

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO 2024



FÍO-FÍO
Región Metropolitana



Informe de Política Monetaria

Junio 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: FÍO-FÍO - Región Metropolitana

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	8
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	30
RECUADROS	
Recuadro I.1 Dinámica y perspectivas de la inflación de servicios en el mundo	22
Recuadro I.2 Evolución reciente del precio del cobre	24
Recuadro I.3 Evolución reciente del crédito comercial	27
Recuadro II.1 Impacto en la inflación del descongelamiento de las tarifas eléctricas	43

*/ El cierre estadístico fue el 12 de junio.



RESUMEN

En general, la economía local ha evolucionado en línea con lo proyectado en el IPoM de marzo. La actividad ha ido retomando una senda de crecimiento coherente con su tendencia, con un desempeño de la demanda algo mejor que lo esperado. La inflación se ubica en torno a 3,5% anual y sus expectativas a dos años se mantienen en 3%. En el ámbito externo, los desarrollos continúan dominados por el ajuste de las expectativas para la política monetaria en Estados Unidos. Hacia adelante, se espera que la inflación local tenga un repunte importante y que converja a la meta en la primera mitad de 2026. En ello incide el impacto del *shock* de oferta asociado a mayores costos de la electricidad y un impulso más elevado de la demanda interna, lo que es compensado parcialmente por el menor tipo de cambio real (TCR) proyectado en relación con lo señalado en marzo. Para la actividad, se contraponen el efecto contractivo del costo de la energía en el ingreso real de los hogares con el mayor dinamismo del lado del gasto interno, que se prevé irá de la mano con la mejora de sus fundamentos, entre ellos una proyección más alta para el precio del cobre. El Consejo estima que, de concretarse los supuestos del escenario central, la tasa de política monetaria (TPM) habría acumulado durante el primer semestre el grueso de los recortes previstos para este año. El escenario central de este IPoM considera que la TPM seguirá reduciéndose durante el horizonte de política monetaria, a un ritmo que tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Acorde con lo previsto, la actividad ha ido aumentando. En el primer trimestre, la serie desestacionalizada del PIB nuevamente registró un avance respecto del trimestre anterior (1,9%). Como se había anticipado en el último IPoM, y confirmaron los Imacec de marzo y abril, parte de ese crecimiento provino de factores de oferta que han ido revirtiéndose.

La economía sigue dando cuenta de heterogeneidad entre sectores. Continúa resaltando el dinamismo de los servicios, al que se suma el repunte de algunas ramas del comercio. La debilidad de la construcción se mantiene como el principal contrapunto, con niveles de actividad que siguen siendo bajos. Por otro lado, el mayor impulso de las exportaciones ha favorecido el desempeño de algunos rubros ligados al sector externo, en lo que ha influido el incremento de los precios internacionales de ciertos productos, entre otros elementos.

Descontadas las existencias, la demanda interna ha ido retomando impulso. Su desempeño en el primer trimestre superó lo previsto, sobre todo en el consumo. La recuperación gradual del gasto de los hogares se ha dado en el marco de un aumento del empleo y de los salarios reales, que han ido apuntalando el crecimiento de la masa salarial. El componente de servicios se mantiene como el más dinámico del consumo privado, a lo que se agregó una mayor demanda por bienes no durables en el primer trimestre. El consumo de gobierno también creció por sobre lo proyectado.

Aunque persiste débil, la formación bruta de capital fijo (FBCF) detuvo el deterioro observado en la segunda mitad del año pasado. Al corregir por estacionalidad, la FBCF tuvo una variación trimestral nula en el primer trimestre, reflejo de un comportamiento más estable tanto en maquinaria y equipos como en construcción y obras. Dentro de este último, el segmento de edificación se mantuvo más lento que el de obras de ingeniería, como corrobora información parcial del segundo trimestre. En todo caso, todos los componentes de la FBCF siguieron contrayéndose año a año.



La variación anual del IPC total se mantuvo en torno a 3,5%, mientras la del IPC subyacente —sin volátiles— se redujo de 4,2 a 3,5% entre febrero y mayo^{1/}. En el acumulado, las variaciones mensuales de ambas mediciones en los últimos meses han estado en línea con lo previsto, lo que corrobora que parte de los elevados registros de inicios de año correspondían a factores puntuales. Por componentes de la inflación subyacente, la variación anual de la parte de servicios tuvo un descenso importante respecto de fines de 2023 (desde 7% en diciembre hasta 5,3% en mayo), reflejo de la indexación a menores tasas de inflación en un período del año en que se concentran los reajustes a la inflación pasada. Las expectativas de inflación a dos años permanecen en 3%.

Las tasas de interés de colocación bancaria han disminuido acorde con la transmisión de la reducción de la TPM, con un crédito que muestra un desempeño acotado. Esto último se da en medio de una demanda por crédito que ha seguido debilitándose, particularmente la búsqueda de financiamiento para inversión de las empresas. Las condiciones de oferta no muestran cambios en el margen, si bien continúan siendo restrictivas en algunas carteras. En ello influyen factores como una mayor percepción de riesgo por parte de la banca, en un contexto de deterioro de los indicadores de impago de personas y empresas. Con todo, el comportamiento del crédito comercial ha sido coherente con los fundamentos macroeconómicos, aunque muestra cierta desaceleración que debe ser monitoreada (Recuadro I.3).

La menor profundidad del mercado de capitales nacional tras los retiros de ahorros previsionales aún sigue afectando la economía, especialmente por su impacto en la disponibilidad de financiamiento local de más largo plazo. Las tasas de interés a mayores plazos han aumentado la correlación con sus contrapartes externas, que permanecen altas, lo que ha tenido un efecto directo en el costo de financiamiento corporativo e hipotecario.

En el plano externo, la actividad en Estados Unidos continúa empujando el crecimiento global, aunque otros países también exhiben un desempeño algo más favorable en lo que va del año. En la economía estadounidense, sigue destacando la fortaleza de la demanda interna, especialmente del consumo de los hogares. El resto del mundo mantiene un dinamismo más acotado, si bien varios países de la Eurozona y América Latina crecieron más que lo esperado a inicios de año. Todo esto incide en una corrección marginal al alza de la expansión promedio de los socios comerciales prevista entre 2024 y 2026 (3,0%; 2,9% en marzo).

La inflación global ha seguido bajando. No obstante, los registros de los componentes de servicios aún son un foco de atención, en especial en Estados Unidos, más allá de la desaceleración de sus cifras en el margen (Recuadro I.1). La inflación de servicios ha retrocedido más lento que la de bienes en la mayoría de los países, acompañado por mercados laborales estrechos en varios de ellos. Respecto de los costos, el precio del petróleo se redujo en meses recientes, mientras las tarifas de los fletes internacionales permanecen elevadas, aunque por debajo de los valores observados durante la pandemia.

Las condiciones financieras externas siguen siendo estrechas, en particular para economías emergentes. Ello, en un contexto en que las expectativas sobre la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) continúan dominando los movimientos de los mercados financieros mundiales. Los bancos centrales de varios países han recortado sus tasas rectoras, pero han sido cautos al señalar acciones futuras. Al mismo tiempo, las tasas de interés de largo plazo se ubican en niveles altos y han aumentado su sensibilidad a cambios en las perspectivas para las próximas decisiones de la Fed. Esto ocurre en el marco de una mayor incertidumbre sobre varios factores globales más estructurales, entre ellos el incremento del gasto en defensa —en medio de crecientes tensiones geopolíticas— y las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda soberana alrededor del mundo, en especial en Estados Unidos.

^{1/} Para fines del análisis macroeconómico y la conducción de la política monetaria, el Consejo utiliza la serie con base 2023, llamada IPC referencial, 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 (INE). Esta combina el IPC base 2018 y base 2023. A mayo, la variación anual de esta serie fue 4,1%.



En general, el mercado financiero nacional ha tendido a acoplarse al desempeño global. No obstante, el peso chileno ha tenido una evolución más favorable que la de otras monedas respecto del último IPoM, en un contexto de alza del precio del cobre. Desde el cierre estadístico de marzo, el peso se ha apreciado cerca de 5% frente al dólar y más de 6% en su medida multilateral (TCM). En ese lapso, el valor del metal acumula un avance del orden de 11%. En esto último confluyen elementos como una mayor demanda —en especial de China— en el contexto de la transición energética y una oferta restringida (Recuadro I.2).

Proyecciones

En líneas generales, el escenario macroeconómico ha evolucionado según lo previsto, aunque con una demanda interna que en el primer trimestre creció algo más que lo esperado. La economía local ha ido retomando una senda de crecimiento coherente con su tendencia y la inflación ha seguido disminuyendo, con expectativas de inflación a dos años que se mantienen en 3%. Respecto de marzo, las novedades del escenario central de proyección son el mejor punto de partida de la demanda interna, que será apoyado por un mayor precio del cobre, y el reajuste de las tarifas eléctricas, que impactará de forma significativa la inflación, particularmente en 2025.

El escenario central considera que el precio del cobre promediará US\$4,3 la libra entre 2024 y 2026, por sobre el US\$3,85 supuesto en marzo. Se estima que más de la mitad del incremento que acumula dicho precio desde principios de este año se debería a factores más persistentes (Recuadro I.2). Las proyecciones incluyen un impacto positivo de este ajuste en varias dimensiones, entre ellas la inversión, las expectativas de los agentes y el saldo de la cuenta corriente.

Por otra parte, se incorpora nueva información sobre el reajuste de las tarifas eléctricas de clientes regulados para los próximos trimestres. A partir de los antecedentes oficiales tras la publicación de la Ley sobre estabilización de tarifas eléctricas y el Informe Técnico Preliminar de la Comisión Nacional de Energía, se prevé que el alza de las tarifas eléctricas incrementará en 1,45 puntos porcentuales (pp) la variación del IPC acumulada a junio de 2025 (Recuadro II.1). El mayor impacto se concentra en el valor de las cuentas de electricidad incluidas en el componente volátil del IPC. Las expectativas de inflación implícitas en los precios de los activos financieros y los reportes de algunos actores de mercado comenzaron a incorporar este factor en los días previos a la publicación de este IPoM.

Las proyecciones de inflación total suben de manera importante, en particular durante 2025. En ello influye el impacto del *shock* de oferta asociado a precios de la electricidad más elevados y un mayor impulso de la demanda interna. Las perspectivas para la inflación subyacente contemplan efectos indirectos acotados de la actualización tarifaria, que se refieren a los ajustes de costos en las empresas con tarifas reguladas y procesos de indexación de precios y salarios acordes con lo habitual (Recuadro II.1). Las proyecciones para ese componente también incluyen el impacto del mayor gasto impulsado por el sector externo. Parte de estos efectos es compensada por un TCR que, respecto de marzo, adelanta su ajuste y converge a niveles más apreciados a lo largo del horizonte de proyección. Ello incide a la baja especialmente en la inflación proyectada de bienes.

De este modo, la proyección considera que la inflación anual cerraría 2024 en 4,2% (3,8% en marzo). En 2025, culminaría en 3,6% (3,0% en marzo), con una inflación promedio que sería 1,1pp mayor durante ese año. Su convergencia a 3% ocurrirá en la primera mitad de 2026. La reducción de la inflación supone que la transmisión del *shock* de costos de la electricidad operará según los patrones habituales. Además, considera algunos ajustes a la baja de las tarifas a partir de la segunda mitad de 2025.

Para la actividad, el escenario contiene cambios acotados respecto de marzo. Para este año, se espera que el PIB crezca entre 2,25 y 3,0%. El ajuste en relación con el rango previo (2,0-3,0%) se asocia a mejores datos efectivos por el lado del gasto y los alcances iniciales del alza del precio del cobre. A mediano plazo, los efectos de este último elemento se compensan con el impacto negativo que tienen los reajustes de las tarifas de electricidad en el ingreso disponible de los hogares. Ello incide en la mantención del rango de crecimiento entre 1,5 y 2,5% para 2025 y 2026.



En la demanda, se incluye una mejora de las proyecciones para la FBCF. La revisión del precio del cobre eleva las perspectivas para la inversión minera, principalmente el próximo bienio, lo que también provoca efectos positivos en otros sectores. Se suman otros factores. En lo inmediato, la menor contracción que se espera de la FBCF en 2024, especialmente en el componente de maquinaria y equipos, en línea con el supuesto de menores niveles del TCR y el comportamiento algo mejor de las importaciones de este tipo de bienes en lo más reciente. A mediano plazo, se agregan condiciones financieras que irán mejorando y la información del último catastro de la Corporación de Bienes de Capital, que incluye un 10% más de inversiones para el período 2024-2027.

El crecimiento previsto del consumo aumenta para este año y tiene ajustes menores para el bienio 2025-2026. La evolución del mercado laboral seguirá sosteniendo el desempeño de la masa salarial, conforme al avance del ciclo, a lo que se añade la contribución de la mejora de los fundamentos antes citados. A mediano plazo, los efectos contractivos del alza de las tarifas eléctricas irán reduciendo el ritmo de crecimiento del consumo privado. Para el componente público, se espera una moderación de sus tasas de expansión hacia 2025 y 2026, acorde con la información del último Informe de Finanzas Públicas.

Política monetaria

El Consejo estima que, de concretarse los supuestos del escenario central, la TPM habría acumulado durante el primer semestre el grueso de los recortes previstos para este año. En términos nominales, esta trayectoria está algo por sobre lo contemplado en el último IPoM. No obstante, la TPM real del actual escenario central es menor que la implícita en el escenario de marzo para el corto plazo, aunque similar en promedio para los próximos dos años. Ello es coherente con el marco de política monetaria de metas de inflación, que permite ir acomodando los *shocks* de oferta en el horizonte de política y, así, amortiguar su impacto en la actividad, la demanda y el empleo.

El escenario central del IPoM de junio considera que la TPM seguirá reduciéndose durante el horizonte de política monetaria, a un ritmo que tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Existen escenarios donde la política monetaria podría seguir un camino distinto al del escenario central, los que se reflejan en el corredor de la TPM. En este IPoM, el borde superior podría darse en un escenario en que el aumento de la inflación tenga una persistencia mayor que lo previsto. Esto podría ocurrir si la demanda muestra un impulso que supere que lo anticipado o, alternativamente, si el *shock* de tarifas eléctricas tiene impactos más permanentes sobre la inflación; por ejemplo, de la mano de mayores efectos de segunda vuelta que refuercen los mecanismos de persistencia inflacionaria. El límite inferior, que supone menores presiones inflacionarias, podría darse si el impulso del incremento del precio del cobre sobre la demanda interna fuera más moderado o si los efectos contractivos del mencionado ajuste tarifario sobre el consumo fueran mayores. También podría darse en una situación en que se prolongara la debilidad de los sectores económicos más rezagados.

El escenario actual otorga mayor flexibilidad a la política monetaria que en trimestres previos, en particular por la resolución de los desbalances macroeconómicos, el descenso de la inflación y expectativas inflacionarias alineadas a la meta. El Consejo cautelará el cumplimiento de la meta de inflación, evaluando, por un lado, que la propagación del *shock* tarifario sea la esperada y que la persistencia inflacionaria no aumente. Por otro, que la política monetaria acompañe adecuadamente a la economía cuando esta ha entrado en un proceso en que su crecimiento va poco a poco acercándose a niveles coherentes con su tendencia y el mercado laboral mejora.



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

	2022	2023	2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Mar.24	Jun.24	Mar.24	Jun.24	Mar.24	Jun.24
IPC promedio	11,6	7,3	3,8	3,7	3,4	4,5	3,0	3,0
IPC diciembre	12,8	3,4	3,8	4,2	3,0	3,6	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (3)							3,0	3,0
IPC subyacente promedio	9,0	7,5	3,8	3,8	3,5	3,6	3,0	3,0
IPC subyacente diciembre	10,0	4,7	3,8	3,8	3,1	3,3	3,0	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 consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. (3) Para el IPoM de marzo de 2024 corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2026, para el de junio de 2024 a la inflación proyectada para el segundo 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
			Mar.24	Jun.24	Mar.24	Jun.24	Mar.24	Jun.24
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-6,8	2,4	-3,2	1,4	-0,6	-0,3	0,9	1,6
PIB socios comerciales	2,9	3,3	3,0	3,1	2,8	2,9	2,9	2,9
PIB mundial PPC	3,4	3,4	3,0	3,2	2,9	3,0	3,1	3,1
PIB desarrolladas PPC	2,6	1,5	1,1	1,4	1,4	1,5	1,9	1,8
PIB emergentes PPC	3,8	4,5	4,1	4,2	3,8	3,9	3,8	3,9
			(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	400	385	385	430	385	430	385	430
Precio del petróleo, promedio								
WTI-Brent (US\$/barril)	97	80	81	80	76	76	72	72

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

La actividad mundial ha seguido sostenida principalmente por Estados Unidos, con perspectivas globales que no presentan grandes cambios para este y el próximo año. La inflación mundial ha seguido bajando, pero a un ritmo más moderado. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha transmitido cautela, y las perspectivas de mercado sobre su trayectoria de tasas se han vuelto más restrictivas que las previstas en marzo, lo que se ha reflejado en las condiciones financieras globales. A nivel local, el escenario macroeconómico ha evolucionado acorde con lo esperado. La inflación se sitúa en torno a 3,5% anual, la actividad ha ido retomando una senda de crecimiento coherente con su tendencia y en la demanda destaca un desempeño del consumo algo mejor que lo previsto. El empleo y los salarios siguen exhibiendo una mejora paulatina y acorde con el ciclo económico. Las exportaciones han tenido un desempeño positivo, lo que ha favorecido el saldo de la cuenta corriente. El crédito bancario se mantiene acotado y la morosidad sigue alta, mientras las tasas de colocaciones de corto plazo continúan dando cuenta de un traspaso normal de las decisiones de política monetaria.

