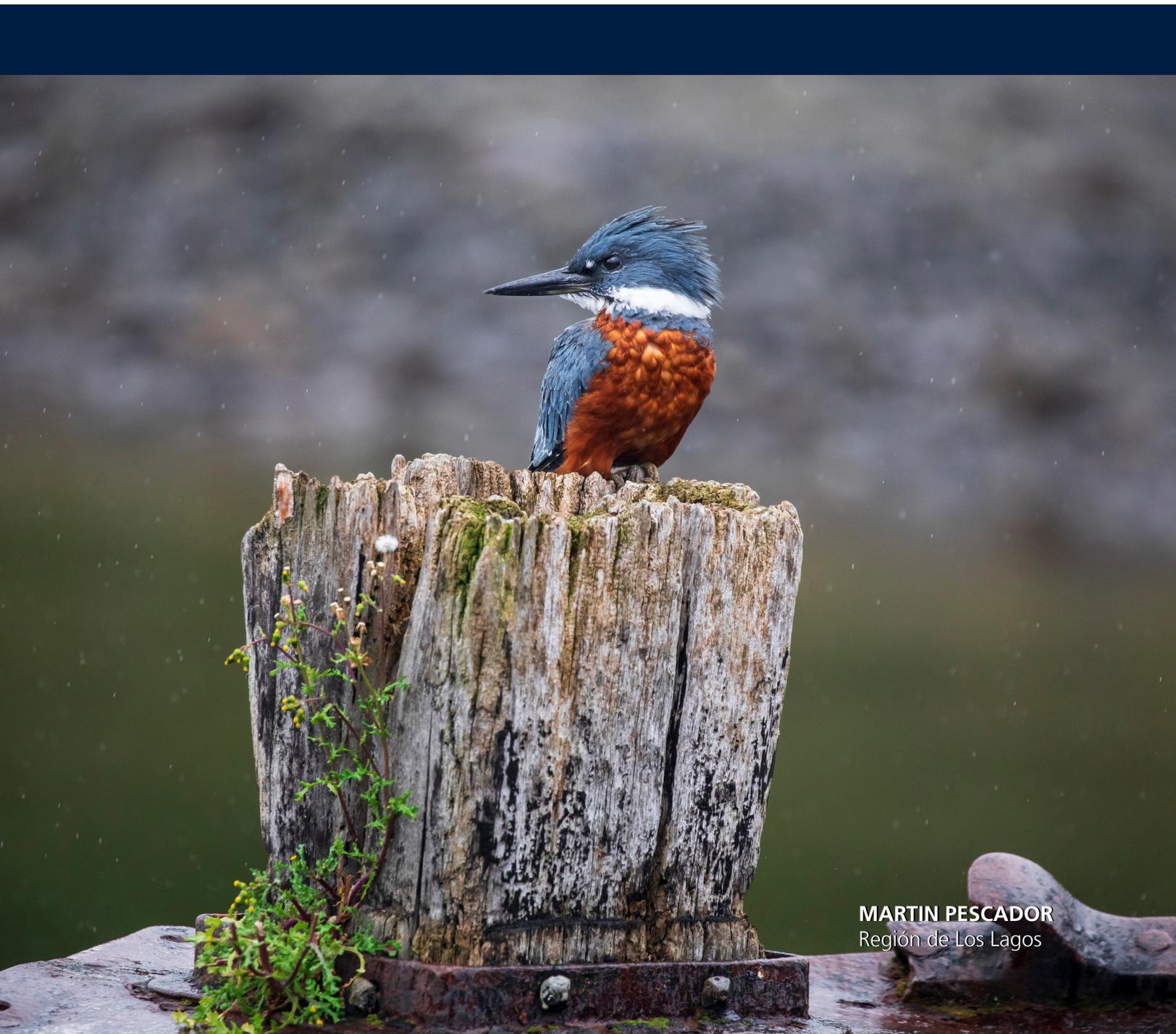


INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO 2024



MARTIN PESCADOR
Región de Los Lagos



Informe de Política Monetaria

Marzo 2024

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: Martín Pescador - Región de los Lagos

Luis Oscar Herrera Barriga / 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	9
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	31
RECUADROS	
Recuadro I.1 Riesgos en la convergencia inflacionaria internacional	23
Recuadro I.2 Evolución reciente de la inflación subyacente	26
Recuadro I.3 Participación laboral de las personas de mayor edad	28
Recuadro II.1 Inflación de bienes y servicios y brechas sectoriales	43

*/ El cierre estadístico fue el 26 de marzo, excepto para los de actividad, donde se consideró información hasta el 1 de abril.



RESUMEN

La inflación ha tenido un rápido descenso y se ubica más cerca del 3%. Los datos de inicios de año muestran algún aumento de la inflación anual, en un contexto donde la actividad ha sido algo mejor a lo previsto, y el consumo y la inversión finalizaron 2023 algo más débiles que lo estimado preliminarmente, en particular en sus componentes transables. La postergación de la baja de tasas en EE.UU. y el proceso más lento de reducción en otros bancos centrales han influido en el diferencial de tasas de Chile con otras economías. En conjunto con la evolución de sus otros determinantes, ello ha depreciado el peso. Sumado al alza reciente de algunos precios internacionales, estos factores harán subir la inflación anual en 2024. Se prevé que esta convergerá a la meta de 3% dentro del horizonte de política monetaria de dos años, lo que considera la transitoriedad de los elementos antes mencionados, una economía que crecerá a tasas de expansión coherentes con su tendencia y una disminución gradual del tipo de cambio real (TCR). Para este año, se espera un crecimiento del PIB entre 2 y 3%, rango que se ubica entre 1,5 y 2,5% para 2025 y 2026. El Consejo prevé que, en línea con el escenario central de este IPoM, la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguirá reduciéndose. La magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

La inflación tuvo un rápido descenso desde los máximos de 2022 y se ubica en niveles más cercanos a la meta de 3%. Esto se dio en medio de un ajuste del gasto interno y de la reducción de la brecha de actividad, lo que contribuyó a resolver los grandes desequilibrios macroeconómicos de años previos. En este contexto, las expectativas de inflación a dos años plazo se han mantenido en 3% desde hace varios trimestres.

El proceso de baja de la inflación ha sido distinto entre sus componentes, con una reducción más rápida en la parte de bienes que en la de servicios. Ello se condice con brechas mayores en sectores representativos del consumo de bienes que en los de servicios (Recuadro II.1), un traspaso moderado de la depreciación cambiaria —coherente con brechas más amplias en los rubros transables— y el importante alivio de factores de costos globales en años anteriores. Por su parte, destaca la relevancia de los procesos de indexación en la inercia de la inflación de servicios.

La inflación finalizó 2023 en niveles por debajo de lo proyectado en el IPoM anterior. En diciembre, esta fue sorpresivamente baja. Así, la variación anual del IPC total y sin volátiles cerró el año en 3,9 y 5,4%, respectivamente (4,5 y 5,8% en el IPoM). La discrepancia entre lo estimado en el último IPoM y la cifra efectiva resultó aún mayor tras conocerse el cambio de la canasta y metodología del IPC. Las variaciones mensuales tanto del indicador total como subyacente mostraron una dinámica dispar entre ambas canastas especialmente en la primera parte del año, mientras que en el segundo semestre fue similar (Recuadro I.2).



A inicios de 2024, la inflación tuvo una aceleración, con registros que superaron lo previsto y cuya evolución debe seguir monitoreándose. Tanto enero como febrero tuvieron variaciones mensuales del IPC elevadas y por sobre lo previsto. Entre otros factores, esto respondió a la depreciación del tipo de cambio, alzas de precios externos y reajustes de algunos precios locales. Además, se dieron en un contexto donde la inflación mensual ha mostrado mayor volatilidad en los últimos meses. Con ello, la variación anual del IPC total aumentó a 3,6% en febrero, mientras que la del IPC subyacente bajó a 4,2%^{1/}.

El comportamiento reciente de la inflación se da en un contexto donde tanto el componente minero como no minero del Imacec mostraron un resultado algo mejor al previsto en enero y febrero. En ello se combinan varios elementos: una mayor demanda externa, reflejada en el crecimiento de algunas líneas industriales y agrícolas; factores de oferta, como el mayor valor agregado de la generación eléctrica; y algunos elementos asociados a un mayor impulso local, como se observa en los servicios. Esta dinámica habría elevado el PIB del primer trimestre. Dada la transitoriedad de algunos de los elementos mencionados, el escenario central anticipa menores velocidades en los próximos meses, en línea con las consideradas en el IPoM previo^{2/}.

Por su lado, en la segunda mitad de 2023, la demanda final resultó algo más débil que lo proyectado, en particular en sus componentes transables. Las Cuentas Nacionales de 2023 mostraron que la serie desestacionalizada del consumo de los hogares tuvo caídas hasta el tercer trimestre, con una tenue recuperación hacia fines de año. Esto implicó que su contracción anual superara lo previsto: -5,2% (-4,6% en el IPoM de diciembre). Por su parte, la formación bruta de capital fijo (FBCF) tuvo una fuerte reducción en el último trimestre del año pasado. Ello se observó especialmente en el componente de maquinaria y equipos, que suele mostrar una alta volatilidad y que fue afectado por la depreciación cambiaria. En todo caso, su caída en 2023 fue menor que la prevista (-1,1%; -1,9% en el IPoM de diciembre), debido a la corrección al alza de sus niveles en el primer trimestre de ese año.

En el escenario externo, la inflación mundial ha seguido cediendo, aunque existen algunos riesgos por la reversión de factores de costos y la persistencia de altos registros en los ítems de servicios. Aunque menores que hace unos trimestres, las tarifas del transporte y los precios de los combustibles han ido aumentando en el curso del año, en lo que han incidido los desarrollos en torno al conflicto en Medio Oriente (Recuadro I.1).

Las dudas sobre la inflación recaen especialmente en EE.UU., donde destaca la resiliencia de la economía, apoyada por el dinamismo del mercado laboral y del consumo privado. El crecimiento de la actividad en este país se ubicó ampliamente por sobre lo proyectado hace algunos trimestres y los indicadores de empleo han superado las expectativas, manteniendo un mercado laboral estrecho. Esto, en un contexto de continuo aporte del gasto público y un mejor desempeño de la inversión en el margen.

El mayor dinamismo de la economía, junto con registros de inflación recientes algo mayores que lo previsto, han motivado la visión por parte de la Reserva Federal (Fed) y del mercado de que los recortes de la tasa de interés se aplazarán a la segunda parte del año. La Fed ha mantenido la *Fed funds rate* en sus últimas reuniones y, aunque reiteró tres recortes de 25 puntos base (pb) para este año, también anticipó algo de menores rebajas para el próximo bienio. Todo esto ha afectado el desempeño de distintas variables financieras, incluyendo una apreciación global del dólar.

^{1/} Para fines del análisis macroeconómico y la conducción de la política monetaria, el Consejo utiliza la serie con base 2023, llamada IPC referencial, la que solo considera información de la nueva canasta. Para fines de reajustabilidad de contratos, obligaciones o valores indexados, se utiliza la variación anual del IPC informada por el Instituto Nacional de Estadísticas. Esta combina el IPC base 2018 y base 2023. A febrero arrojó un alza de 4,5% anual.

^{2/} La cantidad de días hábiles de febrero y marzo tiene diferencias relevantes respecto de un primer trimestre promedio, dado el año bisiesto y la celebración de Semana Santa. Esto puede afectar la medición de la estacionalidad en estos meses, por lo que sus variaciones deben ser evaluadas cuidadosamente.



La postergación de la baja de tasas en EE.UU. y el lento proceso de reducción en otros bancos centrales han influido en el diferencial de tasas de Chile con otras economías, en línea con el desfase de sus ciclos económicos. Estas divergencias han ido agregando presiones mayores a las anticipadas sobre el desempeño del peso, a lo que se ha sumado el movimiento del resto de sus fundamentos. Comparado con inicios de año, el peso se ha depreciado del orden de 12% frente al dólar y en torno a 10% en su medida multilateral (TCM).

La reducción de la TPM ha ido traspasándose al costo de financiamiento local, acorde con la normal transmisión de la política monetaria. Las tasas de interés han caído especialmente para los créditos de más corto plazo —sobre todo comerciales—, mientras que en los préstamos de mayor plazo continúan influidas por la permanencia de las tasas largas en niveles altos. En paralelo, el riesgo de crédito ha aumentado, como sugieren indicadores de morosidad y provisiones, entre otros. Por otro lado, algunos sectores aún enfrentan restricciones para acceder a financiamiento, como indican varias fuentes de información, entre ellas el Informe de Percepciones de Negocios (IPN).

Proyecciones

Las perspectivas para la inflación se revisan al alza, especialmente para 2024. A diciembre de este año, se estima que la variación anual de la inflación total y subyacente llegará a 3,8% (2,9 y 3,2% en el último IPoM, respectivamente^{3/}).

Este ajuste está influido por la depreciación del tipo de cambio, el deterioro de los factores de costos globales en los últimos meses —incluido el precio del petróleo— y la mayor inflación de inicios de año. En el mediano plazo, entre otros elementos, la convergencia de la inflación a la meta considera que la economía no presentará desbalances relevantes y que el TCR tendrá una disminución gradual. La intensidad de esta baja estará sujeta al desarrollo de las condiciones financieras. Este escenario asume un coeficiente de traspaso cambiario a precios finales moderado, acorde con lo observado en lo más reciente y con una demanda por transables todavía débil.

Se prevé un crecimiento del PIB entre 2 y 3% este año (1,25-2,25% en diciembre). Buena parte de la revisión se explica por la aceleración de la actividad en el primer trimestre. A medida que se reviertan algunos de sus elementos transitorios, la actividad volverá a crecer a tasas más bajas, similares a las proyectadas previamente.

Para 2025 y 2026, se proyecta un rango de crecimiento entre 1,5 y 2,5%, con una economía que irá convergiendo a su tasa de crecimiento potencial. El mejor desempeño de inicios de 2024 implica una brecha de actividad algo mayor en lo inmediato, pero que se mantendrá en torno a su punto de equilibrio a mediano plazo.

El consumo privado tendrá tasas de expansión similares a las consideradas en diciembre. Su trayectoria prevista —y del resto de los componentes de la demanda— considera el menor punto de partida de fines de 2023. En adelante, el gasto de los hogares irá aumentando gradualmente, como ya anticipan los datos de alta frecuencia. Servirán de apoyo condiciones financieras que irán tornándose más favorables y el repunte de la masa salarial real, debido al incremento de los salarios reales y del empleo. El mercado del trabajo aún exhibe holguras, aunque se estima que parte del rezago en la participación de ciertos grupos etarios podría ser más permanente (Recuadro I.3). La confianza de los consumidores ha ido mejorando (IPEC), pero persiste en la zona de pesimismo.

^{3/} Esta cifra no es comparable para el indicador subyacente. La proyección de diciembre fue realizada con el indicador base 2018=100, la actual con la canasta 2023=100.



La FBCF volverá a contraerse en 2024, debido a una mayor base de comparación, su evolución hacia fines de 2023 y fundamentos que siguen débiles. Diversos antecedentes apuntan a que el deterioro de la FBCF se mantendría en el corto plazo, sobre todo en maquinaria y equipos. Las importaciones de bienes de capital han seguido debilitándose, en medio de la depreciación cambiaria de meses recientes. La proyección considera que en la primera parte del año la velocidad de expansión de esta fracción de la FBCF será menos negativa que a fines de 2023 y que será positiva en el segundo semestre. De todos modos, se debe tener presente que se trata de un componente del gasto tradicionalmente volátil. En construcción y otras obras, al mayor impulso de las obras de ingeniería que proyectan los catastros se opone un bajo dinamismo del rubro inmobiliario. Las condiciones financieras continúan restringiendo la inversión, en especial por los niveles de las tasas de interés de los préstamos a más largo plazo.

El déficit de la cuenta corriente se ubicará en 3,4% durante 2024-2026. La mejora de la proyección para este año y el próximo incorpora, especialmente, el efecto de la depreciación cambiaria y la mayor demanda externa en las exportaciones, así como el impacto de la debilidad del gasto interno en las importaciones.

El mayor crecimiento previsto para EE.UU. en 2024 contribuye a un impulso externo mayor. El escenario central considera que en 2024 esta economía crecerá más que lo anticipado en el último IPoM (1,9%; 0,6% en diciembre), a la vez que excluye la posibilidad de una recesión. Dicha corrección explica cerca de dos tercios del ajuste de las perspectivas para los socios comerciales de Chile este año (3%; 2,7% en diciembre). Para el resto de esos países, las proyecciones reiteran un bajo crecimiento. Destacan las dudas sobre China, donde se sigue esperando una reducción de su crecimiento este y los años venideros. De todas formas, la demanda por cobre en esa economía sigue fuerte, dado su creciente rol en la transición energética renovable y la electromovilidad, lo que eleva la estimación para el precio del metal (US\$3,85 la libra en 2024-2026).

Política monetaria

La economía local ha cerrado los significativos desbalances macroeconómicos de años previos, la inflación ha tenido un rápido descenso y está en niveles más cercanos al 3%, al mismo tiempo que las expectativas de inflación están alineadas con la meta. Sin embargo, el alza de los registros inflacionarios en la partida del año y las mayores presiones de costos importados enfatizan la necesidad de seguir monitoreando de cerca su evolución. En la medida que los *shocks* que afectan la inflación sean transitorios, el marco de política monetaria basado en una meta a dos años plazo permite acomodarlos dentro del horizonte de política sin poner en riesgo la convergencia inflacionaria.

El Consejo prevé que, en línea con el escenario central de este IPoM, la TPM seguirá reduciéndose. La magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM tomarán en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Los escenarios de sensibilidad —bordes del corredor de la TPM— consideran situaciones donde la evolución de la demanda interna difiere de lo previsto en el escenario central. El borde superior incorpora un mejor desempeño del gasto que incentivaría alzas de precios y una recomposición de márgenes en las empresas, configurando un panorama más inflacionario. El borde inferior plantea un deterioro adicional de la demanda interna. Por ejemplo, podría darse el caso de una recuperación más lenta de algunos sectores económicos, con sus respectivas consecuencias en el ámbito laboral, que atenuarían las presiones sobre la inflación.



