banco central Chile

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE 2023

SANTA CRUZ - VALLE DE COLCHAGUA
Región del Libertador General Bernardo O´Higgins

Informe de Política Monetaria

DICIEMBRE 2023

Política Monetaria del Banco Central de Chile

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

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

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

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

Foto Portada: Santa Cruz - Valle de Colchagua, Región del Libertador General Bernardo O'Higgins.

Juan Pablo Araya Marco / 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

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N° 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

CONTENIDO*/

RESUMEN 3

I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO 8

II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA 29

RECUADROS

Recuadro I.1 Evolución reciente y perspectivas de la minería 22

Recuadro I.2 Movimientos recientes de las tasas largas y su impacto en la inversión 24

Recuadro I.3 Conferencia anual del Banco Central de Chile 27

Recuadro II.1 PIB tendencial 40

Recuadro II.2 Tasa de Política Monetaria neutral 42

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

RESUMEN

En líneas generales, la economía local ha evolucionado acorde con lo previsto en el IPoM de septiembre. La inflación ha seguido retrocediendo en el marco de la resolución de los desbalances macroeconómicos, que incluyen el cierre de la brecha de actividad, la normalización de la demanda agregada y el alivio de los *shocks* de costos de años anteriores. En lo externo, el desempeño de las principales economías ha sido mejor al esperado y las perspectivas de crecimiento mundial han aumentado, observándose un descenso de la inflación en la mayoría de los países. Las condiciones financieras internacionales han mejorado en las últimas semanas, retornando a los niveles de comienzos de año. En este contexto, se estima que el PIB chileno cerrará este año con nulo crecimiento, y rangos de expansión para 2024 y 2025 de 1,25-2,25% y 2-3%, respectivamente. La inflación total seguirá descendiendo y convergerá a 3% en la segunda mitad de 2024. La Tasa de Política Monetaria (TPM) acumula una baja de 300 puntos base (pb) desde julio y se ubica en 8,25%. El Consejo considera que, en línea con el escenario central del este IPoM, la convergencia de la inflación a la meta requerirá nuevos recortes de la TPM. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

La inflación ha seguido disminuyendo y se encamina a alcanzar la meta de 3% en la segunda mitad de 2024. A noviembre, las variaciones anuales del IPC total y subyacente se ubicaron en 4,8 y 6,0%, respectivamente. La parte subyacente ha liderado el descenso de la inflación total en los últimos meses, en especial su componente de bienes. En cambio, algunos ítems volátiles han mostrado una inflación anual algo mayor que la observada hasta el IPoM previo, como los combustibles y algunos alimentos. Los volátiles, además, explicaron gran parte de la elevada variación mensual del IPC en noviembre. En paralelo, las expectativas de inflación a dos años se encuentran en 3% y las distintas medidas muestran una convergencia a la meta más temprana que en el último IPoM.

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

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

En este contexto, la economía local retomó tasas de expansión trimestrales levemente positivas, aunque mantiene cierta heterogeneidad entre sectores. En términos desestacionalizados, la actividad no minera creció 0,2% en el tercer trimestre (0,5% mensual según el Imacec de octubre). Destaca la resiliencia de los rubros de servicios y el desempeño algo más favorable de la generación eléctrica y el comercio. Por el contrario, la construcción continúa débil.

En la demanda, los datos del tercer trimestre muestran un incipiente aumento del consumo privado. Ello, después de la fuerte contracción de esta parte del gasto entre fines de 2022 e inicios de este año, principalmente en el componente de bienes. Resalta el repunte en algunas líneas de ítems durables. Por su parte, el gasto en servicios mantiene tasas de crecimiento positivas.

La evolución del consumo ha ido acompañada por una mejora de los ingresos reales de los hogares. El descenso de la inflación está apoyando el crecimiento de los salarios reales y ha reducido su impacto adverso en el gasto financiero de las personas. En el mercado laboral, la creación de empleo se mantiene lenta, con una demanda de trabajo aún débil, lo que es coherente con la evolución del ciclo económico. Por su parte, la tasa de desempleo se mantiene por sobre su promedio histórico.

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

En el escenario externo, la actividad de las principales economías tuvo un mejor desempeño en los últimos meses, en particular en EE.UU. y China. En EE.UU., la resiliencia del mercado laboral y del consumo continúan dando soporte a la economía. En China, el empuje provino de los efectos rezagados de la reapertura post pandemia y la caída del ahorro, a lo que se suman las medidas reactivadoras aplicadas por el gobierno chino. No obstante, se mantienen vigentes los problemas del sector inmobiliario en esta nación.

Las condiciones financieras internacionales han tenido un comportamiento más favorable en semanas recientes, volviendo a niveles en torno a los observados a inicios de año. Los mercados han estado altamente reactivos a diferentes tipos de eventos, entre ellos cifras económicas distintas de lo esperado o la comunicación de las autoridades monetarias. Este comportamiento tuvo un *peak* durante parte de octubre y noviembre, cuando se produjo un episodio de elevada volatilidad y estrechez financiera global. Así, en el transcurso del cuarto trimestre la tasa a 10 años de EE.UU. llegó a valores cercanos a 5%, el dólar se apreció y las bolsas tuvieron caídas generalizadas. Esta reacción se debe a diversos factores, que incluyen las dudas en torno a la política fiscal estadounidense, la incertidumbre asociada a un entorno geopolítico más complejo y las aprensiones respecto del equilibrio ahorro-inversión de mediano plazo. Se agrega la evolución de la política monetaria en el mundo desarrollado.

El mercado chileno se ha acoplado a los movimientos de sus pares externos. En ese período de octubre y noviembre, el peso tuvo una depreciación relevante y la tasa de interés de largo plazo también siguió los movimientos internacionales, mostrando un incremento importante que luego se deshizo. La Reunión de Política Monetaria de octubre se realizó en medio de este volátil panorama financiero. En ella, el Consejo decidió que era necesario continuar con el ciclo de recortes de la TPM, aunque en esa oportunidad era aconsejable hacerlo a una velocidad algo menor, reduciendo la tasa en 50pb. Además, de manera precautoria, acordó suspender el programa de reposición de reservas y la reducción gradual de su posición *forward*.

La mejora reciente de las condiciones financieras globales se da en medio de una comunicación algo menos restrictiva por parte de la Reserva Federal. Particularmente en su última reunión, surgieron expectativas de un recorte adicional de la tasa rectora en EE.UU. durante 2024. Las tasas han bajado a nivel mundial, el dólar se ha depreciado y las bolsas han subido. En Chile, la tasa del BCP10 se ubica levemente por encima de su nivel de principios de 2023. Por su parte, el peso acumula una depreciación de cerca de 8% desde mediados de año, la que se reduce a 1,5% cuando se comparan los cierres estadísticos de este IPoM y el de septiembre.

Las condiciones locales de financiamiento de corto plazo a empresas y hogares han ido relajándose, de la mano de los recortes de la TPM. Las tasas hipotecarias, más allá de un descenso en el margen, se ubican en niveles por sobre los de un par de meses atrás. Hacia adelante, su trayectoria está sujeta a varios factores, entre otros, los movimientos de las tasas de largo plazo y premios por plazo. Respecto del desempeño del crédito, tanto su crecimiento como su demanda siguen siendo débiles en la mayoría de las carteras.

Parámetros estructurales

Se estima que el crecimiento del PIB tendencial no minero se irá reduciendo a lo largo de los próximos años, para promediar 1,9% en el período 2024-2033. Esto se compara con la estimación de 2,2% para el período 2023-2032 que se realizó en el IPoM de diciembre de 2022. La menor cifra responde, principalmente, a ajustes en el cálculo producto del cambio en el decenio de referencia que abarca cada promedio, y no implica un cambio sustantivo en la trayectoria proyectada. Así, la estimación vuelve a considerar un bajo crecimiento de la productividad total de factores y que buena parte de la recuperación de la participación laboral a los niveles prepandemia ya ocurrió (Recuadro II.1).

La TPM neutral nominal se estima en 4% (+25pb respecto de la estimación previa). Ello es coherente con el incremento de las tasas neutrales de política monetaria en otras economías (Recuadro II.2).

Proyecciones

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

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

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

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

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

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

Las proyecciones para el déficit de la cuenta corriente son de 3,3% este año y en torno a 4% los dos siguientes. Al tercer trimestre este siguió reduciéndose, acumulando 3,5% del PIB en el último año móvil. Ello ocurre a la par de la recuperación paulatina del ahorro nacional —donde destaca el aumento en el componente privado—, cuya recomposición continuará contribuyendo al equilibrio entre este y la inversión.

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

Política monetaria

La TPM acumula una baja de 300pb desde julio y se ubica en 8,25%. El Consejo considera que, en línea con el escenario central de este IPoM, la convergencia de la inflación a la meta requerirá nuevos recortes de la TPM. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación. El Consejo reafirma su compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran.