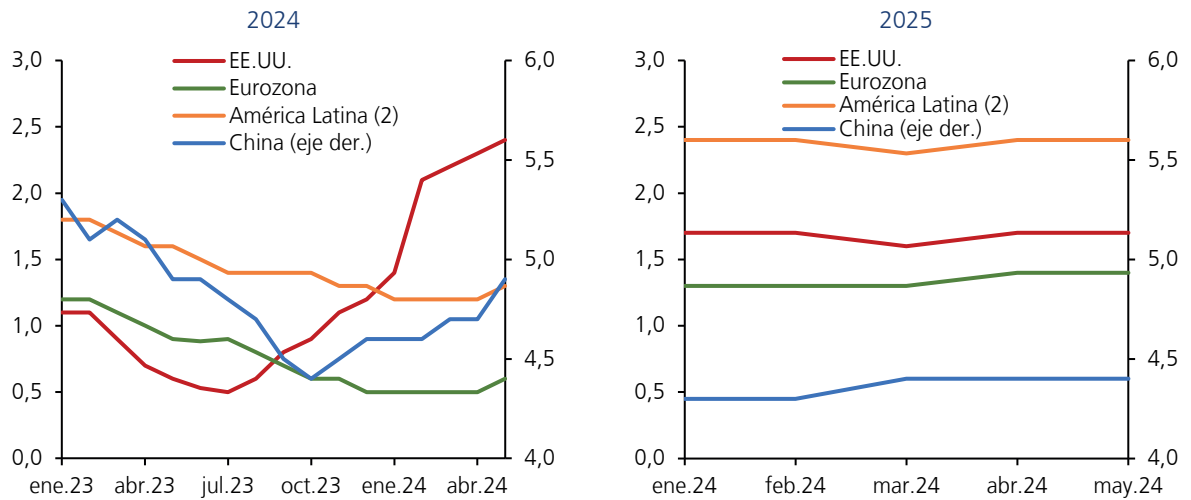
ESCENARIO INTERNACIONAL

La actividad mundial sigue sostenida principalmente por Estados Unidos, donde volvió a destacar la fortaleza de la demanda interna durante el primer trimestre. En el margen, los datos de ese país entregan señales mixtas que, en general, apuntan a una moderación hacia adelante (gráfico I.1). El consumo privado se mantuvo dinámico, favorecido por los servicios, mientras la inversión se aceleró —impulsada por el segmento residencial— y el gasto de gobierno moderó su crecimiento. Esto, en un contexto en que el mercado laboral, con señales mixtas en lo reciente, sigue sólido. Otros fundamentos del consumo, como la tasa de ahorro y la carga financiera de los hogares, continúan sugiriendo un desempeño futuro más moderado de esa parte del gasto.

El resto de las economías mostró un dinamismo algo mayor en el primer trimestre del año —sobre todo la Eurozona y América Latina—, aunque su ritmo de crecimiento y perspectivas son acotadas (gráfico I.1). En China, la actividad se aceleró durante el primer trimestre, impulsada por la expansión de la industria, en particular aquella ligada a la transición energética. En la demanda, el consumo y la inversión residencial siguieron débiles, lo que contrastó con el avance de la inversión no residencial y con el impulso del sector externo. En la Eurozona, la actividad sorprendió al alza en el primer trimestre, incidida por una recuperación de los servicios en las principales economías de la región, mientras el sector manufacturero se mantuvo rezagado. Destacó el crecimiento de Alemania, tras la contracción de 2023. En ese país resaltó la formación bruta de capital, especialmente la ligada a la construcción —beneficiada por condiciones climáticas más favorables—, y el sector externo. En América Latina, la actividad de los primeros meses del año también estuvo por sobre las expectativas del mercado, lo que ha elevado levemente las perspectivas para la región.



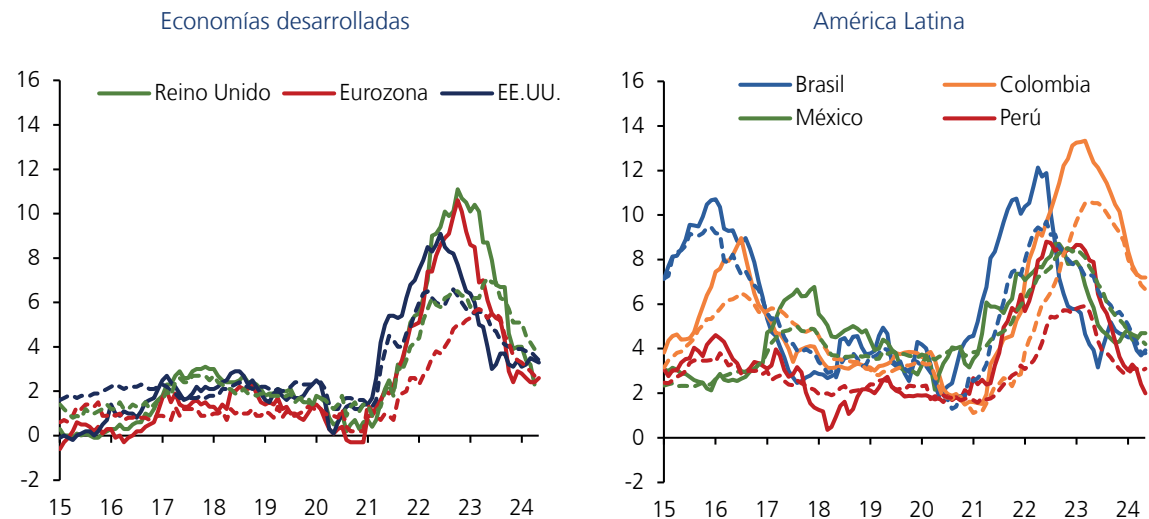
GRÁFICO I.1 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE CONSENSUS FORECASTS (1)
(porcentaje)



(1) La última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de mayo de 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 disminuyendo, aunque a un ritmo más moderado. Vuelve a resaltar el lento descenso de los componentes de servicios, cierta reversión en la energía y la estabilización de los bienes (gráfico I.2) (Recuadro I.1). En Estados Unidos la inflación de servicios se desaceleró durante mayo luego de varios meses con altos registros, aunque su evolución sigue siendo un punto de atención relevante. La fortaleza de estos sectores y los patrones de indexación ayudan a explicar la elevada inflación de ese componente. Esto ocurre en paralelo con la solidez del mercado laboral en esa economía. En América Latina y la Eurozona, la inflación de servicios ha dado cuenta de una lenta normalización, con mercados laborales que exhiben pocas holguras. Por su parte, la inflación de bienes muestra señales de estabilización a nivel global, los costos de transporte marítimo siguen altos y permanecen las disrupciones en ciertas rutas a causa del conflicto del Mar Rojo (gráfico I.3).

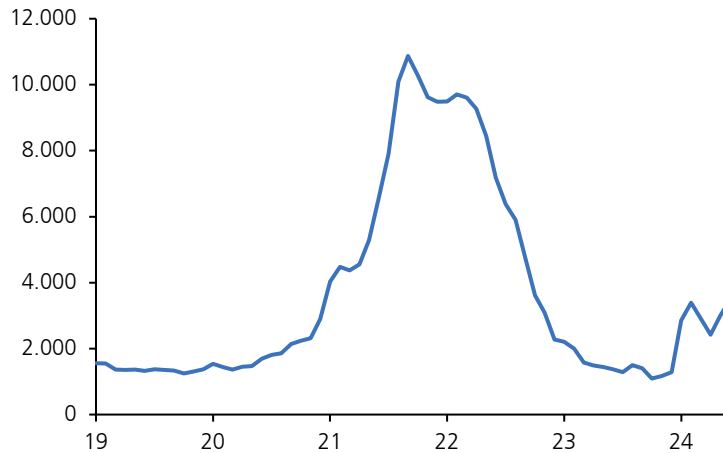
GRÁFICO I.2 INFLACIÓN MUNDIAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



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



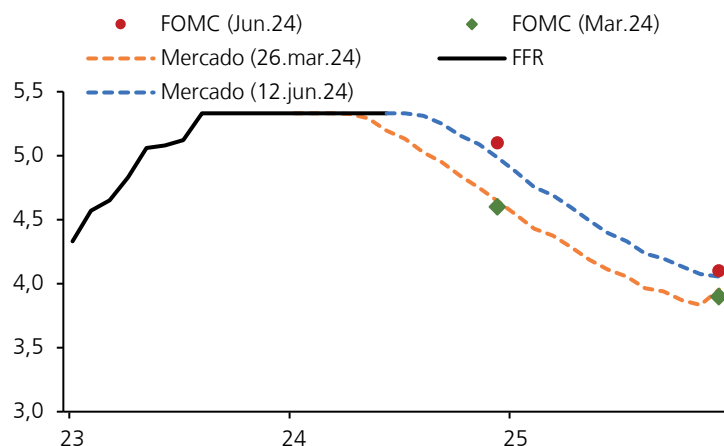
GRÁFICO I.3 PRECIOS DE FLETES MARÍTIMOS (*)
(dólares por contenedor de 40 pies)



(*) Corresponde al *Freight Index*. Datos mensuales calculados como el promedio de los datos semanales. Para junio corresponde al dato de la semana del 2 de junio, último dato disponible al cierre estadístico de este IPoM.
Fuente: Bloomberg.

La Fed ha mantenido un mensaje cauto sobre el inicio del recorte de tasas y las perspectivas de mercado son más restrictivas que en marzo (gráfico I.4). En su reunión de junio, las autoridades del FOMC reiteraron que es necesario contar con más datos que permitan aumentar la confianza respecto de la sostenibilidad del proceso desinflacionario. Al mismo tiempo, sus proyecciones de inflación aumentaron y la mediana de los *dots* publicados subió en 2024, con un recorte este año y cuatro en 2025 (en comparación con los tres recortes en cada año previstos en marzo). Los mercados han ido reevaluando la trayectoria esperada de tasas en esa economía y han incorporado una menor cantidad de bajas para este año en comparación con algunos meses atrás.

GRÁFICO I.4 FED FUNDS RATE (*)
(puntos porcentuales)

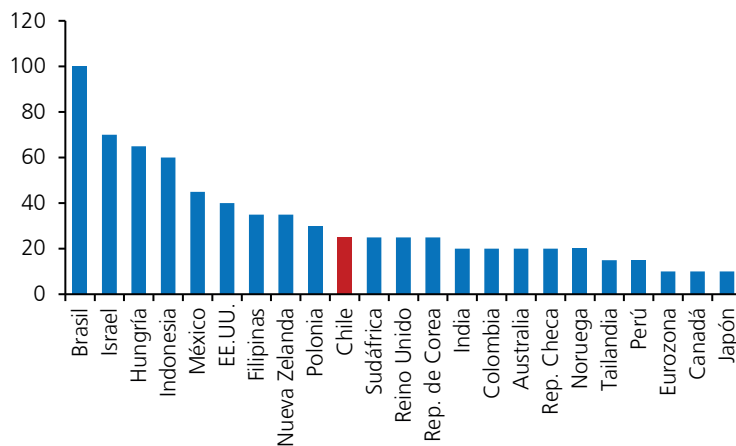


(*) Las proyecciones del FOMC corresponden al rango medio de la *fed funds rate* presentado en mar.24 y jun.24, las del mercado corresponden al rango medio de la *fed funds rate* de los futuros a la fecha del cierre estadístico del IPoM de marzo (26.mar.24) y al cierre estadístico de este IPoM (12.jun.24).
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.



En el resto del mundo, la política monetaria ha reducido lentamente su nivel de restricción. Las perspectivas de mercado se han vuelto más contractivas en varias economías de América Latina (gráfico I.5). El Banco Central Europeo comenzó su flexibilización monetaria con una reducción de 25 puntos base (pb) en su reunión de junio, aunque ha seguido comunicando que sus próximas decisiones dependerán de la evolución del escenario económico. El Banco de Suecia comenzó su ciclo de recortes en mayo y el Banco de Canadá durante junio, ambos con bajas de 25pb. En América Latina, varios bancos centrales han reforzado mensajes de cautela de cara a futuros recortes de tasas. México y Perú pausaron su ciclo de recortes en sus últimas reuniones, Brasil redujo el ritmo de bajas y Colombia continuó lentamente su flexibilización monetaria. Ello, en un contexto en el que las expectativas de inflación de mediano plazo se encuentran por sobre la meta en varias economías de la región, con la excepción de Chile.

GRÁFICO I.5 CAMBIO EN LA TPM ESPERADA AL 4T DE 2024 DESDE EL IPOM DE MARZO (*) (puntos base)



(*) Según encuestas de Bloomberg. Para Chile se utiliza el cambio en la TPM esperada a diciembre de 2024 entre la EEE de junio y la de marzo.

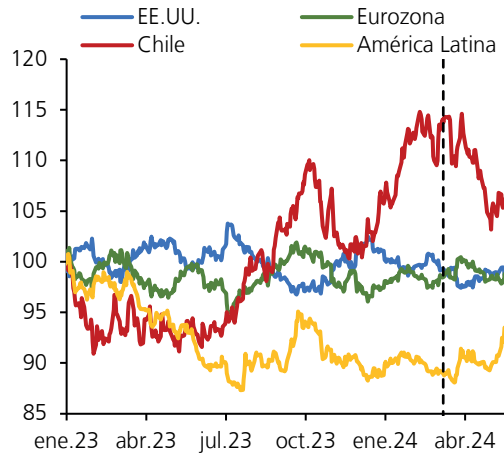
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Las condiciones financieras para el mundo emergente son algo más estrechas que en el IPoM de marzo, en línea con la mayor restricción prevista para la política monetaria global (gráfico I.6). La evolución de las condiciones financieras globales sigue sujeta, en gran parte, a las expectativas en torno al actuar de la Fed. La publicación de nuevos datos en Estados Unidos y las declaraciones de sus autoridades monetarias continúan dominando los movimientos de los mercados financieros internacionales. En los últimos meses, con algunos vaivenes, se ha configurado un escenario con perspectivas de mayor restricción monetaria, lo que generó aumentos de las tasas de corto y largo plazo, y una apreciación del dólar. Las bolsas han mostrado movimientos mixtos. Resalta el elevado nivel que, en perspectiva histórica, ha mantenido la tasa a 10 años de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. En un contexto de mayor incertidumbre sobre factores estructurales, estas tasas están mostrando una sensibilidad mayor que la habitual a los movimientos vinculados a la política monetaria.

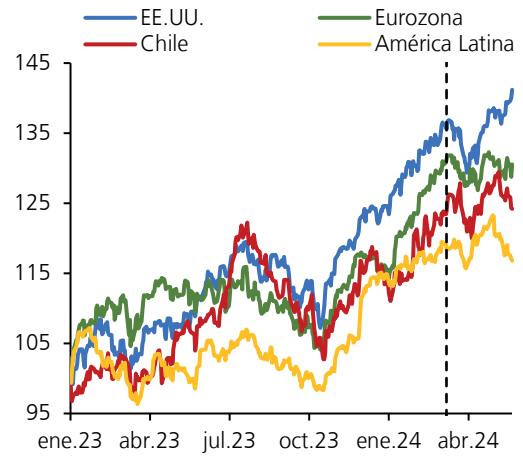


GRÁFICO I.6 CONDICIONES FINANCIERAS

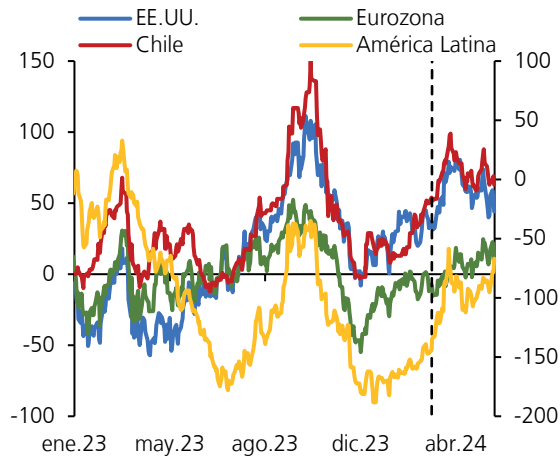
Monedas (1) (2) (3)
(índice 02.ene.23=100)



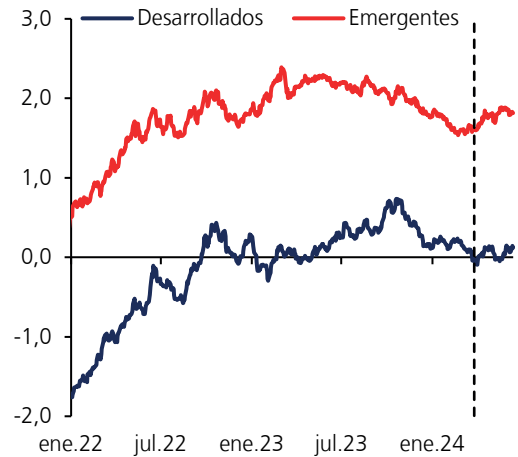
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 02.ene.23=100)



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



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

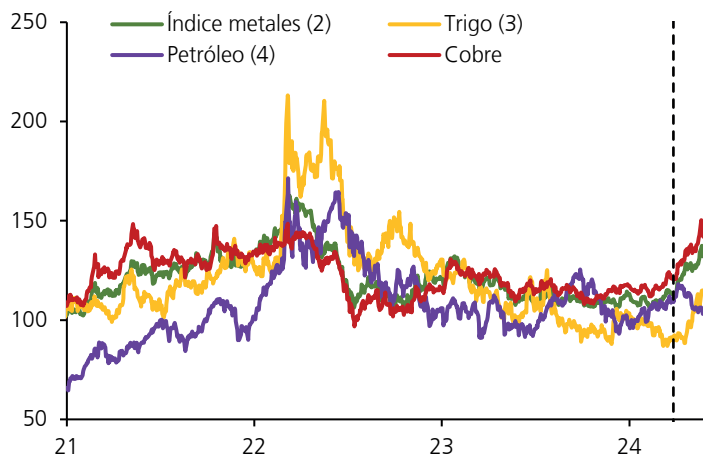


(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPOM de marzo 2024. (2) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento del índice corresponde a una depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral. (4) 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: Banco Central de Chile, Bloomberg y Goldman Sachs.