Los principales riesgos —escenarios que exceden los bordes del corredor de la TPM— siguen principalmente vinculados al ámbito externo. Destaca el deterioro de la situación geopolítica global. Otros focos de preocupación son la debilidad de China y la vulnerabilidad de su rubro inmobiliario, las dudas en torno a la situación fiscal de EE.UU. y eventuales interrupciones financieras asociadas al desempeño del sector de bienes raíces comerciales a nivel internacional.

El escenario económico mundial está sujeto a grados de incertidumbre por sobre lo habitual. En particular, porque persisten las interrogantes sobre cómo será el proceso de baja de tasas de la Fed, además de las dudas en materia fiscal en esa economía. En este contexto, persiste la discusión en torno a la evolución de las condiciones financieras globales, en especial respecto de las tasas de interés de largo plazo y su relación con los niveles de las tasas neutrales.



TABLA 1: INFLACIÓN (1)(2)
(variación anual, porcentaje)

	2022	2023		2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Dic.23	Mar.24	Dic.23	Mar.24	Dic.23	Mar.24	Mar.24
IPC promedio	11,6	7,6	7,3	3,5	3,8	3,0	3,4	3,0
IPC diciembre	12,8	4,5	3,4	2,9	3,8	3,0	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (3)						3,0		3,0
IPC subyacente promedio	9,0	8,5	7,5	3,5	3,8	3,1	3,5	3,0
IPC subyacente diciembre	10,0	5,8	4,7	3,2	3,8	3,0	3,1	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (3)						3,0		3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles. (2) Cifras de 2022 y las del IPoM de marzo 2024 consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. Estas no son estrictamente comparables con las cifras del IPoM de diciembre 2023, que consideran la canasta de referencia 2018. (3) Para el IPoM de diciembre 2023 corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2025, para el de marzo 2024 a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2026. (f) Proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA 2: ESCENARIO INTERNACIONAL

	2022	2023		2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Dic.23	Mar.24	Dic.23	Mar.24	Dic.23	Mar.24	Mar.24
		(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	-6,8	1,5	2,4	-1,5	-3,2	0,2	-0,6	0,9
PIB socios comerciales	2,8	3,4	3,3	2,7	3,0	2,5	2,8	2,9
PIB mundial PPC	3,3	3,1	3,2	2,6	3,0	2,6	2,9	3,1
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,5	1,5	0,5	1,1	1,2	1,4	1,9
PIB emergentes PPC	3,8	4,1	4,2	3,8	4,1	3,4	3,8	3,8
		(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	400	385	384	380	385	380	385	385
Precio del petróleo, promedio	97	80	80	75	81	72	76	72
WTI-Brent (US\$/barril)								

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO
(variación anual, porcentaje)

	2022	2023		2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Dic.23	Mar.24	Dic.23	Mar.24	Dic.23	Mar.24	Mar.24
PIB	2,1	0,0	0,2	1,25 - 2,25	2,0 - 3,0	2,0 - 3,0	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
Demanda interna	2,3	-4,6	-4,2	2,0	1,6	2,7	2,2	2,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	2,9	-3,0	-3,2	1,5	1,0	1,9	2,1	2,1
Formación bruta de capital fijo	3,9	-1,9	-1,1	0,0	-2,0	2,4	3,0	1,9
Consumo total	2,6	-3,3	-3,9	2,0	2,0	1,8	1,9	2,2
Consumo privado	1,6	-4,6	-5,2	2,1	2,0	1,8	1,9	2,3
Exportaciones de bienes y servicios	0,8	1,0	-0,3	3,4	4,5	1,9	2,7	1,8
Importaciones de bienes y servicios	1,5	-11,1	-12,0	4,3	1,3	2,9	3,5	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-8,7	-3,3	-3,6	-4,0	-3,4	-3,9	-3,4	-3,4
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	16,9	18,8	19,4	18,4	20,0	19,1	20,6	20,3
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	25,3	23,3	23,8	23,1	23,1	23,0	23,5	23,7

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

En el escenario externo, destaca la resiliencia de la actividad en EE.UU., cuyas perspectivas se corrigen al alza para este año. La inflación mundial ha seguido cediendo, aunque los componentes de servicios siguen mostrando una inflación elevada y han emergido riesgos asociados a la reversión de algunos factores de costos globales. En este contexto, las expectativas del mercado han ido retrasando el inicio de los recortes de la *Fed funds rate*. A nivel local, la inflación ha tenido un rápido descenso desde los máximos de 2022, aunque en la partida del año tuvo alzas mensuales importantes que superaron lo esperado. La actividad se expandió levemente en 2023 y en el primer bimestre de este año su desempeño fue mejor a lo previsto. En ello influyeron una demanda externa más favorable, varios factores de oferta, de los cuales algunos tienen un impacto transitorio, y el mejor desempeño de algunos sectores. Todo ello contrasta con la debilidad del gasto interno. La inversión tuvo un fuerte deterioro en el segundo semestre y el ajuste del consumo privado fue algo más marcado que lo proyectado. La evolución del diferencial de tasas respecto de otras economías y los movimientos de sus fundamentos han propiciado una depreciación del peso del orden de 12% respecto de inicios de año. La tasa de política monetaria (TPM) acumula una baja de 475 puntos base (pb) desde julio.

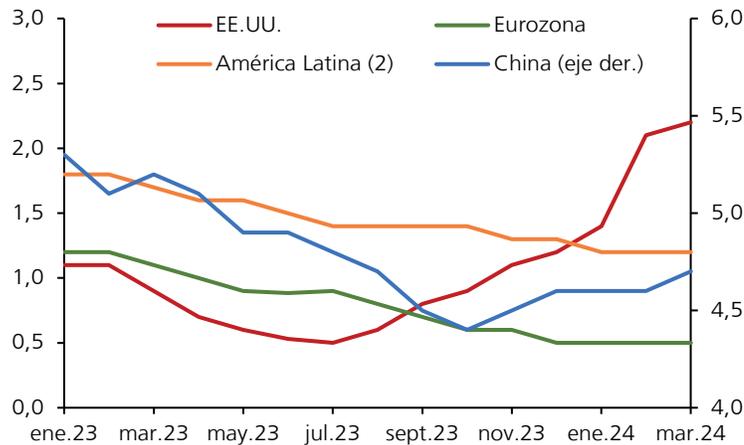
ESCENARIO INTERNACIONAL

En la actividad mundial, sigue destacando la resiliencia de la economía estadounidense, cuyas perspectivas para 2024 se han corregido al alza (gráfico I.1). Durante el cuarto trimestre de 2023, nuevamente resaltó la fortaleza de su demanda, impulsada principalmente por el crecimiento del consumo privado. El gasto de gobierno siguió elevado y la inversión residencial mantuvo un dinamismo acotado. Su mercado laboral da cuenta de una sólida creación de empleos en el margen y de un aumento paulatino de los salarios reales, aunque se observa algo menos estrecho que hace unos meses. Con ello, el mercado mejoró sus expectativas de crecimiento para EE.UU. en 2024, pese a que fundamentos como la menor tasa de ahorro y el incremento de la carga financiera de los hogares vuelven a sugerir una moderación del consumo hacia adelante.

En el resto del mundo, la actividad sigue mostrando un bajo desempeño y sus expectativas no han variado mayormente, pese a que las cifras recientes son más favorables en algunas economías (gráfico I.1). En China, la inversión bruta ha continuado recuperándose de forma gradual, impulsada por las manufacturas y la infraestructura. Esto contrasta con el deterioro del consumo. De hecho, las débiles perspectivas para este último —afectadas en parte por el pesimismo de los consumidores— y el continuo empeoramiento del mercado inmobiliario sostienen un panorama de crecimiento acotado en esa economía. Esto ha llevado a sus autoridades a seguir implementando medidas para estimular la actividad. La Eurozona se mantuvo estancada al cierre de 2023, en lo que incidió un bajo impulso de la demanda interna y externa, en medio de una política monetaria aún restrictiva. Destaca el desempeño acotado de Alemania, en especial de su industria manufacturera. En América Latina, luego de mostrar cierto dinamismo en la primera mitad de 2023 debido a factores puntuales —como las cosechas favorables en Brasil y los efectos del *nearshoring* en México—, la actividad en las principales economías fue moderándose en la última parte del año. Los bajos niveles de confianza de los consumidores, así como algunos factores de incertidumbre en distintos países, anticipan un menor impulso para 2024.



GRÁFICO I.1 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO PARA 2024 (1)
(porcentaje)



(1) Proyecciones de Consensus Forecasts, la última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de marzo 2024. (2) Considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).

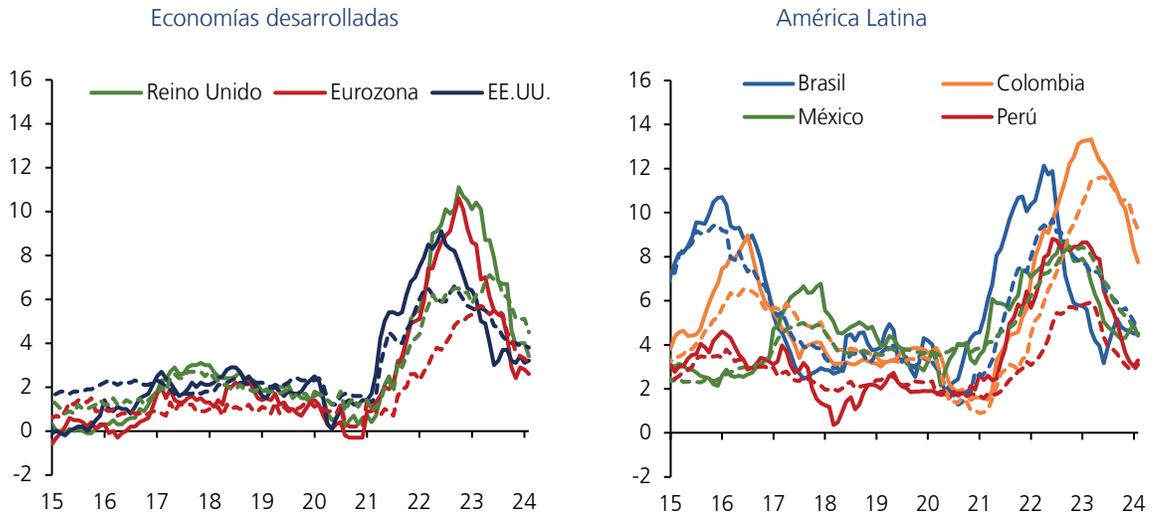
Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

La inflación global ha continuado cediendo, aunque la reversión de algunos factores de costos plantea riesgos (gráfico I.2). La evolución de la inflación ha seguido reflejando heterogeneidades entre sus componentes. Los bienes han liderado la desinflación global, respaldado por la reducción de los costos de transporte y el precio de los combustibles desde sus máximos de años anteriores. En lo más reciente estas cifras se han devuelto parcialmente, repercutiendo en mayores registros inflacionarios en algunos países. Desde el comienzo del conflicto del Mar Rojo destacan la escalada de precios de los fletes marítimos y la reducción del tráfico de carga a través de ciertas rutas internacionales (Recuadro I.1).

La mantención de altos registros en la inflación de servicios también persiste como un foco de alerta. Esta situación se explica, entre otros factores, por el dinamismo que ha caracterizado a estos sectores en los últimos años. EE.UU. es uno de los países donde este fenómeno ha estado presente, dada la estrechez de su mercado laboral. Este es un factor que tendrá un papel relevante en las decisiones futuras de política monetaria en ese país.



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



(1) Líneas segmentadas corresponden a la inflación subyacente. (2) Medidas subyacentes excluyen alimentos y energía.
Fuente: Bloomberg.

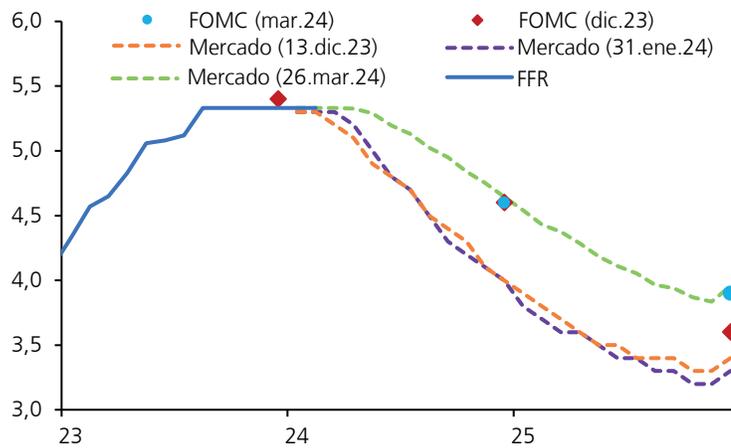
En este escenario, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) ha señalado una política monetaria algo más restrictiva en el mediano y largo plazo (gráfico I.3). En su última reunión, el FOMC volvió a resaltar que es necesario contar con más datos que aseguren que el proceso desinflacionario es sostenible. Comparadas las proyecciones de marzo y diciembre, se mantienen tres bajas previstas para la *fed funds rate* en 2024, pero se anticipa un recorte menos para 2025 y 2026, dando cuenta de una convergencia inflacionaria un poco más lenta.

Los mercados financieros han ido postergando el inicio del recorte de tasas por parte de la Fed (gráfico I.3). Esto se ha dado tras la publicación de cifras que han reafirmado la solidez de la economía norteamericana y las dudas sobre la evolución de la inflación. Estos factores, sumados a un mayor apetito por riesgo global, han estado detrás de los movimientos de los precios de los activos en ese país en los últimos meses, destacando las mayores tasas de corto plazo.

En el resto de las economías, la política monetaria no ha reducido sustancialmente su nivel de restricción. El Banco Central Europeo ha mantenido sus tasas de referencia y ha seguido comunicando que sus próximas decisiones estarán condicionadas a la evolución del escenario económico. El Banco Nacional Suizo sorprendió al mercado al reducir su tasa en 25pb, convirtiéndose en la primera economía desarrollada en dar inicio al ciclo de recortes. En América Latina, Brasil y Perú han seguido avanzando lentamente en sus ciclos de flexibilización monetaria, a lo que se sumó Colombia y México. Las perspectivas del mercado apuntan a que estos procesos se materializarían algo más lento que lo previsto meses atrás. Ello considera la comunicación más reciente de las autoridades monetarias de estos países y, a diferencia de Chile, expectativas de inflación por sobre la meta en varios de ellos.



GRÁFICO I.3 FED FUNDS RATE (*)
(puntos porcentuales)



(*) Las proyecciones del FOMC corresponden al rango medio de la fed *funds rate* presentado en dic.23 y mar.24, las del mercado corresponden al rango medio de la fed *funds rate* de los futuros a la fecha del cierre del IPoM de diciembre (13.dic.23), al FOMC de enero (31.ene.24) y al cierre estadístico de este IPoM (26.mar.24).

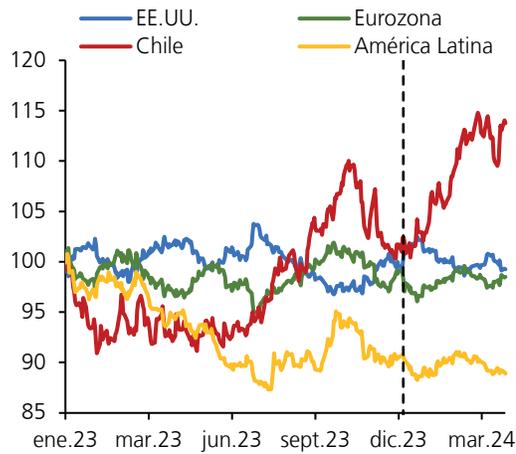
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

La evaluación de las condiciones financieras externas no es muy distinta a la del IPoM pasado. Estas continúan estrechas para las economías emergentes, aunque las bolsas han tenido un mejor desempeño a nivel global (gráfico I.4). Pese a los cambios en las expectativas de política monetaria en EE.UU., los mercados han privilegiado la toma de mayores riesgos. Esto se ha visto reflejado principalmente en un alza de las acciones del sector tecnológico. Considerando el promedio de 10 días previos al cierre estadístico de este IPoM y el de diciembre, las tasas de interés de largo plazo y el dólar multilateral no muestran cambios sustantivos. De todos modos, esta evolución no ha estado exenta de vaivenes, toda vez que los mercados permanecen sensibles a la publicación de nuevos datos y a las declaraciones de las autoridades monetarias.