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

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

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

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

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM Sep.23	IPoM Dic.23	IPoM Sep.23	IPoM Dic.23	IPoM Sep.23	IPoM Dic.23
IPC promedio	4,5	11,6	7,6	7,6	3,5	3,5	3,0	3,0
IPC diciembre	7,2	12,8	4,3	4,5	3,0	2,9	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)							3,0	3,0
IPC subyacente promedio	3,8	9,3	8,7	8,5	3,8	3,5	3,0	3,1
IPC subyacente diciembre	5,2	10,7	6,3	5,8	3,1	3,2	3,0	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)							3,0	3,0

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

(2) Para el IPoM de septiembre 2023 corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2025, para el de diciembre 2023 a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2025.

(f) Proyección.

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

TABLA 2: SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)	
			IPoM Sep.23	IPoM Dic.23	IPoM Sep.23	IPoM Dic.23	IPoM Sep.23	IPoM Dic.23
					(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	11,9	-7,7	1,9	1,5	-2,9	-1,5	-1,6	0,2
PIB socios comerciales	6,8	2,8	3,1	3,4	2,3	2,7	2,9	2,5
PIB mundial PPC	6,3	3,3	2,9	3,1	2,2	2,6	3,0	2,6
PIB desarrolladas PPC	5,5	2,6	1,3	1,5	0,1	0,5	1,7	1,2
PIB emergentes PPC	7,5	3,8	3,8	4,1	3,5	3,8	3,7	3,4
					(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	423	400	385	385	370	380	355	380
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US$/barril)	69	97	79	80	78	75	73	72

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO
(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

En el escenario externo, la actividad del tercer trimestre fue más resiliente que lo anticipado, especialmente en EE.UU. y China, lo que ha elevado las perspectivas de crecimiento mundial para el corto plazo. La inflación, en general, ha seguido disminuyendo, aunque las expectativas aún son elevadas en varias economías. Las condiciones de financiamiento globales han mejorado en semanas recientes y han vuelto a los niveles de comienzos de año, en medio de una comunicación algo menos restrictiva por parte de la Reserva Federal (Fed). Destaca la elevada volatilidad de los mercados financieros, en particular las tasas de interés de largo plazo, lo que ha repercutido a nivel local en el costo de los créditos al mismo plazo. En el plano interno, la inflación ha seguido disminuyendo, en especial su medición subyacente. La economía ha evolucionado acorde con lo esperado, aunque el desempeño ha sido dispar entre sectores económicos. Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares exhibe un incipiente aumento, mientras que en la inversión, más allá de los vaivenes recientes, resalta un desempeño relativo más débil de la construcción vinculada al segmento habitacional e inmobiliario. Las condiciones financieras internas se han flexibilizado en algunas carteras, en particular por la caída de las tasas de interés de las colocaciones de corto plazo, apoyada en el proceso de normalización de la Tasa de Política Monetaria (TPM), que acumula una baja de 300 puntos base (pb) desde julio a la fecha. No obstante, permanecen elevadas en otros segmentos, como el de créditos hipotecarios.

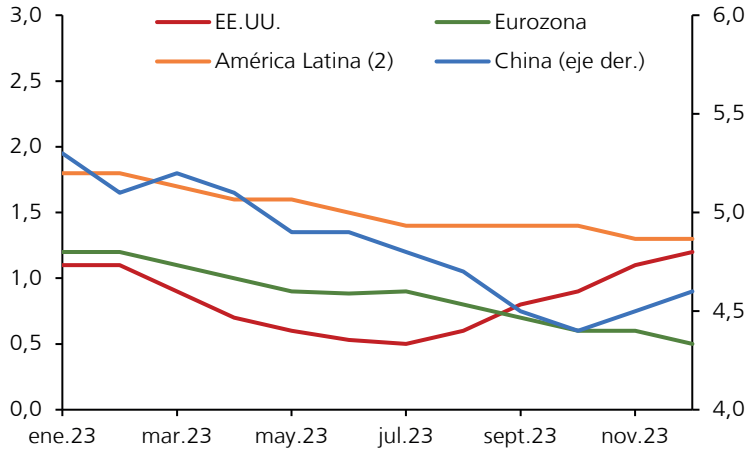
ESCENARIO INTERNACIONAL

Durante el tercer trimestre se observó un mejor desempeño de la actividad en varias de las principales economías. Destaca la reaceleración del consumo y el PIB en EE.UU. Esto, en un contexto en que el mercado laboral continuó dando señales de estrechez y hubo un aumento del gasto de gobierno en esa economía. En China, la actividad también ganó impulso en el tercer trimestre, con un consumo que se favoreció de los efectos rezagados de la reapertura post pandemia. Ello contrasta con la debilidad que continúan mostrando el comercio exterior y la inversión, especialmente la residencial. En la Eurozona, en cambio, las principales economías tuvieron una leve contracción trimestral de la actividad, afectada por una demanda mundial que permanece contenida y por el impacto de la restrictividad de su política monetaria. En América Latina, la actividad ha seguido moderándose, en gran parte debido a la estrechez de las condiciones financieras globales. México ha sido la excepción, con un desempeño más favorable vinculado a la inversión y al sector industrial.

En este contexto, mejoran las perspectivas de crecimiento de corto plazo para EE.UU. y China (gráfico I.1). En la economía norteamericana, inciden los datos efectivos y las expectativas de que el consumo mantendrá su fortaleza, en medio de un mercado laboral que ha ido perdiendo dinamismo en el margen, pero que aún muestra signos de estrechez. En China, el anuncio de una serie de medidas de gasto fiscal anticipa un mejor desempeño en los próximos trimestres. No obstante, persisten varios flancos de debilidad en esta economía, como la frágil situación del rubro inmobiliario, que ha mermado las expectativas de inversión residencial, el pesimismo de los consumidores y un sector externo que no proveería un mayor impulso.

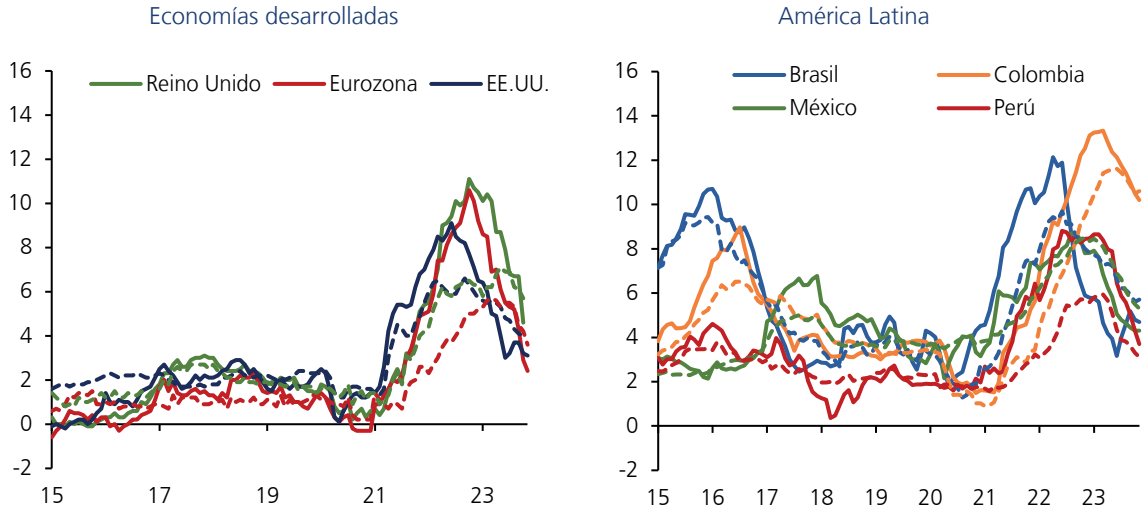
La inflación ha ido descendiendo en gran parte del mundo, aunque persisten las diferencias en la evolución de los distintos componentes (gráfico I.2). En EE.UU., la medición subyacente continúa moderándose a un ritmo más lento que la total y aún permanece alta, influenciada por los precios de los servicios. En la Eurozona, la inflación ha seguido descendiendo, con caídas tanto en bienes como en servicios. Esta evolución de las distintas medidas es coherente con la disipación de los *shocks* de oferta de años anteriores y con la debilidad de la actividad en el bloque. En América Latina, contrasta la caída de la inflación total en Perú y México, con un retroceso más lento en Colombia.

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



(1) Proyecciones de Consensus Forecasts, la última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de diciembre 2023. (2) Considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).
Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

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

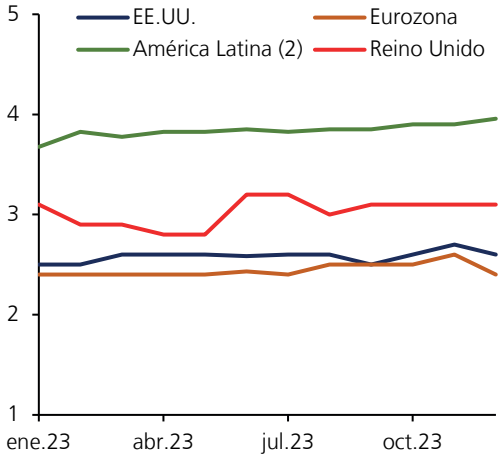


(1) Líneas segmentadas corresponden a la inflación subyacente. (2) Medidas subyacentes excluyen alimentos y energía.
Fuente: Bloomberg.