En cuanto a los precios de las materias primas, destaca el incremento de los metales, en especial el precio del cobre (gráfico 1.7). La demanda de este se ha mantenido sólida, impulsada por su elevado uso en el contexto de la transición energética —sobre todo de China—. Se han sumado problemas en la oferta y algún grado de especulación sobre la disponibilidad de inventarios a nivel global, entre otros factores. En este contexto, más de la mitad del aumento del precio del cobre desde principios de año se estima persistente, lo que lleva a corregir las proyecciones en el escenario central hasta US\$4,3 para el período 2024-2026 (Recuadro I.2). El precio del petróleo ha descendido, aunque permanece levemente por sobre sus valores de inicios de año. Al cierre estadístico de este IPoM, el precio del cobre se ubicaba alrededor de US\$4,5 la libra y el del petróleo (promedio WTI-Brent) en torno a US\$78 el barril (+12% y -7% desde el último IPoM, respectivamente). En cuanto a los alimentos, los precios de los cereales han subido en meses recientes, especialmente el trigo, impulsados por perspectivas de oferta desfavorables relacionadas en parte con fenómenos climáticos. En mayo, el índice de la FAO acumuló un aumento cercano a 3% respecto de febrero (último dato conocido al cierre del IPoM de marzo).

GRÁFICO 1.7 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2024=100)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2024. (2) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (3) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes. (4) Promedio WTI-Brent.
Fuente: Bloomberg.

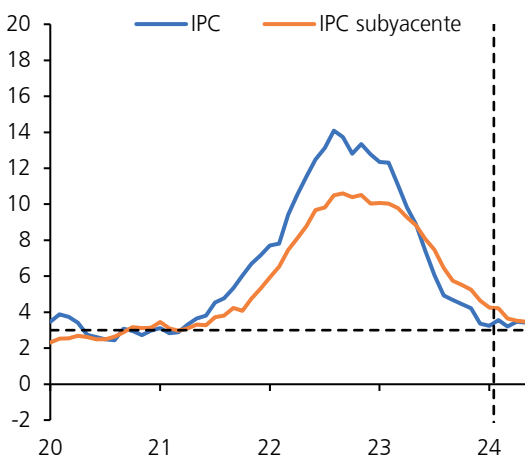


ESCENARIO NACIONAL

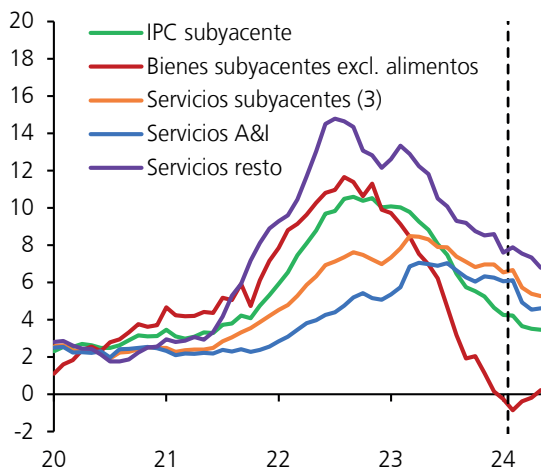
La variación anual del IPC total y subyacente —IPC sin volátiles— alcanzó 3,4 y 3,5% en mayo, respectivamente (3,6 y 4,2% en febrero, últimas cifras conocidas al IPoM de marzo)^{1/} (gráfico I.8). Ambas cifras se han ubicado en línea con lo esperado, lo que corrobora que parte de los elevados registros de inicios de año correspondían a factores puntuales. De hecho, el precio de los arriendos ha vuelto a mostrar tasas de variación mensuales similares a sus promedios históricos tras los elevados registros de comienzos de año. La inflación anual mantuvo como principal incidencia al componente subyacente de servicios (gráfico I.9). Con todo, la variación anual de esta parte del IPC tuvo un descenso importante respecto de fines de 2023 (desde 7% en diciembre hasta 5,3% en mayo), reflejo de la indexación a menores tasas de inflación pasada en un período del año en que se concentran los reajustes.

GRÁFICO I.8

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



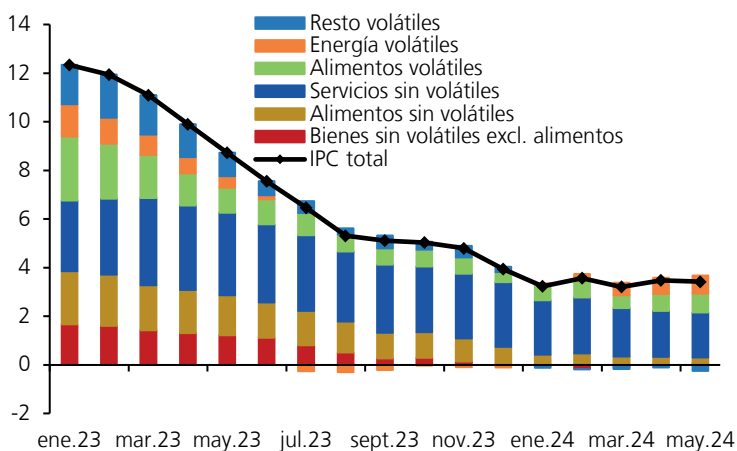
Inflación subyacente (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(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 marzo 2024. (3) Considera la suma de Servicios administrados e indexados (A&I) y Servicios resto.

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

GRÁFICO I.9 INCIDENCIAS EN LA INFLACIÓN ANUAL DEL IPC (*) (puntos porcentuales)



(*) 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 cifras anteriores.

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

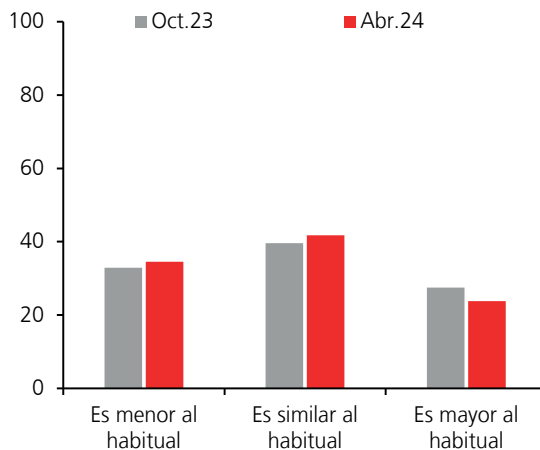
^{1/} Las cifras consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile.



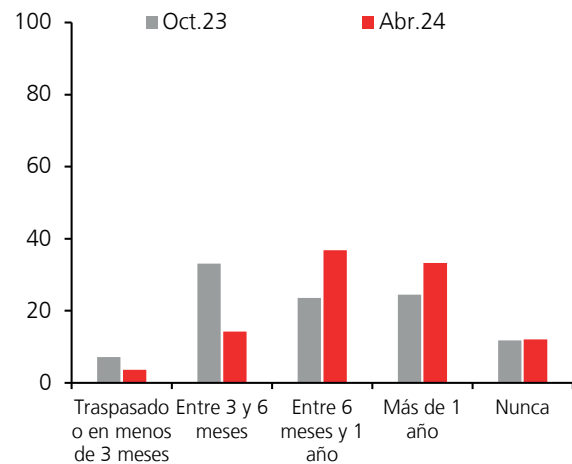
Después de un sostenido descenso desde fines de 2022, la inflación de bienes ha mostrado un comportamiento más estable. El componente de bienes subyacentes —que excluye los alimentos— ha retomado tasas de variación mensual positivas en los últimos meses. Parte de esta evolución va de la mano de precios externos que no han repetido las caídas de trimestres anteriores y un traspaso moderado de la depreciación cambiaria acumulada desde el año pasado. En la [Encuesta de Percepciones de Negocios \(EPN\) publicada en mayo](#) aumentó el porcentaje de empresas que declara un traspaso de costos a precios menor que lo habitual. A su vez, se extendió el período de tiempo en que las empresas creen poder traspasar la totalidad del alza de costos a precios (gráfico I.10). Respecto de otros componentes, la depreciación del peso de meses anteriores también se ha reflejado en la inflación de los ítems de alimentos importados y combustibles. En estos últimos, además, ha afectado el alza de los precios del petróleo de la primera parte del año.

GRÁFICO I.10

EPN: Traspaso de costos a precios y habitualidad (1)
(porcentaje de empresas a las que han subido sus costos en los últimos 3 meses)



EPN: Plazo de traspaso de costos a precios (2)
(porcentaje de empresas a las que han subido sus costos en los últimos 3 meses)



(1) Corresponde a la pregunta: “El traspaso de costos a precios que realizó o realizará su empresa, ¿Es mayor o menor al que habitualmente traspasa?” (2) Corresponde a la pregunta: “¿En qué plazo considera que traspasará la totalidad del aumento de costos de los últimos 3 meses?”

Fuente: Banco Central de Chile.

La actividad del primer trimestre estuvo acorde con lo anticipado en el IPoM de marzo, con un crecimiento que se fue moderando en los últimos meses (gráfico I.11). Descontando la estacionalidad, el PIB total y no minero crecieron 1,9 y 1,2% trimestre a trimestre, respectivamente (2,3 y 1,5% anual). Una parte del avance anual se explicó por factores de oferta que entregaron un mayor impulso a comienzos de año y, en menor medida, por un efecto calendario positivo^{2/}. Los Imacec de marzo y abril confirman la transitoriedad de estos elementos.

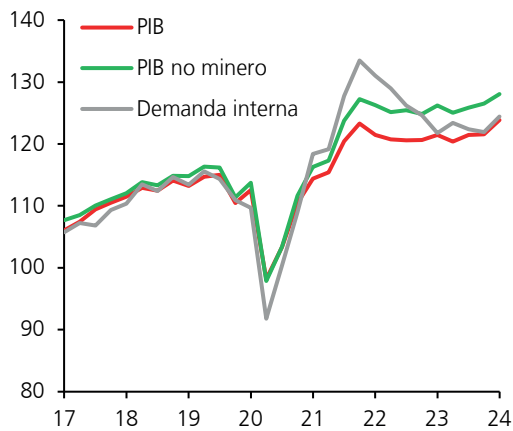
^{2/} Para más detalle, ver Blog: [La importancia del efecto calendario en la actividad económica chilena.](#)



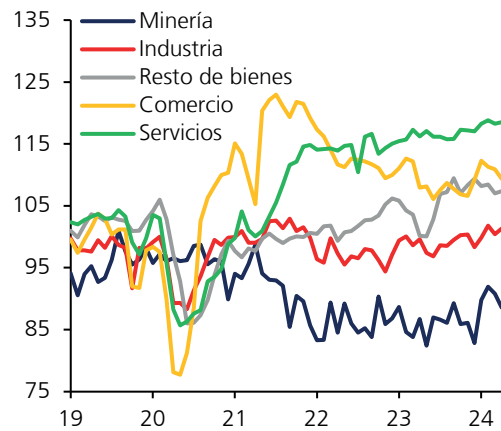
Tanto las cifras trimestrales como el Imacec dan cuenta de diferencias importantes en el desempeño de los sectores económicos (gráfico I.11). Los rubros de servicios mantienen un mayor dinamismo y varias ramas del comercio han ido recuperándose paulatinamente. Sectores ligados a la demanda externa también han tenido un comportamiento más favorable, impulsados por el mejor desempeño de los socios comerciales. En contraste, sigue resaltando la debilidad de la construcción.

GRÁFICO I.11

Actividad y demanda
(índice promedio 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Imacec sectorial
(índice promedio 2018 = 100, series reales desestacionalizadas)

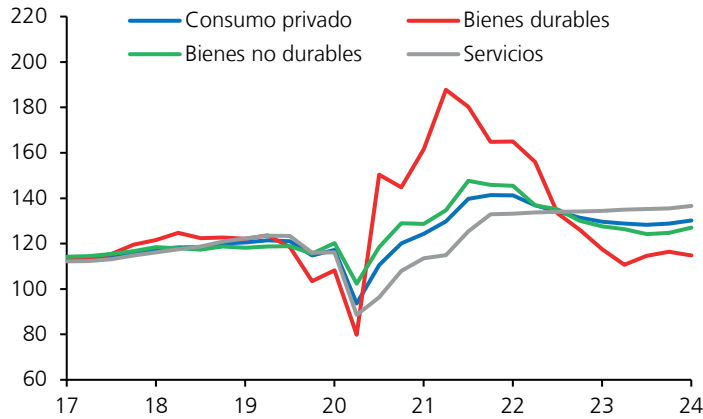


Fuente: Banco Central de Chile.

En la demanda interna, durante el primer trimestre, el desempeño del consumo total —público y privado— fue algo mejor que lo esperado (gráfico I.12). En este período, la serie desestacionalizada del consumo de los hogares creció 1,1% respecto del trimestre anterior, debido fundamentalmente a la recuperación de la demanda por bienes no durables y al crecimiento de los servicios. Diversos indicadores de alta frecuencia continúan sugiriendo una recuperación gradual de esta parte del gasto, como el índice de ventas diarias del comercio minorista (IVDCM), a partir de registros tributarios de boleta electrónica, y el índice de actividad del comercio minorista (IACM). Las ventas de automóviles (ANAC) y las importaciones de bienes de consumo han mostrado mayor estabilidad en lo reciente. En el caso del componente público, su mejor resultado está relacionado con un incremento de los gastos en salud.



GRÁFICO I.12 CONSUMO PRIVADO POR COMPONENTES
(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

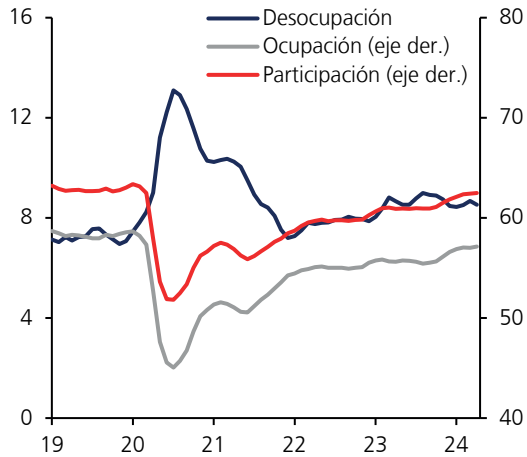
El mejor desempeño del consumo es coherente con el aumento de la masa salarial. En el empleo, destaca un mayor crecimiento de las ocupaciones asalariadas formales durante el último año, seguido del empleo por cuenta propia. La tasa de desempleo continúa fluctuando en torno a 8,5% (gráfico I.13). Las remuneraciones reales siguen aumentando, sin evidenciar cambios significativos luego de que el Instituto Nacional de Estadísticas publicara las nuevas series de salarios. Por su parte, aunque se mantienen en terreno pesimista, el Índice mensual de confianza empresarial (IMCE) muestra un alza de las expectativas en torno al empleo desde hace algunos meses (gráfico I.13).

La formación bruta de capital fijo (FBCF) detuvo el fuerte deterioro que mostró en la segunda parte de 2023, pero mantiene un desempeño débil. Su serie desestacionalizada tuvo una variación trimestral cercana a cero en el primer trimestre. Maquinaria y equipos, el componente que más se contrajo el año pasado, mostró un comportamiento más estable, lo que también se observa en la evolución de las importaciones de bienes de capital (gráfico I.14). Construcción y otras obras muestra diferencias entre sus componentes, con un desempeño más favorable de las obras de ingeniería vinculadas a la minería, en comparación con las de edificación. En el mercado habitacional se observa un bajo dinamismo de la demanda por viviendas, reflejado en el alto stock de unidades terminadas disponibles para la venta, que más que se duplicó entre 2022 y 2024. El panorama general de la inversión coincide con lo señalado por los entrevistados del [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de mayo](#), quienes declararon que, más allá de la mantención de su actual capacidad productiva, no prevén grandes proyectos para este año.