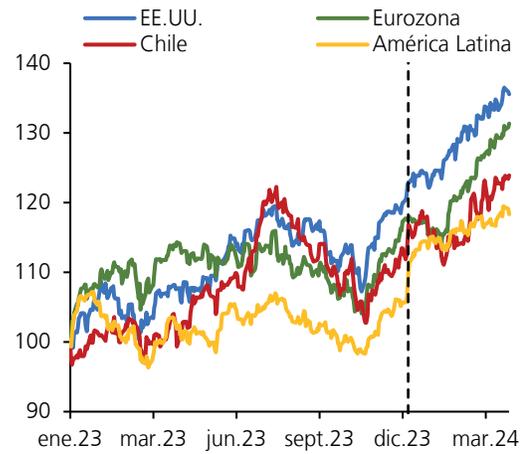


GRÁFICO I.4 CONDICIONES FINANCIERAS

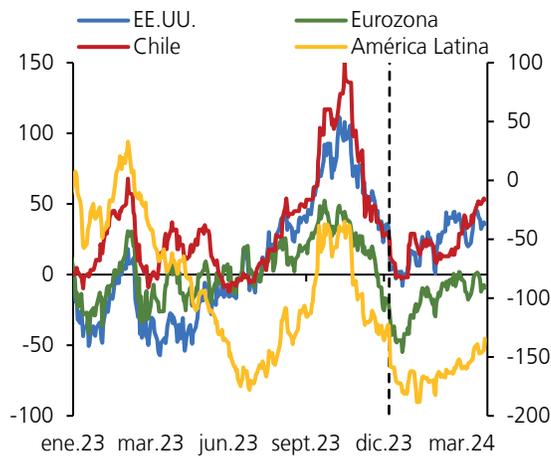
Monedas (1) (2) (3)
(índice 02.ene.23=100)



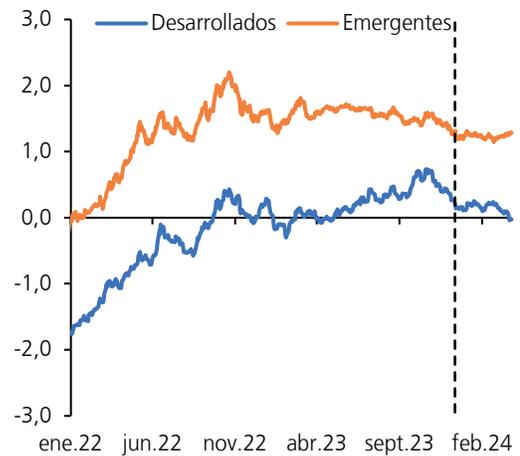
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 02.ene.23=100)



Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (1)
(2) (4)
(diferencia respecto del 02.ene.23, puntos base)



Índice de condiciones financieras GS (1) (5)
(desviaciones estándar)

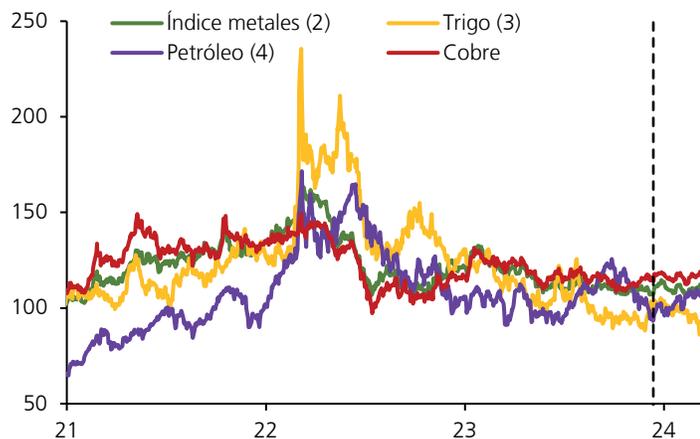


(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de diciembre 2023. (2) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral. (4) Para América Latina corresponde al eje derecho. (5) Índices estandarizados con media y desviación estándar entre 2010 y 2019. Para Desarrollados corresponde al promedio simple entre EE.UU., Eurozona, Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia. Para Emergentes, al promedio simple entre Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas, Sudáfrica, Hungría, Polonia, Brasil, México y Chile.
Fuentes: Bloomberg y Goldman Sachs.



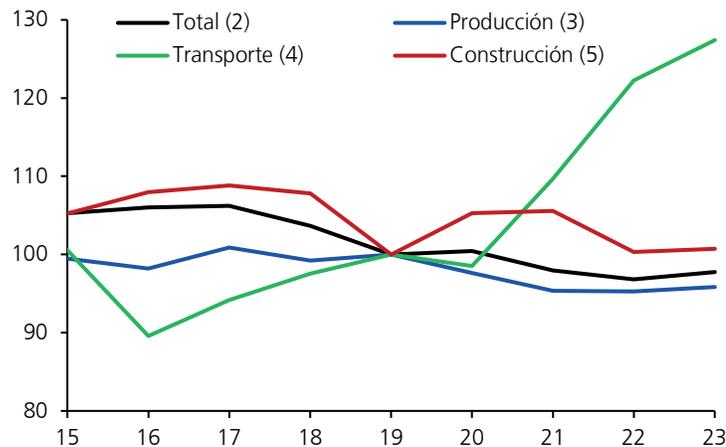
Los precios del petróleo y del cobre subieron desde el último IPoM, lo que contrasta con caídas en algunos alimentos (gráfico I.5). El valor del barril de crudo se ha visto afectado, entre otras razones, por el desarrollo de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y los anuncios de extensión de los recortes de producción por parte de la OPEP+. Al cierre de este IPoM, estos se ubicaban cerca de US\$84 para el promedio WTI-Brent (+13% desde el IPoM de diciembre). El precio del cobre también ha aumentado, influido por el dinamismo del rubro industrial en China. En los últimos años, dentro de este rubro, el sector de transportes se ha vuelto más intensivo en el uso del metal en el marco de la transición energética (gráfico I.6). El precio de la libra de cobre estaba en torno a US\$4 al cierre estadístico de este IPoM (+6% desde el IPoM de diciembre). Por su parte, los precios de varios granos han caído en meses recientes, ante mejores perspectivas para las cosechas y una mayor oferta. El índice de precios de alimentos de la FAO acumuló a febrero una caída de 3% respecto de noviembre (último dato conocido al cierre del IPoM de diciembre), con descensos en los subíndices de cereales, azúcar y aceites vegetales.

GRÁFICO I.5 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2024=100)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2023. (2) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (3) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes. (4) Promedio WTI-Brent.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6 INTENSIDAD DE USO DEL COBRE EN CHINA (1)
(índice 2019=100)



(1) Ratio de consumo de cobre sobre unidad de *output*. Numerador y denominador (por separado) están indexados a 2019=1, luego el ratio se multiplica por 100. (2) Consumo total de cobre refinado sobre el PIB real. (3) Consumo total de cobre refinado en los distintos sectores industriales sobre la producción industrial total de China. (4) Consumo total de cobre refinado en la industria de transporte sobre la producción total de vehículos. (5) Consumo total de cobre refinado en la industria de la construcción sobre el valor agregado del sector construcción.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CRU Group y Oxford Economics.



ESCENARIO NACIONAL

La inflación tuvo un rápido descenso desde los máximos de 2022 y se ubica en niveles más cercanos a la meta de 3% (gráfico I.7). La caída de la inflación se ha dado en un escenario en el que buena parte de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en años previos se han resuelto, gracias a la corrección de los excesivos niveles de gasto y donde la brecha de actividad se ha reducido.

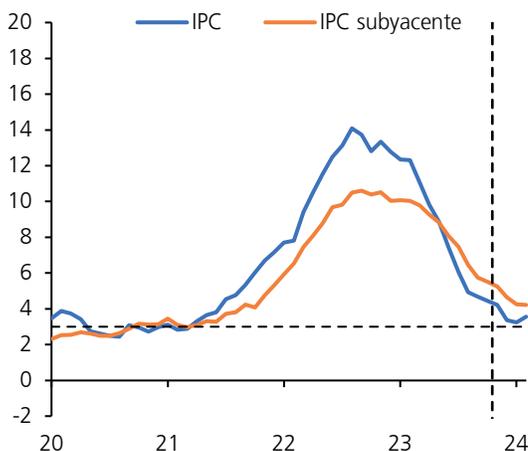
El proceso de baja de la inflación ha sido distinto entre sus componentes. Contrasta la rápida reducción en la parte de bienes con el mayor nivel que sostiene la de servicios. La evolución de la inflación de bienes refleja la brecha de actividad negativa que se observa en los sectores asociados al comercio de bienes (Recuadro II.1), además del alivio de los factores de costos globales y el moderado traspaso de la depreciación del peso sobre estos precios. Esto último fue reportado por varias empresas del comercio en el [IPN de febrero de 2024](#). La inflación de servicios ha tenido un retroceso más paulatino y mantiene altas variaciones mes a mes, en parte por la mayor inercia inflacionaria que la caracteriza.

De todos modos, la inflación tuvo una aceleración a inicios de este año, con registros que superaron lo previsto. A febrero, esta alcanzó 3,6 y 4,2% en su medición total y subyacente, respectivamente^{1/}.

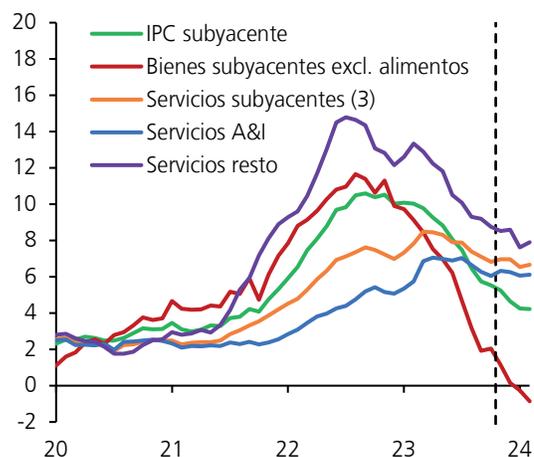
El aumento de la inflación mensual en enero y febrero respondió a factores como la depreciación cambiaria y alzas de precios externos, además de la indexación de algunos precios a nivel local. Las principales alzas se concentraron en ítems específicos, en un escenario en que la evolución mes a mes de las cifras de IPC ha mostrado mayor volatilidad desde hace algunos meses (Recuadro I.2). La variabilidad de los datos ha ido sorprendiendo sucesivamente al mercado, con discrepancias que además han ido en direcciones opuestas (gráfico I.8).

GRÁFICO I.7

Inflación total y subyacente (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



Inflación subyacente (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



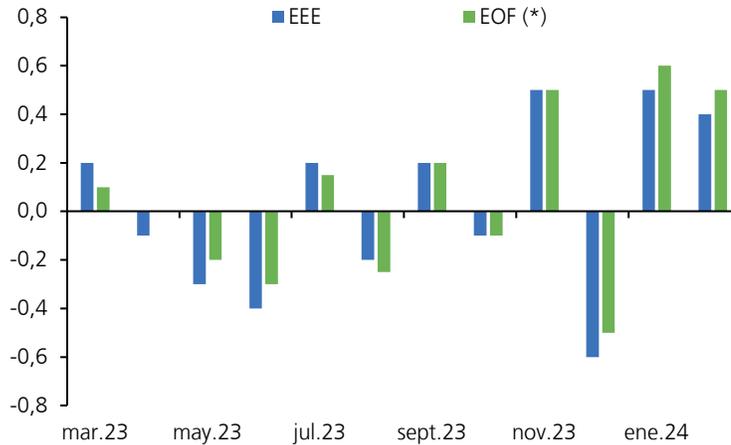
(1) Series consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. (2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2023. (3) Considera la suma de Servicios administrados e indexados (A&I) y Servicios resto.

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

^{1/} Para fines de análisis macroeconómico y la conducción de la política monetaria se utilizan las series referenciales de IPC para el año 2023 publicadas por el INE. Para mayor detalle, ver [Manual metodológico del INE](#) para la canasta 2023 y [Evolución de la inflación según la nueva canasta del IPC y Reestimación del IPC sin volátiles tras el cambio de canasta](#).



GRÁFICO I.8 DIFERENCIAS ENTRE INFLACIÓN MENSUAL EFECTIVA Y PROYECTADA
(puntos porcentuales)



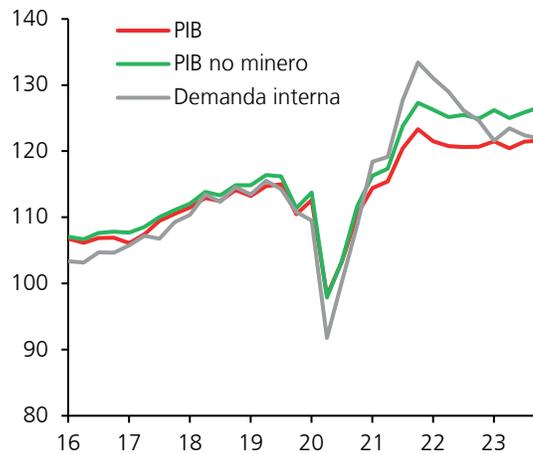
(*) En los meses que hubo dos publicaciones se considera el promedio entre ambos datos.
Fuente: Banco Central de Chile.

Este comportamiento reciente de la inflación ocurre a la par de indicadores de actividad que en la partida de 2024 han resultado mejores a lo anticipado. Previo a ello, el PIB había anotado variaciones trimestrales y anuales positivas en los dos últimos trimestres de 2023, cerrando el año con un crecimiento de 0,2% (0% en el IPoM de diciembre) (gráfico I.9). En lo que va del presente año, la serie desestacionalizada del Imacec acumuló un avance de 2,9 y 1,7% en el total y en su componente no minero, respectivamente. Ambos sorprendieron al alza en esos meses. Una parte de estas diferencias responde a una mayor demanda externa que, sumado al impacto de la depreciación cambiaria, ha favorecido el desempeño de algunas líneas industriales y agrícolas. También incidieron factores de oferta, particularmente en el valor agregado de la generación eléctrica y el sector pesquero. También existen elementos que indican un mayor impulso local, como el desempeño de los servicios empresariales. Algunos de estos desarrollos —especialmente aquellos relacionados a factores de oferta— tendrían un carácter transitorio.

GRÁFICO I.9

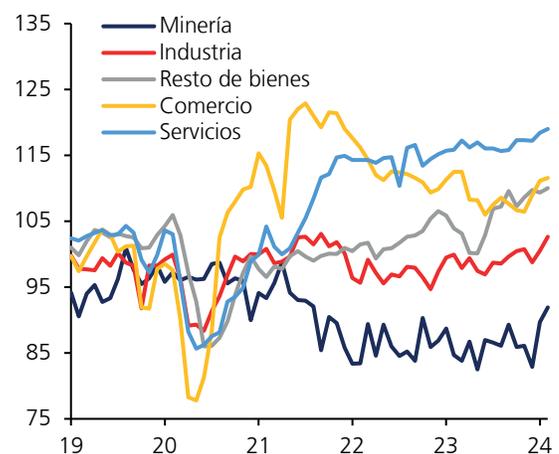
Actividad y demanda

(índice primer trimestre 2013 =100, desestacionalizado)



Imacec sectorial

(índice promedio 2018 = 100, desestacionalizado)

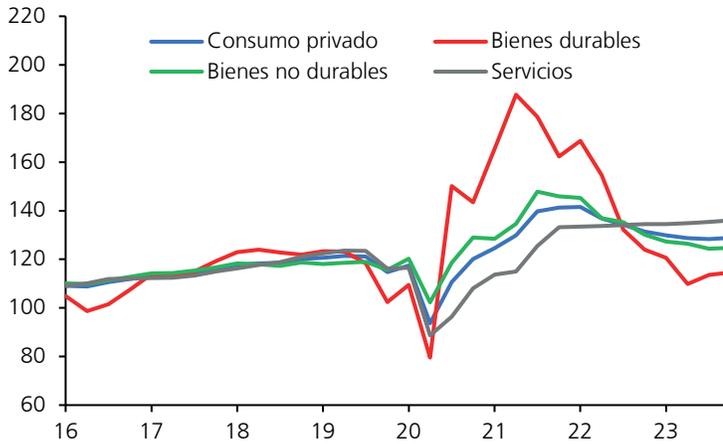


Fuente: Banco Central de Chile.



El mejor desempeño de la actividad se opone a una debilidad mayor que la prevista del componente transable de la demanda interna. Durante 2023, la serie desestacionalizada del consumo de los hogares tuvo caídas hasta el tercer trimestre, con una tenue recuperación en el último trimestre del año. Así, completó el año con una caída mayor a la proyectada: 5,2% (-4,6% en el IPoM de diciembre). Su contracción se dio en particular en los componentes de bienes durables y no durables, con mayor fuerza en la primera mitad del año, mientras el gasto en servicios aumentó levemente (gráfico I.10).

GRÁFICO I.10 CONSUMO PRIVADO POR COMPONENTES
(índice primer trimestre 2013 = 100, desestacionalizado)

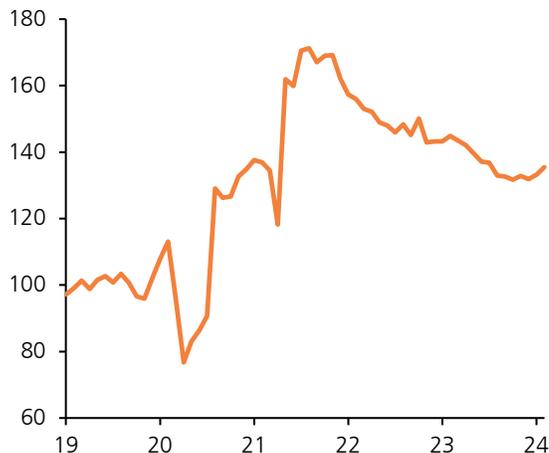


Fuente: Banco Central de Chile.

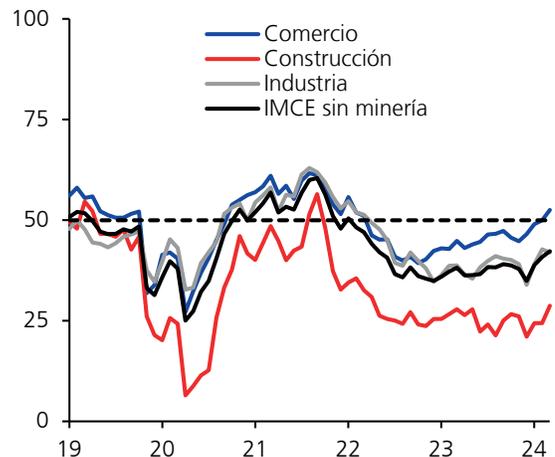
En todo caso, varios indicadores de alta frecuencia revelan una gradual recuperación del consumo en los últimos meses (gráfico I.11). Así lo exhiben el índice de actividad del comercio minorista (IACM), el índice de ventas diarias del comercio minorista (IVDCM) y los datos de boleta electrónica. Todo esto ocurre en un contexto de mejora gradual de la confianza de los consumidores (IPEC), aunque se mantiene en terreno pesimista. A su vez, las expectativas de las empresas del comercio, medidas por el IMCE, superaron el valor neutral (50) tras dos años en cifras negativas.

GRÁFICO I.11

Ventas mediante Transbank a residentes (1)
(índice promedio 2019=100, serie desestacionalizada)



IMCE (2)
(índice de difusión)



(1) Los datos pueden estar sujetos a rectificaciones en función de posibles correcciones o actualizaciones posteriores. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

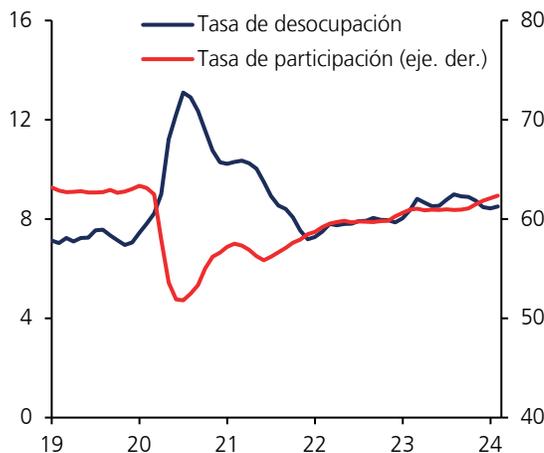
Fuentes: Banco Central de Chile, Transbank e ICARE.