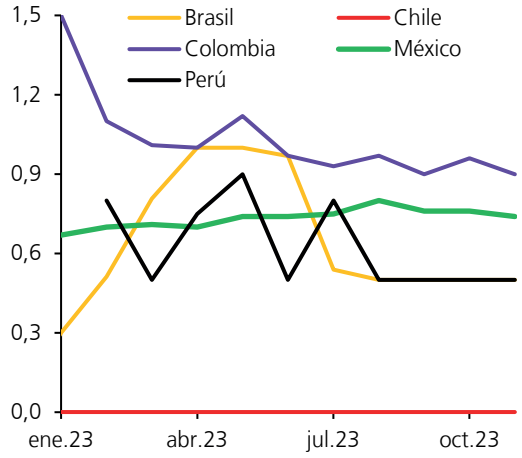
La política monetaria continúa en terreno contractivo a nivel global, en medio de perspectivas para la inflación que se mantienen elevadas en varias economías (gráfico I.3). En EE.UU., las expectativas de política monetaria apuntan a una restrictividad menor a la prevista hace algunos meses (gráfico I.4). La Fed mantuvo su tasa de referencia en sus últimas reuniones. Sin embargo, los *dots* publicados por el FOMC en su reunión de diciembre sugieren una trayectoria de tasas menos restrictiva que la comunicada en septiembre. Por su parte, el Banco Central Europeo subió en 25pb sus tasas de referencia en la reunión de septiembre, y luego las mantuvo en las reuniones posteriores. Este no ha señalizado aún el fin del ciclo de alzas y sus futuras decisiones continuarán analizándose en base a la evolución del escenario económico. En América Latina, varios países han iniciado o continuado con el proceso de recortes de tasas, entre los que se encuentran Chile, Brasil y Perú. No obstante, las perspectivas del mercado apuntan a que la política monetaria se mantendría restrictiva por varios meses más, en medio de una elevada volatilidad financiera y expectativas de inflación por sobre la meta en varias economías de la región (gráfico I.3).

GRÁFICO I.3

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

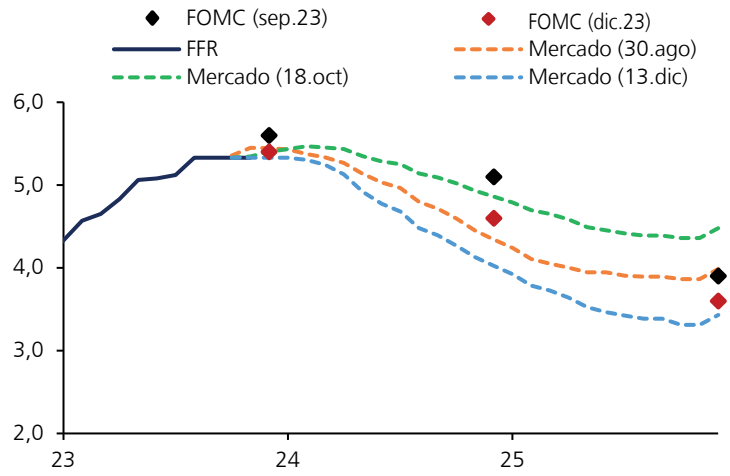


Desvíos de la meta de inflación a fines de 2025 en América Latina (3)
(diferencia respecto a la meta, porcentaje)



(1) Proyecciones de Consensus Forecasts, la última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de diciembre 2023. (2) Corresponde al promedio simple de la inflación anual a diciembre 2024 para México, Colombia, Brasil y Perú. (3) En base a encuestas de expectativas económicas que realizan los bancos centrales. Corresponde a la diferencia entre la variación anual esperada a diciembre de 2025, y la meta de inflación informada por las instituciones respectivas.
Fuentes: Consensus Forecasts y Banco Central de Chile en base a los bancos centrales señalados.

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



(*) Las proyecciones del FOMC corresponden al rango medio de la fed *funds rate* presentado en sep.23 y dic.23, las del mercado corresponden al rango medio de la fed *funds rate* de los futuros a la fecha del cierre del IPoM de septiembre (30.ago), al máximo alcanzado (18.oct) y al cierre estadístico de este IPoM (13.dic).
Fuentes: Bloomberg y Fed.

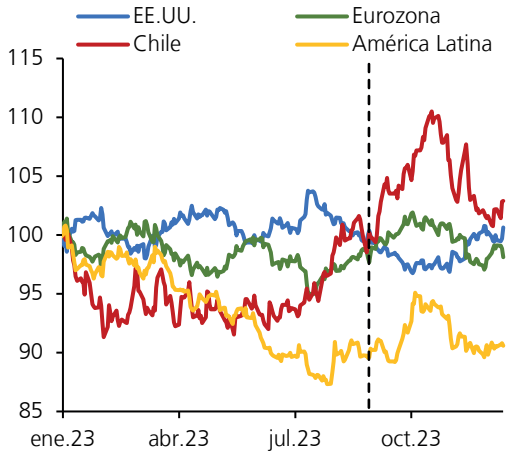
La restrictividad de la política monetaria en el mundo desarrollado y la ocurrencia de episodios de alta volatilidad financiera mantienen estrechas las condiciones de financiamiento globales (gráfico I.5). Los mercados se han mostrado altamente sensibles a la publicación de nuevos datos y a las declaraciones de autoridades monetarias, a lo que se suma una serie de focos de incertidumbre, como las dudas en torno a la situación fiscal en EE.UU. y el incierto escenario geopolítico.

Hacia fines de octubre se configuró un escenario de menor apetito por riesgo global, que aumentó la volatilidad y estrechó significativamente las condiciones financieras globales. En ese lapso, las tasas a 10 años estadounidenses aumentaron de forma relevante, llegando a cerca de 5% —niveles no vistos desde el año 2007— lo cual impactó también en las tasas largas de otros países. Asimismo, los mercados bursátiles habían caído y el dólar se había apreciado a nivel global (gráfico I.5).

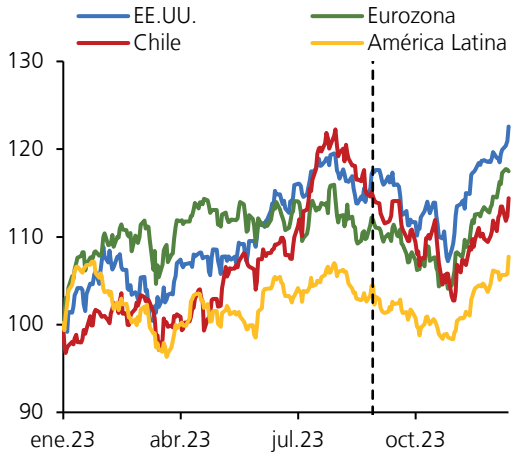
Las condiciones financieras han tenido un comportamiento más favorable en las últimas semanas, retornando a niveles en torno a los observados a inicios de año. Esto, principalmente por las noticias provenientes de EE.UU. (gráfico I.5). La percepción de los agentes de mercado sobre una trayectoria de tasas de la Fed menos restrictiva —tras conocerse el comunicado del FOMC de noviembre y, en particular, los *dots* publicados en diciembre— han modificado las perspectivas para la *fed funds rate* y contenido la aversión al riesgo. Así, las tasas de largo plazo han retrocedido a nivel global. Por su parte, en las últimas semanas las tasas de corto plazo también se han reducido, el dólar se ha depreciado contra el resto de las monedas y los mercados bursátiles han repuntado.

