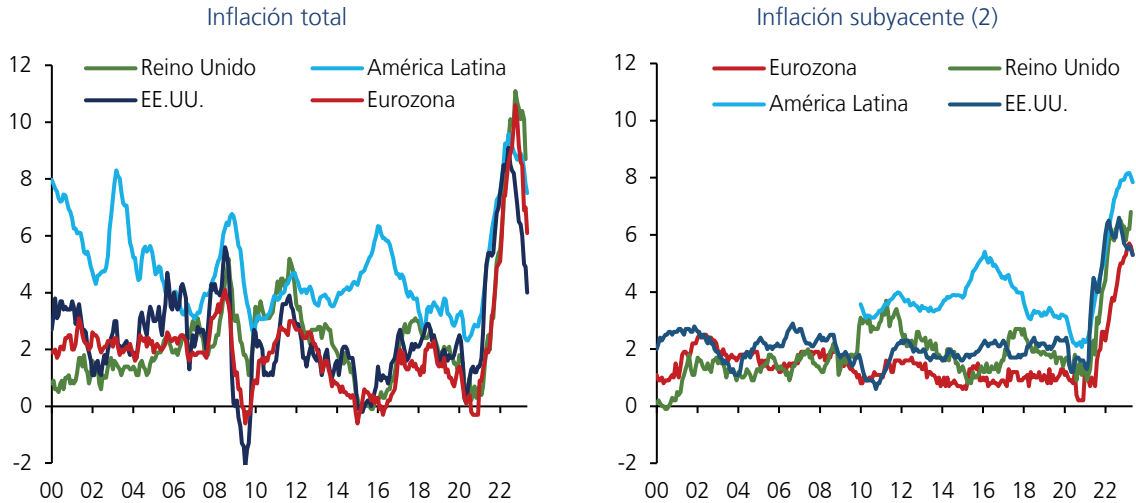
ESCENARIO INTERNACIONAL

Durante el primer trimestre la actividad mundial evolucionó de forma heterogénea en las principales economías. Destacó la recuperación de China, que creció más que lo previsto en ese período. Esto se apoyó en el fuerte dinamismo de los servicios, favorecidos por el fin de la política cero Covid-19. En EE.UU., las cifras del primer trimestre del año mostraron un gasto privado más dinámico que lo anticipado, pese a una baja expansión de la oferta. La aceleración del consumo de bienes fue compensada por la contribución negativa de los inventarios y por la inversión que continuó contrayéndose, aunque a un menor ritmo que en trimestres anteriores. En la Eurozona, por segundo trimestre consecutivo, la actividad cayó levemente. Ello se explicó, en gran medida, por la caída del gasto de gobierno y del consumo privado, asociada, en parte, al deterioro de los ingresos reales. Dentro del bloque, resaltó el nuevo retroceso de la actividad en Alemania. En América Latina, las cifras nuevamente dieron cuenta de una resiliencia mayor a la prevista, de la mano de la fortaleza de los servicios y del mercado laboral. Se añaden factores puntuales de carácter transitorio, como el fuerte dinamismo del sector agrícola de Brasil.

La inflación total ha disminuido en varias economías, impulsada por los precios de la energía y los alimentos. Por su parte, los indicadores subyacentes permanecen en niveles elevados, lo que resalta los riesgos en torno al proceso de convergencia (gráfico I.1). La evolución de los precios de los servicios es el principal factor tras el comportamiento de la inflación subyacente a nivel global. En los países desarrollados, coincide con mercados laborales estrechos, situación que ha influido en los salarios y, consecuentemente, en los precios de los servicios. De todos modos, las perspectivas del mercado para la inflación mundial, en general, no han variado mayormente en los últimos meses (gráfico I.2).



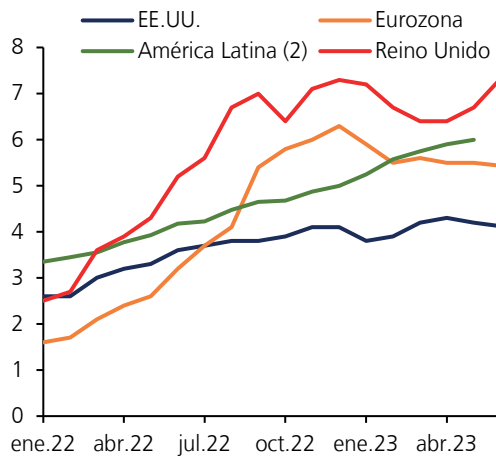
GRÁFICO I.1 INFLACIÓN MUNDIAL (1)
(variación anual, porcentaje)



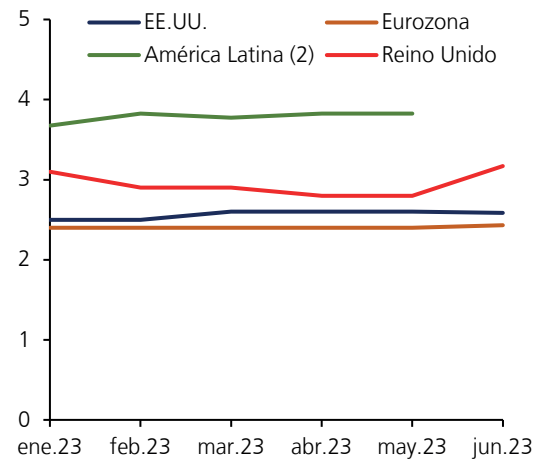
(1) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, México, Perú y Colombia. (2) Excluye alimentos y energía.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2

Proyecciones de inflación para 2023 (1)
(variación promedio anual, porcentaje)



Proyecciones de inflación para 2024 (1)
(variación promedio anual, porcentaje)



(1) Para América Latina, la última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de mayo 2023. Para el resto de las economías, corresponde a junio 2023. (2) Corresponde al promedio simple de la inflación anual a diciembre 2023 (gráfico izquierda) diciembre 2024 (gráfico derecha) para México, Colombia, Brasil y Perú.
Fuente: Consensus Forecasts.

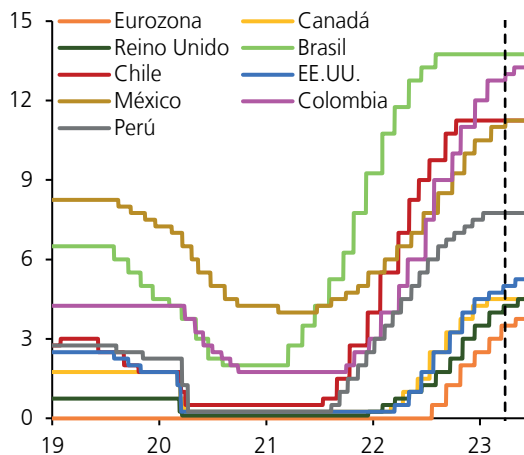


Si bien varios bancos centrales estarían próximos a finalizar sus ciclos de alzas de tasas, las expectativas del mercado apuntan a que la restrictividad monetaria será más prolongada en el mundo desarrollado, en especial en EE.UU. En su reunión de junio, la Reserva Federal (Fed) pausó su ciclo de alza de tasas y enfatizó que las próximas decisiones serán condicionales a la nueva información. Asimismo, sus autoridades han descartado recortes para este año, en línea con una reducción gradual de la inflación, y las proyecciones del FOMC apuntan a aumentos adicionales en las próximas reuniones y a una tasa terminal mayor que la comunicada en marzo (gráfico I.3). El Banco Central Europeo (BCE), por otro lado, redujo el ritmo de alzas, aunque sus autoridades han seguido comunicando la necesidad de realizar aumentos adicionales. Recientemente, los bancos centrales de Australia y Canadá sorprendieron al mercado con alzas inesperadas de sus tasas ante cifras de inflación y actividad por encima de lo previsto. En América Latina, gran parte de las autoridades monetarias detuvo los incrementos, con la excepción de Colombia, en donde la inflación total ha caído de forma más lenta y la inflación subyacente ha seguido aumentando.

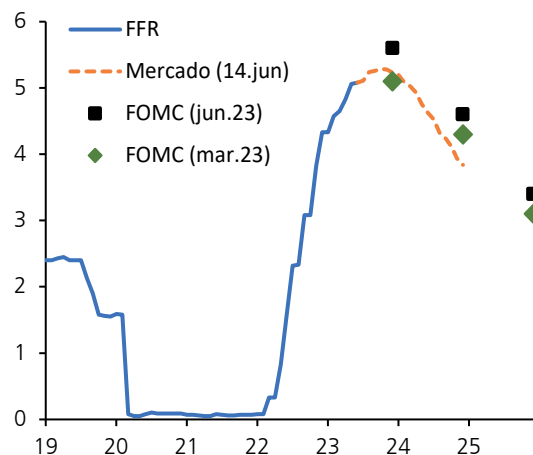
En este contexto, las condiciones financieras globales se mantienen estrechas (gráfico I.4). En los últimos meses, la volatilidad asociada a las tensiones bancarias ocurridas en marzo se redujo. Respecto del IPoM de marzo, y considerando el promedio de 10 días previos al cierre estadístico a este IPoM, las tasas de interés de largo plazo han aumentado de forma moderada en las economías desarrolladas, mientras que el dólar se encuentra en niveles similares (gráfico I.5). Los mercados bursátiles han mostrado ganancias, en línea con una reducción de la aversión al riesgo vinculada, en parte, a la contención de las tensiones bancarias y al buen desempeño del sector tecnológico en EE.UU. América Latina se ha sumado a esta evolución más favorable, en un contexto en el que incluso las tasas de largo plazo han descendido respecto de marzo. Destaca Brasil, donde las expectativas de inflación y de política monetaria se han reducido en forma relevante. Con todo, las tasas de interés, los premios por riesgo y el dólar a nivel global continúan altos en perspectiva histórica.

GRÁFICO I.3

Tasas de política monetaria (1)
(puntos porcentuales)



Fed funds rate (2) (3)
(puntos porcentuales)

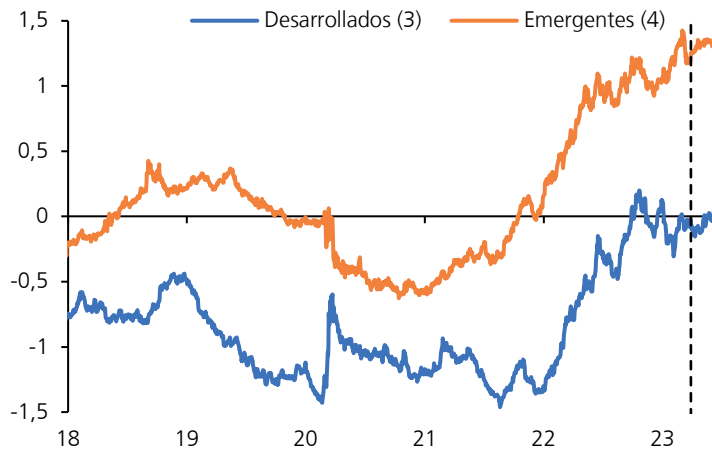


(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de marzo (29 de marzo). (2) Las proyecciones del FOMC corresponden al rango medio de la fed funds rate presentado en junio 2023 y marzo 2023, la del mercado corresponde al rango medio de la fed funds rate de los futuros a la fecha de la reunión de la Fed en junio (14.jun).

Fuentes: Bloomberg y Fed.



GRÁFICO I.4 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS DE GOLDMAN SACHS (1) (2)
(desviaciones estándar)



(1) Desviaciones estándar respecto de su promedio histórico, calculado desde 2007. (2) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de marzo (29 de marzo). (3) Corresponde al promedio entre EE.UU., Eurozona, Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia. (4) Corresponde al promedio entre Tailandia, Malasia, Indonesia, Sudáfrica, República Checa, Hungría, Brasil, México y Chile.

Fuente: Bloomberg.

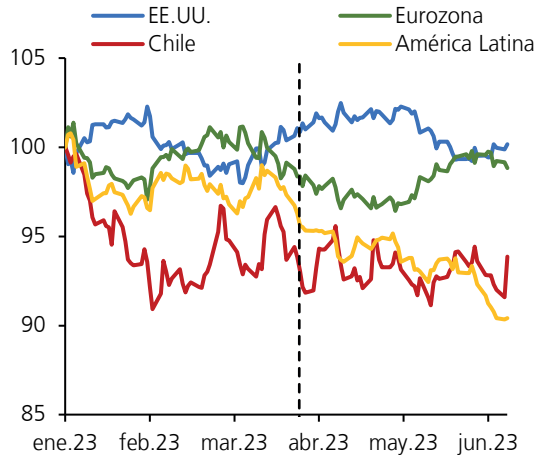
Con respecto a las perspectivas de actividad, la mejor partida del año en algunas economías repercute en un alza en las proyecciones para 2023. Sin embargo, las expectativas continúan siendo débiles, en coherencia con condiciones financieras desfavorables, una inflación elevada y una incertidumbre externa que sigue alta (gráfico I.6). En China, las señales recientes sugieren que el dinamismo asociado a la recuperación tras la reapertura fue transitorio. Los indicadores de confianza siguen debilitados, en medio de un mercado laboral que muestra un elevado desempleo en la población joven. Asimismo, las vulnerabilidades del sector inmobiliario continuarán afectando la inversión, en un escenario de alta deuda en ese país, lo que limita las respuestas de política económica. Todo esto anticipa un bajo dinamismo de la demanda interna. En EE.UU. y la Eurozona, el estrechamiento de las condiciones crediticias, derivado de la política monetaria contractiva y las tensiones bancarias ocurridas en marzo, augura un menor dinamismo de la inversión y del consumo (Recuadro I.1). En América Latina, además del deterioro de las condiciones financieras, se agregan factores de tensión en varias economías, que justifican expectativas desfavorables para la región. En este contexto de fragilidad global, y dado el proceso de consolidación fiscal, se espera que el gasto público no sea una fuente importante de impulso económico.

En los países desarrollados, persiste la incertidumbre en torno a la magnitud y extensión de las vulnerabilidades latentes en el sector financiero, tanto bancario como no bancario. Esto en medio de un escenario de altas tasas de interés y de menor liquidez. En EE.UU. y la Eurozona, la rápida acción de las autoridades ayudó a contener los focos de estrés financiero que se produjeron a partir de marzo. No obstante, el sentimiento del mercado sigue frágil respecto de la situación de la banca en esos países. En EE.UU., se sumó una mayor incertidumbre durante el período de discusión del techo de la deuda, lo que repercutió principalmente en las tasas de corto plazo y en los CDS de ese país, efecto que se disipó tras el acuerdo alcanzado. A esto se añaden las dudas en torno a las próximas decisiones de política monetaria de la Fed. En este contexto, los riesgos de episodios de corrección abrupta de los precios de activos y salidas de capitales, especialmente de las economías emergentes, continúan siendo importantes. Asimismo, existen vulnerabilidades globales asociadas a estos eventos, tal como se discute en el [Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2023](#).