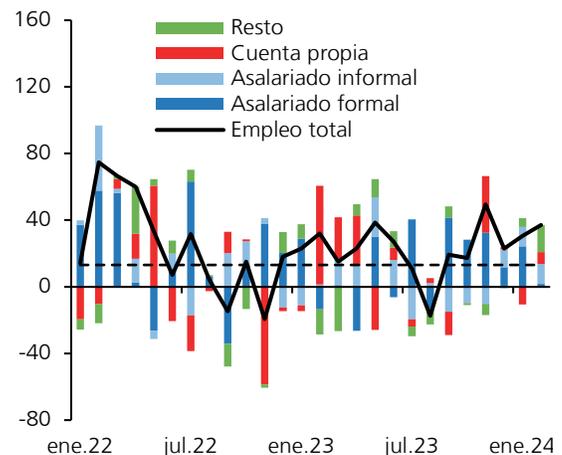
La evolución del consumo se da con un mercado laboral donde las tasas de ocupación y participación han retornado gradualmente a sus niveles de tendencia (gráfico I.12). Destaca el aumento del empleo asalariado en los últimos meses. En la recuperación de la tasa de participación total se constata un rezago en el tramo etario de mayores de 55 años —lo que podría estar asociado a razones más estructurales (Recuadro I.3). Con todo, la tasa de desempleo correspondiente al trimestre móvil terminado en febrero se ubicó en 8,5%, y continúa por sobre sus promedios de largo plazo. La evolución de los salarios reales sigue dando cuenta de una normalización de los ingresos laborales de los hogares tras el *shock* que significó la pandemia y el alza de la inflación.

GRÁFICO I.12

Tasa de desocupación y participación (porcentaje)



Empleo por categoría ocupacional (*) (diferencia trimestre móvil, miles, desestacionalizado)



(*) Empleo total corresponde al dato oficial desestacionalizado por el INE, mientras que las categorías ocupacionales fueron desestacionalizadas internamente usando X13-ARIMA-SEATS. Línea segmentada muestra promedio 2013-2019. Resto incluye empleadores, servicio doméstico y familiar no remunerado.

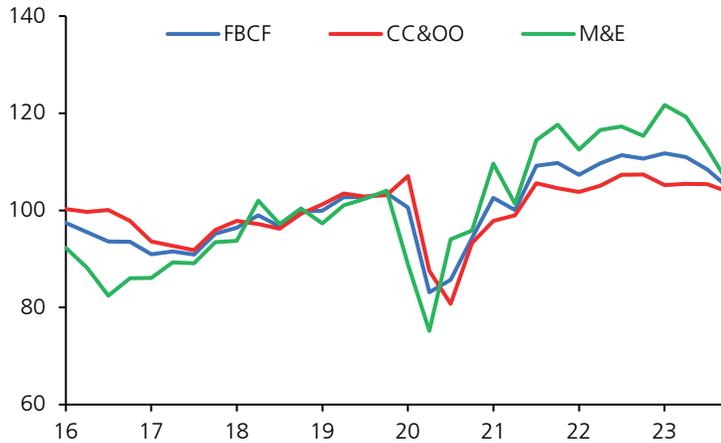
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) también mostró una debilidad mayor a la estimada preliminarmente, destacando el deterioro de la inversión en maquinaria y equipos (M&E) en la última parte de 2023 (gráfico I.13). Esta se contrajo 5,5 y 6,4% trimestre a trimestre en el tercer y cuarto trimestre del año, respectivamente. Cabe señalar que esa parte de la FBCF suele presentar mayor volatilidad. En lo reciente, esta podría haberse visto más afectada por el estrechamiento de las condiciones financieras globales de principios del cuarto trimestre, así como por la depreciación cambiaria. De todos modos, la caída de M&E en 2023 fue menor que la proyectada en el IPoM pasado debido a una corrección al alza de las cifras en el primer trimestre. Esto influyó en el resultado del año en su conjunto (-1,1%; -1,9% en el IPoM de diciembre). En lo que va del año, las importaciones de bienes de capital han mantenido una caída generalizada.

En construcción y otras obras (CC&OO), continúa la debilidad del segmento inmobiliario, mientras que en obras de ingeniería las señales son algo más positivas. Esto último coincide con la información de los catastros de inversión, en particular para la minería. Los subcomponentes del IMCE capturan la discrepancia entre ambas partes de la inversión en CC&OO. En cuanto a las perspectivas para la inversión, los entrevistados del [IPN de febrero](#) descartaban proyectos relevantes para 2024 y anticipaban una trayectoria similar o inferior a la de 2023.



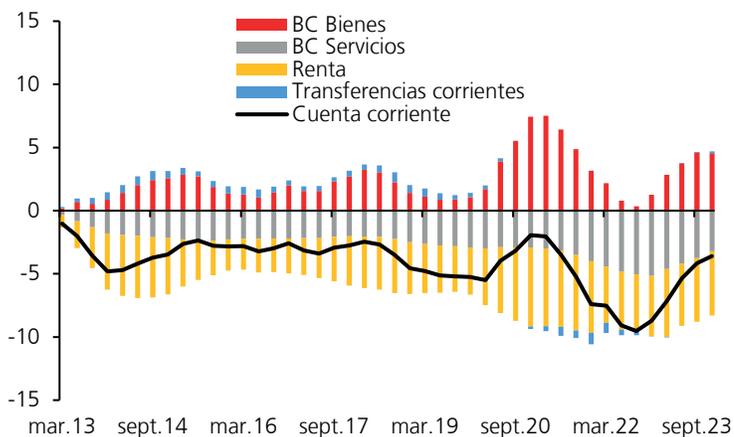
GRÁFICO I.13 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
(índice primer trimestre 2013 = 100, desestacionalizado)



Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit de cuenta corriente siguió disminuyendo en la última parte del 2023 y cerró el año en 3,6% del PIB (gráfico I.14). El mejor resultado del cuarto trimestre se debió esencialmente a un alza del saldo de la balanza comercial. Por un lado, las exportaciones mineras subieron, impulsadas por una mayor demanda externa y precios más favorables. Por otro, las importaciones de bienes cayeron, destacando la contracción de bienes de capital. Este deterioro ha continuado en lo que va de 2024, en el marco de una depreciación mayor del tipo de cambio. De todos modos, el déficit de la cuenta corriente durante 2023 en su conjunto superó lo previsto (3,3% en diciembre), en lo que influyó en buena parte el aumento de las remesas de rentas al exterior en los primeros tres trimestres del año. Con todo, el ahorro nacional se recuperó en 2023, alcanzando 19,4% del PIB, su mayor valor desde 2019.

GRÁFICO I.14 CUENTA CORRIENTE: INCIDENCIAS POR COMPONENTE
(porcentaje del PIB, suma móvil anual)

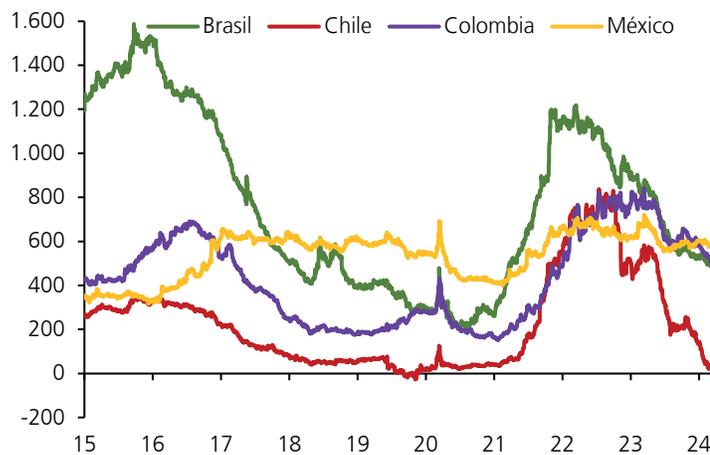


Fuente: Banco Central de Chile.



En el mercado financiero local, resalta la depreciación del peso en los últimos meses. Además de sus fundamentos habituales, esto se ha visto determinado por la influencia que ha tenido la postergación de la baja de tasas en EE.UU. y el proceso más lento de reducción en otros bancos centrales sobre el diferencial de tasas de Chile con otras economías (gráfico I.15). Esto ha llevado a una depreciación del peso del orden de 12% frente al dólar y en torno a 10% en su medida multilateral (TCM) desde inicios de año. Considerando el promedio de los 10 días previos al cierre de este IPoM y del anterior, las tasas *Swap* Promedio Cámara (SPC) nominales a 1 y 2 años plazo cayeron alrededor de 130 y 60pb, respectivamente. En el mismo período, las tasas SPC en UF a iguales plazos descendieron 190 y 80pb. Las tasas de interés de largo plazo han tenido vaivenes y al cierre de este Informe se encuentran cerca de 20pb por sobre las del cierre de diciembre. En el mismo lapso, el IPSA ha acumulado ganancias en torno a 9% (gráfico I.4).

GRÁFICO I.15 DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS A UN AÑO PLAZO RESPECTO DE EE.UU.
(puntos base)



Fuente: Bloomberg.

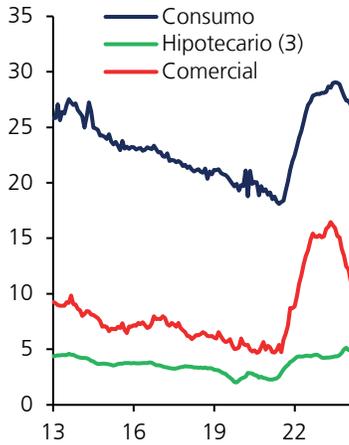
Más allá de su estacionalidad, las tasas de los créditos de más corto plazo han continuado reflejando los recortes de la TPM (gráfico I.16). Las tasas de las colocaciones comerciales decrecieron desde el IPoM de diciembre y promediaron 12,1% en febrero de 2024. Por su parte, las tasas de la cartera de consumo han descendido de manera más paulatina. En el caso de las tasas hipotecarias, si bien han caído en lo más reciente, se mantienen altas, en línea con la evolución reciente de las tasas de interés de largo plazo. La variación del stock de colocaciones reales ha sido acotada en la mayoría de las carteras.

Sin embargo, existen riesgos asociados al aumento de la morosidad y a requisitos más exigentes por parte de los bancos. La morosidad ha seguido aumentando en las distintas carteras, sobre todo en los créditos comerciales, cuya razón de mora superior 90 días se ubica significativamente por sobre sus máximos de los últimos diez años (gráfico I.16). Esto es coherente con los hallazgos presentados en el [IPN de febrero](#) de 2024, en el que los entrevistados mantienen una visión de condiciones financieras aún estrechas, especialmente en términos del retraso en el pago de los préstamos por parte de los clientes, y mayores exigencias de garantías bancarias.

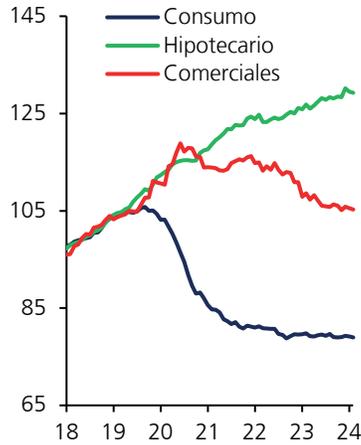


GRÁFICO I.16

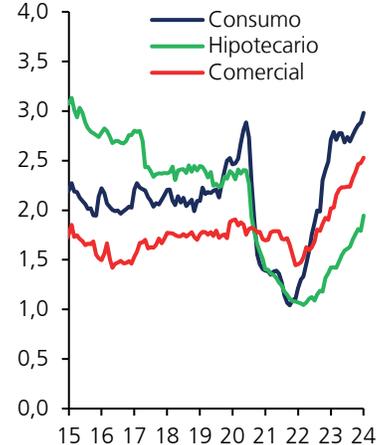
Tasas de interés de créditos (1) (2)
(porcentaje)



Stock de colocaciones reales (4)
(índice 2018 = 100)



Ratio de mora de más de 90 días
(porcentaje de la cartera respectiva)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes en la Región Metropolitana. (2) Series desestacionalizadas mediante Census X-12. (3) Corresponden a colocaciones en UF. (4) Los datos reales se construyen con el empalme de IPC base anual 2023, considerando su revisión más reciente.

Fuente: Banco Central de Chile.

Según distintas mediciones, las expectativas a dos años de la inflación anual se mantienen cercanas a 3% (gráfico I.17). Hacia fines del horizonte de política monetaria, tanto la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) como la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) apuntan a que la inflación se ubicará en su meta de 3%. En tanto, las compensaciones inflacionarias adelantan un valor de 2,8% para el mismo periodo. Por otro lado, la Encuesta de Expectativas y Determinantes de Precios (EDEP) correspondiente al trimestre móvil terminado en enero ubica a las expectativas de inflación de las empresas en 4% a dos años. Las expectativas inflacionarias a diciembre de este año se encuentran en 3,5% de acuerdo con la EEE de marzo y en 3,7% según las expectativas que se desprenden de los seguros de inflación.

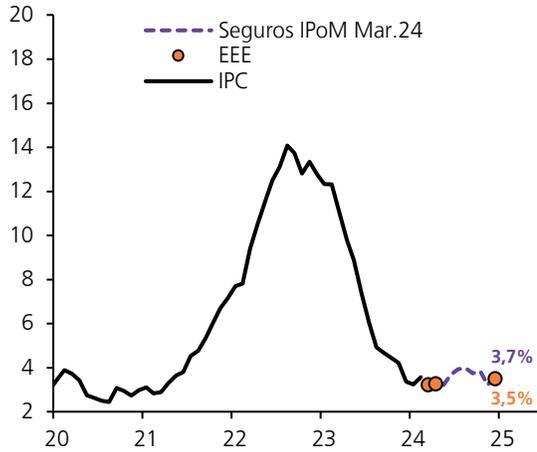
Al cierre estadístico de este IPoM, las expectativas del mercado para el crecimiento económico de 2024 se mantienen en línea con lo proyectado en diciembre, mientras para 2025 se ubican levemente por sobre 2%. Los encuestados de la EEE de marzo anticipan un crecimiento de 1,8% para el año en curso, mientras que Consensus Forecasts lo ubica en 2,0%. Para 2025, las expectativas de la EEE y Consensus Forecasts se posicionan en 2,2 y 2,4%, respectivamente.

Las expectativas para la TPM continúan dando cuenta del proceso de normalización monetaria actualmente en curso. La EEE y la EOF anticipan una TPM de 4% y de 4,25% en el horizonte de política monetaria, respectivamente, mientras las expectativas implícitas en las tasas SPC sugieren que esta alcanzará 4,75% en el mismo plazo. Para fines de 2024, la EEE ubica la tasa en 4,5% y las expectativas implícitas en los mercados financieros en 4,75%.



GRÁFICO I.17

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



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



(1) Series consideran la canasta de referencia 2023 del IPC. Los seguros consideran los precios promedio de 10 días al 1 de abril.
(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 abril 2024. 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 marzo 2024 toma en cuenta el promedio de los últimos 10 días al 1 de abril.
Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.1:

Riesgos en la convergencia inflacionaria internacional

Desde la segunda mitad de 2022 la inflación ha caído de manera generalizada tanto en economías avanzadas como emergentes. Esto se ha explicado, en buena medida, por la evolución de los componentes de bienes, en un contexto global donde se han resuelto las disrupciones a las cadenas productivas y han disminuido los costos de transporte y los precios de diversas materias primas. La inflación de servicios, en cambio, ha permanecido elevada en comparación con sus niveles históricos en la mayoría de los casos (gráfico I.19). En los últimos meses se ha observado alguna reversión de los factores que contribuyeron a la desaceleración de precios transables, lo que impone algunos elementos de riesgo en la evolución de la inflación. Estos incluyen los costos del transporte, los precios de la energía y la contribución de los precios de las manufacturas de China a la desinflación global.

La normalización de los costos de transporte fue un factor importante en la relajación de las restricciones de oferta surgidas durante el Covid (gráfico I.20a). Estimaciones econométricas y contables en base a matrices de insumo-producto para 57 países indican que, en el *peak* del tercer trimestre de 2022, el aumento de los costos de transporte habría aportado en torno a 0,8 puntos porcentuales (pp) a la inflación global. Asimismo, su normalización reciente estaría teniendo una incidencia negativa del orden de 0,7pp^{1/} (gráfico I.20b). Naturalmente, con la normalización de los costos de transporte las presiones deflacionarias tenderán a desaparecer hacia fines de 2024. Se agrega a esto que los conflictos en Medio Oriente y el Mar Rojo están generando nuevas presiones al alza en los costos de transporte. De mantenerse en su nivel actual por seis meses, generarían presiones inflacionarias adicionales en 2025, del orden de 0,4pp (gráfico I.20b).

La caída de precios de la energía desde su *peak* en 2022—luego de la invasión rusa a Ucrania—también fue un factor importante para la desinflación global. La liberación por parte de EE.UU. de una porción significativa de su reserva estratégica de petróleo (SPR), junto con la buena evolución de la oferta a nivel global—sobre todo en países no OPEP+—, contribuyeron a mitigar los efectos del deterioro de la situación geopolítica. No obstante, hacia adelante, las perspectivas de la oferta son menos auspiciosas. Se espera que la producción en EE.UU. se modere y los miembros de la OPEP+ no aumenten sus niveles de producción^{2/}. A esto se suma la posibilidad que la situación geopolítica sea más persistente o incluso empeore, lo que pondría presiones adicionales sobre el precio de esta materia prima.

Finalmente, el escenario macroeconómico en China, con un consumo débil y una producción industrial dinámica, ha contribuido a la desinflación global de bienes en lo más reciente. Se estima que, durante el último semestre de 2023, el efecto combinado de la demanda y oferta de China contribuyó en más de 1pp a la caída de la inflación de bienes —excluyendo alimentos y energía— en EE.UU. (gráfico I.21). Hacia adelante, si la debilidad del consumo no continúa profundizándose y/o la velocidad de expansión de la producción industrial se modera, estos efectos deflacionarios podrían disminuir.