GRÁFICO I.5 CONDICIONES FINANCIERAS

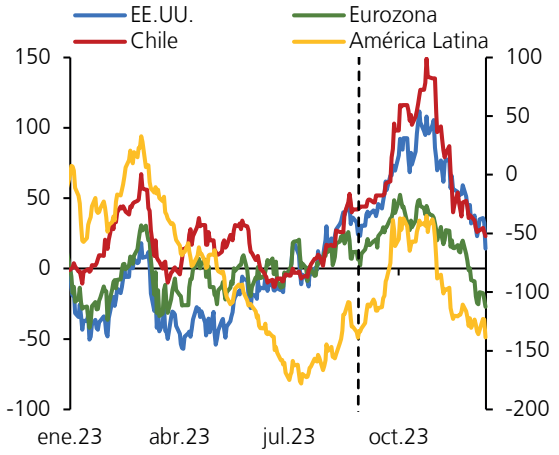
Monedas (1) (2) (3)
(índice 02.ene.23=100)



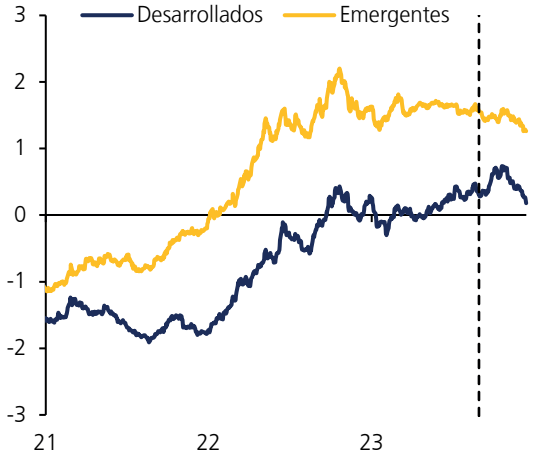
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 02.ene.23=100)



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



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

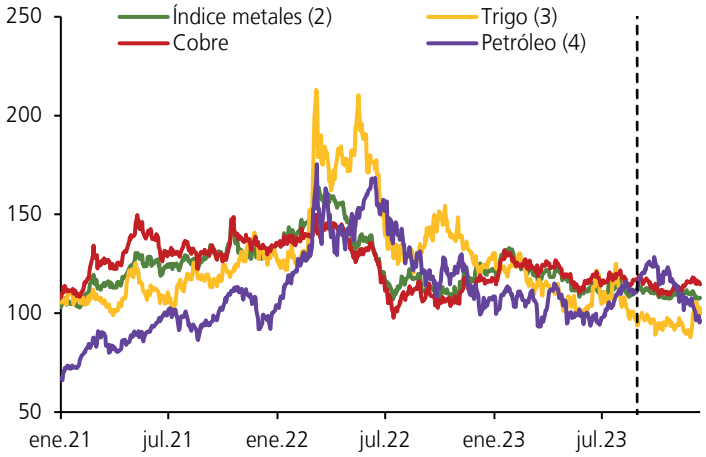


(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de septiembre 2023. (2) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral.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

Los movimientos del mercado financiero nacional han seguido las tendencias internacionales (gráfico I.5). Durante parte de octubre y noviembre, el peso chileno tuvo una depreciación relevante, tendencia que se revirtió en las últimas semanas. Al cierre estadístico de este IPoM, se encuentra en un nivel algo por sobre el del cierre de septiembre (+1,5%). En ello han influido la volatilidad externa y el diferencial entre las perspectivas para la política monetaria local respecto de otras economías, principalmente las del mundo desarrollado, lo que también ha afectado a otras monedas emergentes. Las tasas de interés nominales a 10 años subieron de forma importante hacia fines de octubre, llegando a valores en torno a 6,8%, ajuste que se ha revertido en lo reciente. Con ello, estas no registran grandes variaciones entre el cierre estadístico actual y el anterior. En ese mismo lapso, considerando el promedio de los 10 días previos al cierre de cada Informe, las tasas SPC a 1 y 2 años plazo cayeron alrededor de 60 y 50pb, respectivamente, mientras el IPSA acumuló pérdidas cercanas a 3%.

En las materias primas, destaca la importante fluctuación del precio del petróleo (gráfico I.6). Por un lado, en su comportamiento han incidido los recortes anunciados por Arabia Saudita y la escalada de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente. Por otro, están las dudas en torno a la situación económica mundial y las mejoras en la oferta global fuera de los países de la OPEP+, particularmente de EE.UU. El precio del cobre igualmente ha exhibido vaivenes, frente a una demanda de China que se ha visto apuntalada para su uso en la transición energética y a niveles de inventarios estrechos en perspectiva histórica. Al cierre de este IPoM, el precio del barril de petróleo se ubicaba en US$74 (-11% desde el IPoM de septiembre, para el promedio WTI-Brent) y el de la libra de cobre en US$3,8, nivel similar al cierre del IPoM de septiembre. En general, los precios de los alimentos han continuado disminuyendo, aunque el aumento de ciertos costos de producción y los efectos del fenómeno de El Niño siguen planteando riesgos al alza. El índice de precios de la FAO de noviembre cayó 3% en relación con el índice de julio (último dato conocido al cierre del IPoM de septiembre).

GRÁFICO I.6 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2023=100)



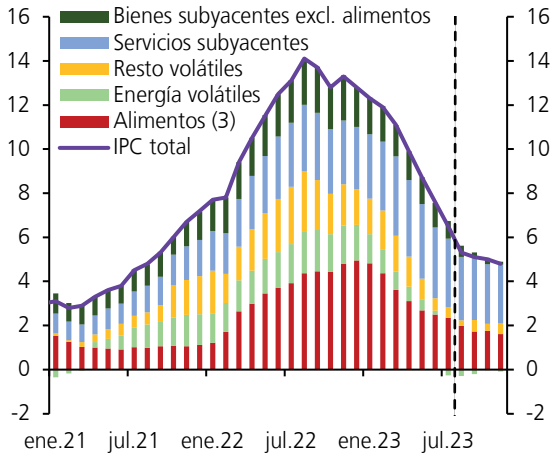
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2023. (2) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (3) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes. (4) Promedio WTI-Brent.
Fuente: Bloomberg.

ESCENARIO NACIONAL

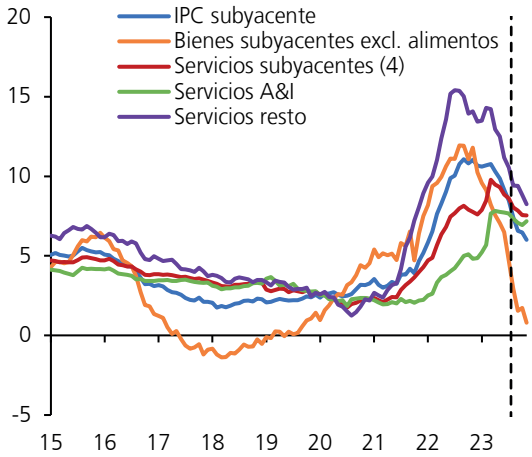
La inflación total ha seguido disminuyendo, particularmente en el componente subyacente (gráfico I.7). Estas mediciones alcanzaron en noviembre 4,8 y 6,0% anual, respectivamente (6,5 y 8,5% en julio, últimos datos conocidos al cierre del IPoM anterior). La baja de la inflación subyacente se explica principalmente por la caída del indicador de bienes, en un contexto de alta volatilidad cambiaria y en que un número importante de empresas percibe dificultades para traspasar el incremento de algunos de sus costos a los precios. Según el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de noviembre, esto último se debe en buena parte a las bajas ventas (gráfico I.8). Por su parte, la inflación de servicios ha continuado su retroceso, con descensos anuales tanto en su componente de administrados e indexados (A&I) y el resto de los servicios. Respecto de los precios más volátiles de la canasta, resalta el repunte de los combustibles, de algunas frutas y verduras y de otros ítems en los últimos meses.

GRÁFICO I.7

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



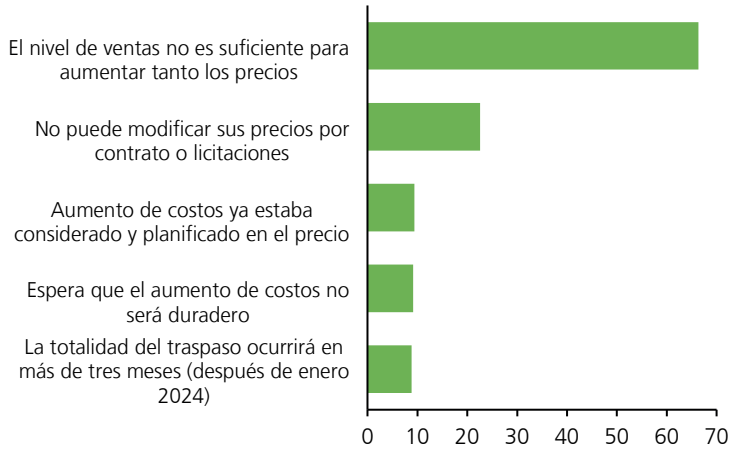
Inflación subyacente (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de septiembre 2023. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico. (3) Considera la suma de alimentos volátiles y no volátiles. (4) 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.8

EPN: ¿Por qué razón no ha traspasado ni traspasará en los próximos 3 meses la totalidad del aumento de costos?
(porcentaje de empresas cuyos costos han aumentado en los últimos 3 meses)

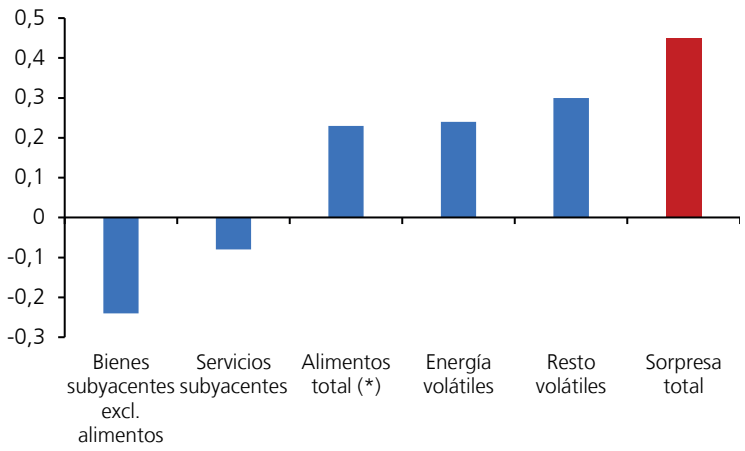


Fuente: Banco Central de Chile.