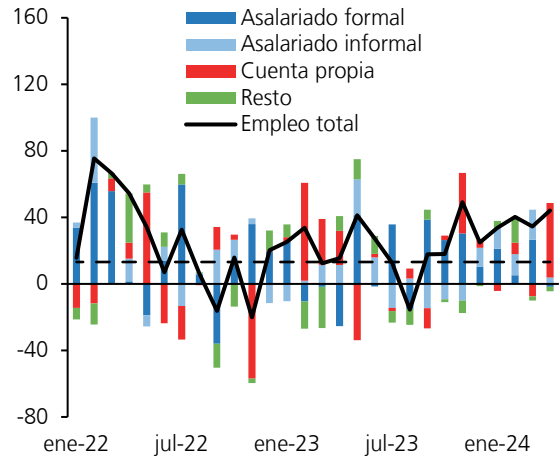


GRÁFICO I.13 MERCADO LABORAL

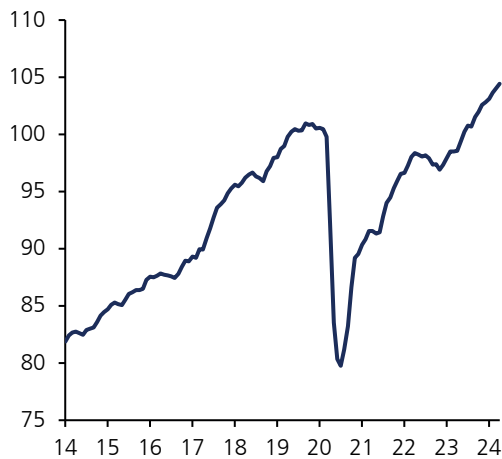
Tasas de desocupación, ocupación y participación (porcentaje)



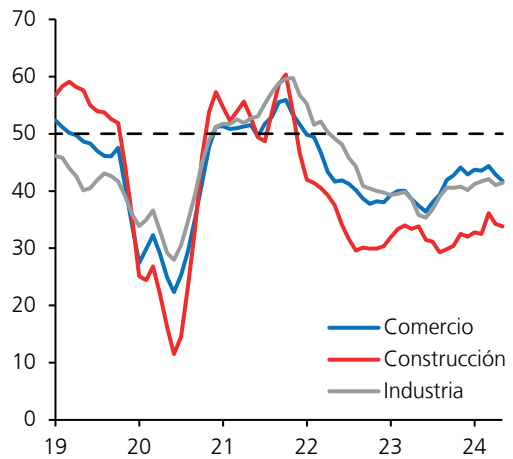
Empleo por categoría ocupacional (1)
(diferencia trimestre móvil, miles, desestacionalizado)



Masa salarial real (2)
(índice 2019 = 100, desestacionalizado)



IMCE Empleo (3)
(índice de difusión, promedio móvil trimestral)

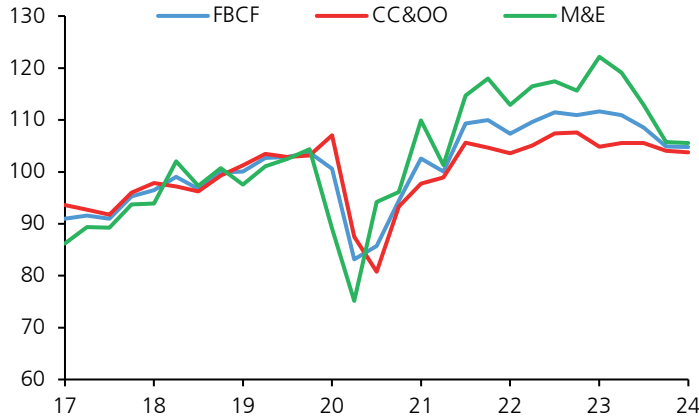


(1) Empleo total corresponde al dato oficial desestacionalizado por el INE, mientras que las categorías ocupacionales fueron desestacionalizadas internamente usando X13-ARIMA-SEATS. Línea segmentada muestra el promedio 2013-2019. "Resto" incluye empleadores, servicio doméstico y familiar no remunerado. (2) Cálculo en base a series desestacionalizadas del ICL real, horas trabajadas y ocupación. (3) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile e ICARE/UAI.



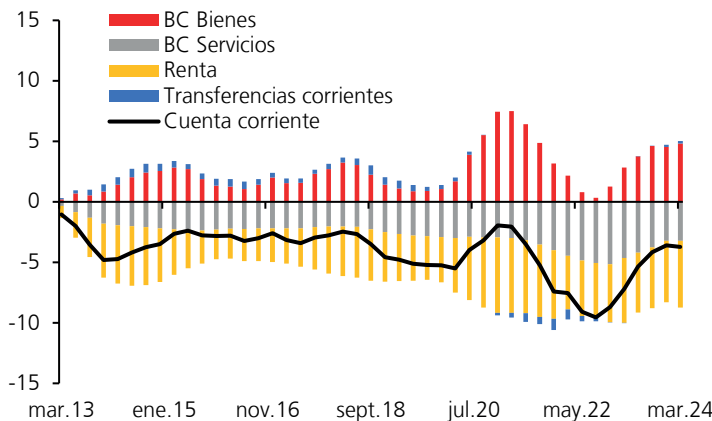
GRÁFICO I.14 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR COMPONENTES
(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las exportaciones han tenido un mejor desempeño, lo que ha favorecido el saldo de la cuenta corriente (gráfico I.15). El aumento de los envíos en el primer trimestre se dio en el marco de una mejora de la demanda global, especialmente en los rubros agrícola y minero. En lo reciente, el valor de las exportaciones mineras ha aumentado por el alza del precio del cobre. En la balanza comercial, esto fue parcialmente compensado por una caída en las exportaciones de servicios —principalmente por una contracción de los fletes marítimos— y un saldo negativo de las rentas provenientes de la inversión. Con ello, el déficit de la cuenta corriente llegó a 3,7% del PIB en el primer trimestre (3,6% el trimestre previo). Esta evolución ocurre en un contexto de mejora del ahorro nacional, sobre todo del componente privado, cuya suma acumulada anual alcanzó 19,4% del PIB durante el primer trimestre (17,5% en el mismo período del año anterior).

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



Fuente: Banco Central de Chile.



En general, el mercado financiero chileno se ha acoplado a los movimientos de sus pares externos (gráfico I.6). Considerando el promedio de 10 días al cierre de este Informe y el anterior, aunque con vaivenes, las tasas de largo plazo aumentaron en torno a 20 puntos base, mientras que el IPSA tuvo ganancias acotadas.

El peso se ha visto afectado por otros factores, como el alza del precio del cobre, que han hecho que se haya apreciado más que otras monedas (gráfico I.6). De esta forma, desde el último IPoM el peso acumuló una apreciación en torno a 5% frente al dólar y de 6% en su medida multilateral.

La trayectoria de las tasas de interés de créditos de corto plazo sigue dando cuenta de la normal transmisión de los recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) (gráfico I.16). En mayo, el promedio de las tasas de colocación comercial fue 11,1% (16,1% en mayo de 2023), cifra que llegó a 25,5% en las colocaciones de consumo (28,7% hace un año). Las tasas a plazos más largos, entre ellas las hipotecarias, se han mantenido en niveles elevados en comparación histórica, coherente con la evolución de sus pares externos. Los indicadores de morosidad, para todas las carteras, y de incumplimiento (que considera el segmento comercial) siguen elevados, tal como fue mencionado en el [Informe de Estabilidad Financiera \(IEF\) del primer semestre de este año](#) (gráfico I.16). La [Encuesta de Crédito Bancario \(ECB\) del primer trimestre de 2024](#) reportó que el mercado crediticio continúa debilitado por el lado de la oferta —al no haber cambios significativos en las condiciones exigidas por las instituciones bancarias— y de la demanda —lo que coincide con las percepciones de los encuestados en el IPN de mayo, quienes declaran no tener mayor disposición a endeudarse en el corto plazo. De todas formas, la evolución del crédito comercial en los últimos trimestres ha estado en línea con los fundamentos macroeconómicos (Recuadro I.3), lo que deberá monitorearse con cautela, especialmente por cierta debilidad observada en los últimos registros mensuales.

Respecto del crecimiento esperado para este año, las expectativas del mercado y de los expertos han subido durante los últimos meses. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio proyecta que el crecimiento del PIB de este año llegará a 2,6% y Consensus Forecasts lo ubica en 2,4% (1,8% y 2,0%, respectivamente, en marzo). Para 2025 las expectativas de crecimiento aún se ubican por encima de 2,0% (2,2% en el caso de la EEE y 2,3% según Consensus Forecasts).

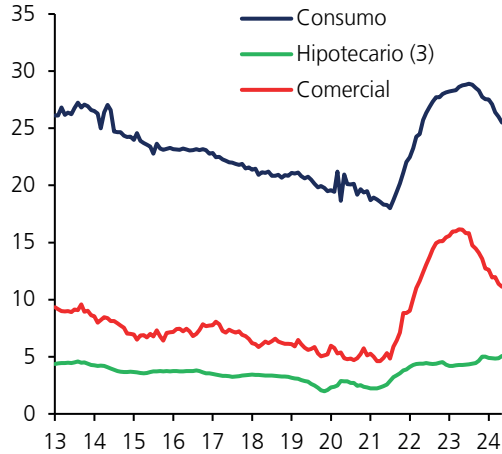
Las distintas medidas de expectativas de inflación a dos años —la EEE, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y los precios financieros— se mantienen en 3% (gráfico I.17). En cuanto a las empresas, la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) del trimestre móvil terminado en abril señala que, hacia fines del horizonte de política monetaria, la inflación llegará a 3,5% (4% en enero, último dato conocido al cierre estadístico del IPoM de marzo). A un año plazo, la EOF de junio sugiere que la inflación estará en 3%, en tanto la EEE del mismo mes muestra una expectativa de 3,2%. Por otro lado, al cierre de este IPoM, las expectativas de inflación de más corto plazo se ubicaban en torno a 4% o más, reflejando que se comenzaba a recoger el reajuste de las tarifas eléctricas que se espera para los próximos trimestres.

Previo a la publicación del IPoM, las trayectorias de TPM esperada por los especialistas y el mercado a uno y dos años siguen sugiriendo una paulatina normalización de la política monetaria. La EEE y la EOF de junio anticipan que, en doce meses, la TPM llegará a 4,5%, mientras que las tasas *swap* promedio cámara (SPC) sugieren que esta alcanzará 4,75% en el mismo plazo. En el horizonte de política monetaria, la EEE de junio prevé una TPM de 4%, en tanto la EOF de junio y las tasas SPC anticipan que llegaría a 4,5% y 4,75%, respectivamente. Las tasas SPC nominales a uno y dos años, que también han tenido fluctuaciones, se encuentran en niveles algo más bajos respecto del cierre del IPoM de marzo.

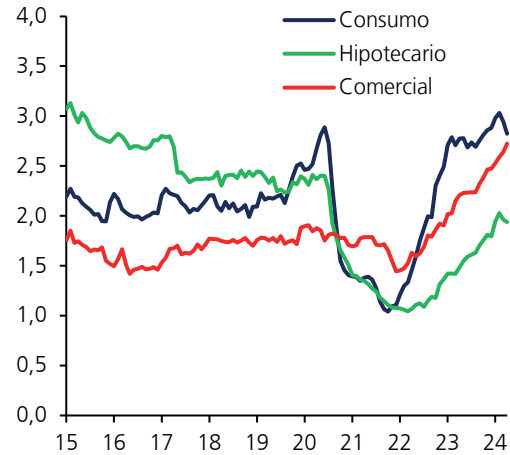


GRÁFICO I.16

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



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

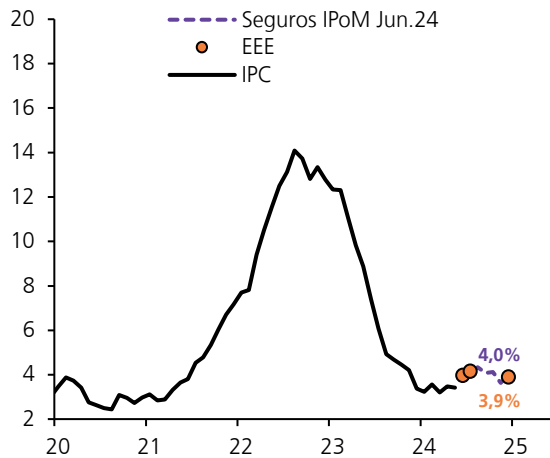


(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes en la Región Metropolitana. (2) Series desestacionalizadas mediante Census X-12. (3) Corresponden a colocaciones en UF.

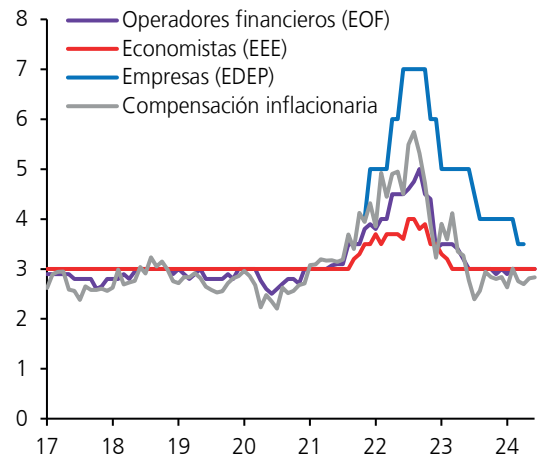
Fuente: Banco Central de Chile.

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 los 10 últimos días al 12 de junio. (2) Para las encuestas se muestran las medianas de las respuestas. (3) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de junio 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 junio 2024 toma en cuenta el promedio de los últimos 8 días al 12 de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.1:

Dinámica y perspectivas de la inflación de servicios en el mundo

El escenario central de este IPoM contempla una inflación mundial algo más persistente de lo habitual, debido a las perspectivas de la evolución de los servicios. En contraste con la inflación de bienes, alimentos y energía, la inflación de servicios se ha mantenido elevada en muchos países, con incidencias en la inflación total que se ubican en torno a 1 punto porcentual por sobre su promedio prepandemia (gráfico I.18a). Dado que la inflación de servicios suele estar más asociada a factores internos, su elevada sincronización a nivel mundial es un fenómeno poco usual. Este Recuadro indaga las razones detrás de ello y analiza qué cabe esperar hacia adelante para la inflación de servicios.

Estimaciones en base a modelos de factores dinámicos confirman la mayor sincronización de la inflación de servicios a nivel global. [Bajraj et al. \(2024\)](#) muestran que, mientras para el período 2015-19 los elementos comunes (capturados mediante un factor global) explicaban en torno al 15% de la varianza de la inflación trimestral de servicios esa cifra aumentó a cerca de 50% para el período postpandemia. Entre las razones de la coordinación de una inflación de servicios elevada a nivel mundial destacan la sincronización de shocks asociados a la pandemia y el inicio de la guerra en Ucrania, así como las políticas adoptadas para enfrentarlos. Todo esto habría generado un aumento significativo de la correlación de las brechas de producto a nivel mundial y dinámicas similares en los precios relativos entre servicios y bienes ([Bajraj et al., 2024](#)).

Un aspecto para destacar es que, luego de los shocks de la pandemia y la guerra, los precios de los servicios quedaron significativamente rezagados respecto del nivel general de precios (gráfico I.18b), y es esperable que la recuperación que se viene observando desde principios de 2023 continúe en los próximos trimestres. Hasta ahora, la mayor parte del cambio en el precio relativo entre bienes y servicios ha ocurrido por la caída de la inflación de bienes. Ese proceso está en su mayoría completado y no es esperable que continúe contribuyendo de forma importante con el restablecimiento de precios relativos, acorde con lo que se observa en la evidencia histórica ([Gascon y Martorana, 2024](#)). En línea con eso, el análisis de [Peach et al. \(2004\)](#), actualizado para Estados Unidos, sugiere que la inflación de servicios retomarí sus niveles prepandemia hacia mediados de 2025 (ver [Bajraj et al., 2024](#)). Ello supone que los niveles de persistencia de las inflaciones servicios seguirán los patrones habituales.

Sin embargo, existen riesgos. La evidencia muestra que la persistencia de los servicios aumenta en períodos de inflación elevada, producto de la intensificación de los mecanismos de indexación ([Borio et al., 2023](#)). A modo de ejemplo, [Bajraj et al. \(2024\)](#) sugieren que el nivel de persistencia de la inflación de servicios se habría duplicado durante la escalada inflacionaria de 2021-2022 en Estados Unidos. Si bien en los últimos meses éste se ha ido regularizando, todavía se ubica sobre el nivel prepandemia, lo que podría retrasar la normalización de la inflación de los servicios^{1/}.

Por último, cabe señalar que más allá del aumento de la sincronización de la inflación de servicios a nivel mundial, existen elementos particulares de cada economía que también han jugado roles importantes y podrían afectar las dinámicas de precios relativos hacia adelante. Entre otros, destacan la evolución las políticas monetarias y fiscales, las dinámicas migratorias, los cambios en el apetito por riesgo de los inversores, las dinámicas de productividad propias de cada economía, así como desarrollos geopolíticos que puedan tener impactos en el precio de los bienes.

^{1/} Dada la coordinación de los peaks inflacionarios entre países, el aumento de la persistencia agregaría un mecanismo adicional de coordinación a la inflación mundial de servicios.



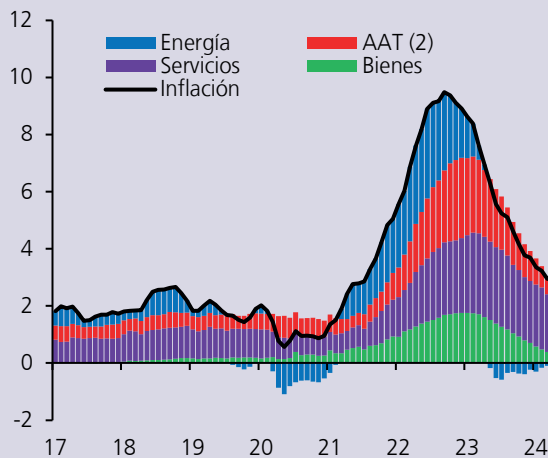
En Chile, luego de peaks de inflación total y de servicios que excedieron los de economías comparables, se observó un descenso de ambos componentes. En esto contribuyeron las reacciones de la política monetaria y fiscal, que colaboraron en corregir los significativos desequilibrios macroeconómicos de los años previos. Al igual que en otras economías, el descenso de la inflación de servicios ha sido más gradual que en los bienes. En ello incide no solo la necesidad de recomposición de precios relativos, sino la dinámica de las brechas de actividad sectorial. Mientras en el caso de los bienes la brecha se cerró y se volvió negativa desde fines de 2022, la brecha asociada a los servicios se situó cercana a cero recién sobre finales del año pasado, coherente con un descenso de la inflación más lento en los servicios (ver [Recuadro II.1 del IPoM de Marzo 2024](#)).