^{1/} De este modo, la normalización de los costos de transporte habría contribuido desde su *peak* en tercer trimestre de 2022 (+0.8pp) hasta su normalización a inicios de 2024 (-0,7pp) en torno a 1,5pp a la caída de la inflación global. Los detalles sobre esta estimación y otros aspectos de este Recuadro están disponibles en [Pustilnik et al. \(2024\)](#).

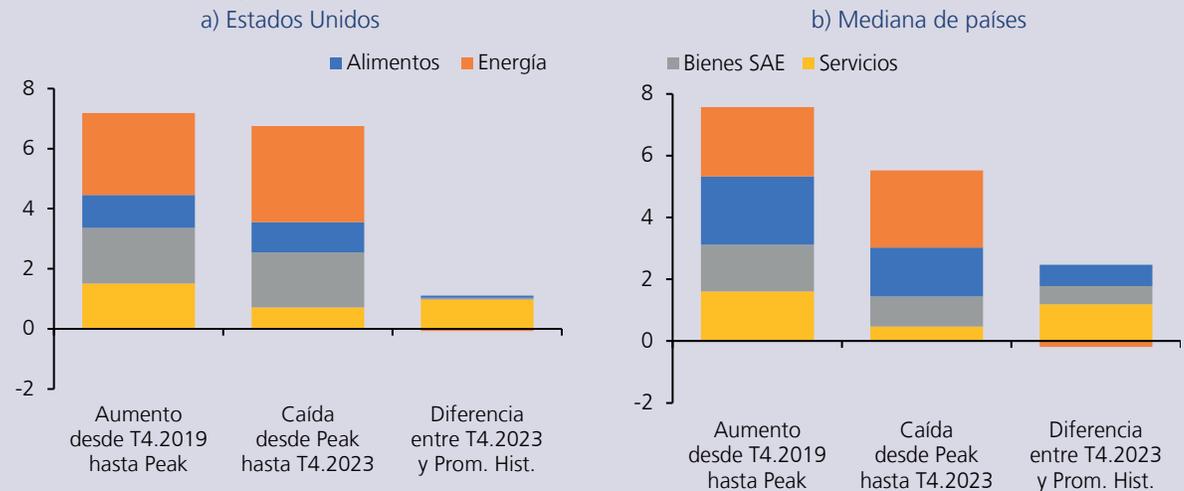
^{2/} En el caso de EE.UU los niveles de inversión en extracción se han mantenido contenidos y no se esperan nuevas reducciones del SPR, que se encuentran en niveles acotados. En el caso de la OPEP+ en lo reciente se ha acordado prolongar recortes voluntarios a la producción por 2,2 millones de barriles durante el segundo trimestre de 2024.



Conclusiones

El rápido descenso de la inflación global se ha concentrado en los bienes. En ello han contribuido algunos factores de oferta, cuya incidencia se está diluyendo (costos de transporte, cadenas de valor y presiones desde China), a lo que se agregan el alza reciente en los costos de transporte y las perspectivas para los precios de los combustibles. Este escenario impone ciertos grados de incertidumbre a la velocidad de la convergencia de la inflación global.

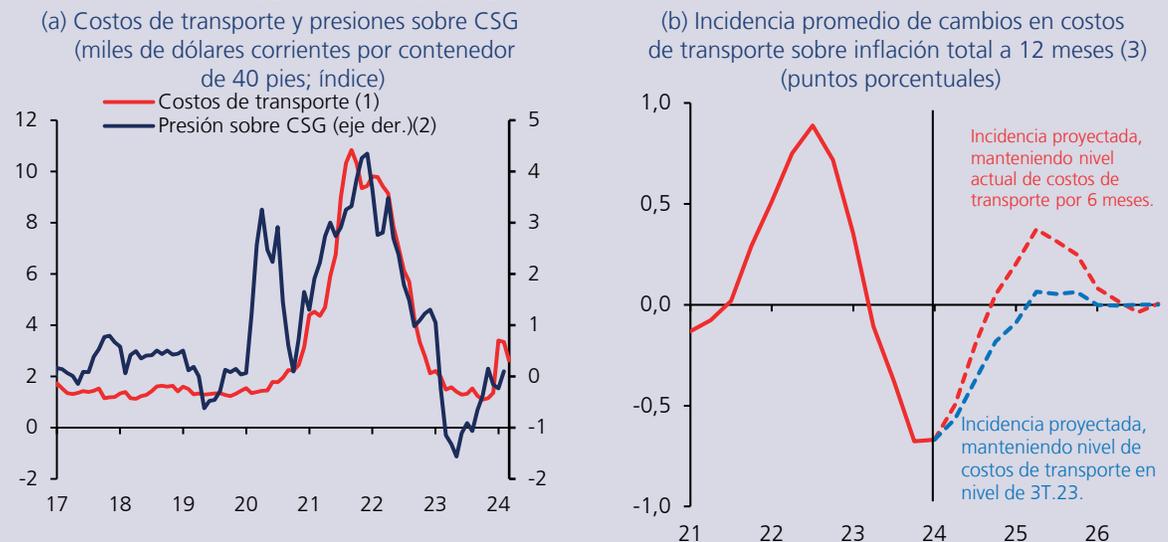
GRÁFICO I.18 INCIDENCIA DE PRINCIPALES COMPONENTES DEL IPC (*)
(puntos porcentuales)



(*) Incidencias computadas con canastas de IPC armonizadas (ECOICOP) y pesos originales de cada país. Ver detalles en [Bajraj et al. \(2023\)](#).

Fuente: Base de Inflación Global, según [Bajraj et al. \(2023\)](#).

GRÁFICO I.19 COSTOS DE TRANSPORTE E INFLACIÓN

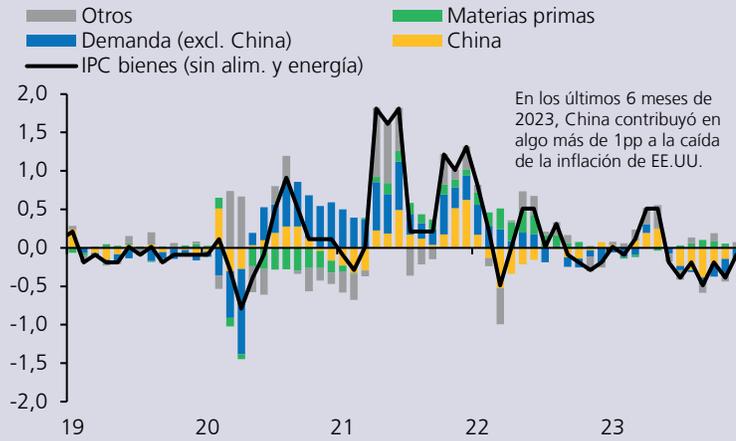


(1) Índice *Freightos Baltic*. (2) Índice de Presión sobre Cadena de Suministro Global (IPCSG, GSCPI en inglés). (3) Modelo de Proyección Local (Jorda, 2005) con inflación trimestral armonizada de 57 países ([Bajraj et al., 2023](#)) entre 2010 y 2023. Incidencia acumulada de *shocks* a costos de transporte durante 8 trimestres previos. Para más detalles, ver [Pustilnik et al. \(2024\)](#).

Fuentes: *Freightos Baltic Index*, New York Fed y [Pustilnik et al. \(2024\)](#).



GRÁFICO I.20 DESCOMPOSICIÓN DEL IPC DE BIENES (SIN ALIM. Y ENERGÍA) DE EE.UU. (*)
(variación mensual, desvíos respecto de la media)



(*) Descomposición histórica del IPC de bienes (exc. alimentos y energía) de EE.UU. en base a un VAR con restricciones de signo. Valores expresados como desvíos de la media entre 2012 y 2023. Para identificar los *shocks* se usa el índice de precios del productor de China, la producción industrial de China, la producción industrial global excluyendo a China y los precios globales de materias primas. Los factores de oferta y demanda China se suman para calcular su contribución total. Para más detalles, ver [Pustilnik et al. \(2024\)](#).

Fuentes: China Bureau of Statistics, Bureau of labor Statistics, S&P y Bloomberg.



RECUADRO I.2:

Evolución reciente de la inflación subyacente

Distintos factores han afectado el análisis de la evolución de la inflación subyacente de Chile desde el IPoM de diciembre. En primer lugar, el INE publicó una nueva canasta y metodología de cálculo del IPC, con base 2023 = 100. En segundo lugar, el Banco Central reestimó la canasta que utiliza para el cálculo del IPC sin volátiles, así como los parámetros ocupados para otras medidas de tendencia inflacionaria. Finalmente, en diciembre, enero y febrero se registraron inflaciones mensuales que evidenciaron una volatilidad mayor a lo usual. Este Recuadro detalla la dinámica de la inflación subyacente a la luz de estas novedades.

Publicación nueva canasta IPC base 2023 = 100

Siguiendo el compromiso adoptado en 2009, el INE actualizó la canasta de bienes y servicios utilizada para el cálculo de la inflación. Las series referenciales para 2023 calculadas con la nueva canasta arrojaron una inflación para 2023 en torno a 0,6 puntos porcentuales (pp) menor a la calculada con la canasta anterior. La diferencia se explicó, principalmente, por el ajuste de los ponderadores de los productos en la nueva canasta —aumentando la participación de bienes, y reduciendo la de servicios. En términos de las variaciones mensuales, las principales diferencias se concentraron en los primeros meses del año, sin observarse grandes cambios en las mediciones desde agosto 2023 en adelante^{1/}. Así, las diferencias en las variaciones anuales entre canastas irán disminuyendo durante la primera parte de este año.

Reestimación del IPC sin volátiles

El IPC sin volátiles es un índice que excluye productos cuya evolución es poco informativa de la tendencia inflacionaria. Tal como se señala en el blog sobre la [reestimación del IPC sin volátiles tras el cambio de canasta](#), el índice se obtiene buscando la canasta de subclases que minimiza una función de pérdida que evalúa cuatro propiedades deseables en una medida de inflación subyacente: persistencia, volatilidad, sesgo respecto de la inflación total y error predictivo. Respecto de la metodología original^{2/}, en la reestimación del indicador se entregó mayor robustez al proceso de optimización al incorporarse un algoritmo que permitió considerar pequeñas modificaciones en el ordenamiento inicial de las subclases por volatilidad. La reestimación de la inflación sin volátiles, considerando para su cálculo las series referenciales, arrojó que la inflación acumulada durante 2023 fue 0,8pp menor a la calculada con la canasta anterior. De todos modos, al igual que para el IPC, tampoco se observaron cambios relevantes en los registros mensuales de fines de 2023, por lo que las diferencias de las variaciones anuales entre canastas disminuirán en los próximos meses.

Junto al IPC sin volátiles, el Banco Central monitorea regularmente otros indicadores que buscan capturar las tendencias inflacionarias mediante la exclusión de componentes “ruidosos” del IPC. Entre estos, destacan la media podada, media podada por volatilidad, media ajustada por varianza y la mediana. En lo reciente, también se calibraron los parámetros de estas medidas con el fin de obtener un buen desempeño en términos de las propiedades antes mencionadas. En todo caso, cuando se comparan con el IPC sin volátiles 2023 = 100, este último tiene un mejor desempeño en términos de las propiedades deseables antes descritas. [Guzmán et al. \(2024\)](#) describen las metodologías utilizadas para la reestimación de las distintas medidas subyacentes y presentan una breve comparación entre estas.

Dinámica reciente de la inflación subyacente

La actualización de las distintas medidas muestra un notorio descenso de la inflación subyacente en 2023 respecto de los máximos de 2022. Esto fue impulsado por una menor inflación de bienes (gráfico I.22a), la que refleja una tendencia desinflacionaria común a otras economías (Recuadro I.1) y que se vio reforzada por

^{1/} Ver análisis tras la publicación de la nueva canasta en el blog [Evolución de la inflación según la nueva canasta del IPC](#).

^{2/} En base a [Carlomagno et al. \(2023\)](#).



brechas sectoriales que se volvieron negativas desde 2023 (Recuadro II.1). La inflación de servicios subyacente también bajó respecto de sus máximos, aunque más lento, lo que la ubica aún en niveles de inflación elevados desde una perspectiva histórica.

Los meses recientes se han caracterizado por un aumento en las velocidades de la inflación y las distintas medidas subyacentes (gráfico I.22b). En ello han incidido registros en bienes más elevados que los de mediados de 2023, pero que aún sugieren un moderado grado de traspaso de la depreciación cambiaria. En el último mes, también se observó una aceleración importante en servicios, aunque concentrada en un número acotado de productos (gráfico I.22c), entre los que destaca el precio del arriendo. Este último marcó una elevada variación mensual en febrero, más allá de los patrones usuales de indexación a la inflación pasada, la que será importante monitorear para comprender mejor sus causas y determinar su persistencia.

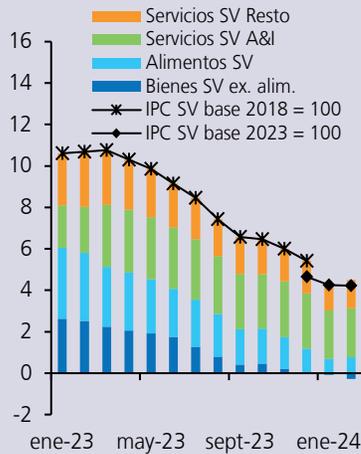
En adelante se prevé que las presiones de costos continuarán traspasándose a la inflación. En los servicios sin volátiles se anticipa una gradual convergencia —incluso más lenta que en la proyección anterior— en la medida que los precios y los costos laborales se indexen a inflaciones más bajas. Los bienes subyacentes serán afectados por la depreciación del tipo de cambio, aunque se prevé que el traspaso cambiario seguirá siendo moderado dadas las holguras en sectores relevantes para su consumo. Sin embargo, se reconocen escenarios en los que un mayor traspaso cambiario junto con mayores presiones externas —particularmente de los costos de transporte— podrían repercutir aún más en la inflación de bienes.

Observaciones finales

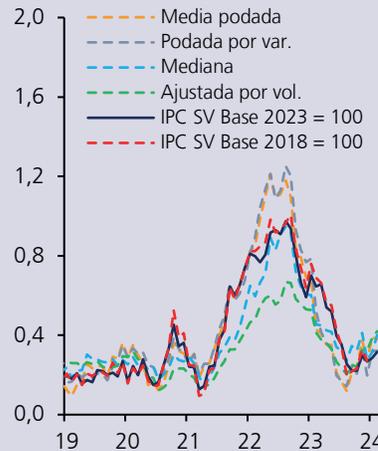
La nueva canasta del IPC y la reestimación de la medida sin volátiles arrojan una inflación anual menor a la obtenida con la canasta previa, confirmando el marcado proceso de disminución de la inflación durante 2023. De todos modos, las variaciones mensuales de ambos indicadores mostraron una dinámica similar a lo previamente estimado en la segunda parte del año pasado. A su vez, en lo más reciente se ha observado un aumento en las velocidades de la inflación subyacente, en línea con la depreciación cambiaria de los últimos meses y en parte asociada a ítems específicos, cuya evolución se debe seguir monitoreando hacia adelante.

GRÁFICO I.21

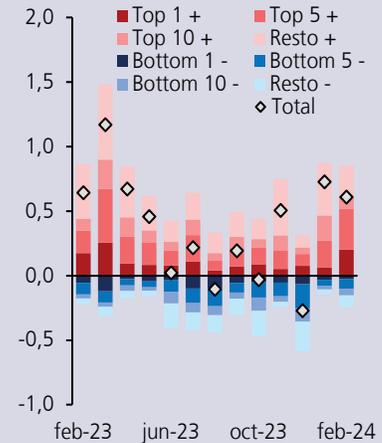
a) IPC sin volátiles e incidencia (1)
(variación anual, puntos porcentuales)



b) Medidas de inflación subyacente (2)
(var. del prom. móvil de 3 meses, porcentaje)



c) Contribuciones a IPC sin volátiles (3)
(incidencias sobre var. mensual, puntos porcentuales)



(1) A partir de enero 2024 las incidencias se calculan utilizando los índices con base anual 2023=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Considera series referenciales y desestacionalizadas. (3) Top (Bottom) corresponden a la incidencia positiva (negativa) que acumulan los 1, 5 y 10 productos que más (menos) inciden en el IPC sin volátiles en su variación mensual. Fuente: Banco Central de Chile.



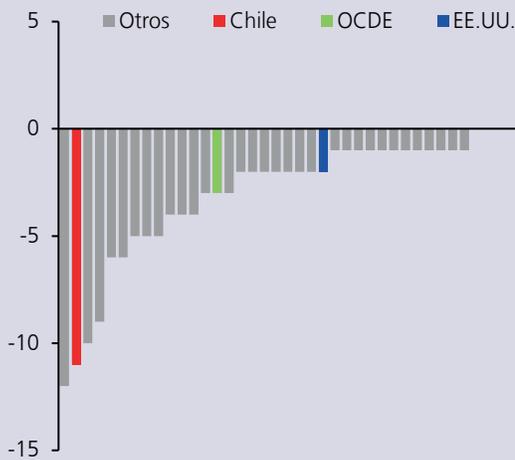
RECUADRO I.3:

Participación laboral de las personas de mayor edad

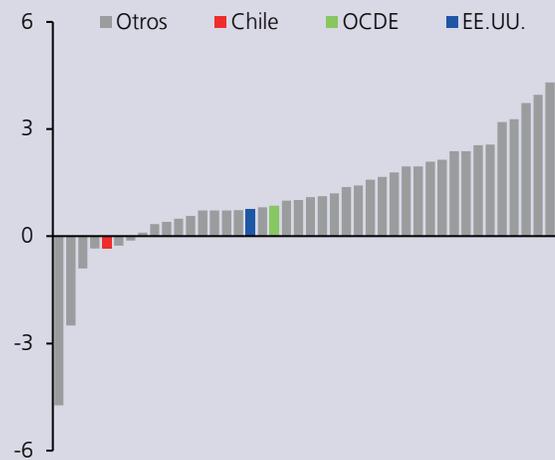
La pandemia del Covid-19 conllevó una caída sin precedentes en las tasas de participación laboral de todos los grupos etarios en el segundo trimestre de 2020 (gráfico I.22a). Medidas sanitarias estrictas para mitigar los efectos de la pandemia en la población fueron acompañadas de medidas económicas para reducir el impacto sobre la capacidad productiva de la economía. Con todo, esta situación y la propia percepción de riesgo pandémico de parte de algunos grupos de trabajadores implicaron que muchos de ellos dejaran sus puestos de trabajo. Este fenómeno fue, en mayor o menor medida, un fenómeno global ([Bertinatto et al., 2022](#)). Hacia 2023, la caída en las tasas de participación laboral se había revertido en casi todos los países de la OCDE. Sin embargo, en Chile esta reversión no ha sido completa, lo que se explica en gran medida por un débil reingreso a la fuerza laboral de trabajadores mayores de 55 años (55+ en adelante) (gráfico I.22b).