Los datos mensuales de inflación han mostrado una elevada volatilidad en los últimos meses, acumulándose una inflación total mayor a la prevista, pero una subyacente menor (gráfico I.9). Entre agosto y noviembre, la inflación total acumulada estuvo +0,45 puntos porcentuales (pp) por sobre lo esperado. En esta diferencia respecto de lo proyectado, los precios volátiles incidieron +0,74pp, explicado por los combustibles, las frutas y verduras y ciertos ítems del componente resto de volátiles. En el caso de los combustibles, la diferencia respecto de la proyección se explicó por el alza de los precios internacionales y por el traspaso de la depreciación del tipo de cambio en este ítem. En el resto de los volátiles, se vieron alzas sorpresivas en paquete turístico y servicio de transporte aéreo, dos agrupaciones cuya variación suele exhibir elevada dispersión. Por el contrario, la incidencia de la inflación subyacente resultó 0,3pp por debajo de lo proyectado. En gran parte, por el componente subyacente de bienes —excluyendo alimentos— que acumuló una incidencia de -0,24pp respecto de lo previsto. El equipamiento para la vivienda y los automóviles estuvieron entre los productos que más incidieron a la baja.

El descenso de la inflación se ha dado en un escenario en que los *shocks* de oferta acumulados en años previos se han disipado. La resolución de los problemas logísticos mundiales generados durante la pandemia, así como la reversión de los significativos incrementos de los precios de materias primas y alimentos causado por la guerra en Ucrania han contribuido a reducir las presiones de costos asociadas a estos eventos.

GRÁFICO I.9 SORPRESA INFLACIONARIA ACUMULADA DESDE EL IPOM DE SEPTIEMBRE 2023
(puntos porcentuales)



(*) Suma de alimentos volátiles y no volátiles.
Fuente: Banco Central de Chile.

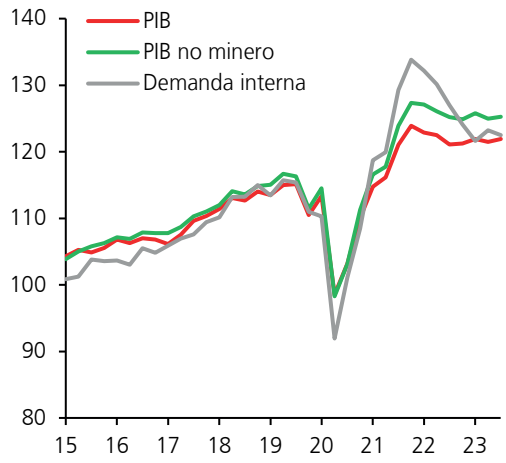
La reducción de la inflación también ha respondido a una economía que ha ido resolviendo los desequilibrios acumulados en años previos. Así, a nivel agregado, la actividad retomó tasas de expansión trimestrales levemente positivas (gráfico I.10). La actividad del tercer trimestre resultó algo por sobre la proyección del último IPoM, con un crecimiento del PIB no minero de 0,2% trimestre a trimestre (t/t) en su serie desestacionalizada. Información parcial del cuarto trimestre también da cuenta de un avance de la actividad no minera en octubre, con una variación mensual del Imacec no minero de 0,5%. Por su parte, la trayectoria de la demanda interna ha estado en línea con lo anticipado en septiembre. Esta anotó una caída de 0,6% t/t en el tercer trimestre.

En todo caso, el comportamiento de la actividad sectorial ha sido heterogéneo (gráfico I.10). Algunos sectores dan cuenta de un leve repunte, como el comercio —especialmente el mayorista y automotriz— y algunas ramas industriales. A ello se agrega el dinamismo en la generación de electricidad —de la mano de una mayor disponibilidad hídrica— y la resiliencia de las actividades de servicios. Lo anterior contrasta con la debilidad que mantiene la construcción. La minería mostró una mejora durante el tercer trimestre, vinculada a la entrada de un nuevo proyecto de inversión y al impulso de la producción de litio, aunque el último dato mensual exhibe una caída en el margen (Recuadro I.1).

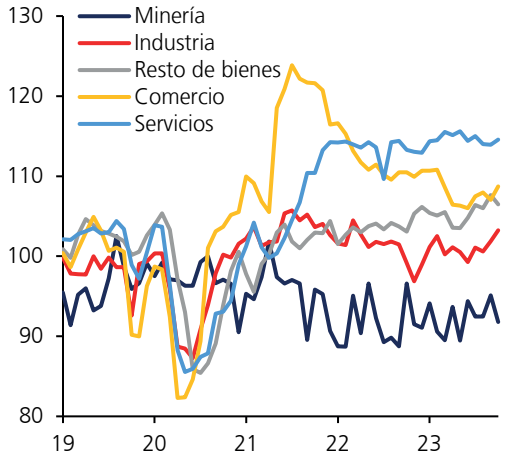
La trayectoria del consumo privado también muestra un incipiente aumento (gráfico I.11). La serie desestacionalizada del consumo privado se expandió 1,2% t/t en el tercer trimestre, destacando el aumento del componente durable, asociado a ventas de automóviles y productos tecnológicos. Aunque en menor medida, el consumo habitual —que incluye bienes no durables y servicios— también mejoró. Estos resultados se ratifican al observar la evolución más reciente de indicadores como el Índice de Actividad del Comercio Minorista (IACM), las ventas de automóviles (ANAC) y los datos de ventas mediante boleta electrónica. Por su lado, el consumo de gobierno creció 0,9% t/t en el tercer trimestre, por un mayor gasto tanto de bienes como de servicios.

GRÁFICO I.10

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

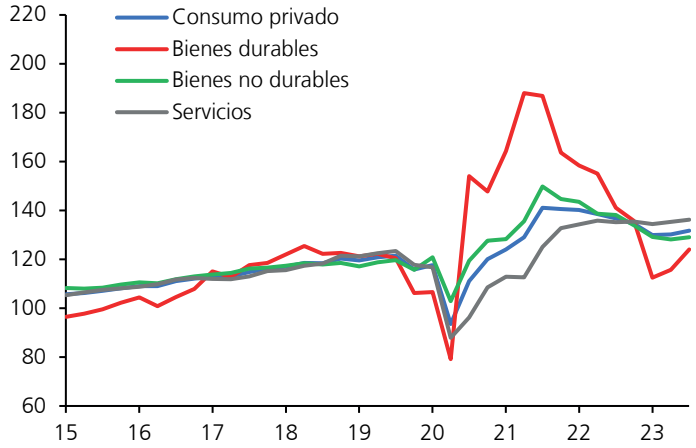


Imacec sectorial
(índice promedio 2018 = 100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

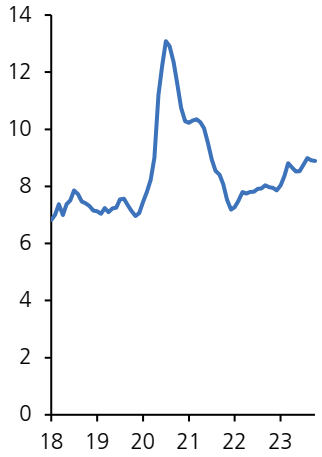


Fuente: Banco Central de Chile.

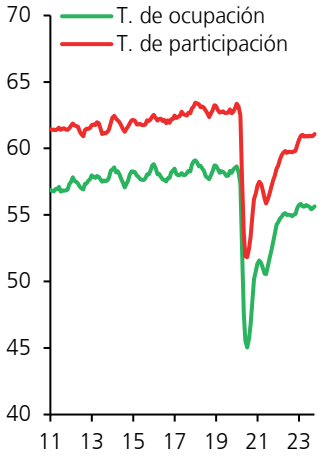
El mercado laboral se ha comportado acorde con el estado del ciclo económico. La oferta y la demanda de trabajo mantienen un dinamismo acotado. La tasa de desocupación del trimestre móvil terminado en octubre llegó a 8,9%, sin grandes cambios respecto de los registros previos, pero casi 1pp por sobre su medición de hace un año (gráfico I.12). Las tasas de ocupación y de participación se han mantenido estables en los últimos meses, aunque aún son bajas en perspectiva histórica para personas que están cerca de o en su edad de jubilación. Por el lado de la demanda, el Índice de Avisos Laborales de Internet (IALI) continúa en niveles bajos. Las expectativas de empleo del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) se encuentran deterioradas en todos los sectores, con excepción de la minería. Con todo, los ingresos laborales reales han continuado su trayectoria de normalización, ayudados por el descenso de la inflación.