Conclusión

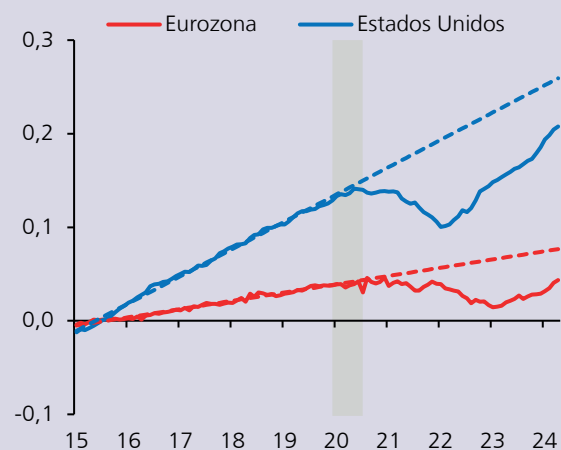
La inflación de servicios se ha mantenido elevada en muchas economías, tanto desarrolladas como emergentes, fenómeno que resulta poco usual debido a la mayor asociación histórica de los servicios al ciclo interno. La evidencia sugiere que la normalización de la inflación de servicios demoraría algunos trimestres más, e incluso podría ser algo más lenta de lo habitual debido a la intensificación de los mecanismos de indexación que habría ocurrido en este ciclo. El escenario central contempla niveles de persistencia de servicios algo mayores a los habituales. En el caso de EE.UU., podría sumarse una demanda más resiliente de lo previsto, lo que retrasaría más la convergencia.

GRÁFICO I.18

a) Incidencia de principales componentes de la inflación general (1)
(inflación anual media, porcentaje)



b) Precios relativos entre servicios y bienes SAE (3)
(desvío desde nivel en 2015, puntos logarítmicos)



(1) Series armonizadas de inflación y sus componentes. Promedio de 53 países. Dato de mayo 2024 no se reporta por no estar disponible para todos los países. (2) Alimentos, alcohol y tabaco. (3) Logaritmo natural del ratio entre el IPC de Servicios y el IPC de Bienes Ind. (exc. Energía), ambos normalizados 2015=1. Las líneas punteadas corresponden a la proyección lineal de la tendencia entre 2015 y 2019.

Fuente: Base de inflación global de Bajraj, Carlomagno, Ledezma, Pustilnik y Wlasiuk (2024), Banco Central de Chile, en base a [Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk \(2023\)](#).



RECUADRO I.2:

Evolución reciente del precio del cobre

Comparado con el cierre estadístico del IPoM de marzo, el precio del cobre ha aumentado en torno a 10% (+15% en lo que va del año). Determinar la persistencia de este incremento es importante para evaluar el encuadre macro de los próximos años, por sus efectos sobre la demanda agregada, las expectativas, el tipo de cambio y la inflación, entre otros. Este Recuadro revisa las causas del aumento reciente del precio del metal y estimaciones sobre su persistencia.

Las causas del aumento del precio

La explicación más habitual entre expertos es que la dinámica reciente se vincula a noticias sobre restricciones de oferta, en un contexto de demanda estructuralmente elevada dada la importancia del cobre para la transición energética (electromovilidad, cambios en la matriz de generación, electrificación, entre otros). La escasez relativa se refleja tanto en la tendencia de los inventarios globales (gráfico I.19a) como en los reducidos márgenes de refinación, que se encuentran cercanos a 0. Se suman las sanciones a Rusia sobre el almacenamiento de cobre en la Bolsa de Metales de Londres y el alza de posiciones especulativas que podrían haber presionado el precio más allá del desequilibrio entre oferta y demanda.

El alza del precio del cobre también se da a la par de un aumento generalizado del precio de los metales y de otros activos riesgosos (gráfico I.19b). Un ejercicio estadístico simple sugiere que más de la mitad del aumento del precio del cobre desde inicios de año puede explicarse por la evolución de otros metales ([Zelpo et al., 2024](#)). Es decir, existen elementos comunes al precio de todos los metales que explican buena parte del *rally* del cobre.

[Zelpo et al. \(2024\)](#) destacan cinco factores que estarían detrás del alza de los precios de los metales. Primero, un shock de “demanda verde”, que también impulsó el precio de activos financieros asociados a la transición energética. Segundo, un shock de “crecimiento”, asociado a la fortaleza de EE.UU., la resiliencia de China —que, pese a visiones más pesimistas a principios de año, parecería estar consolidando un crecimiento en torno al 5%— y las perspectivas de India como nuevo motor del crecimiento mundial. Tercero, razones geopolíticas harían que distintos gobiernos intenten asegurar el abastecimiento de *commodities* estratégicos, entre ellos el cobre. Cuarto, el mayor del apetito por riesgo desde principios de año, que ha impulsado el precio de diversos activos riesgosos, sobre todo en Estados Unidos. Por último, hay factores particulares del cobre, asociados a elementos de oferta y/o especulativos. En línea con lo señalado previamente, [Zelpo et al. \(2024\)](#) estiman que estos factores específicos explican menos de la mitad del aumento del cobre desde inicios de año.

La persistencia hacia adelante

Qué tan duradero será el mayor precio depende de la persistencia de los factores que determinaron su aumento. Aunque una evaluación precisa es compleja, un supuesto relativamente conservador asume que la totalidad del componente específico del cobre y del relacionado con el aumento del apetito por riesgo serían transitorios, mientras que el resto sería persistente^{1/}. Con ello, más de la mitad del aumento reciente permanecería (ver [Zelpo et al., 2024](#)). Esto elevaría las perspectivas de mediano plazo en torno a 10%.

^{1/} En el componente específico del cobre se suman factores especulativos (que son transitorios) y posibles elementos de oferta. Dado que los principales elementos relacionados a la oferta eran conocidos previo al aumento reciente del precio, el supuesto conservador asume que la totalidad del componente específico es transitorio.



Este resultado es coherente con el cambio de las perspectivas de precios de mediano plazo de diversos actores de mercado. Las perspectivas de Consensus Forecasts para el precio del cobre a 2025 aumentaron entre 6 y 14% entre enero y mayo de este año. Las del Ministerio de Hacienda subieron algo más de 8% entre el cuarto trimestre de 2023 y el primero de 2024. Esto, en un contexto donde las perspectivas de mediano plazo han reaccionado rápidamente al cambio en el precio *spot* (ver [Zelpe et al., 2024](#)), en línea con la interpretación de elementos persistentes en el *rally* reciente.

Considerados todos estos elementos, el escenario central de este IPoM aumenta el precio del cobre previsto para 2024-26, desde US\$3,85 a 4,3 la libra.

El mayor precio del cobre afectará a la economía local a través de distintos canales, que operan con rezagos y cuyos impactos aumentan a medida que el alza sea más persistente. Primero, incentiva la inversión en minería, lo que tiene efectos indirectos en otros sectores, como la construcción y los servicios empresariales. Esto genera impactos positivos en el empleo, los ingresos laborales y el consumo, además de mejorar las expectativas de hogares y empresas ([Albagli y Luttini, 2015](#)). Las ganancias de términos de intercambio aumentan el saldo de la cuenta corriente, lo que tiende a revertirse en la medida que sube la inversión y el gasto interno ([Recuadro V.1, IPoM marzo 2013](#)). Por otro lado, el alza del cobre conlleva una apreciación del peso, reduciendo las presiones inflacionarias a corto plazo. Sin embargo, la mayor demanda interna y sus efectos en la brecha de actividad las aumentan en el mediano plazo. Estos efectos se incorporan en el escenario central, en línea con el aumento previsto para el precio del cobre. Un aumento mayor y/o más persistente —que no sea compensado por aumentos de costos— tendría impactos más importantes sobre la inversión y otros componentes de la demanda, incluido el gasto público a través de la regla fiscal de balance estructural. Una situación como esta se evalúa dentro los escenarios de sensibilidad.

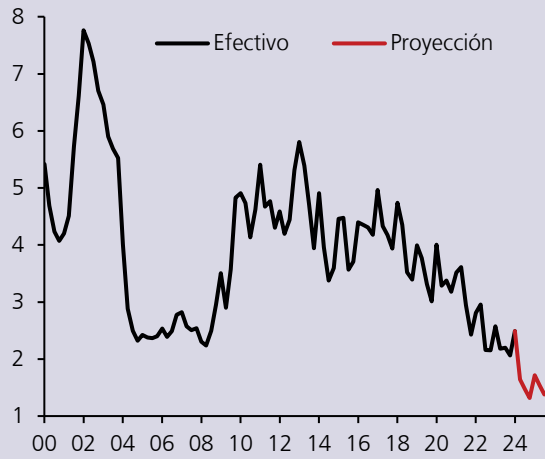
Conclusiones

El episodio reciente de alza de precio del cobre se enmarca en un contexto de escasez relativa de oferta y una demanda elevada, determinada por varios factores, entre los que destaca la transición energética. El escenario central de este IPoM revisa al alza el precio desde US\$3,85 la libra a 4,30 para 2024-26. Además de la apreciación del peso que ello ha significado, el mayor precio implicará un impulso a la inversión y otros componentes de la demanda, cuyos efectos sobre la dinámica inflacionaria y la estrategia de política monetaria continuarán siendo evaluados en los trimestres venideros.

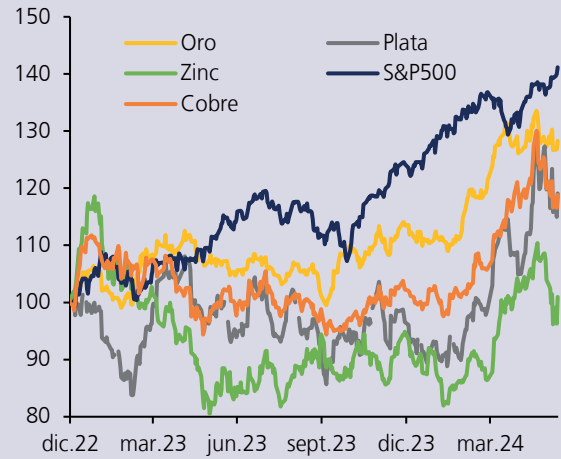


GRÁFICO I.19

a) Inventarios globales de cobre (*)
(índice dic.22 = 100, nominal)



b) Precios de activos
(índice 30/12/22 = 100)



(*) Corresponde al nivel estimado total de inventarios visibles, reportado por el CRU y medido como semanas de consumo.
Fuentes: Bloomberg, CRU y LME.



RECUADRO I.3:

Evolución reciente del crédito comercial

En el último año la TPM ha disminuido 550 puntos base, reduciendo significativamente el nivel de restricción de la política monetaria. Esta menor TPM se ha ido traspasando a las tasas de crédito bancario de corto plazo, tanto para las colocaciones a empresas como a personas (Capítulo I, gráfico I.16). No obstante, el stock de colocaciones bancarias comerciales y de consumo sigue mostrando tasas de variación anual negativas, aunque menores a las que se observaban hace unos trimestres. Este recuadro presenta antecedentes adicionales sobre la evolución del crédito comercial bancario, y busca responder si su evolución es coherente con el encuadre macroeconómico o si, por el contrario, estaría contribuyendo a amplificar el ciclo más allá del resto de los fundamentos de la economía chilena.

El actual desempeño del crédito se da en un contexto en que, según distintas fuentes, se perciben condiciones de oferta y demanda poco favorables. Por un lado, la Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central mostró durante varios trimestres consecutivos un aumento en los niveles de restricción de la oferta de crédito, al mismo tiempo que la demanda se debilitaba. En su último levantamiento, primer trimestre de 2024, se aprecia que los factores de oferta de crédito comercial se perciben similares a los del trimestre previo^{1/}, aún cuando las tasas de créditos comerciales han disminuido de acuerdo a lo esperado, siguiendo la caída en la TPM (gráfico I.20a). Los factores de demanda, por otro lado, vuelven a debilitarse, en particular por una menor inversión. El Informe de Percepciones de Negocios de mayo apunta a un panorama parecido. Las empresas entrevistadas señalan que las condiciones de oferta de crédito son restrictivas, aunque no se han deteriorado en el margen, mientras que su disposición a adquirir más deuda es baja.

Sin embargo, para evaluar si estos antecedentes son coherentes con el ciclo macro, es necesario considerar que el ciclo del crédito en los últimos años ha tenido varias particularidades. En primer lugar, producto de las políticas de apoyo a la liquidez y al crédito desplegadas durante la crisis del Covid-19, el crédito comercial en Chile creció fuertemente en 2020-2021 (gráfico I.20b)^{2/}. Posterior a esto, la economía chilena enfrentó un fuerte proceso inflacionario, donde contribuyeron de forma importante las políticas de estímulo a la demanda. Esto provocó que el Banco Central llevara adelante una rápida subida de la TPM, que se traspasó a las tasas de interés de los créditos comerciales, y que se acompañó de una significativa contracción del crédito, coherente con las condiciones que eran necesarias para que el gasto interno se ajustara y la inflación convergiera a la meta de 3% en dos años plazo (gráfico I.20a). Por tanto, el comportamiento actual del crédito comercial debe evaluarse en el contexto de una fuerte expansión a inicios de la pandemia, seguido de la contracción que se requirió en el proceso de ajuste del gasto y convergencia de la inflación a la meta.

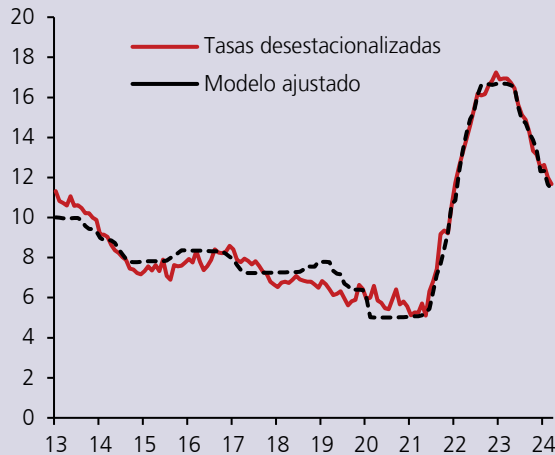
^{1/} Ver [IEF Primer Semestre 2024](#).

^{2/} El aumento del crédito comercial durante la crisis del Covid-19 implicó una diferencia sustancial respecto de lo sucedido en otras crisis, dándoles un rol contracíclico relevante al crédito. Ver [Recuadro I.1 de septiembre 2020](#) y [Serie Económica Financiera de marzo 2023](#) para más detalles.

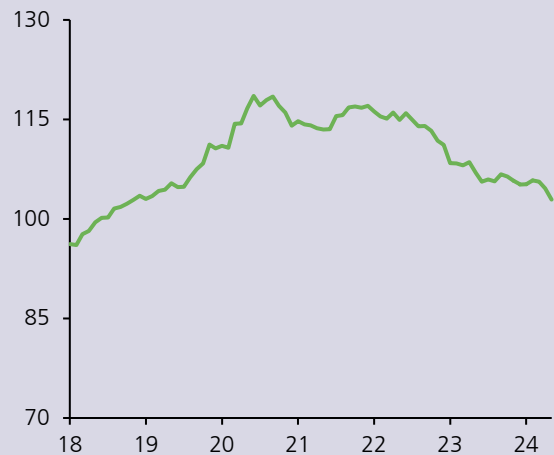


GRÁFICO I.20

a) Tasas de interés de colocaciones comerciales (1)
(porcentaje)



b) Colocaciones reales comerciales (2)
(índice 2018=100)



(1) Tasas Comerciales en pesos, incluye cuotas y rotativos. Información al 31 de mayo de 2024. Datos ajustados por efectos de composición: moneda, monto, plazo, producto. Tasas desestacionalizadas utilizando CENSUS X-12 y calendario nacional. Cobertura nacional (D32-33). Variables independientes: SPC2 y TPM. (2) Datos contables hasta abril 2024. Datos a mayo 2024 en base a archivos del Sistema de Información Monetaria (SIM01) en base a stock en UF. Excluye comercio exterior. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Para evaluar cuantitativamente la coherencia entre el crédito comercial y la evolución del resto de las variables macroeconómicas, [Bauducco et al. \(2024\)](#) presenta evidencia a partir de información individual de la deuda bancaria de las empresas y su desempeño, y de variables agregadas como actividad, expectativas, deuda en incumplimiento y TPM para el período 2014.II-2024.I. El estudio busca explicar el cambio trimestral de la deuda a nivel de empresa mediante indicadores de su desempeño tales como cambio en las ventas, empleo e inversión, así como variables agregadas. El gráfico I.21 muestra los errores de predicción promedio, o residuos de esta relación, trimestre a trimestre. Valores significativamente negativos (positivos) indicarían que el crédito es inusualmente bajo (alto). Se observa que el residuo promedio de esta regresión es cercano a cero hasta el primer trimestre de 2020, es decir que la deuda de las empresas no muestra un comportamiento que se aleje de lo que se esperaría dado su desempeño y el ciclo económico. En 2020 el residuo crece fuertemente, lo que coincide con las políticas de estímulo que fomentaron la toma de deuda de las empresas en respuesta a la caída en la actividad. A partir de 2022, este residuo promedio retorna a valores en torno a cero, lo que sugiere que el crecimiento del crédito se encuentra en niveles acordes al desempeño de las empresas y al comportamiento de la economía^{3/}. Este resultado, además, coincide con el que arroja una descomposición de shocks en base a un modelo estructural que incorpora un sector financiero^{4/}.