GRÁFICO I.22 CAMBIO EN LA TASA DE PARTICIPACIÓN EN PAÍSES DE LA OCDE
(puntos porcentuales)

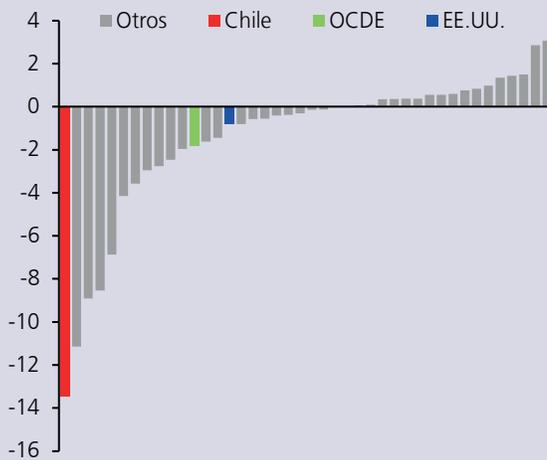
a) Cambio en la tasa de participación: 15 a 64 años
Segundo trimestre 2019 a segundo trimestre 2020



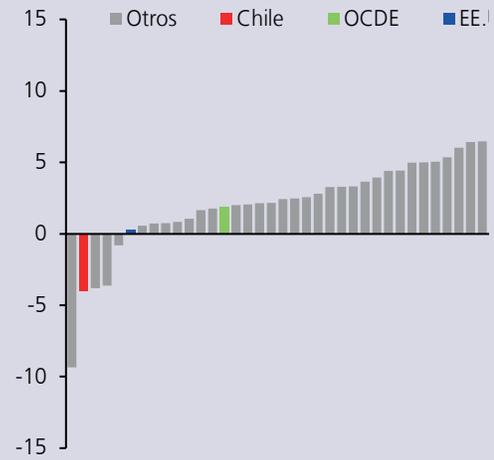
Segundo trimestre 2019 a segundo trimestre 2023



b) Cambio en la tasa de participación: 55 a 64 años
Segundo trimestre 2019 a segundo trimestre 2020



Segundo trimestre 2019 a segundo trimestre 2023

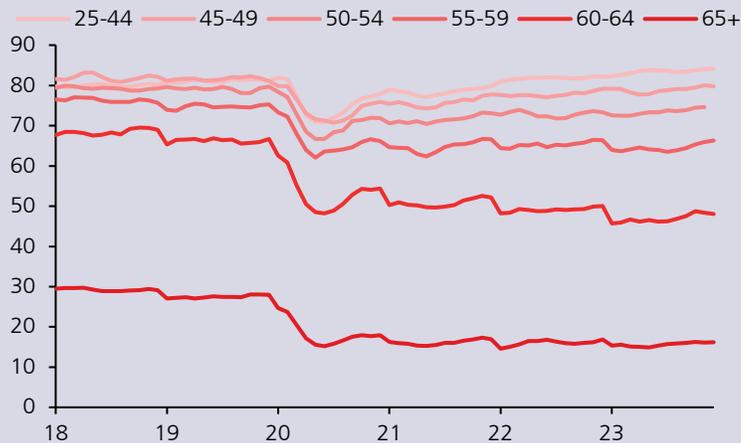


Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).



Los cambios en la tasa de participación del gráfico I.22 no solo miden la evolución de los trabajadores que tenían 55+ al momento de la pandemia, sino también el efecto composición asociado a la incorporación de trabajadores que cumplieron esa edad en el intertanto. Un análisis más granular, tomando como referencia la edad que los trabajadores tenían al inicio de la pandemia, permite ver que mientras más edad tenían a inicios de 2020, más permanente ha sido la caída en la participación (gráfico I.23). Esto contrasta con los grupos de menor edad, que han recuperado paulatinamente los niveles de participación prepandemia.

GRÁFICO I.23 PARTICIPACIÓN LABORAL POR EDAD EN 2020
(porcentaje)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta Nacional de Empleo (ENE).

La evidencia muestra que la probabilidad de reinsertarse en el mercado laboral, desde la inactividad, depende principalmente de la edad del trabajador, del tiempo transcurrido desde el último empleo y del motivo detrás de la inactividad. A mayor edad y mayor tiempo transcurrido desde el último empleo, menor es la probabilidad de reingreso en el empleo^{1/}. En Chile, en el caso del empleo formal, hay un 45% de probabilidad de que un trabajador de 25-39 años no retorne a ese tipo de empleo si lleva tres años fuera del mercado laboral. Esta probabilidad aumenta a cerca de 55% si el trabajador tiene 60 años o más (gráfico I.24a). Para los trabajadores 55+, el motivo de desaliento no parece tener un rol importante en la caída reciente de la participación laboral. Por el contrario, el mayor motivo reportado para la disminución de la participación laboral es la jubilación, lo cual podría indicar que el estado de inactividad es permanente (gráfico I.24b)^{2/}.

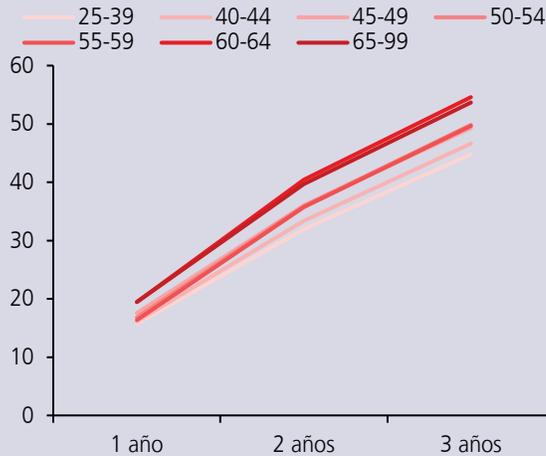
^{1/} La baja tasa de reingreso a la fuerza laboral desde la inactividad es el principal motivo que explica la menor tasa de participación de los trabajadores de mayor edad en EE.UU. (Choi et al., 2014). Ello puede asociarse a factores como la pérdida de habilidades específicas, que son difíciles de recuperar para trabajadores de mayor edad y que afectan los posibles salarios de reingreso.

^{2/} La proporción de inactivos marginales para la cohorte que tenía 55 años o más en 2020 se ha mantenido constante desde esa fecha. Ver Bauducco, Castillo y Tapia (2024) para más detalles.



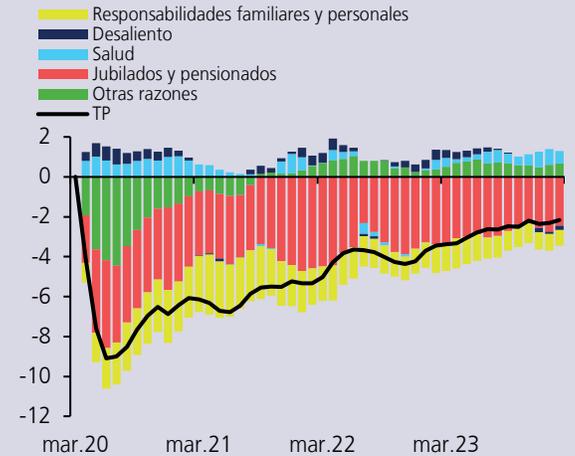
GRÁFICO I.24

a) Probabilidad condicional de no retornar al empleo formal, dado el tiempo (años) transcurrido desde el último empleo (porcentaje)



b) Cambio en la tasa de participación de los mayores de 54 años por motivos de inactividad (1)(2)

(diferencia c/r a marzo 2020, puntos porcentuales)



(1) Niveles desestacionalizados internamente con X13-ARIMA-SEATS. (2) Dado que la tasa de participación es igual a $1 - (\text{Inactividad} / \text{Población en edad de trabajar})$, se puede descomponer la tasa de participación en los distintos motivos de inactividad. Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Encuesta Nacional de Empleo (ENE) y del Servicio de Impuestos Internos.

Conclusiones

La participación laboral del grupo de trabajadores 55+ cayó fuertemente durante 2020 y, a diferencia de los otros grupos etarios, se encuentra aún alejada de sus niveles de tendencia (11 puntos porcentuales debajo de la participación en 2019). Dada la edad de estos trabajadores, el largo tiempo transcurrido desde el inicio de la pandemia y el hecho de que el principal motivo reportado para el aumento de la inactividad en este grupo etario sea la jubilación, es razonable concluir que esta caída en las tasas de participación será prolongada, al menos para la cohorte que ya tenía 55 años o más al comienzo de la pandemia. Esto implica un efecto persistente sobre la tasa de participación agregada de la economía mientras esta cohorte esté incluida en la población sobre la que se calcula dicha tasa.

Un corolario de este análisis es que, para caracterizar las holguras del mercado laboral en la coyuntura actual, es más apropiado mirar las tasas de desocupación que los niveles de empleo de distintos segmentos etarios respecto del período prepandemia.



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La inflación se ha reducido rápido desde sus máximos de 2022, situándose más cerca de 3%^{1/}. Esto, en un escenario en que el desempeño de la actividad ha superado lo proyectado en diciembre, mientras que el de la demanda final ha sido más débil, en particular por el componente transable del consumo y la formación bruta de capital fijo (FBCF)^{2/}. La postergación de la baja de tasas en EE.UU. y el proceso más lento de reducción en otros bancos centrales han influido en el diferencial de tasas de Chile con otras economías. Lo anterior, en conjunto con el comportamiento de sus otros determinantes, han presionado el peso más allá de lo previsto. El mayor tipo de cambio, sumado al aumento de algunos precios internacionales, incrementarán la inflación total y subyacente durante este año. De ahí en adelante, se espera que ambos indicadores retornen gradualmente hacia 3% dentro del horizonte de política monetaria de dos años. Esto considera la transitoriedad de los factores mencionados, un crecimiento de la actividad local que se irá aproximando a sus tasas de tendencia y una reducción gradual del tipo de cambio real (TCR). Se proyecta un crecimiento del PIB entre 2 y 3% este año, dada la aceleración transitoria de la actividad en los últimos meses y un mayor impulso externo. Para 2025 y 2026, se prevé un rango de crecimiento entre 1,5 y 2,5%. El Consejo prevé que, en línea con el escenario central de este IPoM, la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguirá reduciéndose. La magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

PROYECCIONES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

Respondiendo a varios factores, la actividad local ha retomado impulso en el inicio de este año y ha superado lo previsto. Esto se evidencia tanto en la parte minera como no minera del Imacec (tabla II.1; gráficos II.1 y II.2). La industria manufacturera y el sector agrícola fueron favorecidos por una mayor demanda externa. También incidieron factores de oferta, como el mayor valor agregado de la generación eléctrica en Electricidad, gas y agua (EGA). Se sumó la recuperación del comercio y algunos servicios. En la minería, el dinamismo provino tanto de la parte no metálica como de la metálica (INE). Esta dinámica elevará el PIB del primer trimestre, pero la transitoriedad de algunos elementos anticiparía menores velocidades en el corto plazo, en línea con las consideradas previamente^{3/}.

^{1/} Para fines del análisis macroeconómico y la conducción de la política monetaria, el Consejo utiliza la serie con base 2023=100, llamada IPC referencial, la que solo considera información de la nueva canasta. Para fines de reajustabilidad de contratos, obligaciones o valores indexados, se utiliza la variación anual del IPC informada por el INE. Esta combina el IPC base 2018 y base 2023. A febrero arrojó un alza de 4,5% anual.

^{2/} Como es habitual en marzo, la publicación de las Cuentas Nacionales considera la estimación del PIB del año anterior y las revisiones de las cifras de los dos años previos. Las series del Imacec también se revisan en coherencia con esta nueva información.

^{3/} La medición de la estacionalidad y de las tasas de variación de febrero y marzo de 2024 deben ser evaluadas cuidadosamente, pues el año bisiesto y la celebración de Semana Santa provocan diferencias significativas en la composición de días hábiles de los meses del primer trimestre de este año. Para más detalle, ver Blog: [La importancia del efecto calendario en la actividad económica chilena - Banco Central de Chile \(bcentral.cl\)](#)



Al contrario de la actividad, en la segunda mitad de 2023, la demanda final (que excluye la variación de existencias) resultó por debajo de lo esperado, particularmente en el componente transable del consumo privado y la FBCF (tabla II.1; gráficos II.1 y II.2). Las nuevas Cuentas Nacionales reportaron mayores niveles de la FBCF en 2022 y comienzos de 2023, lo que llevó a revisar al alza el resultado de ambos años hasta 3,9 y -1,1% anual, respectivamente (2,8 y -1,9% en el IPoM de diciembre, en cada caso). Sin embargo, las nuevas cifras también dieron cuenta de una fuerte reducción en el segundo semestre de 2023, la que se intensificó en el último trimestre. Este comportamiento de la FBCF fue reflejo de la evolución de maquinaria y equipos (M&E), el que por lo general es más volátil. Todo esto, en medio de un período de depreciación cambiaria y empeoramiento de las condiciones financieras globales.

En 2023, el consumo privado registró una caída superior a la prevista (-5,2% anual versus -4,6% en diciembre), luego de su fuerte crecimiento en los dos años previos (tabla II.1; gráficos II.1 y II.2). El gasto de los hogares mostró caídas trimestrales en su serie desestacionalizada hasta el tercer trimestre del año pasado, tornándose levemente positivo recién a fines de 2023. El proceso de ajuste del consumo se manifestó especialmente en los bienes durables y no durables. Los servicios mostraron un desempeño más estable. Esto ha tenido su correlato en la dinámica inflacionaria, donde los bienes han liderado la caída de la inflación, en línea con las mayores brechas en los sectores representativos de esta parte del consumo (Recuadros I.2 y II.1).

En el escenario central, se proyecta que el PIB crecerá este año entre 2,0 y 3,0% (1,25-2,25% en diciembre). En gran parte, esto responde a la aceleración transitoria de la actividad en el primer trimestre y a un mayor impulso externo. Esta proyección contempla la reversión de algunos elementos que impulsaron la actividad en el primer trimestre, lo que implicará una moderación de sus velocidades de expansión en el segundo trimestre. El escenario externo algo más favorable y la depreciación del TCR darán mayor impulso al sector exportador (tabla II.1, gráficos II.1 y II.2).

Tanto para 2025 como para 2026 se prevé que la economía crezca entre 1,5 y 2,5%, lo que contempla que la actividad irá convergiendo a su tasa de crecimiento potencial. El mejor desempeño al comienzo de este año se traduce en una brecha de actividad que se vuelve positiva en lo inmediato, pero que regresará a cero y se mantendrá en torno a ese valor a mediano plazo (tabla II.1, gráficos II.1 y II.2).

La proyección sigue considerando que el consumo tendrá tasas de variación positivas en el trienio 2024-2026, similares a las del IPoM pasado. Esto se apoya en que las condiciones de financiamiento se irán volviendo más favorables, en la mejora en la confianza de los consumidores (IPEC) y en el alza de los ingresos laborales, gracias al incremento de los salarios reales y del empleo. Los indicadores de alta frecuencia —ventas minoristas, boleta electrónica— dan cuenta de este mejor desempeño del consumo. Así, se espera que el consumo privado crezca en torno a 2,0% en 2024 y 2025, y 2,3% en 2026 (tabla II.1; gráficos II.1 y II.2).

Se proyecta que la FBCF volverá a caer en 2024 (-2,0% versus 0% en el IPoM de diciembre). Esto considera la mayor base de comparación, su contracción a fines de 2023 y la debilidad de sus fundamentos. En lo que va de este año, las importaciones de bienes de capital han seguido cayendo de forma generalizada, en medio de la depreciación del peso. En construcción y otras obras (CC&OO), se contraponen la debilidad del rubro inmobiliario con las señales más favorables en obras de ingeniería, en línea con la información de los catastros de inversión, en particular para la minería. La inversión sigue restringida por las condiciones financieras, en especial por los altos niveles de las tasas de interés de los préstamos a más largo plazo (tabla II.1; gráficos II.1 y II.2).