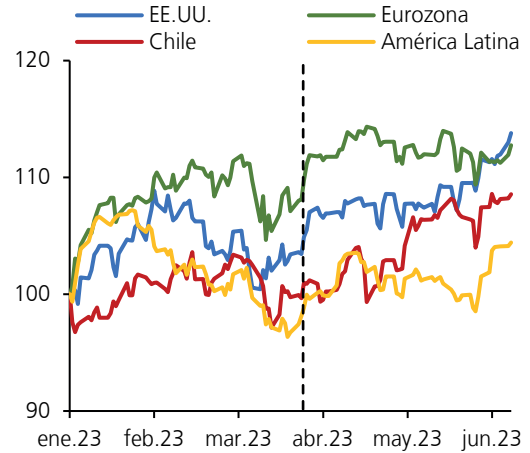


GRÁFICO I.5 CONDICIONES FINANCIERAS

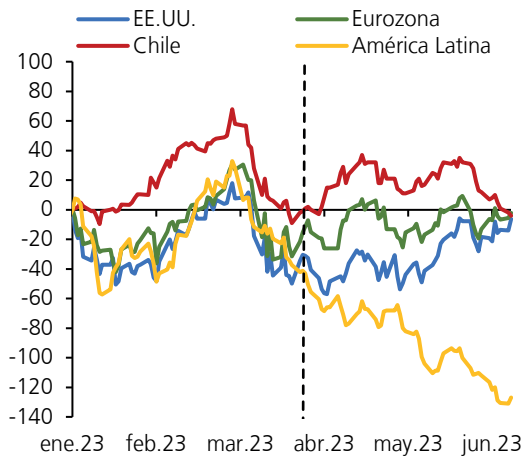
Monedas (1) (2) (3)
(índice 2.ene.23=100)



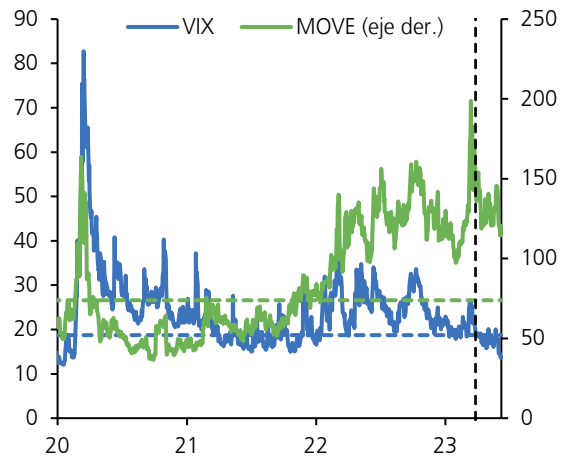
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 2.ene.23=100)



Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (1) (2)
(diferencia respecto del 2.ene.23, puntos base)



Índices de volatilidad financiera (2) (4) (5)
(índice)

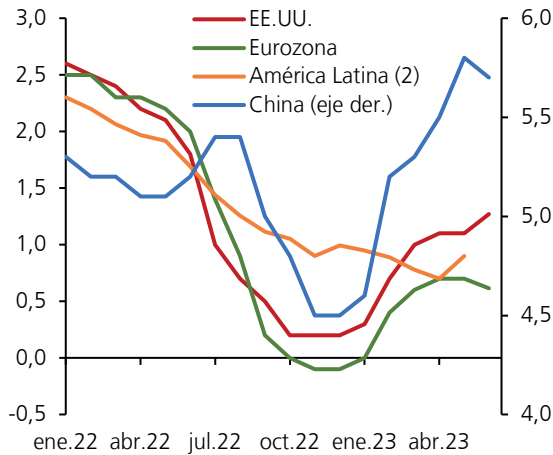


(1) Para América Latina considera el promedio simple entre Brasil, México, Colombia y Perú. (2) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPOM de marzo (29 de marzo). (3) Un aumento del índice corresponde a una depreciación de la moneda respectiva y viceversa. (4) El índice VIX mide la 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. (5) Líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos de cada índice entre 2015 y 2023.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

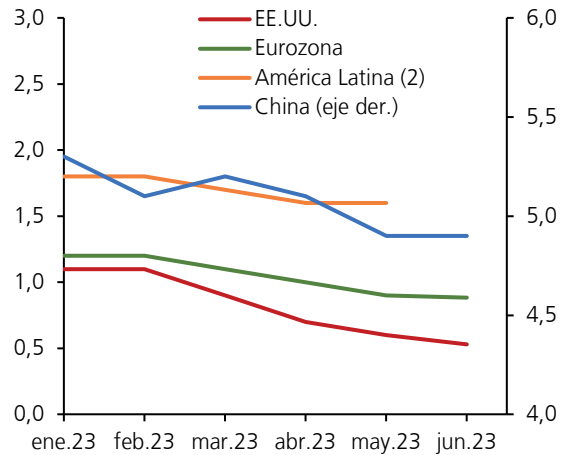


GRÁFICO I.6

Proyecciones de crecimiento para 2023 (1)
(porcentaje)



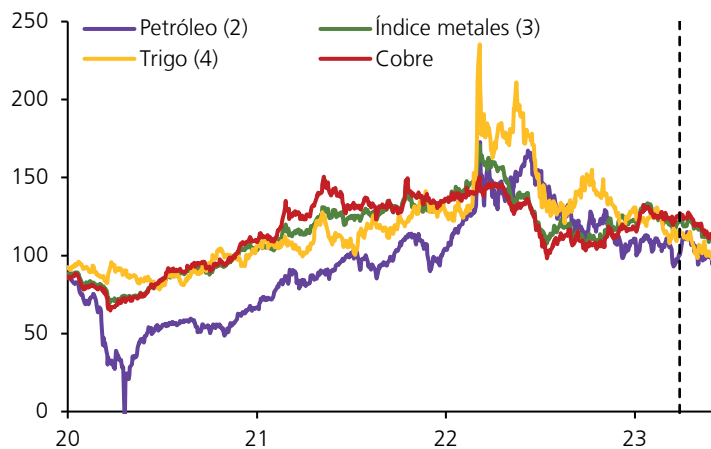
Proyecciones de crecimiento para 2024 (1)
(porcentaje)



(1) Para América Latina, la última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de mayo 2023. Para el resto de las economías, corresponde a junio 2023. (2) Considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

Los precios de las materias primas, en general, han descendido desde el último IPoM, lo que refleja las débiles perspectivas de crecimiento mundial y las dudas en torno al desempeño de China (gráfico I.7). En el caso del cobre, si bien se mantiene la estrechez en el mercado, su precio ha estado dominado por la incertidumbre respecto de la actividad global. Así, al cierre de este IPoM, cayó a cerca de US\$3,8 la libra (-6% desde el último IPoM). En el precio del petróleo, las expectativas de desaceleración de la actividad y los recortes de producción anunciados por la OPEP+ en los últimos meses han impactado en direcciones opuestas. Al cierre de este IPoM, el promedio WTI-Brent se ubicaba en torno a US\$73 el barril, nivel similar al del cierre estadístico de marzo. Los precios de los alimentos, en general, han continuado su tendencia a la baja. En mayo, el índice de la FAO cayó 21% anual, resaltando las importantes bajas de los aceites vegetales, cereales y productos lácteos. Por el contrario, los precios de la carne han seguido subiendo en los últimos meses.

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



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo (29 de marzo). (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

La inflación local ha disminuido de acuerdo con lo previsto. En mayo, la inflación total llegó a 8,7% anual y la subyacente —medida por el IPC sin volátiles— a 9,9% anual (gráficos I.8 y I.9). La caída de la inflación total en los últimos meses ha estado liderada por la reducción del componente volátil. Destacan los precios de los alimentos, cuya tasa de variación anual ha disminuido en los últimos cinco meses. Asimismo, los precios de los combustibles han continuado su descenso. Por otra parte, el ajuste de las tarifas eléctricas aplicado en abril se reflejó en un incremento de los precios de la energía durante ese mes.

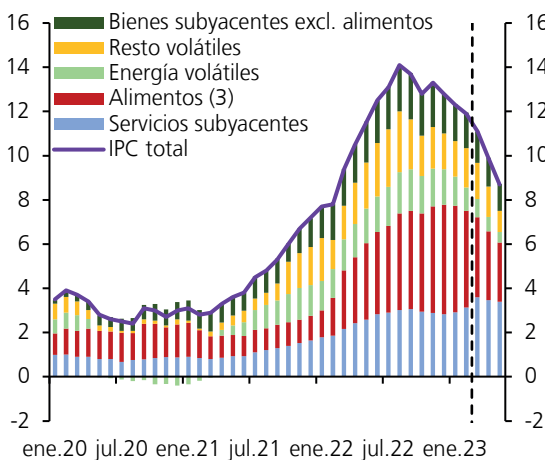
Los precios de los bienes también han cooperado a la reducción de la inflación total, cuya variación anual registró nuevas bajas. Esto se da en un contexto de ajuste del consumo de bienes en los últimos meses, menores presiones de costos locales e internacionales y un traspaso gradual de los menores niveles de tipo de cambio, lo que también ha influido en la caída de la inflación de combustibles y alimentos importados (gráfico I.10). En el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de mayo](#), si bien las empresas continuaban percibiendo costos elevados, algunas reportaban caídas en los costos de transporte internacional y en los precios de ciertos insumos y alimentos. Además, se observan presiones de costos más acotadas en las empresas, de acuerdo con la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP), y una trayectoria hacia valores normales en la frecuencia de reajustes al alza en los precios de los bienes (Recuadro I.2).

De todos modos, la inflación subyacente continúa elevada, influida especialmente por los altos registros del componente de servicios (gráfico I.9). La variación anual de este último ha aumentado desde el IPoM de marzo. El alza se ha dado principalmente en los ítems administrados e indexados. En parte, ello está vinculado a los reajustes de precios y tarifas que ocurren habitualmente en marzo. En términos anuales, los precios del resto de servicios han seguido moderándose en lo que va del año, aunque con tasas de variación que siguen altas.

GRÁFICO I.8

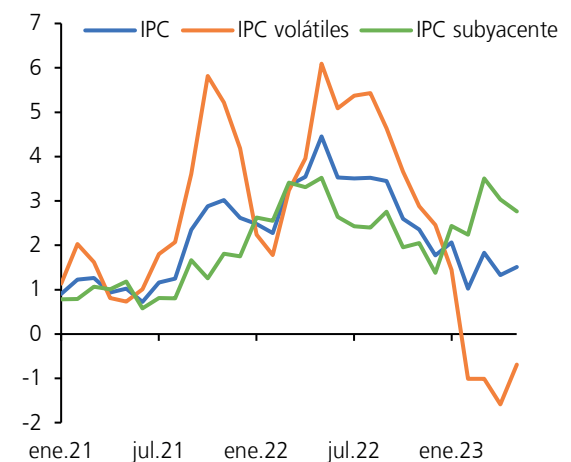
Indicadores de inflación (1) (2)

(incidencias en la var. anual, puntos porcentuales)



Inflación acumulada en trimestre móvil

(variación acumulada trimestral, porcentaje)



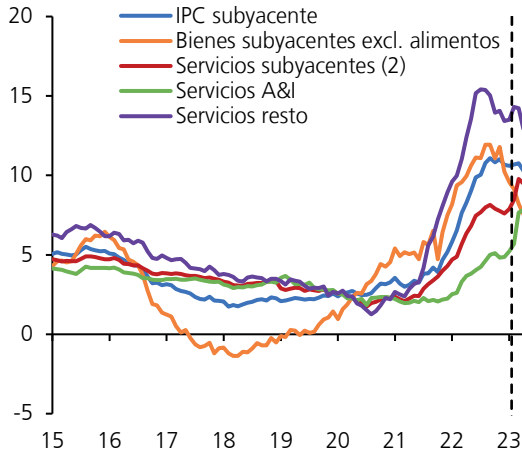
(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de marzo (29 de marzo). (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#). (3) Considera la suma de alimentos volátiles y no volátiles.

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

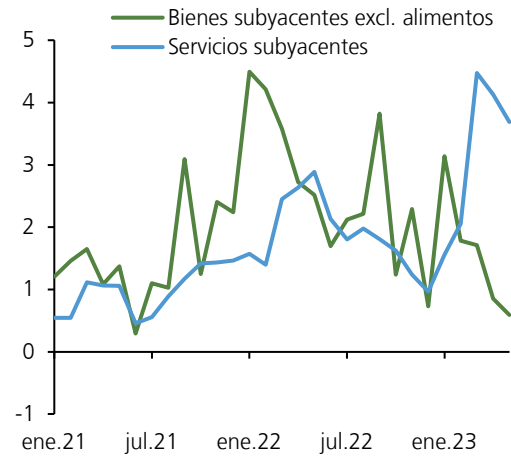


GRÁFICO I.9

Inflación subyacente (1)
(variación anual, porcentaje)



Inflación acumulada en trimestre móvil
(variación acumulada trimestral, porcentaje)

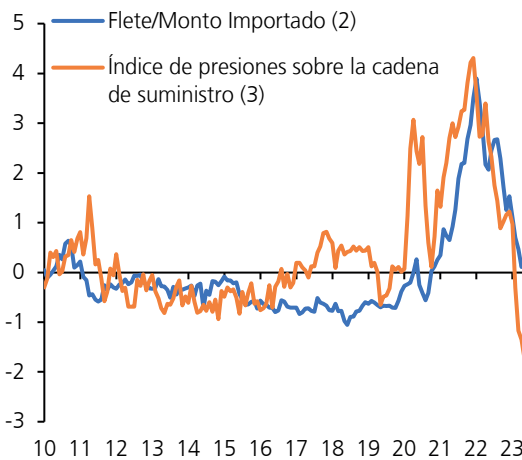


(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de marzo (29 de marzo). (2) Considera la suma de Servicios Administrados e Indexados y Servicios resto.

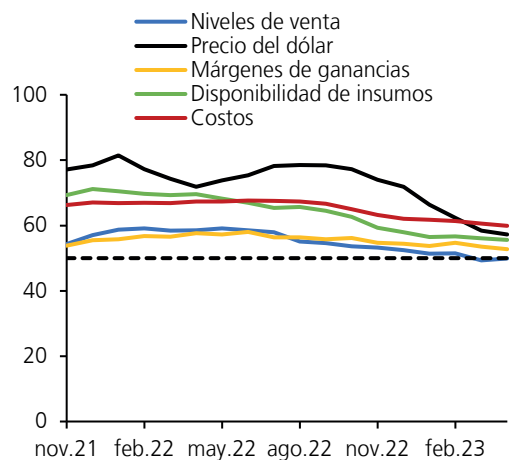
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO I.10 PRESIONES DE COSTOS

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



EDEP: Influencia de factores en el precio del producto o servicio principal en los últimos 3 meses (4)
(índice de difusión)



(1) Desviaciones estándar respecto de su promedio. (2) Este estudio se realiza en el ámbito de la agenda de investigación que desarrolla el Banco Central de Chile (BCCCh) en materias económicas y financieras de su competencia, en el marco de la cual el BCCCh tiene acceso a información innominada de diversas entidades públicas y privadas, en virtud de convenios de colaboración suscritos con esas instituciones. (3) Corresponde al [Global Supply Chain Pressure Index](#). (4) Valores por sobre 50 representan alzas y por debajo de 50, caídas.