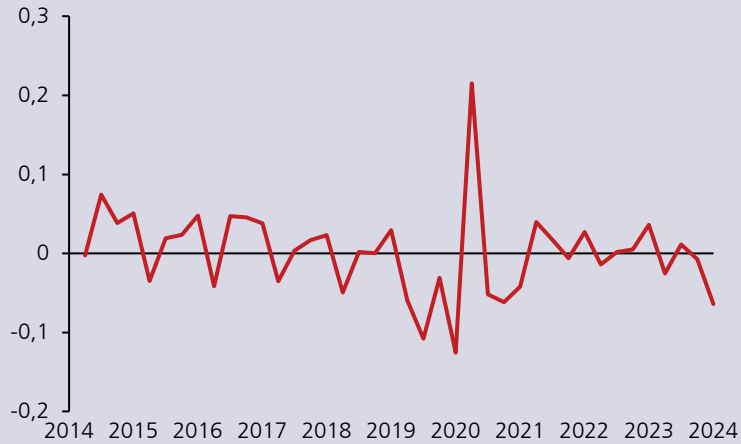
Es importante destacar que en el primer trimestre de 2024 (último punto de la serie) el residuo promedio muestra un valor negativo que sugiere, para ese trimestre, un crecimiento del crédito menor del esperado dados los determinantes considerados. Dada la variabilidad temporal de los residuos promedio, es recomendable ejercer cierta cautela al interpretar los resultados del último trimestre y seguir monitoreando la relación del crédito con sus determinantes.

^{3/} Ver [Bauducco et al. \(2024\)](#) para más detalles.

^{4/} Ver [DTBC N°953](#) para una exposición detallada del modelo.



GRÁFICO I.21 RESIDUOS PROMEDIO DE REGRESIÓN DE CRECIMIENTO DE CRÉDITO COMERCIAL A NIVEL DE EMPRESAS RESPECTO A DISTINTOS DETERMINANTES (tasa de cambio)



Fuente: [Bauducco et al. \(2024\)](#).

Conclusiones

La actividad crediticia de las empresas ha evolucionado de acuerdo con las condiciones macroeconómicas imperantes. La evidencia en base a microdatos administrativos anonimizados sugiere que la evolución del crédito comercial obedece tanto a factores de demanda de las empresas como a factores macroeconómicos —actividad, expectativas de crecimiento y TPM. Datos recientes sobre crédito comercial, sin embargo, podrían indicar una desaceleración adicional en el trimestre en curso e inducen a cierta cautela. El Banco continuará monitoreando de cerca ésta y otras variables financieras.



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

El escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo planteado en el IPoM de marzo. La actividad ha retomado una senda de crecimiento coherente con su tendencia, con un desempeño de la demanda algo mejor que lo esperado. La inflación total se ubica en torno a 3,5% anual^{1/} y sus expectativas a dos años se mantienen en 3%. En el ámbito internacional, ha seguido siendo particularmente relevante para los mercados financieros la visión sobre el curso de la política monetaria en Estados Unidos. El escenario central de este IPoM considera que el impulso externo que recibirá la economía chilena será mayor al previsto en marzo, debido al aumento de los términos de intercambio —por el alza del precio del cobre— y, en menor medida, a una leve revisión al alza en la proyección de crecimiento de los socios comerciales para 2024 y 2025. En cuanto a la inflación local, se proyecta que aumente de forma importante en 2025 y que converja a la meta en la primera mitad de 2026. Esto responde principalmente al *shock* de oferta asociado al alza de las tarifas eléctricas y un impulso más elevado de la demanda interna. Lo anterior se verá compensando parcialmente por un tipo de cambio real (TCR) más apreciado respecto de lo previsto en marzo. Se proyecta que el PIB crecerá entre 2,25 y 3,0% este año (entre 2,0 y 3,0% en marzo). Para 2025 y 2026, el rango de crecimiento se mantiene entre 1,5 y 2,5%. Esto considera el mayor impulso del gasto interno, favorecido por la mejora de sus fundamentos, entre ellos el mayor precio proyectado para el cobre. A lo anterior, se contrapone el impacto negativo del costo de la energía sobre el ingreso disponible de los hogares. El Consejo estima que, de concretarse los supuestos del escenario central, la tasa de política monetaria (TPM) habría acumulado durante el primer semestre el grueso de los recortes previstos para este año. El escenario central de este IPoM considera que la TPM seguirá reduciéndose durante el horizonte de política monetaria, a un ritmo que 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

El impulso externo que recibirá la economía chilena es mayor al previsto en marzo, dado el aumento del precio del cobre y los mejores términos de intercambio que se proyectan. En el escenario central de este IPoM se prevé que el precio del cobre promedie US\$4,3 la libra en el período 2024-2026 (US\$3,85 en el IPoM anterior). Más de la mitad del incremento que acumula el valor de este mineral desde principios de este año se estima que se debería a factores más persistentes (Recuadro I.2). La proyección para el precio del barril de petróleo (promedio WTI-Brent) no sufre mayores cambios: US\$76 vs 77 en el período 2024-2026. Las perspectivas para los índices de precios internacionales de alimentos (FAO) se revisan levemente al alza, en respuesta a factores de oferta (tabla II.1 y gráficos I.7, II.1 y II.2).

^{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.

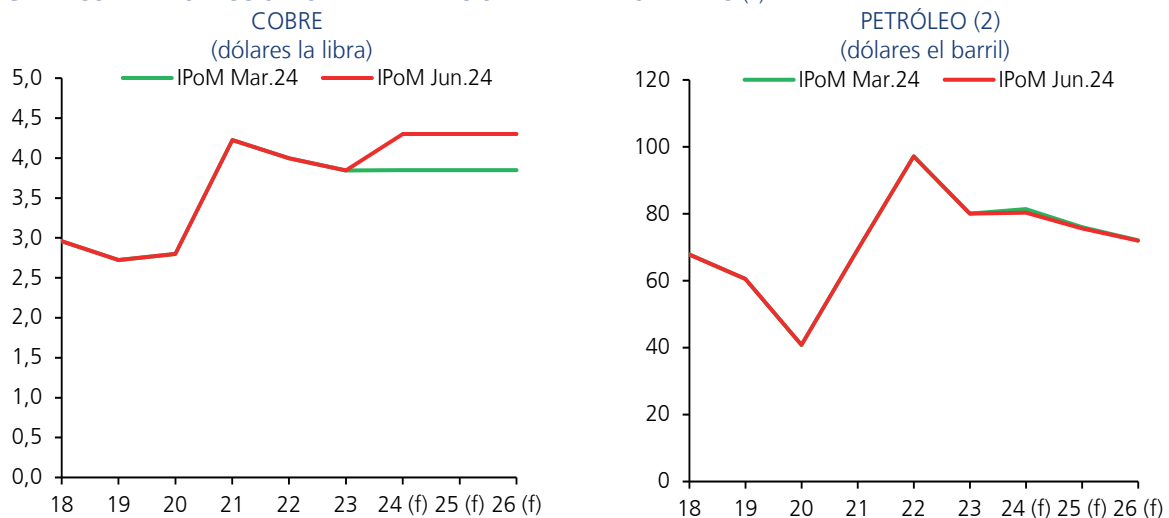


TABLA II.1 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-19	2022	2023	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
				(variación anual, porcentaje)		
Términos de intercambio	1,0	-6,8	2,4	1,4	-0,3	1,6
Precios externos (en US\$)	0,6	4,4	-0,2	0,1	4,6	3,8
				(nivel)		
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	306	400	385	430	430	430
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	94	78	78	73	69
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	100	83	83	78	75
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	610	850	721	697	633	607
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	1,9	5,2	5,5	4,8	3,9

(*) Para un detalle de su definición ver [Glosario](#). (f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.1 PROYECCIONES PARA EL PRECIO DE MATERIAS PRIMAS (1)



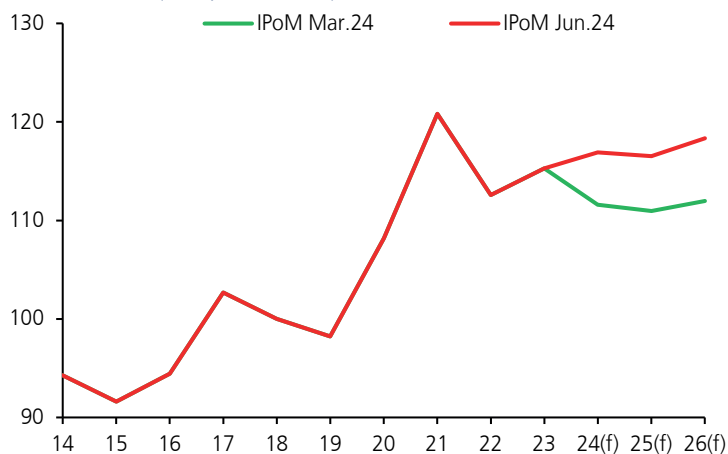
(1) Corresponde al precio promedio efectivo o proyectado para cada año contenido en el IPoM respectivo. (2) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent. (f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

El crecimiento de los socios comerciales se revisa levemente al alza para este y el próximo año, tanto por mejores datos efectivos del primer trimestre de 2024 en algunas economías, como por mejores perspectivas, en especial en Estados Unidos. En este último país, la demanda interna ha sostenido su dinamismo, con un consumo privado favorecido por los servicios y una inversión impulsada por el componente residencial y la propiedad intelectual. A su vez, se espera que la parte de inversión en estructura siga impulsada por la Ley de Reducción de la Inflación (*Inflation Reduction Act*) y el desarrollo de la Inteligencia Artificial, mientras que se prevé que el componente residencial pierda dinamismo en línea con la debilidad de las cifras sectoriales. Tanto en la Eurozona como en América Latina la actividad del primer trimestre superó lo previsto y las cifras recientes mantienen un buen desempeño. Sin embargo, el ritmo de crecimiento y las perspectivas



siguen siendo acotadas. China también mostró un mayor dinamismo en el primer trimestre y se espera que crezca cerca de 5% este año, aunque mantiene una importante heterogeneidad entre los distintos sectores económicos y componentes de la demanda. Con todo, el crecimiento mundial y de los socios comerciales en 2024 y 2025 superará levemente lo esperado en marzo (tabla II.2 y gráfico II.3).

GRÁFICO II.2 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

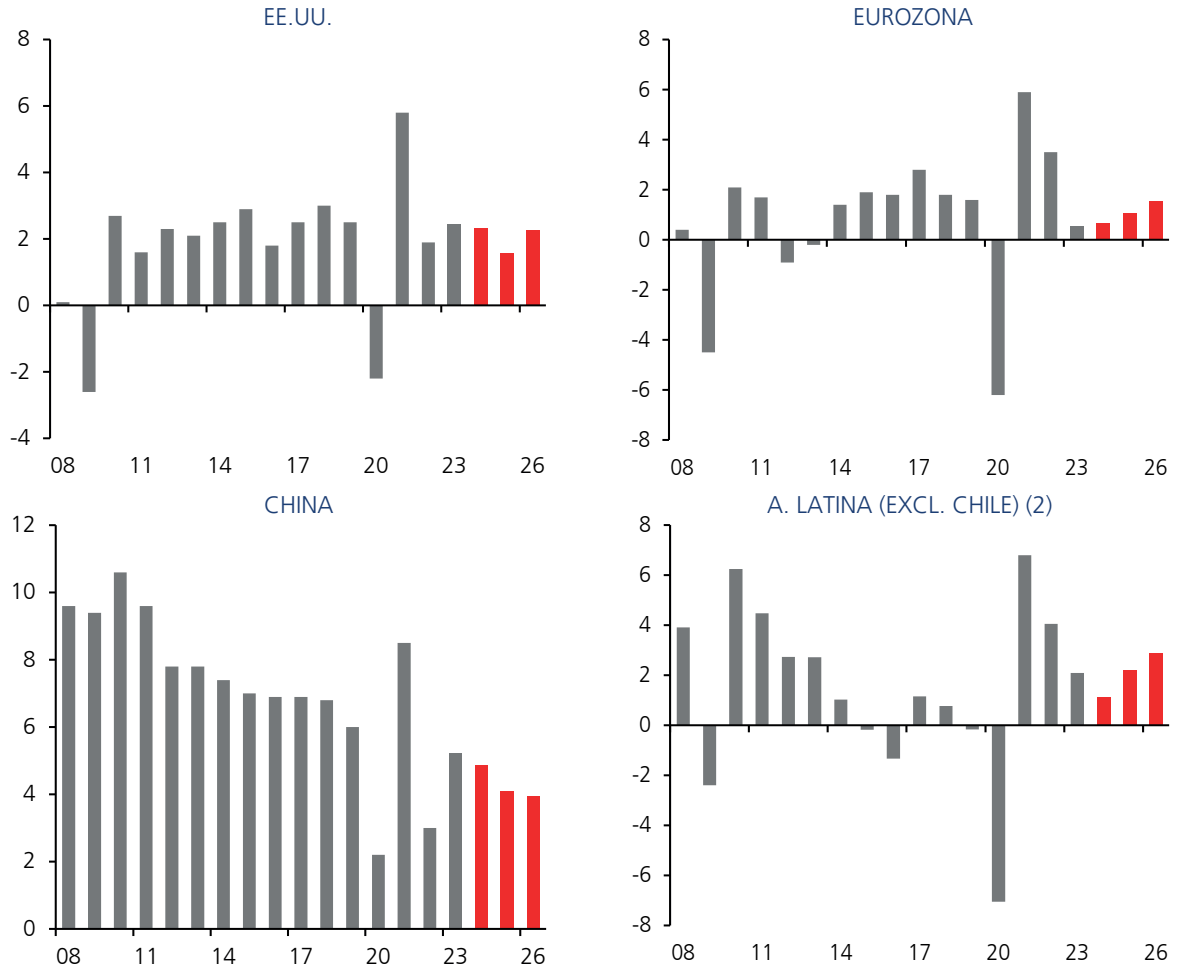
	Prom. 10-19	2022	2023 (e)	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
Mundo a PPC	3,7	3,4	3,4	3,2	3,0	3,1
Mundo a TC de mercado	3,3	3,0	2,8	2,6	2,5	2,7
Socios comerciales	3,9	2,9	3,3	3,1	2,9	2,9
Estados Unidos	2,4	1,9	2,5	2,3	1,6	2,3
Eurozona	1,4	3,5	0,6	0,6	1,1	1,6
Japón	1,2	1,0	1,9	0,6	1,6	0,6
China	7,7	3,0	5,2	4,9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

(*) 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.



GRÁFICO II.3 CRECIMIENTO DE LOS SOCIOS COMERCIALES (1)
(variación anual, porcentaje)



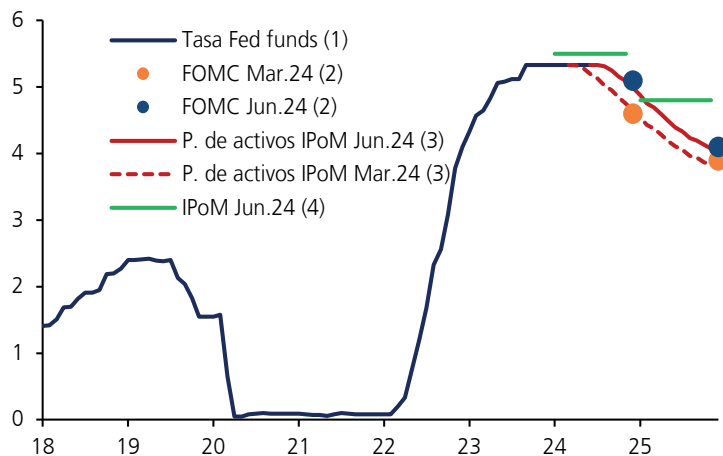
(1) Barras rojas corresponden a la proyecciones del escenario central de este IPoM. (2) Región considera a Brasil, Colombia, México, Perú, Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Proyección de la serie en base a región del modelo GPM integrada por Brasil, Chile, Colombia, México y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

El escenario central considera condiciones financieras internacionales más estrechas que lo contemplado en marzo. Esto recoge la mayor cautela en materia de política monetaria a nivel global, donde continúan predominando las noticias relacionadas a las perspectivas para la Tasa de Fondos Federales (FFR) (gráficos I.5 y II.4). Luego de un primer trimestre de sorpresas al alza en Estados Unidos en materia de inflación, mercado laboral y demanda, en las últimas semanas han salido datos con novedades mixtas. De todos modos, las autoridades del FOMC han sostenido un mensaje de cautela sobre el inicio del recorte de tasas de interés y reiteraron la necesidad de contar con más información que permita tener más confianza sobre el proceso de convergencia de la inflación hacia su objetivo. Además, en su última reunión de junio, revisaron al alza sus perspectivas de inflación y para la FFR en 2024 (*dots*). Todo lo anterior ha llevado a los mercados a reevaluar sus perspectivas de tasas para esa economía y ahora consideran un menor número de bajas en



2024 respecto de lo que preveían hace algunos meses. Estos cambios de visión han estado acompañados de una mayor volatilidad en los mercados financieros y han elevado las tasas de interés de corto y largo plazo en distintas economías. En este contexto, distintos bancos centrales han continuado sus ciclos de reducción o los han iniciado, aunque con mensajes de cautela sobre decisiones futuras.