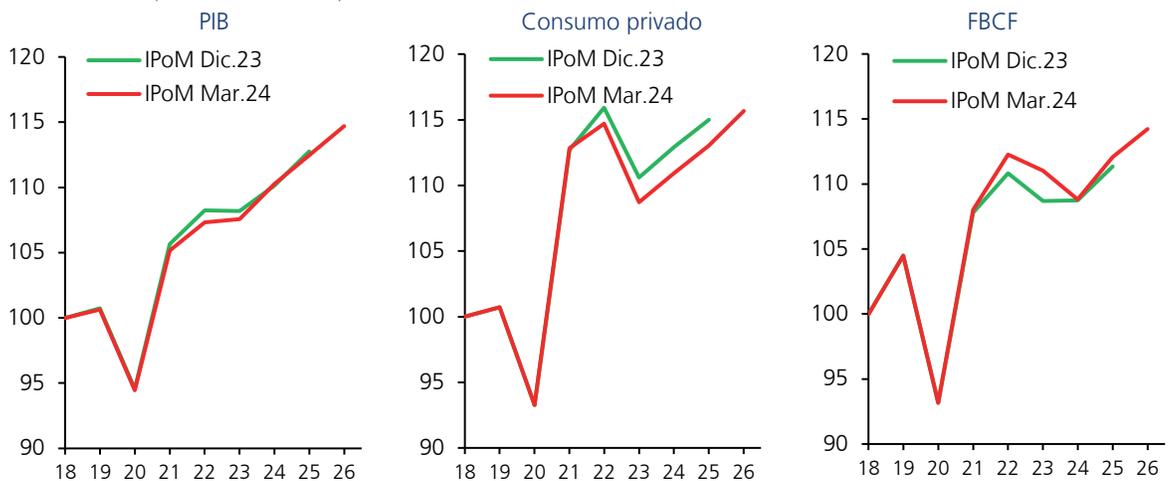
TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2023	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	0,2	2,0-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
Ingreso nacional	0,8	1,5	2,6	2,6
Demanda interna	-4,2	1,6	2,2	2,5
Demanda interna (sin var. de exist.)	-3,2	1,0	2,1	2,1
Formación bruta de capital fijo	-1,1	-2,0	3,0	1,9
Consumo total	-3,9	2,0	1,9	2,2
Consumo privado	-5,2	2,0	1,9	2,3
Exportaciones de bienes y servicios	-0,3	4,5	2,7	1,8
Importaciones de bienes y servicios	-12,0	1,3	3,5	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,6	-3,4	-3,4	-3,4
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	19,4	20,0	20,6	20,3
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	23,0	23,4	24,0	23,7
FBCF (% del PIB nominal)	23,8	23,1	23,5	23,7
FBCF (% del PIB real)	23,8	22,7	23,0	22,9
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-11.899	-11.000	-12.200	-13.100
Balanza comercial	15.323	16.200	14.500	14.600
Exportaciones	94.557	98.600	103.700	107.100
Importaciones	79.234	82.400	89.200	92.500
Servicios	-10.782	-10.700	-10.800	-11.600
Renta	-17.009	-16.700	-16.100	-16.300
Transferencias corrientes	568	200	200	200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

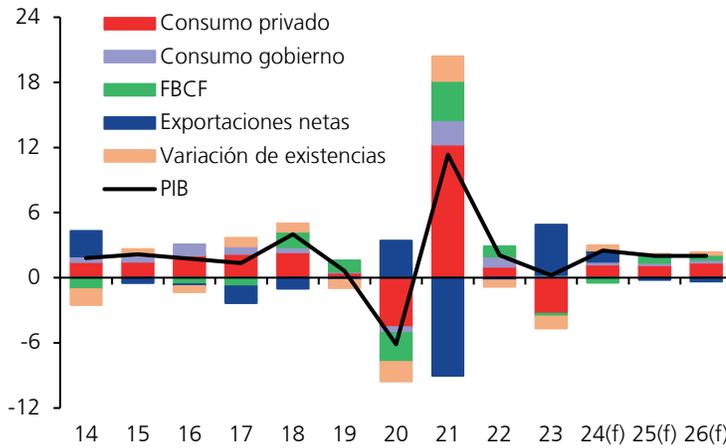
GRÁFICO II.1 ACTIVIDAD, CONSUMO PRIVADO Y FBCF (*)
(índice 2018 =100)



(*) Para 2024, 2025 y 2026 considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el IPoM respectivo.
Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.2 CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS DE COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA (*)
(variación anual, puntos porcentuales)

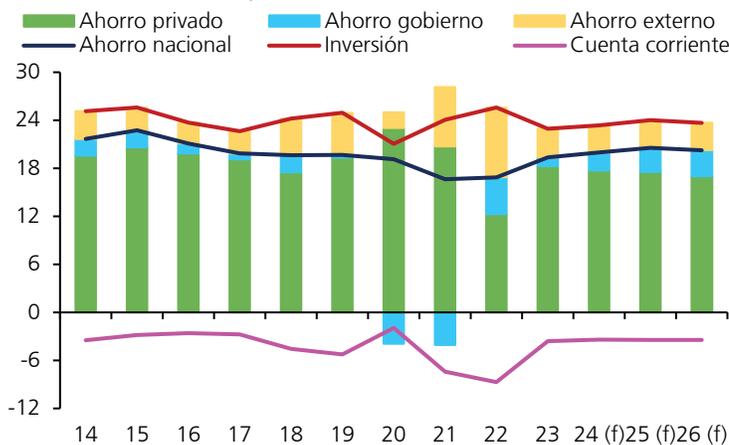


(*) Para 2024, 2025 y 2026 considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit de la cuenta corriente se ubicará en 3,4% del PIB durante 2024-2026. El menor déficit proyectado refleja principalmente las mejores perspectivas para la balanza comercial. Esto incorpora el mayor impulso externo sobre las exportaciones y, en menor medida, precios del cobre algo mejores. Además, un menor gasto interno en bienes transables, coherente con el mayor nivel del tipo de cambio. Como resultado, el ahorro nacional volverá a aumentar (tabla II.1 y gráfico II.3).

Respecto del gasto público, el escenario central considera los supuestos contenidos en el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del cuarto trimestre de 2023. Para este año se anticipa una expansión del gasto fiscal en torno a 5% real anual, para luego crecer algo más de 1% real anual en 2025. Además, se mantiene la trayectoria prevista para el balance estructural en 2024 y 2025 (-1,9 y -1,1% del PIB, respectivamente).

GRÁFICO II.3 CUENTA CORRIENTE: AHORRO E INVERSIÓN (*)
(porcentaje del PIB anual)

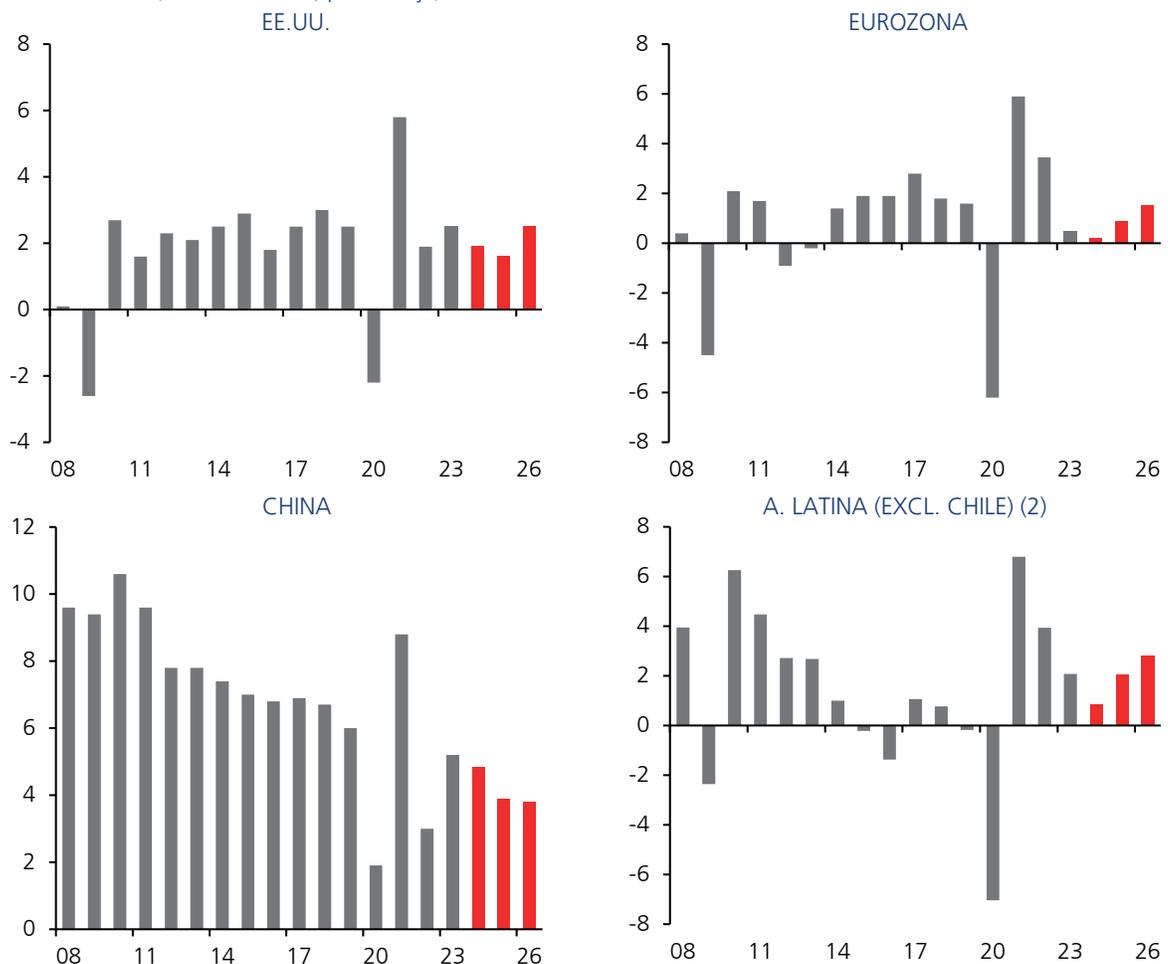


(*) El componente de ahorro gobierno considera como dato efectivo hasta 2023 el balance del gobierno general, para 2024 hasta 2026 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.



La economía recibirá un impulso externo por sobre lo previsto en diciembre, dado el mayor crecimiento de los socios comerciales en 2024 (3%; 2,7% en diciembre). La principal revisión viene de las mejores perspectivas para EE.UU., donde ya no se espera una recesión en el escenario central. En esto se combina el desempeño efectivo de la actividad en ese país, ampliamente por sobre lo proyectado, y una revisión del nivel del PIB potencial^{4/}, en línea con contrapartes como el [Fondo Monetario Internacional](#). Parte de esta reevaluación está ligada a una reconsideración de la duración de los efectos de la pandemia y de algunos factores de oferta, entre otras hipótesis^{5/} (gráfico II.4 y tabla II.2).

GRÁFICO II.4 CRECIMIENTO DE LOS SOCIOS COMERCIALES (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Barras rojas corresponden a la proyecciones del escenario central de este IPoM. (2) Región considera a Brasil, Colombia, México, Perú, Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Proyección de la serie en base a región del modelo GPM integrada por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Fuente: Banco Central de Chile.

^{4/} Cabe señalar que el mayor nivel del PIB potencial no implica una revisión de la tasa de crecimiento de tendencia para esta economía.

^{5/} Existen distintos argumentos que podrían justificar esta revisión del PIB potencial, entre los que se encuentra el aumento por sobre lo previsto de la fuerza laboral en dicho país ([Congressional Budget Office](#)) y la recuperación de la productividad por trabajador ([Bureau of Labor Statistics](#)). Es importante indicar que esta reevaluación del PIB potencial no está libre de riesgos y es posible que la brecha de actividad actual sea más amplia que lo estimado, lo que implicaría la necesidad de una convergencia de la actividad a un PIB potencial menor, así como mayores presiones inflacionarias.



Las perspectivas para la actividad en el resto del mundo no muestran cambios relevantes y continúan indicando cierta debilidad.

En China, se mantiene un panorama de crecimiento acotado para este y los próximos dos años, en línea con la debilidad que exhibe el gasto de los hogares, una confianza de los consumidores deprimida, los bajos niveles de los préstamos a los hogares en términos históricos y perspectivas para el empleo que continúan débiles, fenómenos en buena parte relacionados con el relevante ajuste del sector inmobiliario. En contraposición, destacan la resiliencia de la producción industrial y la implementación de una serie de medidas para estimular la actividad. En la Eurozona se sigue esperando un desempeño acotado este año, en línea con niveles de confianza de hogares y empresas que siguen débiles, así como una política monetaria que continúa restrictiva. En el margen, algunos indicadores de alta frecuencia señalizan cierta mejora para este año. En América Latina, luego de una buena primera mitad de 2023 la actividad en las principales economías fue moderándose en la última parte del año. Sin embargo, las cifras de actividad de alta frecuencia recientes también indican un mejor desempeño en ciertas economías. Esto, sumado a las pocas holguras en algunos de los mercados laborales, el mayor impulso externo y el avance del proceso de recortes de tasas en la región mejoran las perspectivas para los próximos dos años (gráfico II.4 y tabla II.2).

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

	Prom. 10-19	2022	2023 (e)	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
Mundo a PPC	3,7	3,3	3,2	3,0	2,9	3,1
Mundo a TC de mercado	3,3	2,9	2,8	2,5	2,4	2,7
Socios comerciales	3,9	2,8	3,3	3,0	2,8	2,9
Estados Unidos	2,4	1,9	2,5	1,9	1,6	2,5
Eurozona	1,4	3,5	0,5	0,2	0,9	1,5
Japón	1,2	0,9	1,9	1,2	1,3	0,5
China	7,7	3,0	5,2	4,8	3,9	3,8
India	7,0	7,2	6,3	6,5	6,4	6,3
Resto de Asia	4,5	4,2	3,2	4,1	3,8	3,7
América Latina (excl. Chile)	1,7	3,9	2,1	0,9	2,1	2,8
Exp. de prod. básicos	2,2	3,2	1,4	1,0	2,0	1,8

(*) Para sus definiciones, ver [Glosario](#). (f) Proyección. (e) Estimación.

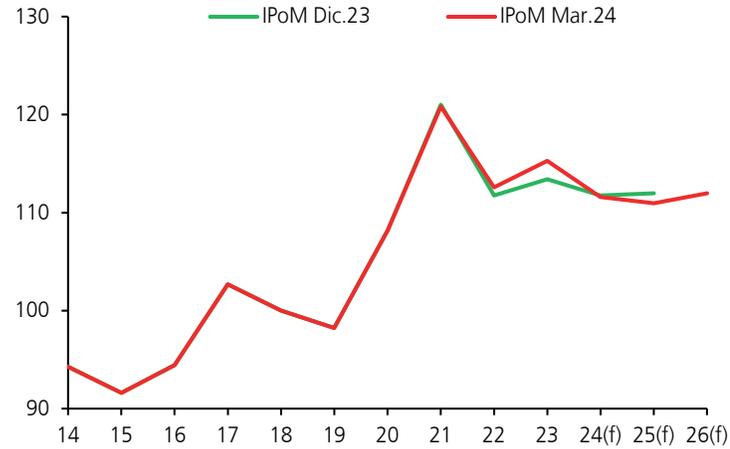
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

Los mayores precios proyectados para el petróleo y el cobre contrastan con la revisión a la baja para los alimentos. Con ello, los términos de intercambio no tienen mayores cambios (tabla II.3 y gráficos I.6, II.5 y II.6).

El precio proyectado del petróleo aumenta en línea con su mayor valor efectivo. Esto ha sido impulsado por los recortes de producción anunciados por la OPEP+ y los riesgos para la oferta por los conflictos geopolíticos. Se proyecta que promedie US\$81 este año (promedio Brent-WTI), para pasar a US\$76 y 72 en 2025 y 2026, respectivamente (US\$75, 72 y 69 en diciembre, respectivamente). En el cobre, la proyección incorpora el mayor precio efectivo, impulsado por el dinamismo de la demanda china orientada a la transición energética, en particular en la industria automotriz. Se prevé que el precio del cobre permanezca en torno a US\$3,85 la libra durante los próximos dos años. Las perspectivas para los índices de precios internacionales de alimentos (FAO) se reducen, reflejo de la disminución de algunos de sus componentes, en particular los cereales.



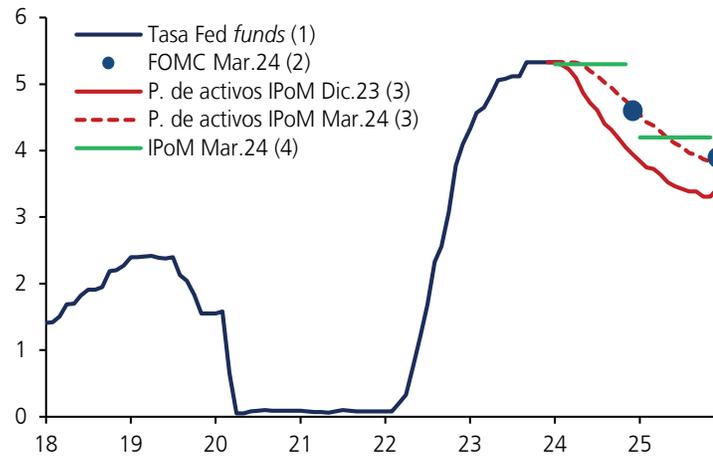
GRÁFICO II.6 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED FUNDS
(puntos porcentuales)



(1) Tasa Fed *funds* efectiva. Considera información hasta febrero 2024.

(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 2024 y 2025, según escenario central de este IPoM.

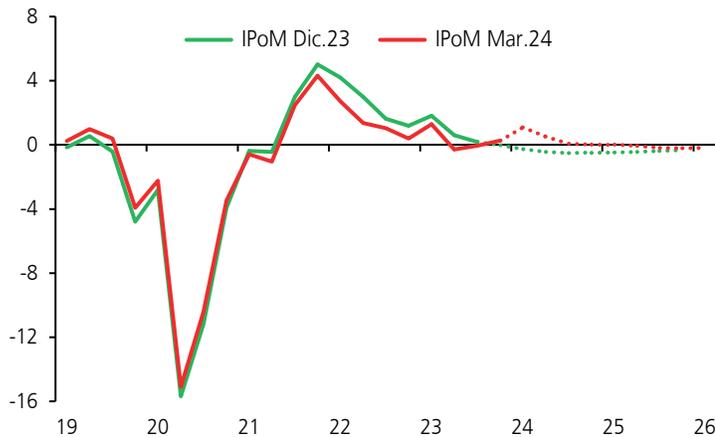
Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.



BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

Se continúa estimando que la brecha de actividad se ubicará en torno a cero a lo largo del horizonte de proyección (gráfico II.8). Como es habitual en marzo, la revisión de las Cuentas Nacionales de años previos implica una reestimación del PIB potencial y del nivel de la brecha de actividad. Esto resultó en un leve ajuste al alza del PIB potencial y una corrección a la baja de la brecha de actividad para los años previos. Más allá de esta revisión histórica, los datos recientes apuntan a que la brecha será levemente positiva en lo inmediato, debido al desempeño de la actividad no minera en el margen, lo que se revertirá a medida que desaparezcan algunos efectos transitorios con lo que la brecha se mantendrá en torno a cero durante el horizonte de proyección. En todo caso, el análisis de brechas sectoriales revela la presencia de holguras de capacidad más significativas en los sectores relacionados con el consumo de bienes (Recuadro II.1).

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



(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.

(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2023 (tendencial).

Fuente: Banco Central de Chile.