GRÁFICO I.12

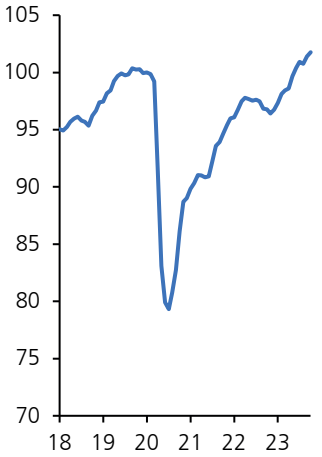
Tasa de desocupación
(porcentaje)



Tasa de ocupación y participación
(porcentaje)



Masa salarial real (*)
(índice ene.20 = 100,
desestacionalizado)

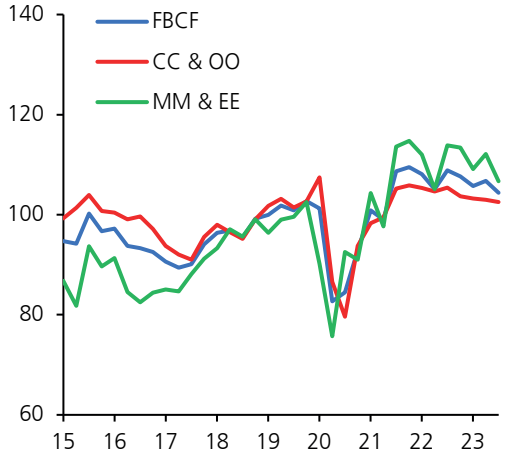


(*) Cálculo en base a series desestacionalizadas del CMO real, horas habituales trabajadas y ocupación.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

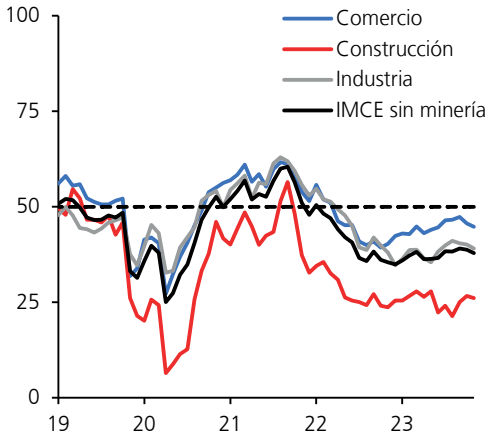
El crecimiento de la inversión ha seguido mostrando volatilidad, ligada principalmente al comportamiento del componente de maquinaria y equipos (gráfico I.13). La contracción de este último determinó el resultado de la formación bruta de capital fijo (FCBF) en el tercer trimestre, que fue de -2,2% t/t en su serie desestacionalizada. En todo caso, dicho componente se ha mostrado altamente volátil en lo más reciente. La inversión en construcción y otras obras ha seguido reduciéndose de forma gradual, especialmente por el deterioro del segmento habitacional e inmobiliario. Las expectativas sectoriales son negativas. Por un lado, el IMCE sigue en terreno contractivo desde hace varios meses. Por otro, el IPN de noviembre rescató que solo un tercio de las empresas planea invertir el próximo año, cifra muy similar a lo reportado en 2021 y 2022. En ese reporte, las empresas vinculaban la debilidad de la inversión principalmente con la incertidumbre sobre la situación de la economía.

GRÁFICO I.13

Formación bruta de capital fijo (FBCF)
(índice primer trimestre 2013 = 100, series reales desestacionalizadas)



IMCE (*)
(índice de difusión)

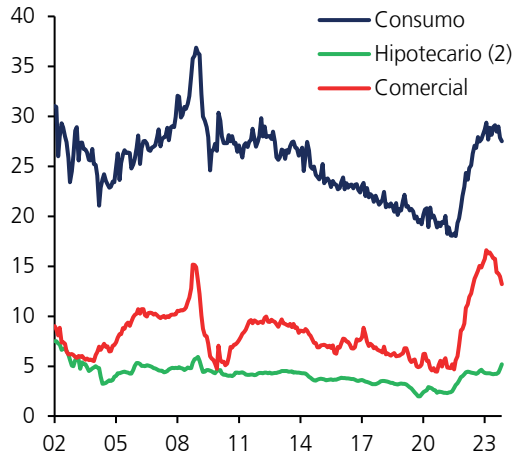


(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuente: Banco Central de Chile.

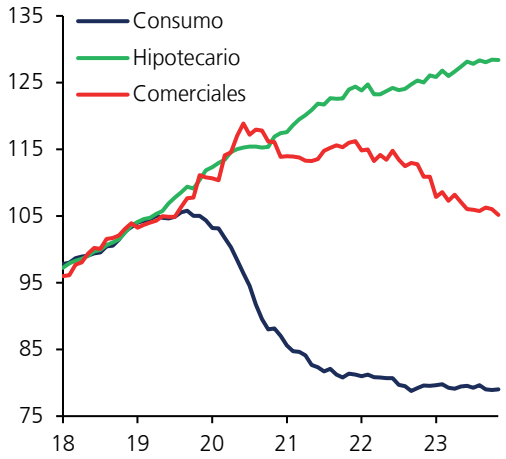
Las condiciones financieras de corto plazo se han vuelto algo menos restrictivas, mientras que las de largo plazo se mantienen estrechas en perspectiva histórica (gráfico I.14). Las tasas de interés de las colocaciones comerciales y de consumo, más ligadas a la política monetaria, han continuado su descenso en los últimos meses, reflejo de la transmisión de los recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM). En cambio, las tasas hipotecarias, más relacionadas con las condiciones de financiamiento de largo plazo, han aumentado desde el IPoM de septiembre. Esto se explica por el incremento de las tasas largas que se dio a nivel internacional y local hasta principios de noviembre —cuyos riesgos fueron evaluados en el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre de 2023—, y se ha mantenido pese a la reversión en la trayectoria de las tasas de largo plazo en las últimas semanas. Por su parte, el stock de colocaciones reales se mantiene bajo en las tres carteras. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre de 2023 da cuenta de una oferta de crédito que muestra cierta flexibilización en el segmento de consumo, pero que no registra cambios en vivienda y continúa restrictiva para las Pymes. La demanda crediticia del segmento de consumo se ha fortalecido en lo más reciente, aunque mantiene su deterioro en los otros segmentos. Entre las razones detrás de esto último, según los entrevistados del IPN de noviembre 2023, se encontraba la percepción de que las tasas de interés aún son altas respecto de años previos, a lo que se sumaba el deterioro de las expectativas económicas, la elevada incertidumbre y la percepción de mayores exigencias por parte de las instituciones financieras al momento de solicitar un crédito en algunos casos.

GRÁFICO I.14

Tasas de interés (1)
(porcentaje)



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



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

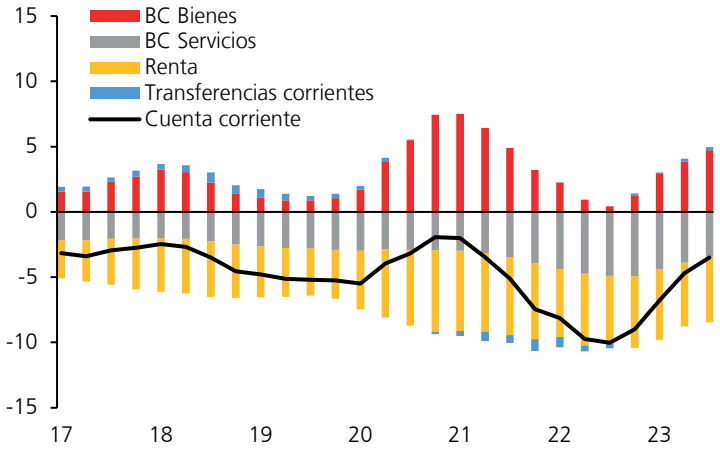
El déficit de la cuenta corriente continuó reduciéndose durante el tercer trimestre y alcanzó un saldo acumulado en un año móvil de 3,5% del PIB (gráfico I.15). El ahorro privado continuó repuntando e incluso, en lo más reciente, ha compensado la caída del ahorro de gobierno para sostener la recuperación del ahorro nacional total. Por componentes, la mejora en la cuenta corriente respecto del trimestre previo (-4,7% del PIB) se explica por el superávit de la balanza comercial de bienes —en especial por las menores importaciones de bienes intermedios y de consumo— y por las transferencias netas. Por su parte, la balanza comercial de servicios y las rentas registraron saldos deficitarios.