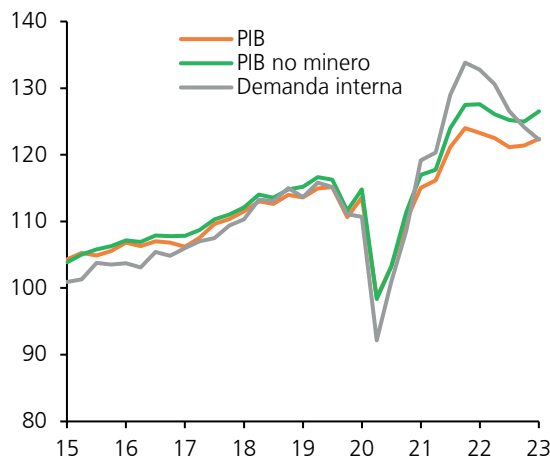
Fuentes: Banco Central de Chile en base a microdatos del Servicio Nacional de Aduanas de Chile, Banco de la Reserva Federal de Nueva York y Banco Central de Chile.



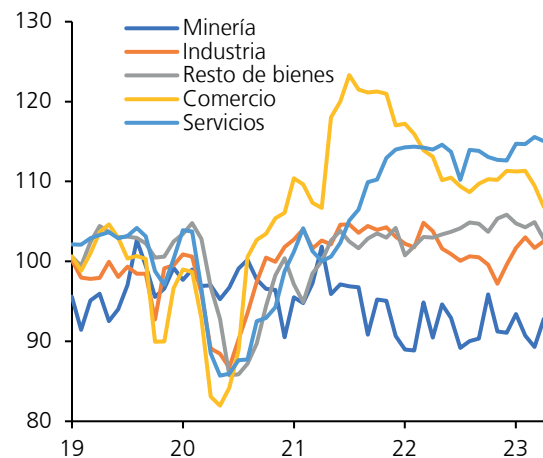
En cuanto a la actividad y la demanda, la economía ha ido avanzando en su proceso de ajuste, especialmente por la reducción de los altos niveles de gasto que se verificaron en 2021 y parte de 2022 (gráfico I.11). Según los datos de Cuentas Nacionales del primer trimestre, descontada la estacionalidad, la demanda interna cayó 1,5% respecto del trimestre anterior (-8,0% en comparación anual, serie original). Por su parte, el PIB total y el no minero crecieron en su serie desestacionalizada (0,8% y 1,2%, respectivamente), principalmente por un efecto contable transitorio en el sector transportes (ver [Revisiones a las cifras de actividad económica: PIB e Imacec](#)). Esto ya había sido anticipado en el IPoM de marzo. En variación anual, ambos tuvieron una caída de 0,6%. Por sectores, resaltan los buenos resultados de los servicios personales, restaurantes y hoteles, la industria manufacturera y la pesca durante el primer trimestre. En cambio, el comercio ha seguido ajustándose y la construcción continúa con un bajo desempeño. Tanto la actividad como la demanda total tuvieron un resultado acorde con lo esperado para el primer trimestre.

GRÁFICO I.11

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



Imacec sectorial
(índice promedio 2018 = 100; desestacionalizado)



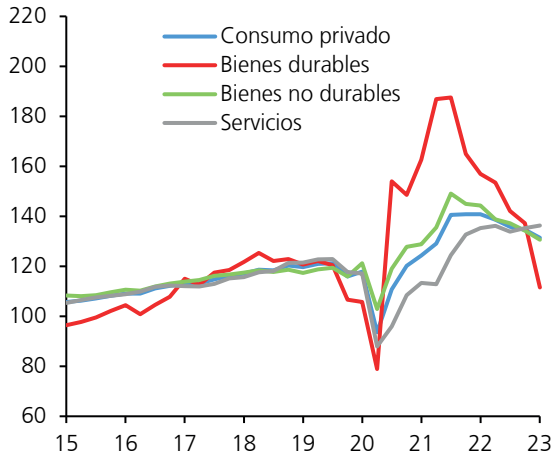
Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo privado de bienes tuvo un descenso relevante en el primer trimestre, principalmente concentrado en su componente importado (gráfico I.12). En el primer trimestre de 2023, el consumo privado cayó 2,5% trimestral en su serie desestacionalizada (-1,5% en promedio en los tres trimestres precedentes) y alcanzó una variación anual de -6,7%. Esto respondió especialmente a una notoria disminución en el consumo de bienes durables (-18,8% t/t), en su mayoría importados. El consumo de no durables tuvo un descenso más acotado (-2,7% t/t). Por su parte, el consumo de servicios continuó creciendo: +0,8% en comparación trimestral. Todo esto ocurre en un contexto en que varios de los fundamentos del consumo continúan dando señales de bajo dinamismo. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) muestra que los hogares siguen teniendo una evaluación negativa de la situación económica, la que se suma al importante incremento de la carga financiera, que ya alcanzó su nivel previo a la pandemia. Además, la evolución de los componentes del consumo se da en un contexto en que solo el quintil de mayores ingresos ha aumentado su nivel de consumo en los últimos meses, y son quienes usualmente consumen una mayor proporción de su ingreso en servicios (Recuadro I.3). Con todo, algunos indicadores en la punta —ventas de autos (ANAC), ventas mediante boleta electrónica y Transbank— dan señales de una menor caída del consumo para el segundo trimestre.

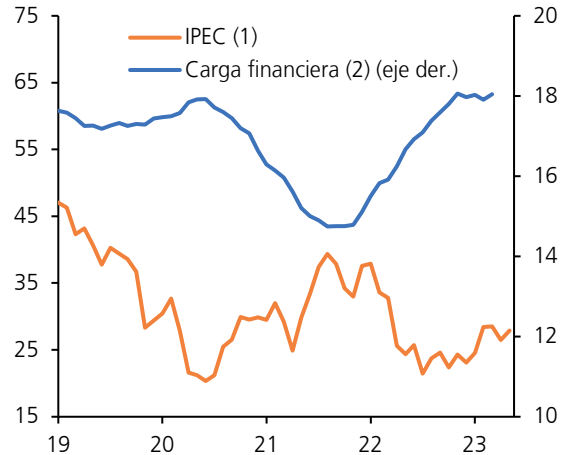


GRÁFICO I.12

Consumo privado por componentes
(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Percepción y carga financiera de los hogares
(índice; porcentaje de los ingresos mensuales, promedio móvil anual)



(1) Un valor por sobre (bajo) de 50 refleja optimismo (pesimismo). (2) Carga financiera del deudor mediano. Ingresos mensuales incluyen componente laboral (asalariados formales) y retiros previsionales prorrateados en seis meses desde recibido el pago. Fuentes: Banco Central de Chile, CMF y SUSESO.

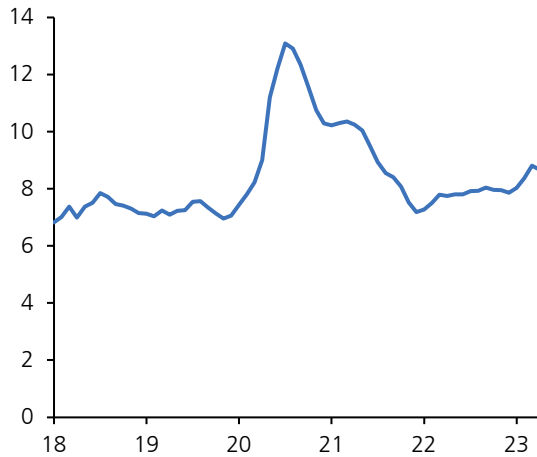
El mercado laboral muestra un menor dinamismo, acorde con la evolución del ciclo económico. La tasa de desempleo llegó a 8,7% en el trimestre móvil finalizado en abril. En el neto, la cantidad de ocupados no ha variado notoriamente desde finales de 2022. Sin embargo, se observa una recomposición hacia un incremento del empleo por cuenta propia (gráfico I.13). Los salarios reales han continuado recuperándose, pero se mantienen por debajo de su nivel previo al comienzo del ciclo inflacionario. Todo esto en un contexto de baja demanda por trabajadores según el Índice de Avisos Laborales de Internet (IALI) y de una evolución de la fuerza de trabajo que evidencia una recuperación paulatina de la oferta laboral. Lo anterior coincide con la percepción de un incremento en las holguras del mercado laboral por parte de las empresas, según lo reportado en el IPN de mayo. En cuanto a la dotación, las empresas volvieron a reportar niveles por debajo de lo habitual. Además, acorde al Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), son pesimistas respecto de la situación del empleo en el corto plazo.

La inversión mantiene un bajo desempeño (gráfico I.14). Durante el primer trimestre, descontada la estacionalidad, la formación bruta de capital fijo registró una caída de -0,9% respecto del periodo anterior. Esta baja se manifestó tanto en construcción y otras obras como en maquinaria y equipos, que tuvieron variaciones trimestrales de -0,2 y -1,9%, respectivamente. Lo anterior es coherente con la debilidad de la construcción, reflejada en los datos de actividad de las Cuentas Nacionales, el Indicador de la Actividad de la Construcción (Iacon) y la disminución de las importaciones de capital desde mediados de 2022. En cuanto a las percepciones, las empresas siguen evaluando negativamente el panorama económico (IMCE). De hecho, la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN) de mayo refleja una disminución en el porcentaje de empresas que contempla realizar inversiones durante este año, aunque, entre las que sí planean invertir, se evidencia una mayor certeza respecto de su ejecución.



GRÁFICO I.13

Tasa de desocupación
(porcentaje)



Fuente: INE.

Empleo por categoría ocupacional
(diferencia respecto a enero 2023)

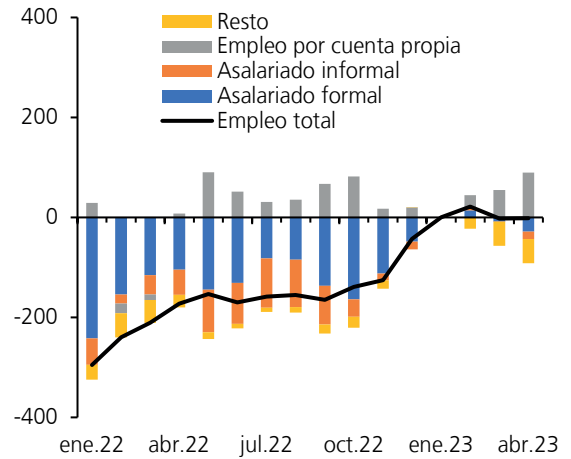
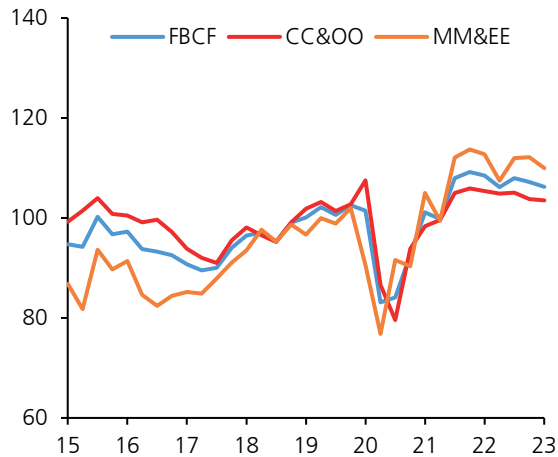
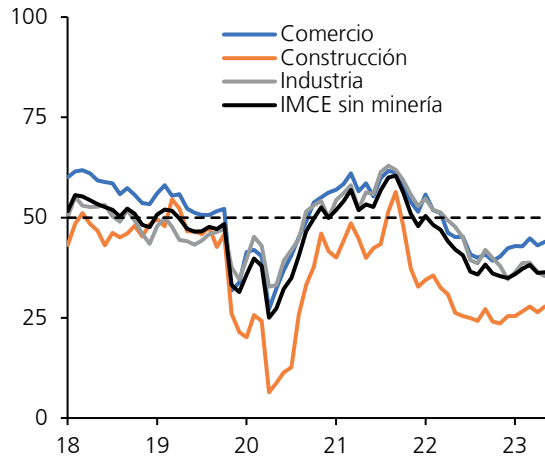


GRÁFICO I.14

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



IMCE (*)
(índice de difusión)



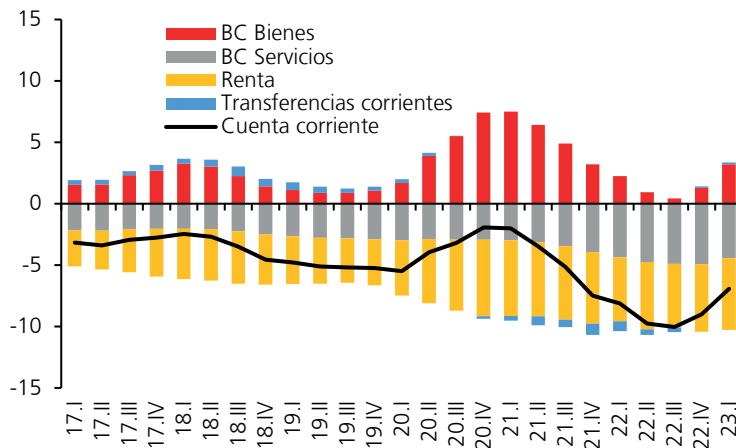
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Banco Central de Chile e ICARE/Universidad Adolfo Ibañez.



El consumo de gobierno tuvo un aumento significativo durante el primer trimestre. Según los datos de Cuentas Nacionales, descontada la estacionalidad, esta parte del gasto creció 5,4% en comparación trimestral. De acuerdo con los datos del [Informe de Finanzas Públicas \(IFP\) del primer trimestre](#), esto se asocia a una ejecución presupuestaria por sobre el promedio de los últimos años, la que en parte estaría relacionada a una mayor prestación de servicios de educación y salud durante el trimestre. El escenario central de este IPoM sigue contemplando un gasto fiscal en línea con lo señalado en el citado Informe, que mantuvo el gasto fiscal contemplado para el 2023 en 25,0% del PIB.