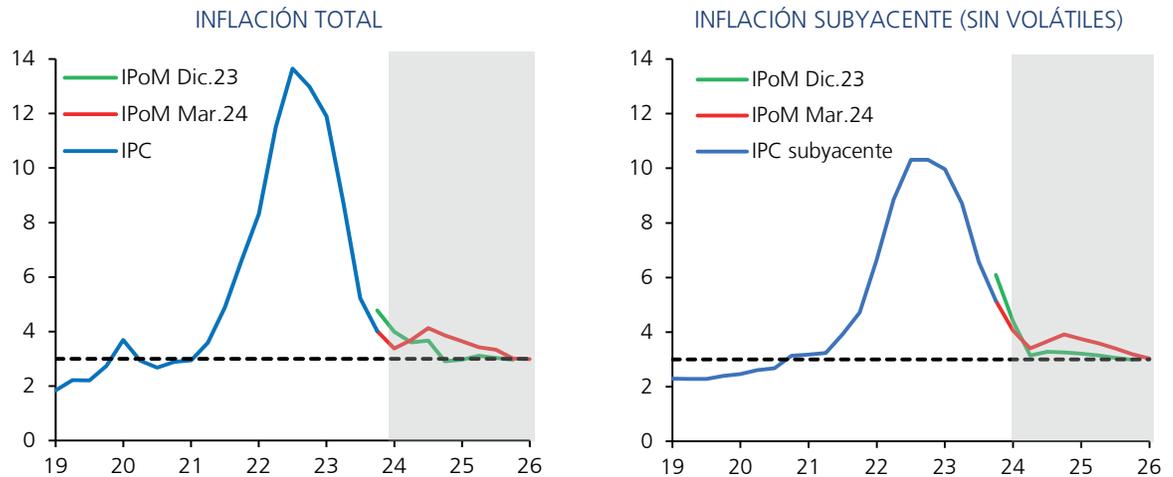
En el escenario central, la inflación total y subyacente aumentarán en el corto plazo, en respuesta a la depreciación del tipo de cambio, los mayores costos globales y los registros inflacionarios de enero y febrero (gráfico II.9 y tabla II.4). Las variaciones mensuales del IPC de inicios de año resultaron elevadas y por sobre lo previsto. En parte, esto respondió a factores tales como la depreciación cambiaria y alzas de precios externos, pero también al alza de los precios de algunos servicios que no se espera se reviertan en el corto plazo. La depreciación del peso continuará traspasándose a precios internos, en particular a los más volátiles. Resaltan los combustibles, que además se verá impactados por los mayores precios internacionales. Para los bienes subyacentes, se espera un traspaso cambiario moderado, acorde con la información reciente y con las brechas negativas en los sectores ligados al consumo transable. Así, se proyecta que la inflación total y subyacente finalizarán 2024 en 3,8% (2,9 y 3,2% anual en el último IPoM, respectivamente^{6/}).

Se proyecta que la inflación convergerá a la meta dentro del horizonte de proyección, apoyada, entre otros factores, por una economía que no presentará desbalances relevantes y la gradual disminución del TCR. La intensidad de la baja del TCR estará sujeta al desarrollo de las condiciones financieras.

^{6/} Esta cifra no es comparable para los indicadores total y subyacente. La proyección de diciembre se realizó con el indicador base 2018=100; la actual con la canasta 2023=100.



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



(*) Datos efectivos consideran canasta de referencia 2023 y empalme del BCCh. El área gris, a partir del primer trimestre del 2024, corresponde a la proyección. Proyecciones IPoM Dic.23 son coherentes con empalme oficial, en tanto, proyecciones actuales (IPoM Mar.24) son coherentes con empalme en base a series referenciales de la canasta base 2023=100.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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

	2023	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
IPC promedio	7,3	3,8	3,4	3,0
IPC diciembre	3,4	3,8	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	7,5	3,8	3,5	3,0
IPC subyacente diciembre	4,7	3,8	3,1	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

(1) Medidas de inflación consideran canasta 2023 del IPC utilizando empalme BCCh. Las variaciones mensuales y anuales de este índice no coinciden con las variaciones oficiales del INE – útiles para fines de reajustabilidad – ya que estas utilizan para los cambios de año base, las series de la canasta previa.

(2) Correspondiente a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2026.

(f) Proyección.

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

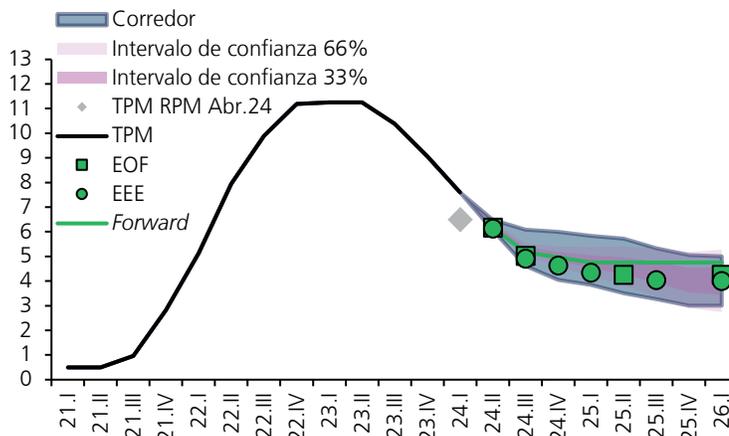


ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ESCENARIO CENTRAL, SENSIBILIDADES Y RIESGOS

La economía local ha cerrado los significativos desbalances macroeconómicos de años previos, la inflación ha tenido un rápido descenso y está en niveles más cercanos al 3%, al mismo tiempo que las expectativas de inflación están alineadas con la meta. Sin embargo, el alza de los registros inflacionarios en la partida del año y las mayores presiones de costos importados enfatizan la necesidad de seguir monitoreando de cerca su evolución. En la medida que los *shocks* que afectan la inflación sean transitorios, el marco de política monetaria basado en una meta a dos años plazo permite acomodarlos dentro del horizonte de política sin poner en riesgo la convergencia inflacionaria.

El Consejo prevé que, en línea con el escenario central de este IPoM, la TPM seguirá reduciéndose. La magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM tomarán en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

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 marzo y EOF pre RPM de abril y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 26 de marzo. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes. El promedio trimestral considera los días hábiles de cada trimestre. Rombo gris corresponde a la decisión de la RPM de abril 2024. Fuente: Banco Central de Chile.

En este IPoM, los escenarios de sensibilidad —que se reflejan en los bordes del corredor de la TPM— están definidos por situaciones en las que la trayectoria de la demanda interna difiere de lo contemplado en el escenario central (gráficos II.10 y II.11).

El borde superior del corredor de la TPM refleja escenarios de sensibilidad más inflacionarios en que el proceso de recortes de la política monetaria sería más gradual. Esta situación puede darse si la demanda interna, en particular el consumo privado, tiene un mejor desempeño respecto de lo contemplado en el escenario central. Lo anterior, en medio de las mayores presiones de costos que enfrentan las empresas, incentivaría alzas de precios y recomposición de márgenes, lo que generaría mayores presiones inflacionarias.



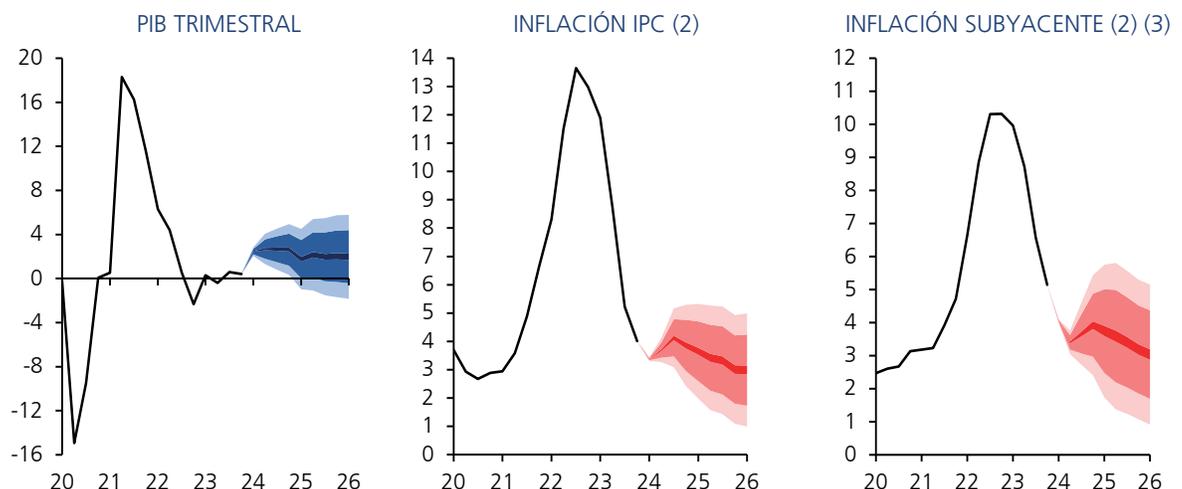
El borde inferior del corredor está dado por escenarios con menores presiones inflacionarias y que requerirían acelerar el proceso de recortes de la TPM. Tal sería el caso si la demanda interna sufriera un deterioro adicional, lo que podría darse, por ejemplo, en el caso de que algunos sectores económicos tuvieran una recuperación más lenta, con sus respectivas consecuencias en el ámbito laboral, que atenuarían las presiones sobre la inflación.

En esta oportunidad, también se analizó un escenario intermedio en el cual la inflación en EE.UU. es más persistente que lo previsto. Esta situación obligaría a la Fed a modificar el curso de su política monetaria, lo que podría traer repercusiones en las condiciones financieras a nivel global. Ante la ocurrencia de un escenario de este tipo, se debe tomar en cuenta la magnitud del *shock* y analizar cuidadosamente sus implicancias para la convergencia de la inflación a nivel local con el fin de que el Consejo tome la respuesta de política monetaria más adecuada.

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan situaciones en las que cambios más drásticos en la economía tendrían un impacto más significativo y requerirían de una respuesta de la política monetaria que sobrepase los límites del corredor para la TPM.

El escenario económico mundial está sujeto a grados de incertidumbre por sobre lo habitual. Destaca el deterioro gradual pero significativo de la situación geopolítica de los últimos años, donde nuevos focos de conflicto podrían incidir en los precios de materias primas, además de poner presiones adicionales a los balances fiscales y las condiciones financieras. En EE.UU., además, persisten las interrogantes sobre cómo será el proceso de baja de tasas de la Fed, además de las dudas en materia fiscal en esa economía. En este contexto, persiste la discusión en torno a la evolución de las condiciones financieras globales, en especial respecto de las tasas de interés de largo plazo y su impacto en los niveles de las tasas neutrales.

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 al 2017. (2) Medidas de inflación consideran canasta 2023 del IPC utilizando empalme BCCh. Las variaciones mensuales y anuales de este índice no coinciden con las variaciones oficiales del INE –útiles para fines de reajustabilidad– ya que estas últimas utilizan para los cambios de año base, las series de la canasta previa. (3) Medida por el IPC sin volátiles.

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



RECUADRO II.1:

Inflación de bienes y servicios y brechas sectoriales

La inflación anual del IPC ha tenido un rápido descenso desde los máximos de 2022. En ese resultado ha sido notorio el disímil comportamiento de la inflación de bienes y servicios que compone el IPC. Descontando los precios volátiles, la primera alcanzó *peaks* cercanos a 15% en el segundo semestre de 2022, mientras que la segunda se elevó hasta 8,5% en marzo del año pasado. Desde esos máximos, la inflación de bienes ha caído mucho más rápido, ubicándose en 1,1% a febrero de este año. La inflación de servicios ha disminuido más lentamente, hasta 6,7% anual. Las razones detrás de este ritmo de descenso distinto descansan en los factores que provocaron su aumento. En el caso de los bienes, al excesivo aumento del gasto se sumó la depreciación del peso y el incremento de los costos globales. En un contexto en que estos últimos factores, luego de mejorar, se han ido deteriorando en el margen e imponen riesgos para el escenario de inflación (Recuadro I.1), es importante evaluar que rol cumplen las presiones de gasto interno en la contención de los factores externos.

Usualmente, el Banco Central evalúa estas presiones a través de la brecha de actividad agregada, excluyendo la del sector minero. Sin embargo, la medición agregada puede esconder comportamientos disímiles entre sectores que pueden ser informativos para la evolución de precios relativos. Este Recuadro presenta un análisis diferenciado de las brechas de actividad a nivel sectorial y las relaciona con la evolución de precios relativos entre bienes y servicios durante el último período.

Holguras agregadas de actividad

Actualmente, distintas mediciones sugieren que la brecha de actividad se ubica en torno a cero y se prevé permanecerá cerca de ese nivel durante todo el horizonte de proyección (gráfico II.7). Esto es, la actividad se encuentra en torno al PIB potencial, que es el nivel del producto coherente con la estabilidad de la inflación. Estimaciones alternativas de holguras de capacidad^{1/}—que consideran, por ejemplo, información del mercado laboral— sugieren mayores holguras, pero en lo grueso no difieren en el diagnóstico que la utilización de recursos se encuentra en torno al nivel potencial de la economía.

Brechas sectoriales

Aún con la brecha de actividad no minera agregada cerrada, es posible que la dinámica propia de un sector esté incidiendo en el precio relativo de este y, por esta vía, en la dinámica inflacionaria en un contexto donde los ajustes de precios son paulatinos. La estimación de brechas sectoriales ayuda a determinar esta presión, al reflejar más directamente el estado de los costos, márgenes u otros factores específicos de cada sector. A su vez, es esperable que ciertos sectores tengan una correlación mayor con la demanda final, en particular con el consumo privado y sus distintos componentes^{2/}.

Para estimar las brechas sectoriales, [Vivanco et al. \(2024\)](#) emplean distintos filtros a nivel de actividad económica que luego se agregan utilizando el peso de cada sector en el PIB. Esta brecha muestra una estrecha correlación con la medición habitual de la brecha agregada del PIB no minero y tiene la ventaja que permite descomponer su evolución entre sectores. En esta línea, se observa que la brecha en torno a cero a fines de 2023 puede descomponerse en una brecha de actividad negativa relevante en sectores asociados al consumo de bienes, como el comercio, y una positiva particularmente en la generación eléctrica (gráfico II.12).

^{1/} Para una revisión de diferentes medidas de holgura, ver [Recuadro II.1 IPoM de junio 2023](#).

^{2/} Por ejemplo, el elevado dinamismo reciente de sectores como la generación eléctrica podría dificultar la lectura de la brecha de actividad debido a los *shocks* de oferta (mayores precipitaciones) que afectaron a la economía. Ver blog [Rol reciente de la generación eléctrica en la actividad y sus perspectivas](#).



Adicionalmente, se construye una brecha para los sectores que ofrecen los bienes consumidos por los hogares y otra para los servicios. Estas mostraron una evolución heterogénea durante los últimos años, con una brecha de bienes que más que duplicó la de servicios durante 2021, lo que —junto con las presiones externas— es coherente con el aumento de los precios relativos de bienes durante ese período. A partir de 2022, la brecha de bienes comenzó a disminuir más rápidamente que la de servicios y, desde 2023, se ubica en niveles negativos, mientras que la de servicios en torno a cero (gráfico II.13).

Lo anterior es coherente con la caída más rápida de la inflación de bienes, así como el traspaso moderado de la depreciación cambiaria reciente a los precios de los bienes. Coherente con ello, [González et al. \(2024\)](#) encuentran que empresas con *markups* elevados —lo que es consistente con brechas negativas— traspasan una fracción menor de una depreciación cambiaria a sus precios en comparación a aquellas que tienen *markups* bajos.

Observaciones finales

El descenso de la inflación desde sus máximos de 2022 se ha dado gracias a la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante años previos. El cierre de la brecha de actividad permitió mitigar las presiones inflacionarias de una economía que previamente había crecido por sobre su capacidad. La descomposición presentada en este Recuadro señala que el ajuste macroeconómico fue más intenso en los sectores de bienes respecto a los de servicios, lo que ayuda a explicar el comportamiento disímil del ajuste de precios relativos de estos componentes del gasto. Las proyecciones del escenario central de este IPoM consideran un traspaso moderado de la depreciación reciente a los precios de los bienes subyacentes, en línea con la evidencia acumulada y la lectura de brechas negativas en los sectores que ofrecen estos bienes. Los escenarios de sensibilidad incorporan dinámicas donde este traspaso puede ser mayor o menor, dependiendo de la evolución de los sectores más asociados al consumo y las diferentes mediciones de holguras, incluyendo las brechas sectoriales.

GRÁFICO II.12 Incidencias en brecha de PIB no minero a costos de factores a partir de sectores (1) (porcentaje de potencial)

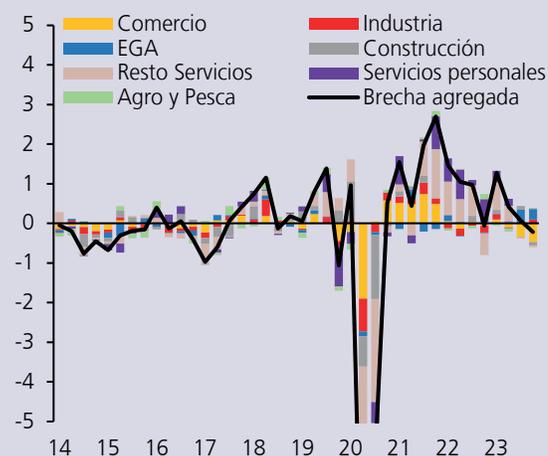
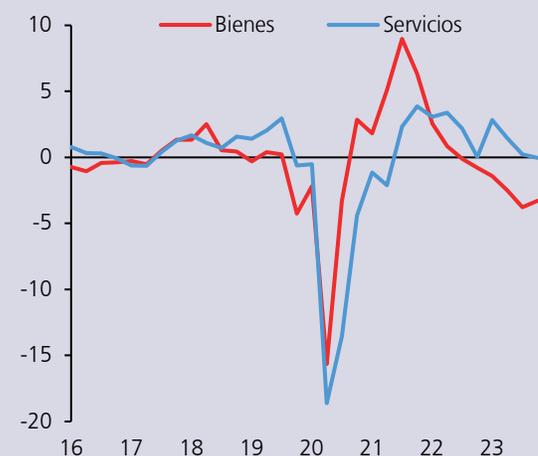


GRÁFICO II.13 Brechas de bienes y servicios (2) (porcentaje de potencial)



(1) Brecha por sector usando mediana de 6 filtros univariados. Se agregan sectores a partir de ponderaciones nominales de PIB.
(2) Brechas utilizando 6 filtros univariados de subsectores de actividad relacionados al consumo de bienes y servicios. Se agregan utilizando ponderaciones de la Matriz Insumo-Producto (MIP).
Fuente: Banco Central de Chile.