GRÁFICO II.4 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED FUNDS
(puntos porcentuales)



(1) Tasa Fed funds efectiva. Considera información hasta junio 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 el rango superior de la tasa Fed funds en 2024 y 2025, según escenario central de este IPoM.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

La actividad local ha ido aumentando, en línea con lo anticipado en el IPoM de marzo. De todos modos, se sigue observando heterogeneidad entre sectores (tabla II.3 y gráficos I.11, II.5 y II.6). En el primer trimestre, el PIB total y el no minero —series desestacionalizadas— crecieron trimestre a trimestre. Como se anticipó en el IPoM de marzo, la parte de este mayor dinamismo asociado a factores de oferta ha tendido a revertirse en los últimos meses, tal y como evidencian las cifras de Imacec de marzo y abril. Sectorialmente, resalta el desempeño de los servicios, de algunas líneas del comercio y de algunos rubros exportadores, favorecidos por mayores precios y demanda externa. En contraste, la construcción sigue débil y con expectativas más pesimistas en comparación a otros rubros.

La demanda final (que excluye la variación de existencias) en el primer trimestre superó lo previsto, en especial el consumo. La formación bruta de capital fijo (FBCF) detuvo el deterioro que mostró en la segunda mitad de 2023, aunque se mantiene débil (tabla II.3 y gráficos I.11, I.12, I.13, II.5 y II.6).

El consumo tanto privado como público creció por sobre lo previsto, con variaciones trimestrales positivas en sus series desestacionalizadas. En el gasto de los hogares el componente de servicios continúa siendo comparativamente el más dinámico, a lo que se agregó el repunte de la demanda por bienes no durables en el primer trimestre. Esto, en un contexto en el que la masa salarial real se ha favorecido del aumento del empleo y los salarios reales. Las condiciones financieras internas han mejorado (gráficos I.13 y I.17). El consumo de gobierno también creció por sobre lo proyectado. La FBCF tuvo una variación trimestral cercana a cero en el primer trimestre (en su serie desestacionalizada), con un comportamiento más estable de sus componentes. La parte de construcción y otras obras sigue con un desempeño más favorable de las obras de ingeniería en comparación con el bajo dinamismo del segmento de edificación.



La proyección para la actividad local contiene cambios acotados respecto de la contemplada en marzo.

En el escenario central, se proyecta que el PIB crecerá entre 2,25 y 3,0% (entre 2,0 y 3,0% en marzo). Esto recoge tanto el mejor desempeño del consumo y la inversión en el primer trimestre como la práctica habitual de los IPoM de junio de reducir en 25 puntos base el rango de crecimiento proyectado para el año en curso. Además, considera el impulso inicial del mayor precio del cobre sobre la producción minera y la actividad de otros rubros. Los impactos de este último elemento también son considerados en el mediano plazo, lo que se verá compensado por el efecto negativo del alza de las tarifas eléctricas sobre el ingreso disponible de los hogares, que afectará el consumo privado. Como resultado, el rango de crecimiento del PIB proyectado para 2025 y 2026 se mantiene entre 1,5 y 2,5% (tabla II.3 y gráficos II.5 y II.6).

Las perspectivas para la demanda interna son más favorables. Al mayor punto de partida observado en el primer trimestre se suma un mejor desempeño esperado para la FBCF por el impacto del alza del precio del cobre y la apreciación del TCR.

Para este año, se prevé una menor contracción de la FBCF (-0,3% versus -2% en marzo) por el repunte de maquinaria y equipos, en línea con el mejor desempeño reciente y esperado para las importaciones de bienes de capital, apoyado por los menores niveles del TCR. En construcción y otras obras, el mayor precio del cobre eleva las perspectivas para la inversión minera, lo que será más notorio en 2025 y 2026, y afectará positivamente a otros rubros. La información de los últimos catastros es coherente con lo anterior, con un nivel de inversión minera en 2024-26 que superaría entre 30 y 40% a la de 2023 según la Corporación de Bienes de Capital y Cochilco. Con todo, se proyecta que la FBCF crezca 5,4 y 2,8% en 2025 y 2026, respectivamente (3,0 y 1,9% en marzo, respectivamente) (tabla II.3 y gráficos II.5 y II.6).

El crecimiento proyectado del consumo aumenta para este año y se mantiene similar para 2025 y 2026.

Para 2024, se suma el mayor punto de partida de este componente del gasto, el mejor desempeño de la masa salarial real y la apreciación del TCR, a la mejora gradual de las confianzas de los consumidores. En el mediano plazo, estas fuerzas serán en parte contrapesadas por el efecto del alza de las tarifas eléctricas sobre el ingreso disponible de los hogares. Así, se espera que el consumo privado crezca 2,5; 1,9; y 2,5% este y los próximos dos años, respectivamente (2,0; 1,9 y 2,3%, respectivamente, en el IPoM de marzo) (tabla II.3 y gráficos II.5 y II.6). Las expectativas del mercado para el crecimiento del PIB y del consumo privado en 2024 han aumentado durante los últimos meses (Capítulo I).

El escenario central considera una evolución del gasto público coherente con lo planteado en el [Informe de Finanzas Públicas \(IFP\) del primer trimestre de 2024](#).

Se estima que este año el gasto fiscal crecerá en torno a 5,0% real anual, para luego ir moderando su tasa de expansión real hasta aproximadamente 1% en 2025 y pasar a contraerse algo menos de 2% en 2026. Se sigue esperando una trayectoria ascendente para el balance estructural durante el horizonte de proyección, el que pasará de alrededor de -2% del PIB en 2024 hasta -0,5% en 2026.



TABLA II.3 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

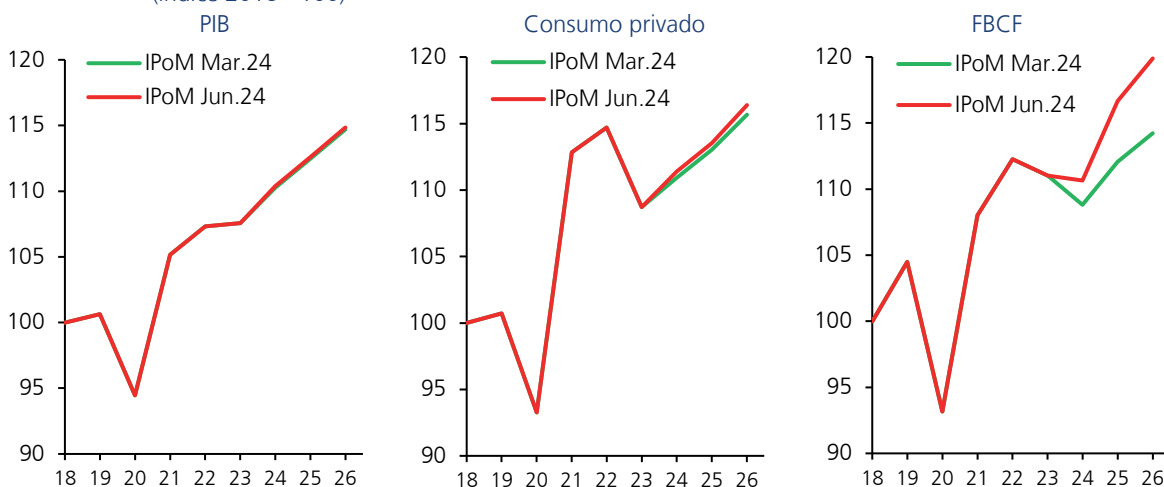
	2023	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	0,2	2,25-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
Ingreso nacional	0,8	2,6	2,7	2,5
Demanda interna	-4,2	1,8	2,6	2,6
Demanda interna (sin var. de exist.)	-3,2	2,0	2,6	2,4
Formación bruta de capital fijo	-1,1	-0,3	5,4	2,8
Consumo total	-3,9	2,8	1,7	2,3
Consumo privado	-5,2	2,5	1,9	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-0,3	5,9	3,1	1,9
Importaciones de bienes y servicios	-12,0	3,2	4,7	3,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,6	-2,1	-2,5	-2,7
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	19,4	19,2	19,5	19,5
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	23,0	21,3	21,9	22,1
FBCF (% del PIB nominal)	23,8	23,1	23,7	23,8
FBCF (% del PIB real)	23,8	23,1	23,8	24,0
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-11.899	-7.100	-8.900	-10.300
Balanza comercial	15.323	20.600	19.400	19.600
Exportaciones	94.557	101.600	107.500	112.500
Importaciones	79.234	81.000	88.100	92.900
Servicios	-10.782	-10.300	-10.800	-11.600
Renta	-17.009	-17.900	-17.900	-18.700
Transferencias corrientes	568	500	400	400

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5 ACTIVIDAD, CONSUMO PRIVADO Y FBCF (*)

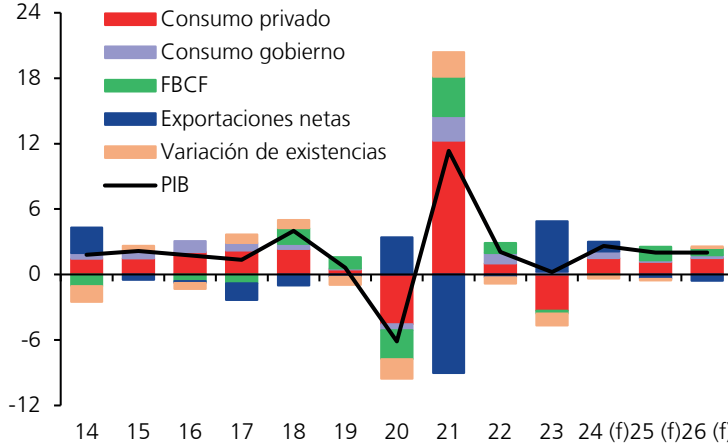
(índice 2018 = 100)



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

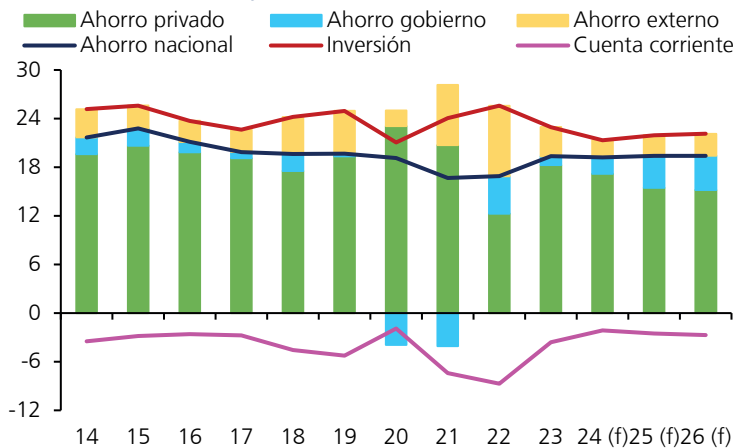


(*) Para 2024, 2025 y 2026 considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La cuenta corriente tendrá un saldo menos deficitario durante todo el horizonte de proyección, pasando de 2,1% este año a 2,7% en 2026 (3,4% para el período 2024-2026 en el IPoM de marzo). Esto se justifica en gran parte por la mejora de los términos de intercambio. El escenario central considera mayores exportaciones, en particular mineras, por el alza del precio proyectado del cobre. Las importaciones también aumentan, apoyadas por un menor nivel del TCR y el aumento de la inversión. El ahorro nacional no sufre mayores cambios en este año y el próximo, para situarse cerca del 20% del PIB en 2026 (tabla II.3 y gráfico II.7).

GRÁFICO II.7 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.

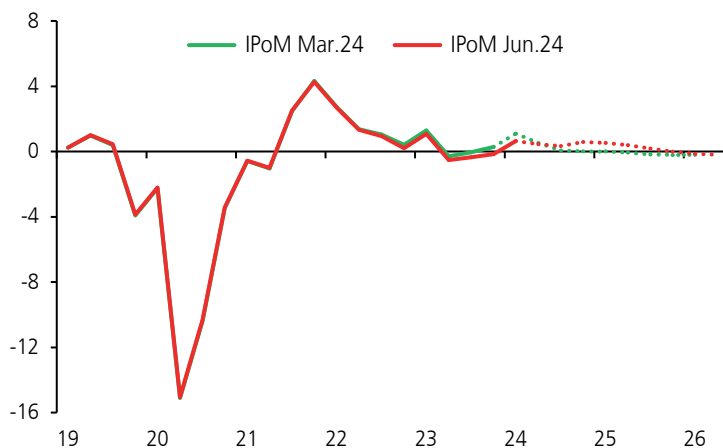
Fuente: Banco Central de Chile.



BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

La brecha de actividad tiene ajustes acotados respecto de lo previsto en marzo (gráfico II.8). La última información disponible llevó a reestimar levemente al alza el PIB potencial y marginalmente a la baja el nivel de la brecha de actividad en el 2023. Hacia adelante se prevé una brecha algo más positiva en respuesta al impulso del mayor precio del cobre sobre la inversión minera. A esto se suma el efecto positivo del mayor valor de este mineral sobre las expectativas de empresas y consumidores, lo que favorecerá a la inversión del resto de los sectores y al consumo privado. Eso sí, se proyecta que el gasto de los hogares vaya moderándose por el efecto negativo del alza de las tarifas eléctricas sobre el ingreso disponible.

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.

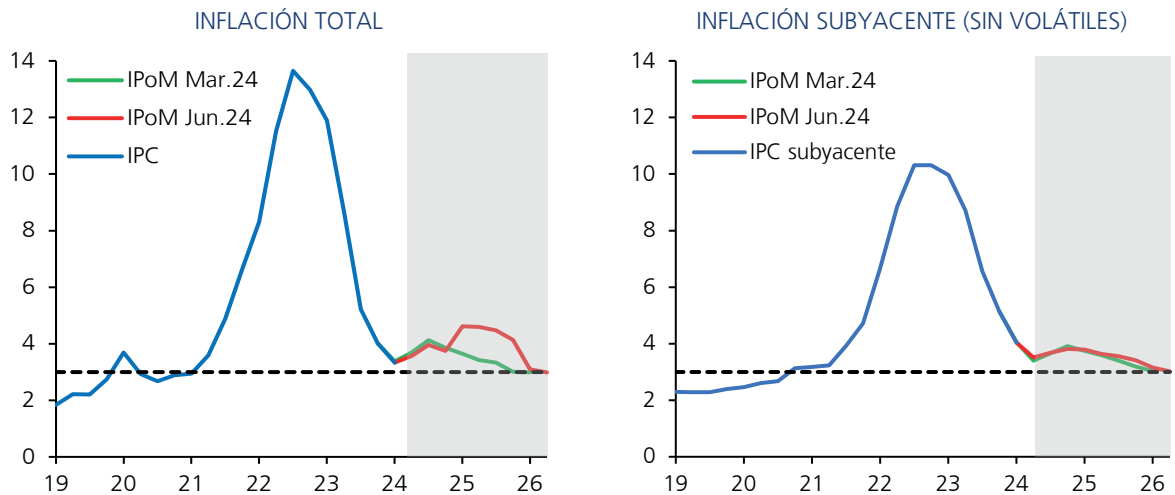
En el escenario central, la inflación proyectada aumenta de forma importante, en particular para 2025. La principal razón corresponde al *shock* de oferta asociado al alza prevista para las tarifas eléctricas, a lo que se suma el mayor impulso de la demanda interna. A partir de antecedentes oficiales dispuestos por la Comisión Nacional de Energía relacionados con la ley de estabilización aprobada en abril, se prevé que el incremento en el costo de la electricidad agregará 1,45 puntos porcentuales (pp) a la inflación acumulada a junio 2025 (1,1pp más que lo supuesto en el IPoM anterior), cuyo mayor impacto se concentra en el componente volátil del IPC, en particular en el servicio de suministro de electricidad. Además del efecto directo en el IPC de la electricidad, el incremento previsto en la inflación incorpora los efectos vía el alza en los costos de las empresas con tarifas reguladas, indexación a precios y reajustes de salarios de esta mayor inflación, entre otros, los que de todos modos se estiman acotados y están incorporados principalmente en la proyección del componente subyacente (IPC sin volátiles). Con todo, el efecto directo explica la mayor parte del alza de 1,45pp esperada en el IPC (Recuadro II.1). Lo anterior es compensado de forma parcial por un TCR que se apreciará antes y en mayor magnitud que lo planteado en marzo, lo que se traduce en una menor inflación proyectada de bienes. La proyección también considera una mayor demanda interna.

Con todo, se proyecta que la inflación total finalizará este año y el próximo en 4,2 y 3,6% anual, respectivamente (3,8% y 3,0% anual en marzo, respectivamente). En el escenario central, se prevé que la inflación converja a la meta de 3% en la primera mitad de 2026 (gráfico II.9 y tabla II.4). Esta trayectoria inflacionaria supone que la transmisión del *shock* de costos de la electricidad operará según los



patrones habituales. También incluye algunos reajustes a la baja de las tarifas que habría a partir del segundo semestre de 2025. En tanto, las expectativas de inflación implícitas en los precios de activos financieros y las contenidas en los reportes de algunos actores de mercado también comenzaron a considerar este factor y subieron en los días previos a la publicación de este IPoM.