Las expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria se mantienen en torno a la meta (gráfico I.16). La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de Política Monetaria (RPM) de diciembre y las expectativas que se desprenden de las compensaciones inflacionarias se encuentran en torno a 3% a dos años plazo. A un año, la EEE y la EOF también bordean ese valor. Al cierre estadístico, y considerando el promedio de 10 días previos a este, las perspectivas implícitas en los contratos de seguros de inflación habían caído de forma relevante, influidas en gran parte por expectativas de inflación acotadas para noviembre, situación que ha tendido a revertirse después de que la cifra efectiva de ese mes resultara por sobre lo esperado. Finalmente, la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) correspondiente al trimestre móvil terminado en octubre mantiene las expectativas de inflación a dos años en 4%.

Las expectativas del mercado para el crecimiento económico de este año y el próximo se mantienen en línea con el escenario central del IPoM anterior. La proyección para el crecimiento de este año reportada por la EEE mejoró levemente a -0,1%, mientras la de Consensus Forecasts se mantiene en -0,3%, mismo valor reportado al cierre estadístico del IPoM anterior. Para 2024 las expectativas de crecimiento se sitúan algo por debajo de 2% (1,7 y 1,8% en la EEE y Consensus Forecasts, respectivamente).

La trayectoria de la TPM esperada por el mercado y los especialistas apunta a que el proceso de normalización de la política monetaria seguiría en curso. Hacia finales del horizonte de política monetaria, las distintas proyecciones ubican la TPM entre 4,25 y 4,5%.

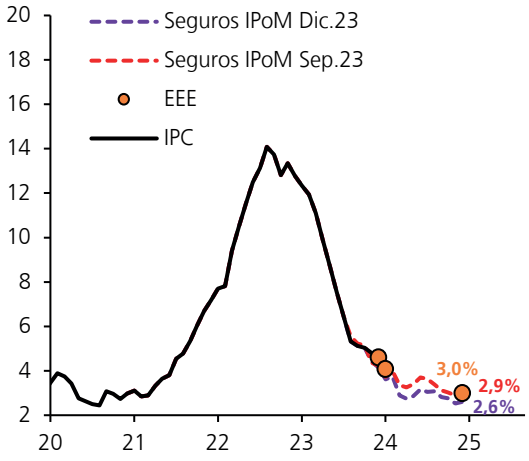
GRÁFICO I.15 CUENTA CORRIENTE: INCIDENCIAS POR COMPONENTE
(porcentaje del PIB, suma móvil anual)



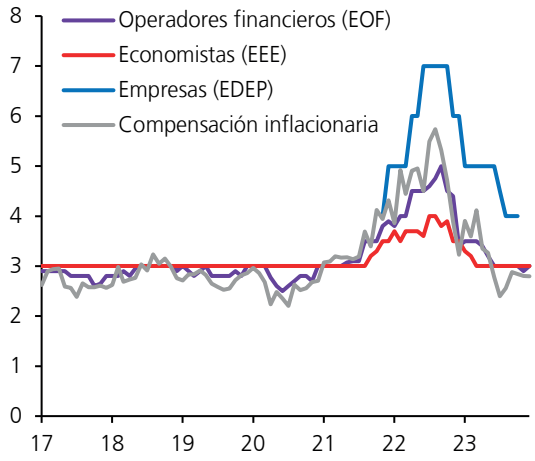
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.16

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



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



(1) Los seguros consideran los precios promedio de 10 días al cierre estadístico de cada IPoM (IPoM de septiembre: 30 de agosto; IPoM de diciembre: 13 de diciembre). (2) Para las encuestas se muestran las medianas de las respuestas. (3) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre 2023. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (4) La compensación inflacionaria considera el promedio de los precios de los últimos 10 días de cada mes. Para diciembre 2023 toma en cuenta el promedio de los últimos 10 días al cierre estadístico de este IPoM.
Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO I.1:

Evolución reciente y perspectivas de la minería

La minería fue el sector que más contribuyó al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de este año, tras aumentar 4,6% anual. El resultado del sector se explicó por mayores leyes de cobre, la entrada en operación de un importante proyecto de inversión y el impulso creciente de la producción de litio. En el escenario central de este IPoM, la minería aumentará 1,1% este año y 3,3% el próximo, explicando en torno a un cuarto del crecimiento del PIB en 2024. Sin embargo, existen riesgos que podrían afectar la inversión esperada y el aumento previsto en los niveles de producción. Este Recuadro describe la evolución reciente de la minería, su impacto en el resto de los sectores y sus perspectivas.

Evolución reciente del sector

La industria del cobre ha mostrado caídas en los últimos años. Entre otros factores, esto ha sido reflejo de diversos problemas operacionales, menor ley del mineral y dificultades asociadas a la escasez hídrica que ha afectado a nuestro país. En lo más reciente, la producción de cobre se ha recuperado [1]/, mientras que la de litio —que es parte de "otras actividades mineras"— ha mostrado un elevado dinamismo. Esta última subactividad ha crecido en torno a 10% anual en los últimos tres años y ha duplicado su participación relativa en el PIB de la minería. Respecto del litio, ha multiplicado por siete su ponderación en la canasta exportadora de bienes.

Encadenamientos de la minería sobre otros sectores

El aumento de la producción minera tiene efectos multiplicadores sobre el resto de la economía. Una manera de medirlos es a través de la matriz de insumo-producto (MIP), que permite estimar el impacto indirecto vía la demanda de bienes intermedios por parte de la minería. De acuerdo con su última publicación (2020), un crecimiento de 3,3% en el PIB minero generaría un incremento de 0,59pp en el producto total, considerando los impactos directos (0,46pp) e indirectos en sectores no mineros (0,12pp), estos últimos concentrados en servicios empresariales, industria y comercio. En el caso de la industria del litio, los servicios empresariales son el sector que más se expandiría ante un aumento en la producción de este mineral, mostrando un impacto indirecto mayor en términos relativos a la minería del cobre [2]/.

Alternativamente, para estimar el efecto multiplicador de la minería se emplea una metodología de redes sobre microdatos a nivel de empresa [3]/. Este análisis sugiere un encadenamiento más amplio de la minería sobre el resto de la economía, ya que no solo considera su efecto a través de compras intermedias sino también en gastos de inversión vinculados al sector de la construcción (gráfico I.17a). En esta línea, estimaciones previas sugieren que un incremento de la construcción vía mayor inversión minera tiene un impacto indirecto incluso mayor, en términos relativos, sobre el PIB total respecto del que muestra la producción minera [4]/.

Perspectivas de la producción e inversión minera

El aumento previsto para la producción minera responde principalmente al ingreso de nuevos proyectos de cobre, como la puesta en marcha de Quebrada Blanca Fase II. A su vez, de acuerdo con información de Cochilco y el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital, se espera que la inversión minera anual promedio del trienio 2024-26 supere entre 30 y 40% a la de 2023 (gráfico I.17b). Con todo, y a diferencia de los últimos quinquenios, se estima que la minería incidirá de forma relevante sobre el crecimiento económico durante el periodo 2023-2025 (tabla I.X1), coherente con el aumento de la producción de cobre y litio, así como las positivas perspectivas para la inversión.

[1]/ Si bien la minería se contrajo 4% anual en octubre de 2023, esto se debió a problemas puntuales en algunas faenas.

[2]/ Para mayor detalle, ver Importancia reciente del litio en la economía chilena.

[3]/ En Guzmán et al., (2023) se explica la aplicación de la metodología *GLASSO* para la minería.

[4]/ Estimaciones anteriores (Recuadro III.2, IPoM diciembre 2018) señalan que un aumento de 3,5% en el sector construcción vía inversión minera generaría un incremento anual en torno a 0,5pp del PIB.

Observaciones finales

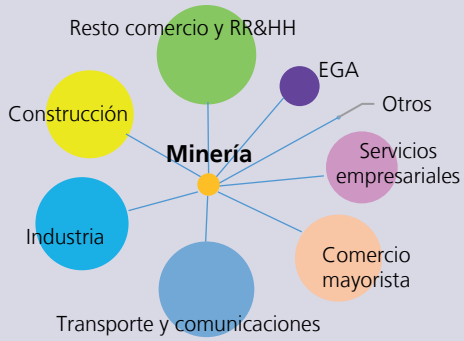
Si bien las perspectivas son favorables, existen distintos riesgos que podrían afectar negativamente la producción e inversión del sector. En cuanto a los factores internacionales, la debilidad de la industria inmobiliaria en China, la fortaleza del dólar y una mayor estrechez de las condiciones financieras globales, entre otros, podrían influir en el precio del cobre y en los planes de inversión de las empresas.

A su vez, existe una elevada incertidumbre respecto de la temporalidad en que las empresas cumplirán su cronograma de inversión. De acuerdo con la Oficina de Grandes Proyectos (OGP), un 58% de las iniciativas actuales que cuentan con fecha de operación prevista para 2023-2026 y que han solicitado permisos ambientales, aún se encuentran en fase de tramitación, la que se caracteriza por una mayor probabilidad de retrasos y reprogramaciones. Tampoco es descartable que la inversión termine siendo más positiva que lo previsto. En particular, la información de la OGP también incluye otros grandes proyectos mineros que podrían ser incorporados en el corto plazo y así elevar la inversión.