En el primer trimestre, el déficit de la cuenta corriente descendió más que lo previsto (gráfico I.15). Acumulado anualmente, este se redujo hasta 6,9% del PIB en ese período (-9,0% en el trimestre previo). La mejora del saldo de la balanza comercial de bienes fue clave en esta baja, principalmente a través de mayores precios de algunos productos exportados y la menor importación de bienes que ha acompañado el ajuste del consumo de los hogares. La evolución de este último ha tenido como contrapartida un repunte del ahorro privado, que ha permitido el restablecimiento paulatino del balance ahorro-inversión. El ahorro de gobierno continúa alto, aunque descendió desde los niveles alcanzados en 2022. En parte, esto responde a los ingresos asociados a las rentas de propiedad por la explotación del litio, que, según el IFP del primer trimestre, se mantendrían altos en lo que queda del año.

GRÁFICO I.15 CUENTA CORRIENTE: INCIDENCIAS POR COMPONENTE
(porcentaje del PIB, suma móvil anual)



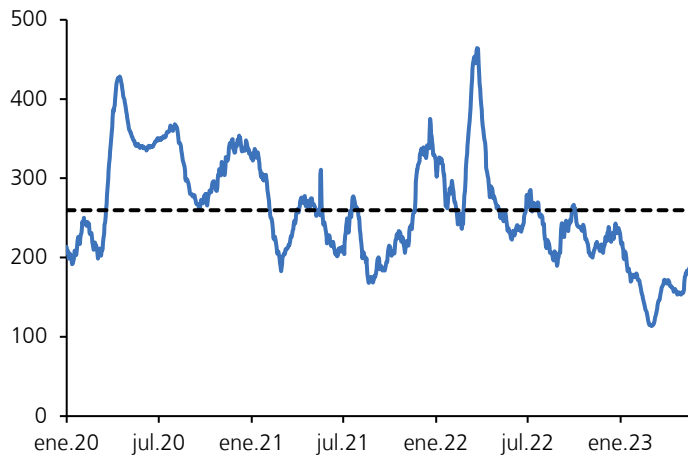
Fuente: Banco Central de Chile.

El mercado financiero local se ha acoplado a las tendencias globales y al anuncio de acumulación de reservas del BCCh, aunque con movimientos más acotados que sus pares internacionales (gráfico I.5).

Ello se ha dado en un escenario en que la incertidumbre local ha retrocedido respecto de lo observado hace un año (gráfico I.16). En este contexto, el tipo de cambio se ubica en niveles del orden de \$800 por dólar, con lo que acumula una caída cercana a 25% respecto de sus máximos de 2022. Considerando el promedio de 10 días hábiles previos al cierre de este IPoM, las tasas de corto plazo se encuentran en niveles algo menores a los del cierre de marzo, en línea con los ajustes macroeconómicos locales. A su vez, las tasas de largo plazo exhibieron alzas acotadas y el IPSA mostró ganancias cercanas a 8% desde entonces.



GRÁFICO I.16 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA (DEPUC) (*)
(índice)

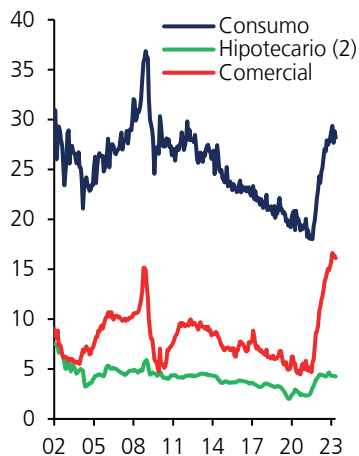


(*) Línea horizontal segmentada corresponde al promedio del índice entre 2020 y 2023.
Fuente: Banco Central de Chile.

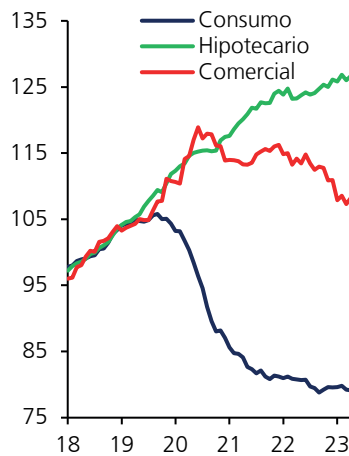
Las condiciones financieras continúan restrictivas (gráfico I.17). La [Encuesta sobre Créditos Bancarios del primer trimestre de 2023](#) da cuenta de que la oferta de crédito continúa restrictiva para hogares y empresas. Esto es coherente con el estrechamiento en las condiciones de otorgamiento de crédito que reportaron las empresas en el IPN de mayo. Las tasas anuales en pesos de las colocaciones de consumo y comerciales continúan altas. En mayo, promediaron 28,2 y 16,1%, respectivamente; valor que llegó a 4,2% para las tasas hipotecarias reajustables en UF. El stock de colocaciones reales sigue bajo en las tres carteras, en línea con el ciclo económico. Además, los flujos reales de colocaciones bancarias se han reducido en lo que va del año. Todo esto sucede en un escenario en el que el riesgo de crédito ha continuado aumentando, lo que se refleja en la notoria tendencia al alza de las tasas de impago de hogares y empresas, y en el incremento de las provisiones bancarias (ver [Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre 2023](#)).

GRÁFICO I.17

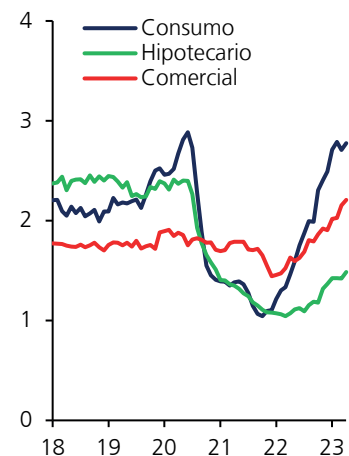
Tasas de interés (1)
(porcentaje)



Stock de colocaciones reales (3)
(índice 2018 = 100)



Morosidad (4)
(porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes en la Región Metropolitana. (2) Corresponden a colocaciones en UF. (3) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2018. (4) Indicador de morosidad de 90 días o más, en base a estados financieros consolidados localmente.

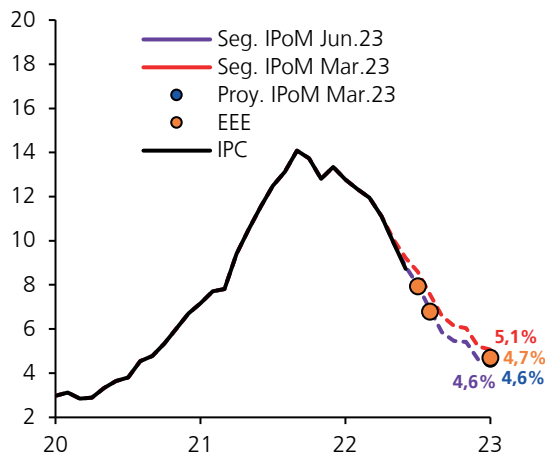
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



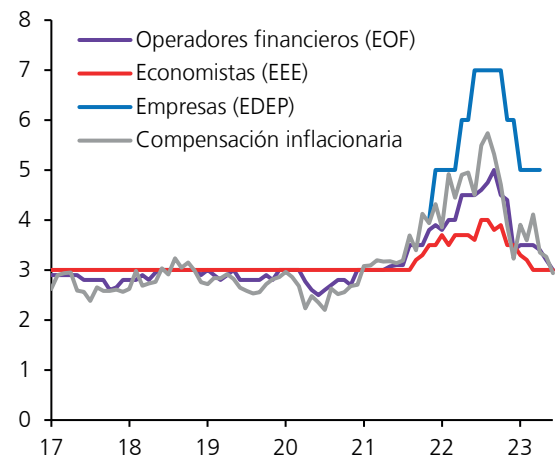
Las expectativas de inflación han continuado descendiendo y se acercan a 3% a dos años plazo (gráfico I.18). Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la RPM de junio, los especialistas esperan que la inflación en el horizonte de dos años se ubique en 3,0% (3,0 y 3,5% previo al IPoM de marzo, respectivamente). Además, la EEE también sitúa la inflación del IPC sin volátiles en 3,0% en el mismo período. En tanto, de las compensaciones inflacionarias se desprenden expectativas de inflación a dos y cinco años en 2,9 y 3,1%, respectivamente^{1/}. Por su parte, según la EDEP, las empresas mantienen sus expectativas por sobre el resto de los agentes (5,0% a dos años), lo que es habitual y acorde a lo documentado en otras economías (ver [Recuadro I.5 del IPoM de marzo 2023](#)). Para lo que queda del 2023, los seguros reflejan un ajuste a la baja en la evolución esperada de la inflación y anticipan que su variación anual se ubique en 4,6% a diciembre, igual a lo proyectado en el IPoM de marzo y cercano a lo que esperan los encuestados de la EEE (4,7%).

GRÁFICO I.18

Inflación anual efectiva y esperada (1)
(variación anual, porcentaje)



Expectativas de inflación a dos años (2) (3) (4)
(variación anual, porcentaje)



(1) Los seguros consideran los precios promedio de 10 días al cierre estadístico de cada IPoM (IPoM de marzo: 29 de marzo; IPoM de junio: 13 de junio). (2) Para las encuestas se muestran las medianas de las respuestas. (3) 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 junio 2023. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (4) La compensación inflacionaria considera el promedio de los precios de los últimos 10 días de cada mes. Para junio 2023 toma en cuenta el promedio de los últimos 10 días al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de crecimiento reflejan mejores perspectivas para el corto plazo y algo peores para el mediano plazo. La mediana de las respuestas de la EEE de junio prevé un crecimiento de -0,5% para 2023. Para 2024, se ubica en 2,0% (-0,8% y 2,1% en la versión de marzo, respectivamente). Las proyecciones incluidas en el Consensus Forecasts de mayo muestran un panorama similar, con un crecimiento de -0,3 y 2,0% para este año y el siguiente.

Al cierre estadístico del IPoM, las trayectorias esperadas de la tasa de política monetaria (TPM) anticipaban que la primera baja ocurriría en la RPM de julio (tabla I.1). La EEE, la EOF y las expectativas implícitas en las tasas swap promedio cámara (SPC) anticipaban una trayectoria muy similar para lo que queda del año y coincidían en que la TPM descendería 50pb en la RPM de julio. Los tres indicadores adelantaban que durante la segunda mitad del 2023 la tasa tendría bajas consecutivas que la ubicarían en torno a 8,25 y 8,5% a diciembre y entre 3,75 y 4,5% al final del horizonte de política monetaria.

^{1/} 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.



TABLA I.1 EXPECTATIVAS DE LA TPM
(porcentaje)

	Jun.23	Jul.23	Sep.23	Oct.23	Dic.23	Jun.25
Curva Swap (*)	11,25	10,75	10	9,25	8,25	3,75
EEE marzo	11,25	10,75	-	9,25	8,5	4,5
EOF pre RPM marzo	11,25	10,75	10	9,25	8,25	4,5

(*) Utiliza el promedio de los precios de los últimos 10 días al cierre estadístico de este IPoM.
Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.1:

Evolución y perspectivas del crédito bancario en las economías desarrolladas

Las condiciones financieras para las empresas se mantienen estrechas en las economías desarrolladas como consecuencia de las elevadas tasas de interés. Así, en los últimos meses, el crédito a empresas ha disminuido. Al mismo tiempo, sus fundamentos e indicadores líderes sugieren que estas caídas se intensificarán. Esta dinámica anticipa un débil desempeño de la inversión y la actividad en las economías desarrolladas, siendo este uno de los argumentos que justifica el bajo dinamismo que se prevé para ellas en el escenario central de este IPoM. Además, la resiliencia del mercado laboral y el consumo en algunas economías desarrolladas, entre las que destaca EE.UU., mantiene vigente la posibilidad de que los bancos centrales deban adoptar una política monetaria más restrictiva y, junto con ello, es esperable que las condiciones financieras sigan haciéndose más restrictivas.

En EE.UU. las condiciones de financiamiento para las empresas se mantienen estrechas. Esto, pese a que la respuesta de las autoridades, incluyendo acuerdos alcanzados con otros bancos privados para enfrentar las fragilidades de otras entidades bancarias, parece haber calmado las tensiones más álgidas en los mercados financieros. De hecho, las colocaciones bancarias a empresas se han contraído desde la quiebra del Silicon Valley Bank. Si bien el financiamiento de la banca para las empresas es menos relevante en EE.UU. respecto de otras economías desarrolladas, la importancia de este tipo de crédito aumenta considerablemente para empresas pequeñas y medianas, que representan cerca del 50% del empleo privado de dicho país. A su vez, las tasas de bonos corporativos, fuente de financiamiento más relevante para empresas grandes, se han mantenido en niveles elevados por casi un año, los que no se observaban de manera sostenida desde la crisis financiera global. Lo anterior se ha dado a pesar de que los *spreads* corporativos no han llegado a valores tan altos como los registrados en otros episodios de estrés financiero (gráfico I.19).

La evolución del crédito bancario depende de distintos factores, como la actividad económica, la política monetaria, la percepción de riesgos por parte de los bancos y la regulación bancaria^{1/}. Durante el último año, todos estos factores se han movido en la dirección de anticipar que las caídas en el crédito bancario a empresas se intensificarán. Las recientes encuestas de crédito bancario en EE.UU. y la Eurozona anticipan que el crédito corporativo seguirá cayendo tanto por factores de demanda como de oferta. Estos se asocian a una política monetaria restrictiva y a una mayor percepción de riesgo por parte de los bancos. Ello anticipa un débil desempeño de la inversión y, consecuentemente, de la actividad económica en estas economías (gráfico I.20).

En contraste, el consumo y el mercado laboral han mostrado mayor resiliencia en varias economías, entre las que sobresale nuevamente EE.UU. Distintos factores explicarían este comportamiento, destacando la mejora en la posición financiera de los hogares durante la pandemia. Esto podría requerir de tasas de interés reales mayores para asegurar la convergencia inflacionaria y, por lo tanto, un deterioro mayor de las condiciones financieras para las empresas, lo que afectará más negativamente la inversión y el crecimiento. Este IPoM considera un escenario de sensibilidad en el que los bancos centrales de economías desarrolladas deben aumentar sus tasas de política monetaria por encima de lo que espera el mercado y la trayectoria que ellos mismos han transmitido como más probable. La respuesta de política monetaria por parte del Banco Central de Chile a dicho escenario alternativo está contenida dentro del corredor de TPM de este IPoM.