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



(*) 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. El área gris, a partir del segundo trimestre del 2024, corresponde a la proyección. 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	3,7	4,5	3,0
IPC diciembre	3,4	4,2	3,6	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	7,5	3,8	3,6	3,0
IPC subyacente diciembre	4,7	3,8	3,3	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 segundo trimestre de 2026.

(f) Proyección.

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



ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ESCENARIO CENTRAL, SENSIBILIDADES Y RIESGOS

El Consejo estima que, de concretarse los supuestos del escenario central, la TPM habría acumulado durante el primer semestre el grueso de los recortes previstos para este año. En términos nominales, esta trayectoria está algo por sobre lo contemplado en el último IPoM. No obstante, la TPM real del actual escenario central es menor que la implícita en el escenario de marzo para el corto plazo, aunque similar en promedio para los próximos dos años. Ello es coherente con el marco de política monetaria de metas de inflación, que permite ir acomodando los *shocks* de oferta en el horizonte de política y, así, amortiguar su impacto en la actividad, la demanda y el empleo.

El escenario central del IPoM de junio considera que la TPM seguirá reduciéndose durante el horizonte de política monetaria, a un ritmo que tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

El escenario actual otorga mayor flexibilidad a la política monetaria que en trimestres previos, en particular por la resolución de los desbalances macroeconómicos, el descenso de la inflación y expectativas inflacionarias alineadas a la meta. El Consejo cautelará el cumplimiento de la meta de inflación, evaluando, por un lado, que la propagación del *shock* tarifario sea la esperada y que la persistencia inflacionaria no aumente. Por otro, que la política monetaria acompañe adecuadamente a la economía cuando esta ha entrado en un proceso en que su crecimiento va poco a poco acercándose a niveles coherentes con su tendencia y el mercado laboral mejora.

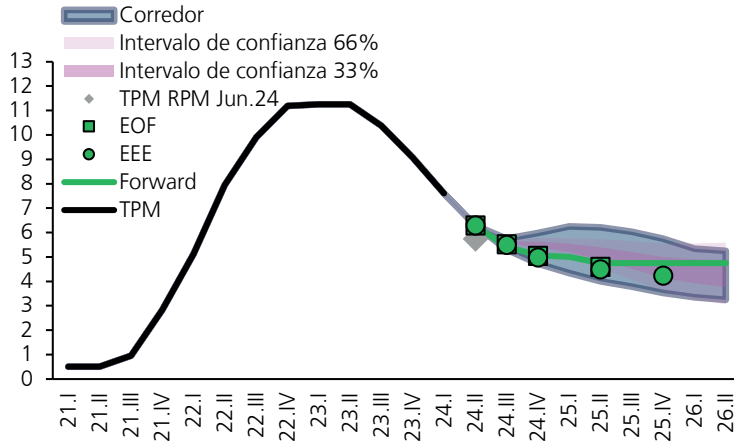
El corredor de la TPM contiene escenarios distintos al central y que tienen alguna probabilidad de ocurrencia, en los cuales la política monetaria podría seguir un camino distinto (gráfico II.10 y II.11).

El borde superior del corredor de la TPM refleja escenarios con mayores presiones inflacionarias. Esto podría suceder, por ejemplo, si la demanda interna muestra un impulso mayor que lo anticipado, o alternativamente, si el *shock* de tarifas eléctricas tiene efectos más permanentes sobre la inflación, en donde los mecanismos de propagación y persistencia inflacionaria —como los de indexación y reajustes salariales— podrían tomar mayor relevancia. Por otro lado, tampoco puede descartarse que la demanda externa sea más dinámica e impulse el crecimiento mundial y, consecuentemente, el precio de las materias primas, en particular del cobre, situándolo por sobre lo contemplado en el escenario central durante todo el horizonte de proyección. Esta situación favorecería las expectativas de hogares y empresas, impulsando la inversión, en particular la minera, además de permitir un incremento del gasto fiscal de la mano de los mayores ingresos estructurales. Ambos escenarios generarían mayores presiones inflacionarias y requerirían subir la TPM para asegurar la convergencia inflacionaria.

El borde inferior del corredor de la TPM está definido por escenarios con menores presiones inflacionarias. Tal sería el caso si, por ejemplo, el incremento del precio del cobre provoca un impulso sobre la demanda interna más acotado que lo previsto en el escenario central, en particular en la inversión minera y el consumo. Esto también podría darse si el ajuste de las tarifas eléctricas deteriora las expectativas de los hogares y empresas, lo que generaría un efecto contractivo mayor sobre el consumo y la inversión. Otra posibilidad consiste en que se prolongue la debilidad de los sectores económicos que se encuentran más rezagados. Las menores presiones inflacionarias que conllevaría la ocurrencia de cualquiera de estos escenarios requerirían de una TPM más expansiva que lo contemplado en el escenario central, con el fin de asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política.



GRÁFICO II.10 CORREDOR DE TPM (*)
(promedio trimestral, porcentaje)

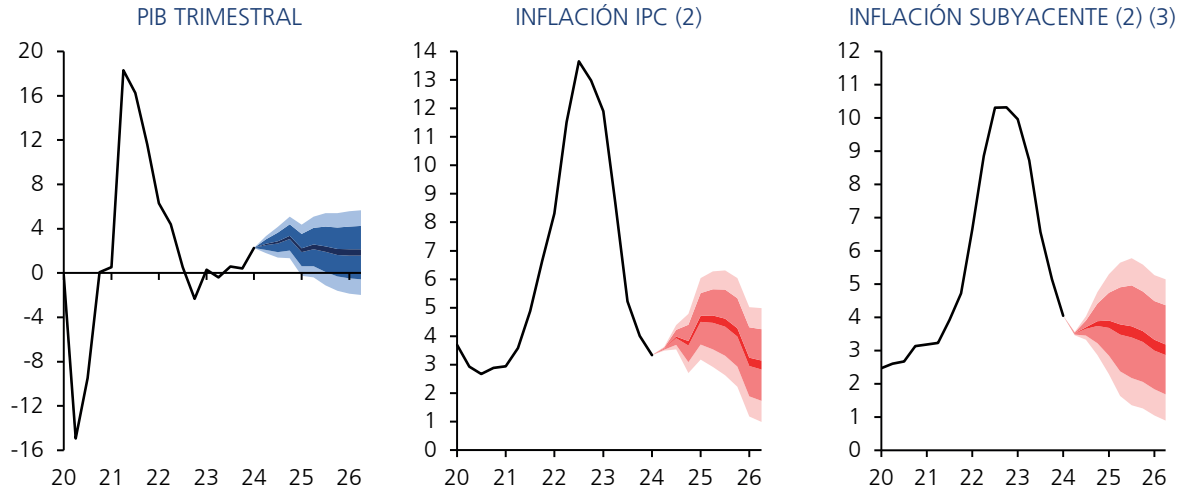


(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Incluye la EEE de Junio y EOF pre RPM de Junio y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 12 de junio. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes. El promedio trimestral considera los días hábiles de cada trimestre. Rombo gris corresponde a la decisión de la RPM de junio 2024. Fuente: Banco Central de Chile.

También existen escenarios de riesgo —con menor probabilidad de ocurrencia, pero con impactos más significativos sobre la economía—, los cuales requerirían de una respuesta de la política monetaria más intensa y que sobrepase los límites del corredor para la TPM. En lo externo, un recrudecimiento de los conflictos geopolíticos gatillarían una mayor aversión al riesgo a nivel global, lo que deterioraría las condiciones financieras globales, en especial para las economías emergentes. Esto contraería las bolsas y los precios de las materias primas, depreciaría las monedas emergentes e incrementaría las primas por riesgo, entre otros efectos. Tampoco puede descartarse que los mercados se percaten de una sobrevaloración de los activos asociados a la inteligencia artificial o de balances fiscales más presionados, lo que también generaría episodios de aversión al riesgo. Como es habitual, el Consejo permanecerá atento a posibles desvíos del escenario central que requieran de cambios en la estrategia de política monetaria, con el fin de asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% dentro del horizonte de dos años.



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:

Impacto en la inflación del descongelamiento de las tarifas eléctricas

A fines de abril fue publicada una nueva [ley sobre estabilización de las tarifas eléctricas](#), que establece cambios normativos para terminar con el congelamiento vigente desde fines de 2019. De acuerdo con esta, las tarifas de los clientes regulados deberán aumentar hasta ajustarse a lo establecido en los contratos de las empresas del sector eléctrico, e incluir un cargo adicional transitorio para saldar la deuda acumulada con estas. El escenario central de este IPoM supone que las tarifas eléctricas se ajustarán en los próximos meses de acuerdo con los criterios establecidos en la nueva ley y los antecedentes del Informe Técnico Preliminar publicado por la Comisión Nacional de Energía (CNE) el 23 de mayo^{1/}. Los aumentos de tarifas considerados tienen un impacto relevante en la inflación de los próximos meses. A junio de 2025, de mantenerse los antecedentes conocidos y darse los supuestos macroeconómicos del escenario central, el efecto acumulado en el IPC sería de 145 puntos base. Este Recuadro resume los antecedentes disponibles sobre los ajustes de las tarifas eléctricas y analiza sus implicancias para la inflación.

Antecedentes sobre el nuevo mecanismo de estabilización tarifaria

Desde 2019 a la fecha se promulgaron tres leyes que modificaron los mecanismos de ajuste de las tarifas eléctricas para clientes regulados^{2/}. Las cuentas de electricidad contienen tres componentes –generación, distribución y transmisión– cuya ponderación sobre el precio final que pagan los hogares se ubica en torno a 70, 20 y 10% respectivamente, y cuyas tarifas debiesen variar de acuerdo con distintas fijaciones que ocurren a lo largo del año y que deben seguir la normativa vigente^{3/}.

La primera de las tres leyes (Ley 21.185) fue aprobada en 2019, con el fin de evitar que los usuarios enfrentaran alzas de tarifas que en ese entonces se preveían transitorias. El aumento posterior de los precios de los combustibles y la depreciación cambiaria generó diferencias entre el precio estabilizado y el que debía aplicarse según los contratos de suministro, acumulando una deuda con las empresas del sector. Tres años después, en 2022, fue publicada la Ley 21.472, que volvió a modificar el esquema para los cambios de precios de las tarifas y añadió un cargo para el pago gradual de la deuda (denominado Mecanismo de Protección al Cliente o MPC).

En abril de este año, la Ley 21.667 nuevamente modificó los mecanismos de ajustes tarifarios y legisló sobre los cargos a añadirse a las tarifas. De acuerdo con esta ley, el componente de generación eléctrica de las tarifas que enfrentan la mayoría de los hogares aumentará en los próximos tres procesos de fijación tarifaria semestrales. En el proceso correspondiente al primer semestre de 2024 (2024.S1) se ajustarán considerando la inflación acumulada desde el último decreto tarifario vigente (correspondiente al proceso de reajuste 2022.S2). En el siguiente (2024.S2) alcanzarán

^{1/} De acuerdo con el calendario publicado por la CNE, el informe definitivo será publicado el 21 de junio y el decreto que determina los reajustes correspondientes al proceso del primer semestre de 2024 debe ser publicado en el Diario Oficial a más tardar el 5 de julio.

^{2/} Según datos del Ministerio de Energía, estos corresponden a casi la totalidad de los hogares, mientras que del total de energía consumida por las empresas no mineras, en torno a un 40% corresponde a clientes regulados.

^{3/} Para más detalles, ver [proceso de tarificación](#) descrito por la CNE.



los niveles acordados en los contratos originales con las generadoras. En el proceso que se aplicaría a comienzos del próximo año (2025.S1) incluirán el cargo MPC correspondiente al pago gradual de la deuda acumulada. Para las empresas sujetas a tarifas reguladas, la temporalidad y magnitud de estos ajustes será distinta, en parte porque éstas ya enfrentaron mayores aumentos en los últimos años^{4/}.

A los incrementos previstos en la generación eléctrica, se espera que se añadan alzas en los componentes de distribución y transmisión. Dichos cargos —si bien de menor ponderación en la cuenta final— también tendrán un impacto en la cuenta tipo de los clientes regulados.

El escenario central de este IPoM anticipa alzas en las tarifas reguladas que enfrentan la mayoría de los hogares de 57% promedio durante los próximos doce meses, para luego esperar caídas de 9% promedio en los doce meses siguientes. Para las empresas sujetas a tarifas reguladas, los aumentos esperados son de 39% durante el primer año, y las caídas de magnitud similar a las que enfrentarán los hogares. Estos aumentos consideran cambios en todos los componentes de las tarifas: generación, distribución y transmisión (tabla II.5)

TABLA II.5 ESTIMACIÓN DE AJUSTES EN PRECIOS DE TARIFAS ELÉCTRICAS PARA CLIENTES REGULADOS (*)
(variación porcentual acumulada)

Cliente regulado	2024.S1 - 2025.S1	2025.S2 - 2026.S1
Hogares	57	-9
Empresas	39	-8

(*) Estimación incluye subsidio transitorio hasta 2026 contenido en la Ley 21.667 y ajustes en cargos de transmisión y distribución de acuerdo con la información disponible al cierre estadístico del IPoM, como también los supuestos macroeconómicos del escenario central.

Fuente: Banco Central de Chile a partir de antecedentes oficiales dispuestos por la Comisión Nacional de Energía relacionados con la Ley 21.667.

Impacto en la inflación

Las tarifas eléctricas inciden sobre la inflación vía distintos canales. En primer lugar, el servicio de suministro de electricidad representa un 2,2% de la canasta de consumo de los hogares. El aumento que enfrentan estos, por tanto, tiene un efecto directo en la medición de la inflación. En segundo lugar, las empresas productoras de bienes y servicios utilizan electricidad como insumo en su producción, por lo que el alza en su precio provoca un efecto indirecto sobre la inflación en la medida que las empresas traspasan estas alzas de costos a los precios de venta. Finalmente, ambos efectos tienen implicancias macroeconómicas adicionales, entre las que se destacan la indexación de precios a inflación pasada, cambios en el poder adquisitivo de los hogares, efecto sustitución y la consecuente respuesta de la política monetaria, entre otros.

^{4/}De acuerdo con la ley 21.667, la magnitud y temporalidad de la variación esperada de las tarifas reguladas depende del nivel de consumo de kWh/mes. Para aquellos usuarios con consumo mayor a 350 kWh/mes, el cargo MPC se incorporará a partir del proceso tarifario 2024.S1, mientras que para los de consumo menor a 350 kWh/mes, este se incorporará a partir del proceso 2025.S1. En tanto, según información de la SEC, en torno a un 90% de los hogares consumen menos de 350 kWh/mes, mientras que la mayor parte de las empresas reguladas forman parte del grupo de mayor consumo.



Las proyecciones del escenario central estiman un impacto inflacionario a un año de 145 puntos base sobre el IPC total (tabla II.6). A dos años plazo, el efecto inflacionario es menor. Esto último es consecuencia de la caída esperada en las tarifas y su efecto directo en el IPC. Respecto al impacto esperado a un año, 122pb del alza se explican por el efecto directo^{5/6/}. En tanto, el efecto indirecto y el resto de los efectos explican en torno a 23pb adicionales de inflación durante el primer año. Para la calibración del efecto indirecto, [Andalft et al. \(2024\)](#) estiman el traspaso promedio de alzas en los costos de electricidad a los precios que fijan las empresas mediante el uso de microdatos de factura electrónica. Finalmente, al incluir la trayectoria esperada de las tarifas para hogares y las empresas, el [modelo estructural XMAS](#) es utilizado para estimar los resultados de equilibrio general.

TABLA II.6 INCIDENCIA DE ALZA DE TARIFAS ELÉCTRICAS EN LA INFLACIÓN
(puntos base)

Impacto esperado en la inflación	A 1 año	A 2 años
Directo	122	-28
Otros (*)	23	6
Total	145	-22

(*) Otros incluye efecto indirecto (traspaso mayores costos de empresas), de indexación de precios a inflación pasada, cambios en el poder adquisitivo de los hogares, efecto sustitución, entre otros.

Fuente: Banco Central de Chile.

Conclusiones

En base a estos cálculos y la información disponible, el escenario central de este IPoM incluye un aumento en la inflación a un año por mayores tarifas eléctricas de 145pb, mientras que el efecto a dos años plazo es menor. Distintos factores podrían modificar los efectos esperados de las alzas de tarifas, tales como la evolución de los precios de generación, distribución y transmisión, los que podrían cambiar dado que dependen de ciertas variables macroeconómicas (tipo de cambio y precios de combustibles, entre otros). Adicionalmente, la medición y cobertura de los subsidios tarifarios que la Ley 21.667 contempla pueden ser distinta a la considerada. Por último, el traspaso del aumento de costos a precios por parte de las empresas podría variar, por ejemplo, dependiendo del nivel de anticipación de las alzas de tarifas eléctricas.

^{5/} La medición del efecto directo considera los registros esperados para las cuentas tipo consideradas por el INE para la medición del IPC (entre 200 y 250 kWh). Se considera además la inclusión de un subsidio destinado a los hogares más vulnerables de acuerdo con el Registro Social de Hogares con un costo fiscal de 120 millones de dólares anuales, en línea a lo establecido en la Ley 21.667. Su implementación está sujeta a la emisión del decreto supremo respectivo por parte del Ministerio de Energía.

^{6/} En el IPoM de marzo se esperaba un efecto del alza de las tarifas eléctricas en el IPC de 40pb.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA JUNIO 2024