Episodios de nuevas turbulencias financieras no son descartables y su materialización tendrán un impacto aun mayor en las condiciones financieras a empresas y la actividad en economías desarrolladas. Si bien se ha percibido mayor calma financiera en los últimos meses, las vulnerabilidades del sistema financiero global se mantendrán vigentes en la medida que las tasas de interés permanezcan elevadas o tengan que aumentar más ante la persistencia de las altas inflaciones subyacentes. Así, los precios de las acciones de varios bancos regionales de EE.UU. han permanecido en niveles entre 40 a 50% menores respecto de principios de año, mientras

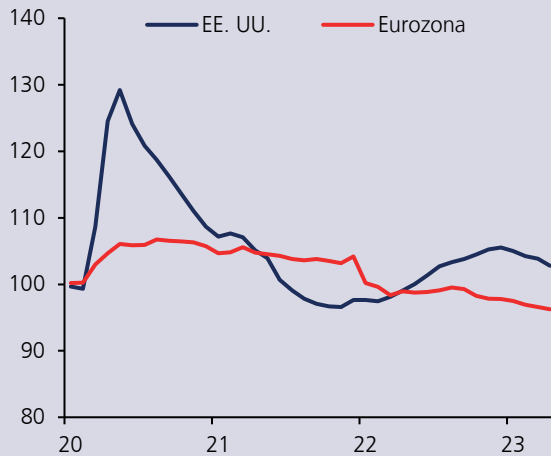
^{1/} [Balke et al. \(2021\)](#).



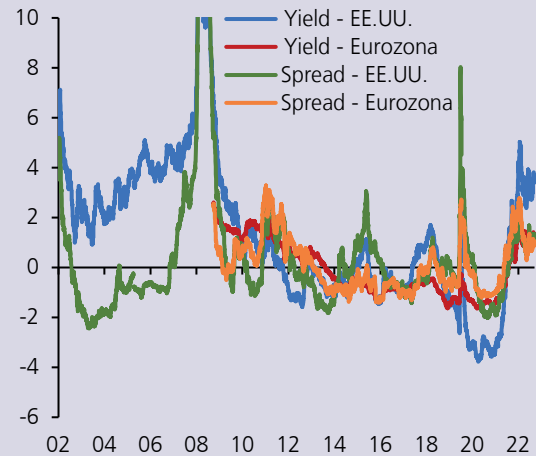
que las tasas de sus bonos se mantienen en niveles elevados en perspectiva histórica, lo que refleja que los riesgos asociados a estos siguen presentes (gráfico I.20). A su vez, persisten otras vulnerabilidades y riesgos de estabilidad financiera a nivel global cuya concreción no puede descartarse dado el contexto actual de retiro de liquidez y tasas altas^{2/}.

GRÁFICO I.19

Stock de crédito bancario real a empresas no financieras
(índice, dic.19=100)



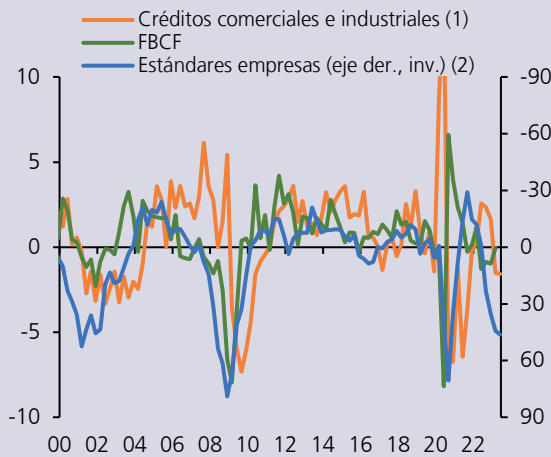
Yields y spreads corporativos (*)
(desviaciones estándar)



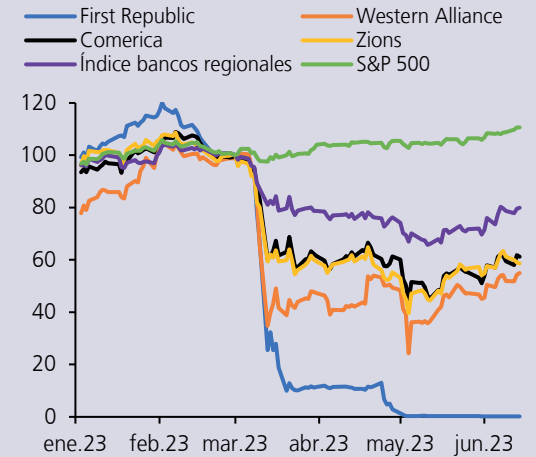
(*) Desviación estándar respecto de su promedio para el período 2010-2019.
Fuentes: Bancos centrales de cada país, Bank of America y Bloomberg.

GRÁFICO I.20

Crédito, estándares de crédito e inversión en EE.UU.
(variación trimestral, porcentaje; índice de difusión)



Precios de acciones de bancos regionales de EE.UU.
(índice, 1.mar.23=100)



(1) Créditos reales, deflactados por IPC. Datos de créditos semanales, 2T23 corresponde al promedio de los datos hasta el 2 de junio. (2) Corresponde al promedio entre estándares de créditos comerciales e industriales a empresas grandes y medianas, y pequeñas.
Fuentes: SLOOS Fed y Bloomberg.

^{2/} Ver [Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre 2023](#).



RECUADRO I.2:

Rigideces nominales y normalización de la inflación

Caracterizar las decisiones de precios de las empresas es relevante para entender la dinámica de la inflación, pues estas entregan información respecto de las presiones de costos, demanda y cambios que ocurren en los mercados. Desde hace años que el Banco Central realiza esfuerzos en este ámbito, con el Informe de Percepciones de Negocios. Recientemente se ha sumado la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios. En este recuadro se suman nuevos antecedentes basados en la información de microdatos de la que se dispone.

En particular, el recuadro revisa cómo se han comportado las decisiones de precios de las empresas en dos ámbitos: (1) la frecuencia con que ajustan sus precios, denominado el margen extensivo; y (2) la magnitud del ajuste, denominado el margen intensivo. Caracterizar empíricamente la evolución de estos márgenes permite informar sobre la forma en que las empresas reaccionan ante cambios en las condiciones de mercado. En un entorno económico de inflación por sobre lo habitual, las empresas podrían estar modificando la frecuencia y/o la magnitud de sus cambios de precios. Hacer esta diferenciación es útil para la conducción de la política monetaria, ya que sirve como insumo adicional para definir las reglas de ajuste de precios utilizadas en los modelos macroeconómicos empleados por el BCCh en sus análisis y proyecciones.

Frecuencia y magnitud de ajuste de precios

[González y Rojas \(2023\)](#) estudian el comportamiento de estos márgenes de ajuste para el período febrero 2018 a mayo 2023^{1/}. Documentan que la frecuencia mensual de ajustes positivos de precios aumentó de forma relevante desde el inicio de la pandemia y que alcanzó sus niveles máximos durante 2022. A partir de septiembre de ese año, dicha frecuencia ha mostrado reducciones significativas, aunque todavía se mantiene algo por sobre los niveles observados durante el bienio 2018-2019. En cambio, la frecuencia de ajustes negativos de precios se mantuvo estable durante gran parte del período y comenzó a aumentar de forma notoria y continua a partir de febrero de este año (gráfico I.21).

Margen extensivo e intensivo

La magnitud de los ajustes, tanto al alza como a la baja, presenta un comportamiento sumamente estable a lo largo del período. De hecho, al descomponer en puntos porcentuales la variación de la inflación respecto de su promedio, se encuentra que su aumento reciente se debe principalmente a que las empresas han hecho aumentos más frecuentes de precios, pero de magnitud similar a los habituales (gráfico I.22). Así, en los últimos meses, la reducción en la frecuencia de ajustes de precios ha sido el principal factor detrás de la disminución en las variaciones mensuales de la inflación.

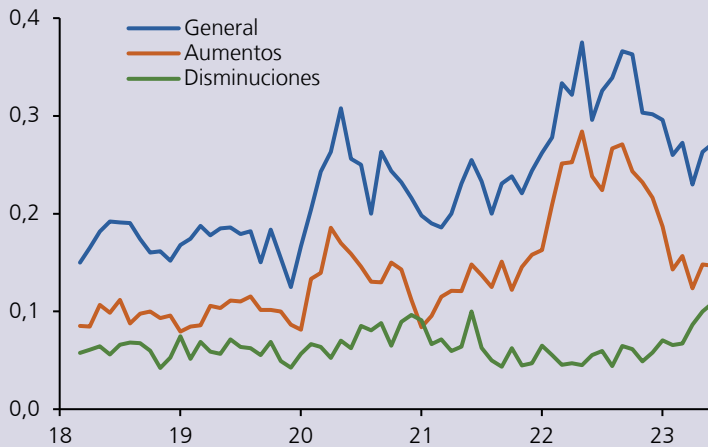
Conclusiones

El margen extensivo de fijación de precios —la frecuencia con la que las empresas cambian sus precios— explica el grueso de la dinámica inflacionaria del IPC, en el período de alta inflación que comenzó a mediados de 2021. Es decir, las empresas se adaptaron a las nuevas condiciones del mercado fundamentalmente mediante una reducción en la rigidez de sus precios. La reversión de este fenómeno en lo más reciente —la caída en la frecuencia de ajustes al alza y el aumento de las bajas de precios—, aporta evidencia adicional respecto de la normalización del comportamiento de las decisiones de precios a nivel de empresas. Junto con la evolución favorable de las expectativas de inflación de distintos agentes económicos en los últimos meses (Capítulo I), estos antecedentes son coherentes con el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 3%.

^{1/} Se utiliza información de transacciones a nivel de producto, efectuadas por medio de facturas electrónicas provistas por el Servicio de Impuestos Internos, para productos que representan poco más del 50% de la canasta IPC. Este 50% se desglosa en 42 puntos porcentuales asociados a bienes y 8 puntos porcentuales asociados a servicios. En la canasta del IPC total, esta apertura es de 52% para bienes y 42% para servicios. Para más detalle sobre los servicios incluidos en este cálculo, ver [González y Rojas \(2023\)](#).



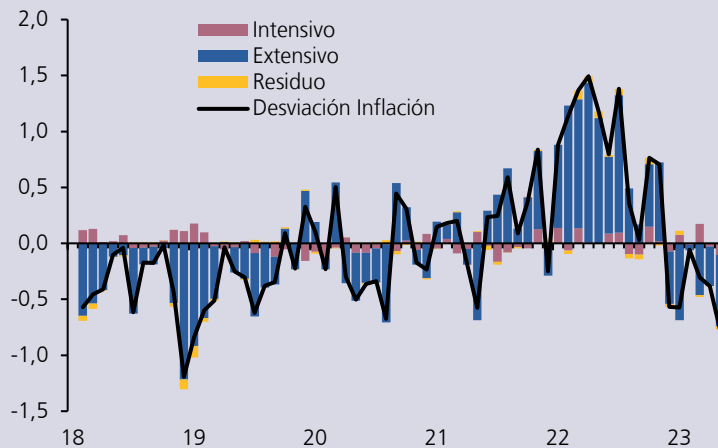
GRÁFICO I.21 FRECUENCIA DE CAMBIOS DE PRECIOS (*)
(proporción)



(*) La línea azul corresponde a la mediana de la proporción de productos de una firma que cambian precios en un mes. La línea roja a la mediana de la proporción de productos de una firma que ven subir sus precios en un mes. La línea verde a la mediana de la proporción de productos de una firma que ven bajar sus precios en un mes.

Fuente: [González y Rojas \(2023\)](#).

GRÁFICO I.22 MARGEN INTENSIVO Y EXTENSIVO
(porcentaje)



(*) La línea negra describe la diferencia en puntos porcentuales entre la inflación observada y el promedio durante el período febrero 2018 – mayo 2023. Las columnas azules corresponden a los puntos porcentuales de esa diferencia que son explicados por los cambios en la frecuencia de ajuste de precios. Las columnas rojas a los puntos porcentuales explicados por los cambios en la magnitud de ajuste de precios para aquellos productos que cambian precios. Las columnas amarillas son el residuo de la aproximación descrita en [González y Rojas \(2023\)](#).

Fuente: [González y Rojas \(2023\)](#).

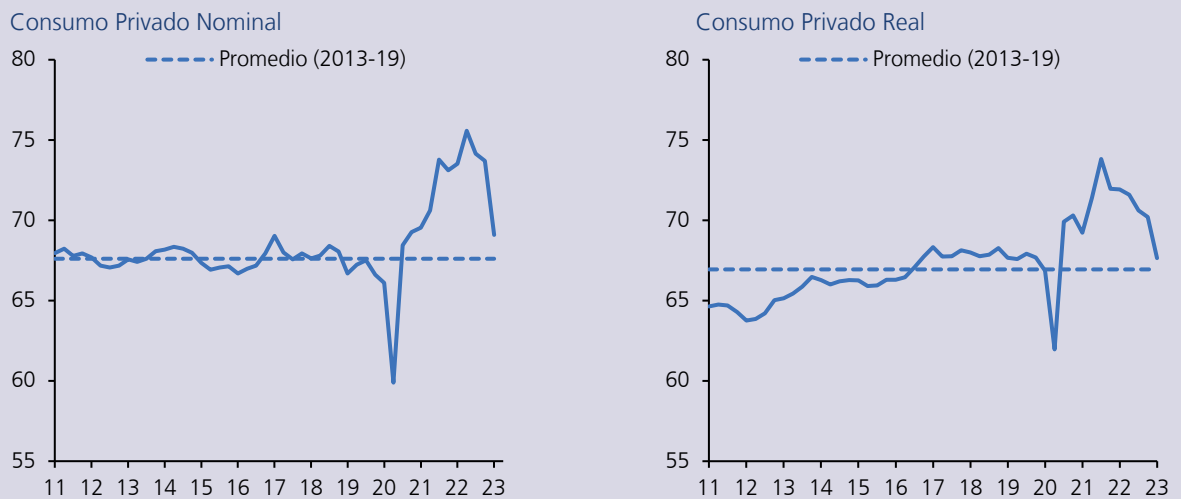


RECUADRO I.3:

Evolución reciente del consumo privado

En los últimos años el consumo privado ha mostrado un comportamiento alejado de sus patrones históricos. En 2021, tuvo un significativo aumento en respuesta a las medidas de liquidez implementadas durante la pandemia. A partir de 2022, su participación en el gasto agregado ha experimentado una caída de la mano de la disminución de la liquidez recibida por los hogares y una política monetaria restrictiva, acercándose en lo más reciente a sus niveles de tendencia. A inicios de 2023, tuvo una caída que superó lo previsto, la que se interpreta como un adelanto de la baja prevista hacia niveles coherentes con su tendencia habitual (gráfico I.23).

GRÁFICO I.23 CONSUMO PRIVADO NOMINAL Y REAL
(% del PIB no minero, trimestral, serie desestacionalizada)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este recuadro amplía la revisión sobre la evolución reciente del consumo privado, considerando dos dimensiones de heterogeneidad: tipo de producto consumido y quintil de ingreso del hogar consumidor. Para el análisis se utilizan principalmente dos fuentes de datos: 1) información de Transbank sobre transacciones en establecimientos comerciales utilizando tarjetas de crédito y débito; y 2) información de la [encuesta CASEN](#) sobre ingreso medio de los hogares. El análisis se realiza a nivel comunal. La cobertura del consumo basada en compras con tarjetas de crédito y débito es mayormente representativa de las partidas de consumo habitual —no durable— y de gasto en servicios que excluyen educación y salud ^{1/}.

Los datos dan cuenta de que, tras el estallido social, la caída del consumo fue algo más intensa en el sector de servicios que en el de bienes (gráfico I.24, panel b). El inicio de la pandemia presionó fuertemente a la baja el consumo de servicios, altamente dependiente de la movilidad y del contacto personal. De hecho, esto provocó un cambio del orden de 10 puntos porcentuales en la participación de bienes y servicios dentro del consumo

^{1/} Para el análisis a nivel de quintil de ingreso comunal solo se consideran transacciones presenciales. Mas detalles sobre los datos y metodologías empleadas para el análisis de este recuadro, incluyendo fuentes, cobertura, representatividad y filtros estadísticos aplicados para minimizar sesgos en el análisis, se describen en [García et al. \(2023\)](#).



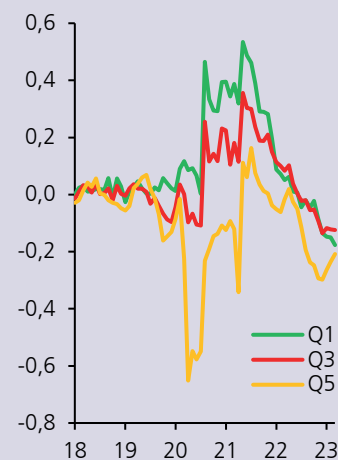
privado (gráfico I.24, panel c). A nivel de quintiles, la mayor caída se dio en el de ingresos más altos —quintil 5—, que es el mayor consumidor de servicios^{2/} (gráfico I.24, panel a). La fuerte inyección de liquidez que provino de los retiros de ahorros previsionales y de las transferencias fiscales provocó un alza importante del consumo en los quintiles de menores ingresos, llevando el gasto a niveles muy por sobre su tendencia. El mayor gasto se concentró principalmente en bienes, menos afectados por las restricciones sanitarias y con mayor participación en la canasta habitual de hogares de menores ingresos. A medida que se fueron liberando estas restricciones, el sector servicios fue recuperándose, a la vez que el consumo de bienes se mantenía en niveles elevados.

El agotamiento de la liquidez, una política monetaria restrictiva y la normalización de los apoyos fiscales a los hogares llevaron a una caída del consumo de los hogares de menos ingresos, y en particular del consumo de bienes, que solo hacia la segunda mitad de 2022 ha vuelto a niveles cercanos a los de su tendencia. En lo más reciente, el consumo del quintil de menos ingreso continúa mostrando una tendencia negativa. A su vez, el consumo de los quintiles de ingresos medios y más altos se ha estabilizado o incluso ha comenzado a retornar hacia sus niveles de tendencia.

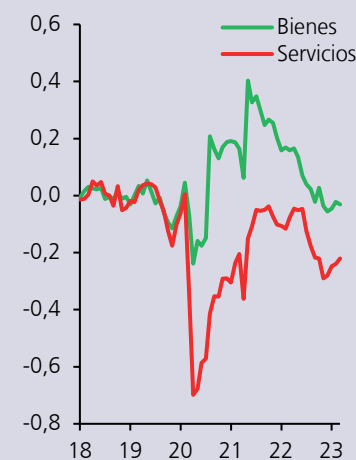
Desde principios de 2020 el consumo de servicios ha estado persistentemente por debajo de su tendencia, lo que se ha reflejado en una participación en la canasta de consumo por debajo de valores pre-pandemia (gráfico I.24, panel c). En los últimos meses esto se está revirtiendo, producto de la rotación del consumo desde bienes hacia servicios. Esto, además, es coherente con la recuperación parcial del consumo del quintil de mayores ingresos.

GRÁFICO I.24 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO (*)

(a) Evolución del consumo por quintil (desviación logarítmica respecto del crecimiento)



(b) Evolución del consumo por sector (desviación logarítmica respecto del crecimiento)



(c) Cambios en participación en la canasta de consumo (puntos porcentuales)



(*) Paneles (a) y (b) muestran la evolución del (log)nivel de los respectivos consumos descontados del crecimiento promedio entre 2015-Sept 2019. La descomposición por quintiles solo considera compras presenciales. El panel (c) muestra el cambio en la participación en la canasta de consumo de los sectores de bienes y servicios en puntos porcentuales.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} La relación sistemática entre el nivel de ingreso y la canasta de consumo de los hogares chilenos muestra que, a medida que el nivel de ingreso aumenta, la fracción del gasto dedicada al consumo de servicios crece (ver [Romero \(2022\)](#) y [García et al. \(2023\)](#)).



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En línea con lo esperado, la inflación ha continuado reduciéndose a medida que la economía ha ido avanzando en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años. Las cifras de actividad y demanda interna del primer trimestre también estuvieron en línea con las proyecciones del IPoM de marzo. Sin embargo, el consumo privado se contrajo más de lo anticipado, y sus perspectivas continúan apuntando a un ajuste hacia adelante. Por su parte, la inversión seguirá mostrando un bajo desempeño. Así, la actividad crecerá entre $-0,5$ y $0,25\%$ este año y entre $1,25$ y $2,25\%$ el próximo. En 2025 lo hará entre 2 y 3% . El impulso externo que recibirá la economía chilena se mantendrá acotado, en línea con condiciones financieras que permanecerán estrechas, perspectivas para el crecimiento de socios comerciales que siguen débiles y términos de intercambio algo menores. La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido contractiva por varios trimestres, lo que ha contribuido de forma relevante a la baja de la inflación. Si bien los riesgos en torno a esta persisten, se han ido equilibrando. El Consejo estima que la evolución más reciente de la economía apunta en la dirección requerida. De mantenerse estas tendencias, la TPM iniciará un proceso de reducción en el corto plazo. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación. 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.

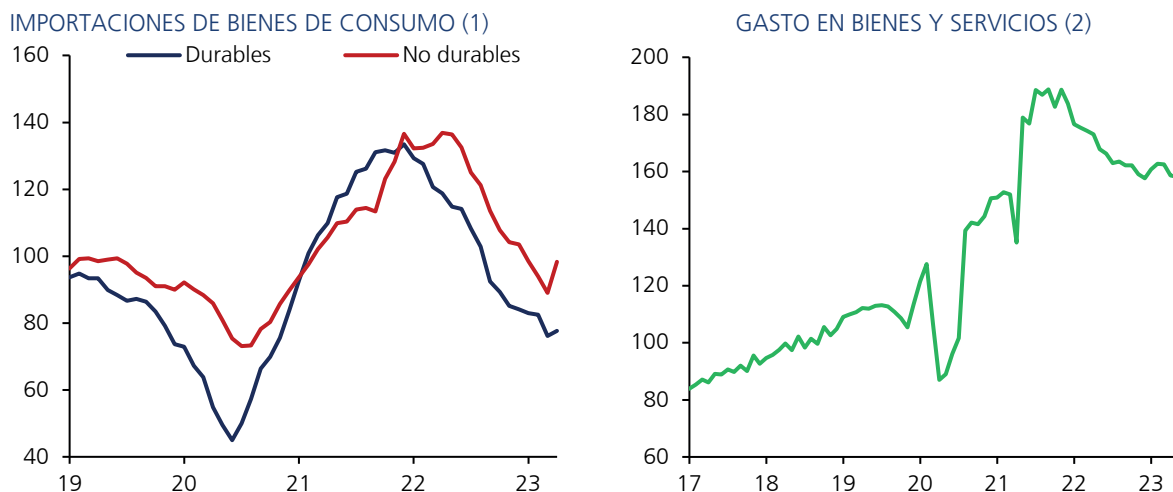
PROYECCIONES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

La actividad y la demanda han evolucionado en línea con lo planteado en marzo, aunque destaca la **mayor debilidad del consumo privado**. La contracción que tuvo este componente del gasto en el primer trimestre —de $2,5\%$ respecto al trimestre previo, descontada la estacionalidad— fue mayor que la prevista, explicada principalmente por el componente durable. La información disponible para el segundo trimestre, que incluye datos de alta frecuencia como importaciones de consumo, boleta electrónica y compras de Transbank, entre otros, sugiere que dicha caída se ha moderado (gráfico II.1).

Hacia adelante, el escenario central contempla un ajuste adicional del consumo, que será acotado, en línea con sus fundamentos. Se prevé que el mercado laboral continúe comportándose acorde con la evolución del ciclo económico, lo que considera el aumento de la participación laboral, el deterioro que han mostrado las perspectivas de contratación de las empresas (IALI) y la recomposición de la ocupación hacia empleos por cuenta propia y asalariados informales (INE). La proyección también incorpora el pesimismo que mantienen los consumidores (IPEC), el incremento de la carga financiera ([Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre 2023](#)) y condiciones de financiamiento más estrictas ([Encuesta de Crédito Bancario, primer trimestre 2023](#)). De este modo, el consumo privado mostrará una variación de $-4,9\%$ este año ($-3,8\%$ en marzo). Esto se traduce en una menor base de comparación, que mejora levemente la proyección para el próximo año (hasta $1,5\%$; $0,9\%$ en marzo). Para 2025, la proyección no tiene cambios relevantes: $+1,8\%$ ($+1,9\%$ en marzo) (tabla II.1).



GRÁFICO II.1 CONSUMO PRIVADO: INDICADORES DE ALTA FRECUENCIA
(índice 2018=100, series reales desestacionalizadas)



(1) Promedios móviles trimestrales. Desestacionalizado utilizando modelos X13-ARIMA.

(2) Ventas a residentes. Sujetas a revisión.

Fuentes: Banco Central de Chile y Transbank.

TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	2,4	-0,5 / 0,25	1,25 / 2,25	2,0 / 3,0
Ingreso nacional	1,5	1,1	1,5	2,4
Demanda interna	2,3	-4,2	1,0	2,0
Demanda interna (sin var. de exist.)	3,0	-3,3	0,8	1,9
Formación bruta de capital fijo	2,8	-3,0	-1,0	2,2
Consumo total	3,1	-3,4	1,4	1,8
Consumo privado	2,9	-4,9	1,5	1,8
Exportaciones de bienes y servicios	1,4	2,4	4,4	2,5
Importaciones de bienes y servicios	0,9	-8,3	2,2	0,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-9,0	-3,7	-4,0	-3,9
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	16,4	19,1	18,7	19,2
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,4	22,8	22,7	23,1
FBCF (% del PIB nominal)	24,8	23,0	23,0	23,2
FBCF (% del PIB real)	23,6	22,9	22,3	22,2
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-27.102	-13.000	-14.200	-14.600
Balanza comercial	3.807	13.300	10.900	9.100
Exportaciones	98.548	97.800	100.600	102.300
Importaciones	94.741	84.500	89.700	93.200
Servicios	-14.824	-10.100	-8.900	-9.100
Renta	-16.520	-16.600	-16.700	-15.100
Transferencias corrientes	434	400	500	500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

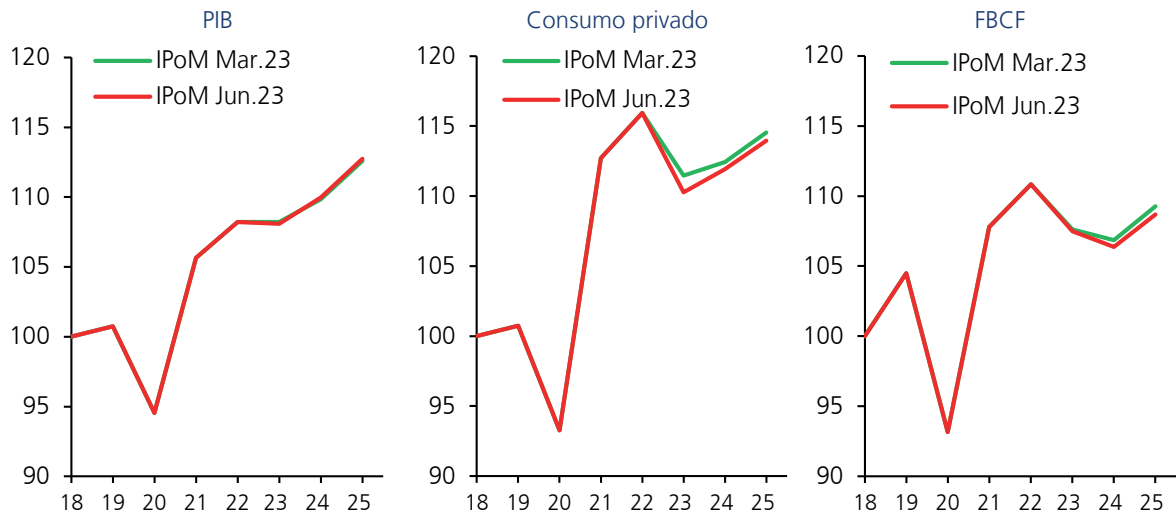


Los determinantes de la inversión apuntan a que su debilidad se mantendrá hacia adelante, en especial en la construcción. Las expectativas de los empresarios (IMCE) continúan en terreno pesimista y los catastros de proyectos de inversión disponibles siguen mostrando bajos niveles para los próximos años. Esto, en medio de condiciones crediticias que continúan restrictivas y niveles de incertidumbre global aún importantes. De todos modos, las proyecciones para 2023 (-3%) y 2024 (-1%) no distan mucho de lo previsto en marzo (-2,9 y -0,7%, respectivamente) (tabla II.1).

En el agregado, la proyección para la actividad de este y los próximos dos años no tiene mayores cambios respecto de marzo. Para este año, se prevé un crecimiento levemente inferior, lo que está ligado con el desempeño del sector minero. A inicios de año el sector mostró un resultado menor que lo previsto, a causa de trabajos de mantenimiento y dificultades operacionales. A esto se agregan los recortes en los planes de producción de algunas faenas durante este año. La proyección para el PIB no minero tiene cambios marginales a lo largo del horizonte de proyección. De este modo, este año la variación anual del PIB se ubicará entre -0,5 y +0,25% (-0,5/0,5% en marzo). Para 2024 se espera un crecimiento de entre 1,25 y 2,25% (1 a 2% en marzo) y para 2025 se mantiene entre 2 y 3% (tabla II.1, gráficos II.2 y II.3).

El escenario central considera una trayectoria del gasto público acorde con lo señalado en el [Informe de Finanzas Públicas \(IFP\) del primer trimestre](#). El último IFP estima que en este año el gasto fiscal registrará un menor crecimiento real que el previsto a fines de 2022 (0,6% anual respecto de la ejecución de 2022; en comparación con 1,2% anual en el IFP anterior). Además, si bien el balance estructural tendría una posición menos deficitaria durante este y el próximo año, en 2025 se sigue estimando que se situará en -1,1% del PIB.

GRÁFICO II.2 ACTIVIDAD, CONSUMO PRIVADO Y FBCF (*)
(índice 2018 =100)

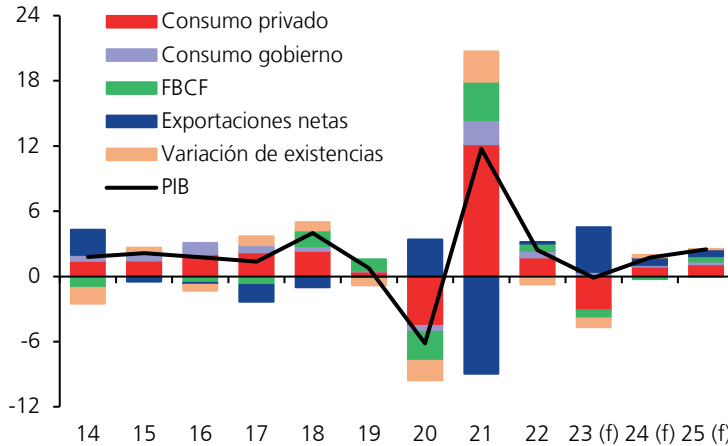


(*) Para 2023, 2024 y 2025 corresponden a las proyecciones contenidas en este IPoM. Las proyecciones para el PIB consideran el punto medio de los rangos proyectados.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.3 CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS DE COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA (*)
(variación anual, puntos porcentuales)



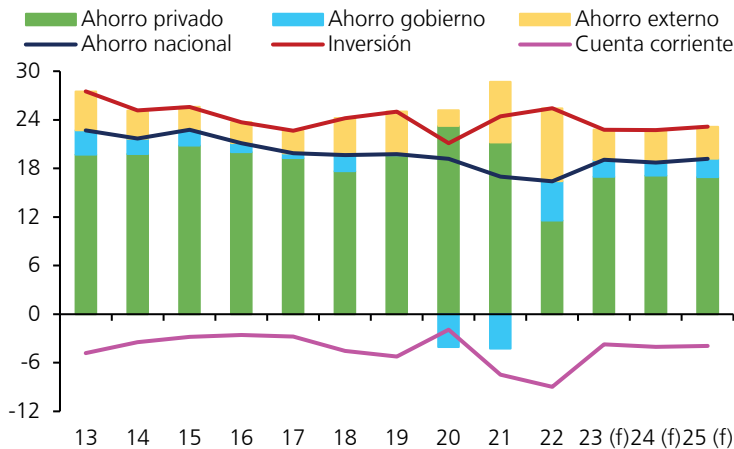
(*) Para 2023, 2024 y 2025, considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se proyecta que el déficit de la cuenta corriente finalizará este año algo por debajo de 4% del PIB. En ello será clave la recuperación del ahorro privado. Se prevé que este último alcance 17% del PIB en 2023, desde el 11,6% del PIB que acumuló en 2022, favorecido por el ajuste del consumo. El hecho de que la mayor parte del ajuste del gasto privado se enfoque en bienes del exterior contribuye a la disminución de las importaciones de bienes previstas para este año. Aunque en menor medida, las exportaciones también se revisan a la baja a la par de las menores perspectivas de producción minera. Con todo, la balanza comercial será superavitaria este y el próximo año. El escenario central considera que el déficit de la cuenta corriente se ubicará algo por debajo de 4% este año, para luego fluctuar en torno a ese valor en 2024 y 2025 (gráfico II.4).

GRÁFICO II.4 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.

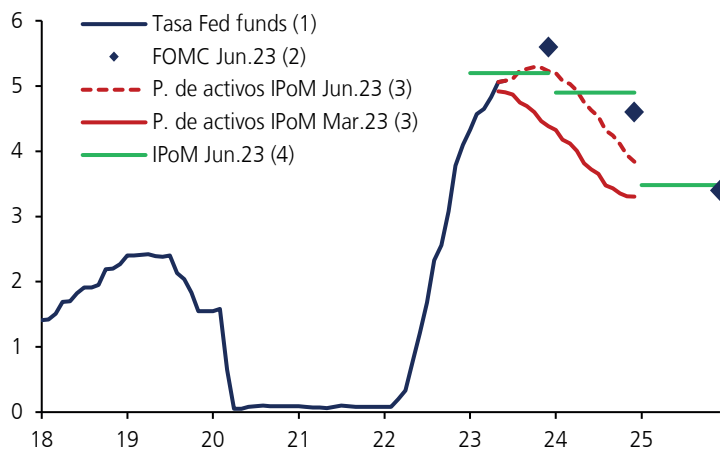
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El escenario internacional seguirá entregando un impulso acotado a la economía chilena. Las condiciones financieras externas permanecerán estrechas, en línea con la alta incertidumbre y los esfuerzos para controlar la inflación en las economías desarrolladas. La inflación ha retrocedido a nivel global favorecida por los precios no subyacentes, tanto de la energía como de los alimentos, mientras que los indicadores subyacentes persisten en niveles elevados. Esto ha ocurrido en medio de mercados laborales que se mantienen estrechos en los países desarrollados, lo que ha impulsado la inflación de servicios. En EE.UU. y la Eurozona, estos antecedentes han llevado a reforzar mensajes de una política monetaria que permanecerá contractiva por más tiempo (gráfico II.5).

GRÁFICO II.5 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED FUNDS
(puntos porcentuales)



(1) Tasa Fed *funds* efectiva. Para junio de 2023, considera valor *spot* al día 14.

(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.

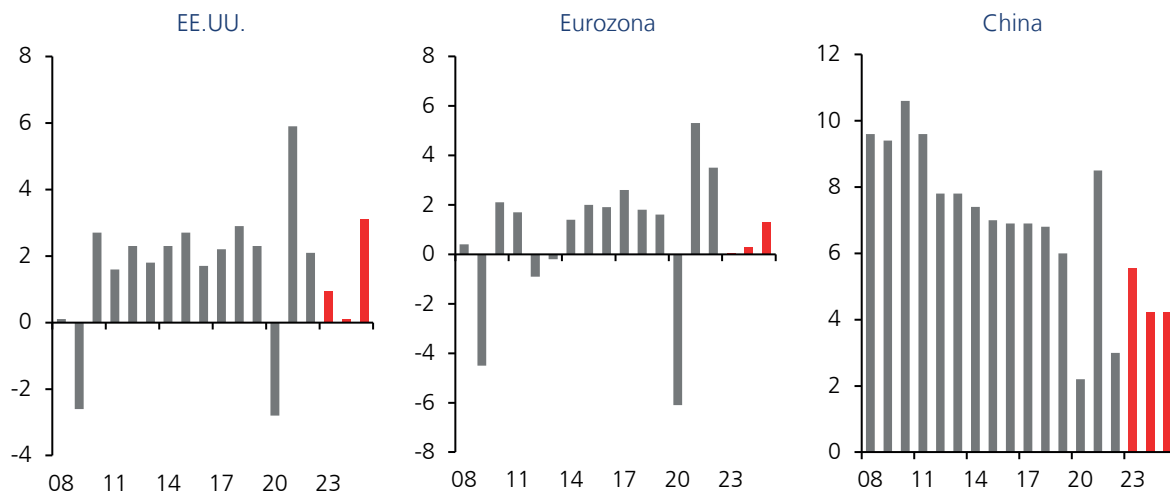
Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

Las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 y 2024 continúan débiles, explicadas por la estrechez de las condiciones financieras y niveles de incertidumbre que permanecen altos (gráfico II.6 y tabla II.2).

Si bien las cifras del primer trimestre resultaron por sobre lo previsto en algunas economías, especialmente en China, varios factores apuntan a que sería algo transitorio (Capítulo I). De hecho, el crédito bancario a empresas se ha restringido en EE.UU. y en la Eurozona, lo que sugiere un débil desempeño de la actividad y la inversión hacia adelante (Recuadro I.1). En América Latina, si bien los datos del primer trimestre resultaron por sobre lo esperado, el panorama se mantiene desfavorable. En ello se combina el deterioro de las condiciones financieras con factores de tensión en varias economías. En este contexto, se espera que a nivel global el gasto fiscal no sea una fuente de mayor impulso, dado el proceso de consolidación fiscal.



GRÁFICO II.6 CRECIMIENTO DE LOS SOCIOS COMERCIALES (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Barras rojas corresponden a la proyección del escenario central del IPoM de junio de 2023.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA II.2 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

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

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

(f) Proyección. (e) Estimación.

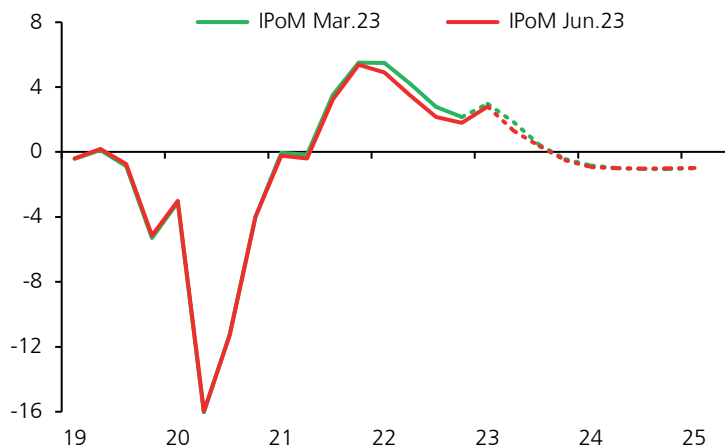
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.



BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

La brecha de actividad ha evolucionado en línea con lo previsto en marzo y la proyección no muestra grandes cambios. Así, se sigue contemplando una trayectoria descendente que la lleve a valores negativos durante la segunda mitad de este año (gráfico II.8). Los últimos antecedentes disponibles sugieren que la brecha de actividad retomó su proceso de cierre en los últimos meses, como se había anticipado en el IPoM de marzo. Una mirada más completa de las holguras de capacidad muestra que éstas se han ido cerrando desde hace un tiempo (Recuadro II.1). Los indicadores analizados dan cuenta de una menor tasa de rotación laboral neta, un aumento del desempleo, y un uso más reducido de la capacidad instalada en la industria y la generación eléctrica.

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.

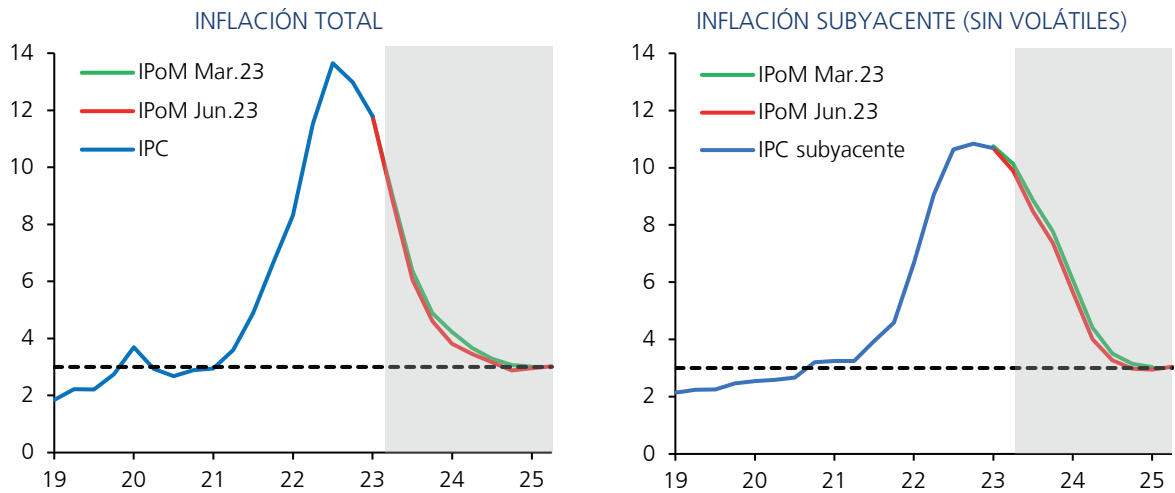
La proyección para la inflación es algo menor respecto de marzo. Con esto, la inflación total y subyacente convergerán a 3% en la segunda mitad de 2024 (gráfico II.9). La corrección incorpora la menor velocidad del consumo privado, en especial de bienes transables, el menor nivel del tipo de cambio, y los registros de inflación algo menores conocidos hasta el momento, en especial del componente volátil. Como resultado, la inflación total finalizará 2023 en 4,2% anual (4,6% en marzo), mientras que la medida subyacente se situará en 6,5% (6,9% en marzo).

El escenario central sigue considerando que el componente subyacente tendrá un descenso más lento que el total. Su baja será más notoria hacia fines de este año y comienzos del próximo. Esta trayectoria esperada se justifica en que, en el corto plazo, la inflación de servicios sostendrá tasas de variación mensual mayores a sus promedios históricos. Lo anterior es coherente con la mayor rigidez habitual que muestran estos precios y con reajustes que se efectuarán considerando aún una inflación elevada. Por otro lado, la inflación de



bienes se verá beneficiada por una trayectoria de tipo de cambio real (TCR) por debajo de la prevista en marzo. Un factor relevante detrás de ello es la apreciación nominal del peso en los últimos meses. Hacia adelante se sigue considerando el efecto de condiciones financieras externas estrechas.

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



(*) El área gris, a partir del segundo 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	7,7	3,3	3,0
IPC diciembre	12,8	4,2	2,9	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	9,3	9,1	4,0	3,0
IPC subyacente diciembre	10,7	6,5	3,0	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

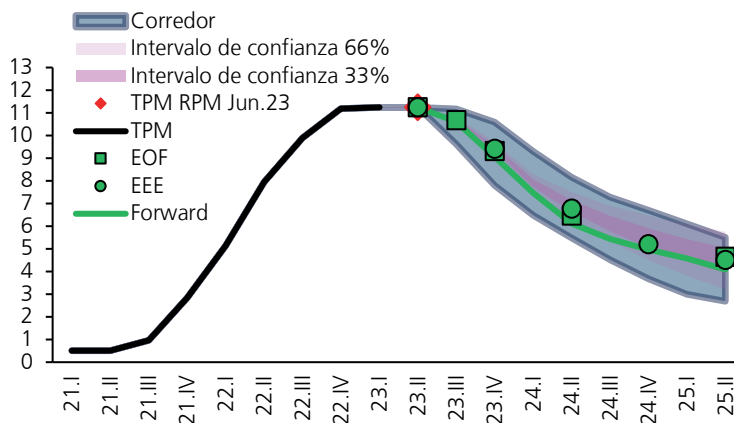
(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2025.
(f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ESCENARIO CENTRAL, SENSIBILIDADES Y RIESGOS

La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido contractiva por varios trimestres, contribuyendo en forma importante a la resolución de los desequilibrios acumulados en años previos y a la reducción de la inflación. Hacia adelante, el escenario central considera que la mayor debilidad del consumo privado y la evolución del tipo de cambio contribuirán a reducir las presiones inflacionarias en el margen (gráfico II.10).

GRÁFICO II.10 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 junio, la EOF pre RPM de junio y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 13 de junio. 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.

Los bordes del corredor de TPM reflejan escenarios donde la velocidad del proceso de convergencia inflacionaria da paso a ajustes de la tasa de interés distintos de los contemplados en el escenario central (gráfico II.10). En esta oportunidad, el Consejo considera que este tipo de situaciones están relacionadas principalmente con lo que suceda con la inflación a nivel local y sus determinantes. En todo caso, como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos que la nueva información tenga en la dinámica proyectada para la inflación.

El borde superior del corredor está dado por escenarios de sensibilidad en los que la inflación local tiene una persistencia superior a la prevista. En este aspecto, será clave la información que entreguen las cifras efectivas de gasto e IPC. El Consejo evaluará las implicancias inflacionarias de estos eventos, pues podrían requerir que el proceso de reducción de la TPM sea más lento. Por otra parte, sorpresas al alza de la inflación en economías desarrolladas podrían requerir mayores tasas de política monetaria internacionales, contribuyendo



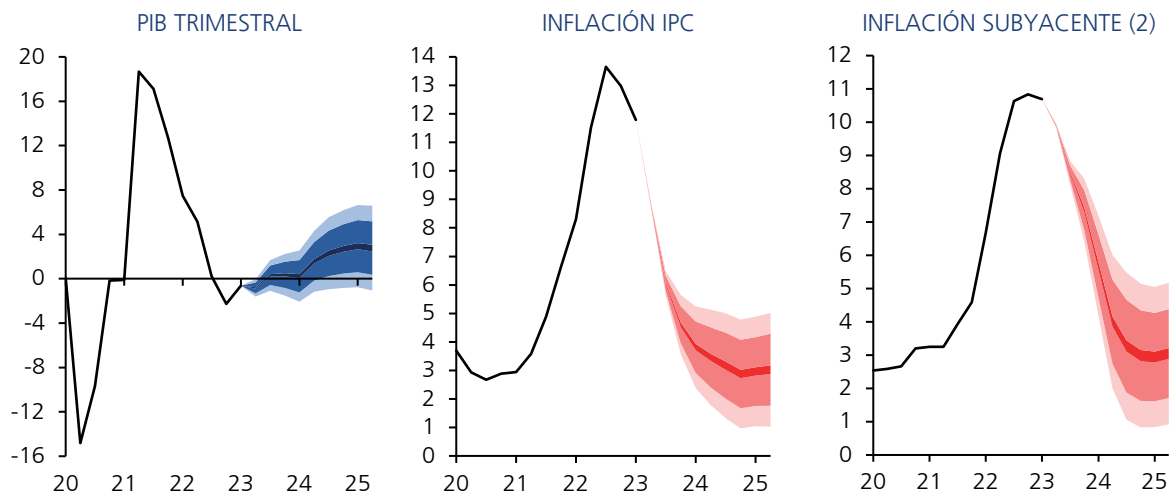
a una depreciación de las monedas emergentes, incluido el peso. Esto aumentaría la inflación local en el corto plazo, aunque su impacto en la TPM sería mitigado en la medida que implique una mayor contracción en la actividad y el gasto.

En cambio, el borde inferior del corredor se relaciona con un ajuste de la economía más rápido que lo previsto, lo que llevaría a que la convergencia de la inflación ocurra antes que lo contemplado en el escenario central. Distintos indicadores de holguras de capacidad dan cuenta de presiones inflacionarias que se han ido conteniendo. Un escenario donde dichas holguras se vuelvan más negativas que lo previsto llevaría a una reducción más acelerada de la TPM. Un caso como este podría darse si se observa un deterioro más marcado del mercado laboral y del consumo privado.

Como siempre, además de los escenarios de sensibilidad se analizan situaciones en las que cambios más drásticos en la economía tendrían un impacto más significativo y requerirían una respuesta de la política monetaria que sobrepase los límites del corredor para la TPM (gráfico II.11).

El Consejo considera que los riesgos son significativos y están relacionados principalmente con la situación macrofinanciera a nivel mundial. Si ocurre un mayor deterioro de ella, esto podría provocar episodios de volatilidad en los mercados financieros, disminuir la liquidez e incentivar la salida de capitales desde las economías emergentes. Lo anterior se traduciría en un estrechamiento de las condiciones financieras globales por sobre lo previsto, lo que provocaría restricciones adicionales para la economía chilena y reduciría las presiones inflacionarias de forma significativa. La ocurrencia de este escenario de riesgo haría necesario bajar la TPM de forma más rápida y/o abrupta respecto de lo que indica el borde inferior del corredor.

GRÁFICO II.11 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.



RECUADRO II.1:

Situación de las holguras de capacidad

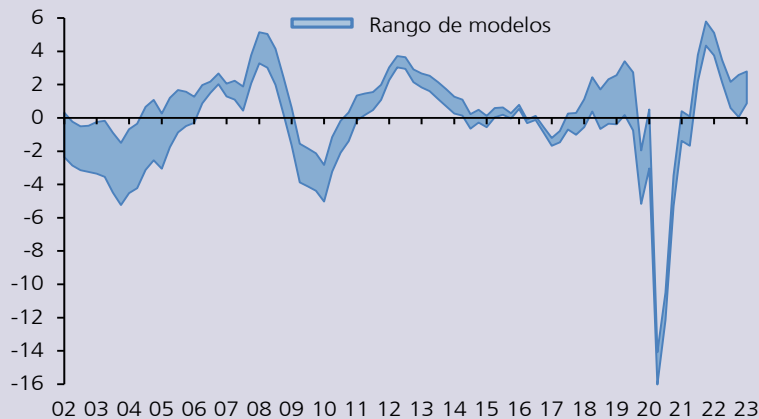
En los últimos trimestres la economía chilena ha ido avanzando en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos generados por el exceso de demanda de años previos, lo que ha contribuido al descenso de la inflación en los últimos meses. Tal como se ha indicado en varios Informes anteriores, la convergencia de la inflación a la meta de 3% dentro del horizonte de política de dos años es consistente con una brecha de actividad que será negativa por varios trimestres, lo que refleja mayores holguras de capacidad.

No obstante, los datos de fines de 2022 e inicios de 2023 dan cuenta de que la brecha se amplió (gráfico II.8). Tras la caída del cuarto trimestre hay factores puntuales asociados al sector transporte^{1/}. En general, es útil analizar distintas medidas de holguras de capacidad, incluyendo la brecha de actividad, que permitan dar una mirada más amplia de las holguras que exhibe la economía. Además, la brecha de actividad —que se describe más abajo— es una variable no observable cuyo cálculo puede sufrir variaciones en el tiempo (ver [Recuadro V.1 IPoM septiembre 2018](#)). De este modo, es una medida referencial útil, pero es valioso complementarla con otras mediciones.

Brecha de actividad

La brecha de actividad corresponde a la diferencia entre el producto efectivo y su nivel potencial. Es una medida común de holgura de capacidad, en la que el producto potencial es el nivel de actividad coherente con la estabilidad de la inflación. Ese nivel no es directamente observable, pero puede ser estimado usando distintos métodos (ver [Recuadro V.2 IPoM septiembre 2015](#)). El rango de estimaciones muestra que durante 2021 la brecha de actividad alcanzó valores de hasta 5,8 puntos porcentuales (pp), su mayor nivel en más de dos décadas, lo que revela altas presiones de inflación. A partir de 2022, la brecha comenzó a disminuir y en el primer trimestre de 2023 se ubicó en un rango entre 0,9 y 2,8pp (gráfico II.12).

GRÁFICO II.12 BRECHA DE ACTIVIDAD, DISTINTOS MÉTODOS (*)
(porcentaje)



(*) Los distintos métodos incluyen los filtros estadísticos multivariado y trivariado (ver [Bauducco et al., 2022](#)), el filtro Hodrick-Prescott (HP) y una “brecha financiera neutral” (ver [Borio et al., 2017](#)), que considera la evolución del crédito bancario real excluyendo préstamos para comercio exterior y los precios de vivienda reales (IPV general) como información relevante para la estimación del producto potencial. Para estas estimaciones se usa el PIB no minero real a costo de factores. Adicionalmente, se incluye una estimación que excluye la actividad de transporte del PIB no minero, basada en el filtro multivariado. Fuente: Banco Central de Chile.

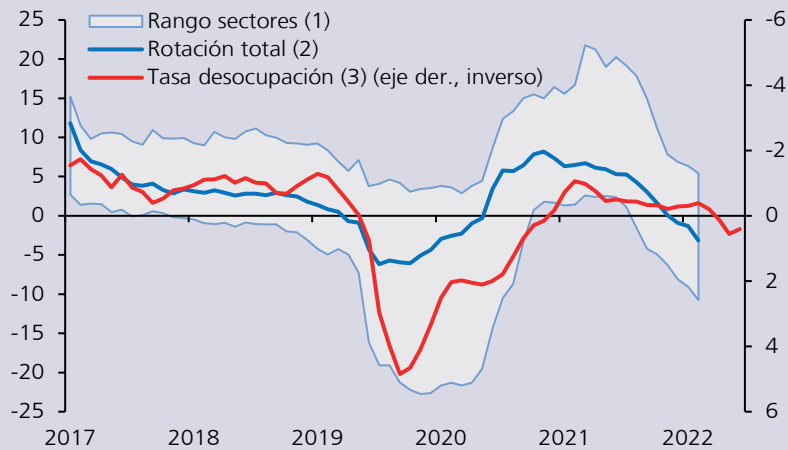
^{1/} La brecha estimada del cuarto trimestre de 2022 se ve afectada por el pago de comisiones financieras por una empresa de la actividad de transporte, lo que redujo transitoriamente el valor agregado de esa actividad en el PIB (ver [Avilés et al., 2023](#)).



Mercado del trabajo

El mercado laboral muestra un menor dinamismo en lo reciente. Después de un periodo de elevada estrechez o pocas holguras en este mercado entre 2021 y 2022 —entendido como una situación con alta demanda de trabajo o vacantes en relación con el número de trabajadores disponibles—, la oferta laboral se ha ido recuperando, al mismo tiempo que la demanda ha retrocedido. Todo ello ha contribuido a mayores holguras y a contener el crecimiento de los salarios reales (ver [Recuadro I.2 IPoM diciembre 2022](#) y [Andalajt et al., 2022](#)). Esta evolución es coherente con la evaluación de las empresas en el [Informe de Percepciones de Negocios de mayo](#). También se puede corroborar con medidas como la tasa de rotación laboral neta^{2/}, que ha ido disminuyendo desde 2022, y la tasa de desocupación, que ha aumentado paulatinamente respecto de sus promedios de largo plazo (gráfico II.13).

GRÁFICO II.13 MEDIDAS DEL MERCADO DEL TRABAJO
(porcentaje)



(1) El rango de sectores se define como la envolvente de las TRL netas de cada sector (CIU4 excluyendo agricultura).

(2) Tasa de rotación laboral (TRL) neta: movimiento de personas trabajadoras a doce meses en el sector del empleo asalariado formal. Se calcula a partir de registros administrativos de empresas como la diferencia entre la tasa de entrada laboral (empleos creados) y la tasa de salida laboral (empleos destruidos).

(3) Tasa de desocupación: desviación del promedio desde septiembre 2001 hasta diciembre 2022.

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

Otras medidas de holgura

Otras variables que dan luces sobre el estado de las holguras de la economía son el uso de la capacidad instalada en la industria, que se mide a partir de encuestas, y la desviación cíclica de la generación eléctrica. Esta última está relacionada con la intensidad de uso del capital en los sectores que usan dicha energía y, por tanto, refleja sus holguras de capacidad. En línea con los resultados previos, ambas variables indican una sobreutilización de capacidad entre 2021 y 2022. En lo más reciente, han convergido hacia sus niveles neutrales y tendencias de largo plazo, respectivamente (gráfico II.14).

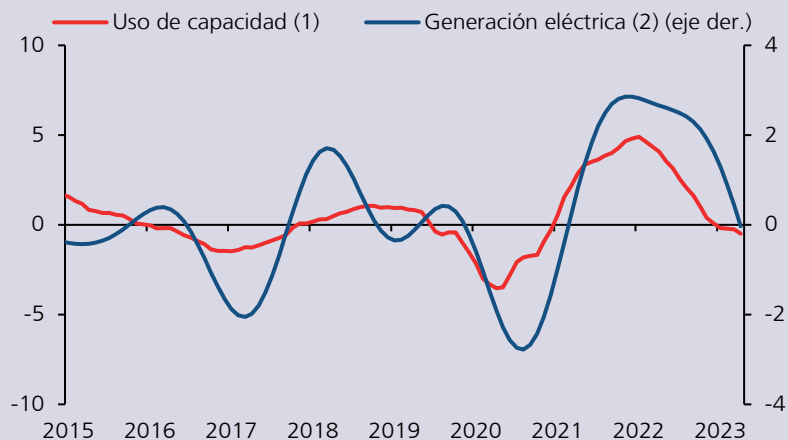
^{2/}La tasa de rotación laboral neta mide el movimiento de trabajadores en un periodo dado, como la diferencia entre la creación y destrucción de empleo. El margen de rotación se relaciona con la estrechez del mercado del trabajo y las holguras presentes en él, ya que en un mercado más estrecho (menores holguras), la mayor creación de empleo relativa a su destrucción aumenta la rotación laboral neta.



Conclusiones

Las medidas presentadas en este Recuadro señalan que las holguras de capacidad se han ido normalizando en el último tiempo, mostrando una elevada sincronía. Las distintas estimaciones de la brecha de actividad muestran que esta ha disminuido desde 2021, en línea con el ajuste del gasto interno, más allá de que aún permanece en niveles positivos. No obstante, otras medidas de uso de capacidad dan cuenta de niveles de utilización de recursos coherentes con el nivel potencial de la economía. De acuerdo con el escenario central de este IPoM, la consolidación del proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% en dos años se sostiene en mayores holguras hacia adelante, lo que incluye una economía que operará algo por debajo de su nivel potencial durante un tiempo.

GRÁFICO II.14 OTRAS MEDIDAS DE HOLGURA
(porcentaje)



(1) Uso de capacidad: promedio móvil centrado de ± 6 meses, normalizado por promedio de uso de capacidad en años 2017-18.

(2) Generación eléctrica: componente cíclico de generación eléctrica en Sistema Eléctrico Nacional (SEN), calculado con un filtro *band-pass* (Christiano y Fitzgerald, 2003).

Fuentes: Banco Central de Chile, ICARE/Universidad Adolfo Ibañez, Coordinador Eléctrico Nacional e Instituto Nacional de Estadísticas.