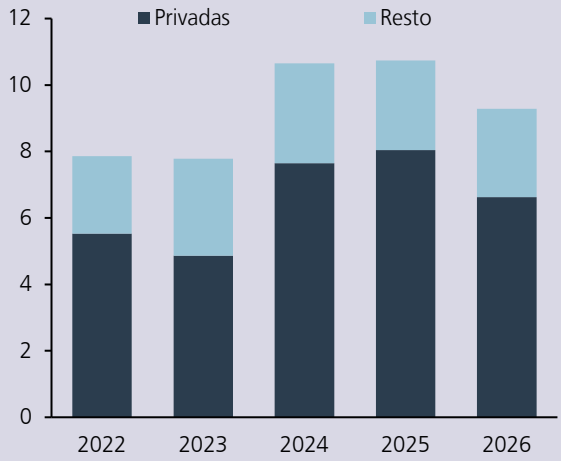
Finalmente, la transición energética ligada a la mitigación del cambio climático representa una potencial fuente de crecimiento adicional. Esto, ya que se espera que el sector juegue un rol fundamental en la transición energética global, debido al uso tanto del cobre como del litio en la generación de energías renovables y en la electromovilidad.

GRÁFICO I.17

(a) Encadenamientos de minería a través de los sectores según microdatos
(correlaciones parciales sobre compras del resto de la economía)



(b) Inversión minera
(miles de millones de dólares)



Fuentes: Banco Central de Chile, Cochilco (2022), Servicio de Evaluación Ambiental y Servicio de Impuestos Internos.

TABLA I.1 PIB MINERO Y TOTAL
(variación anual, porcentaje)

	2000 - 04	2005 - 09	2010 - 14	2015 - 19	2020 - 22	IPoM Dic.23		
						2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
PIB minero	0,6	-1,8	1,6	-0,8	-1,7	1,1	3,3	3,5
PIB total	4,5	3,9	4,7	2,0	2,7	0,0	1,25 - 2,25	2,0 - 3,0

(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO I.2:

Movimientos recientes de las tasas largas y su impacto en la inversión

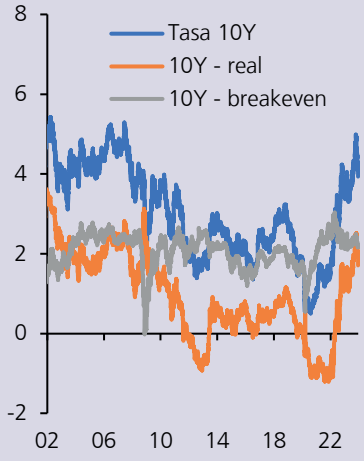
En general, las tasas de interés de largo plazo dependen de la trayectoria esperada de la política monetaria y de un conjunto de premios que compensan los riesgos asociados a invertir en instrumentos con vencimientos lejanos en el tiempo. A esto se le suma la influencia de las expectativas y premios externos, principalmente los de EE.UU., que tienden a traspasarse parcialmente a las tasas locales. Las tasas de interés de largo plazo, tanto globales como locales, tuvieron un aumento importante en el curso del cuarto trimestre, lo que tensionó las condiciones financieras a nivel global. Si bien este fue un fenómeno transitorio, la volatilidad de las tasas de largo plazo ha aumentado y permanece como un elemento de riesgo relevante del encuadre macro tanto externo como local. Este recuadro analiza los movimientos recientes de las tasas largas en Estados Unidos y en Chile, y su impacto sobre la inversión en la economía local.

Factores externos

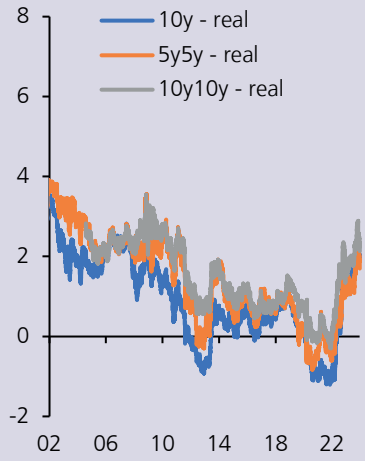
Comparado con comienzos de 2022, la tasa de interés nominal a 10 años de los bonos del Tesoro de Estados Unidos ha aumentado alrededor de 200 puntos base (pb), fundamentalmente por cambios en la tasa de interés real (+250pb) (gráfico I.18a). Parte de esta alza responde a una mayor restricción monetaria de la Fed, que ha aumentado la *fed funds rate* en 525pb desde marzo del año pasado. Se suma que los tramos más largos de la curva de rendimiento —no influenciados por la política monetaria de corto plazo— también mostraron aumentos considerables. Por ejemplo, las tasas reales 5-en-5 y 10-en-10 han subido cerca de 190pb (gráfico I.18b). Dichos movimientos estarían asociados tanto a las expectativas de una mayor tasa de interés neutral a largo plazo como a la mayor incertidumbre sobre su nivel [1]/. Considerado el período entre inicios de 2022 y mediados de 2023, diversos modelos estadísticos indican que el componente de expectativas habría jugado un rol más importante que la incertidumbre para el grueso del aumento de ese lapso (gráfico I.18c).

GRÁFICO I.18 TASAS DE LARGO PLAZO DE LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS

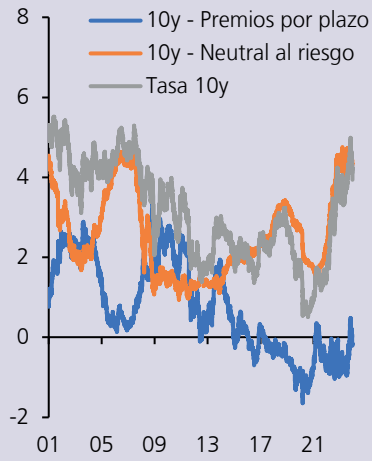
(a) Tasa 10y: real y *breakevens* (porcentaje)



(b) Tasa 10y, 5-en-5 y 10-en-10 (porcentaje)



(c) Tasa 10y: neutral y premios (ACM) (porcentaje)



Fuentes: Adrian, Crump y Moench (2013) y Bloomberg.

[1]/ Modelos que descomponen las tasas en una tasa neutral al riesgo y premios por plazo —Adrian Crump y Moench (2013); Christensen y Rudebusch (2012); Kim y Wright (2005)— sugieren que la tasa a 10 años de EE.UU. ha aumentado principalmente por el alza de la tasa neutral, aunque en lo más reciente se vio también un incremento de los premios. Se han ofrecido múltiples razones para el aumento en la tasa neutral de largo plazo, entre ellas la situación fiscal de largo plazo en EE.UU., las necesidades de inversión para la transición energética, cambios demográficos, potenciales conflictos geopolíticos, entre otros.

Considerado el período más reciente, en particular lo ocurrido durante el cuarto trimestre, se estima que los premios por riesgo han jugado un rol importante en la alta volatilidad de la tasa a 10 años de EE.UU. (gráfico I.18c). En ese período, dicha tasa alcanzó niveles en torno al 5%, para luego retornar a valores más bajos hacia el cierre estadístico de este IPoM (Capítulo I). Esto refleja una elevada sensibilidad del mercado a noticias, producto de la alta incertidumbre sobre la evolución de la macro a corto y mediano plazo, incluyendo la tasa de llegada de la Fed. De hecho, la posibilidad de que las tasas de largo plazo vuelvan a mostrar movimientos abruptos y de magnitud relevante constituyen una fuente de riesgo relevante del encuadre macro internacional y local.

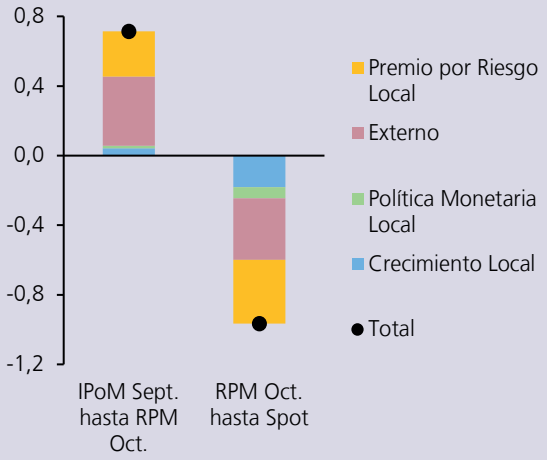
Tasas largas en Chile y su impacto en la economía local

La volatilidad de las tasas largas en EE.UU. también se evidenció en el plano local. Entre principios de agosto y fines de octubre la tasa *benchmark* de largo plazo —medida por el BTP-10— aumentó en torno a 150pb, alza que se revirtió en el último mes. Una descomposición estructural de los movimientos de esta tasa sugiere que en lo más reciente estos pueden atribuirse principalmente a factores de riesgo local y externos (gráfico I.19a).

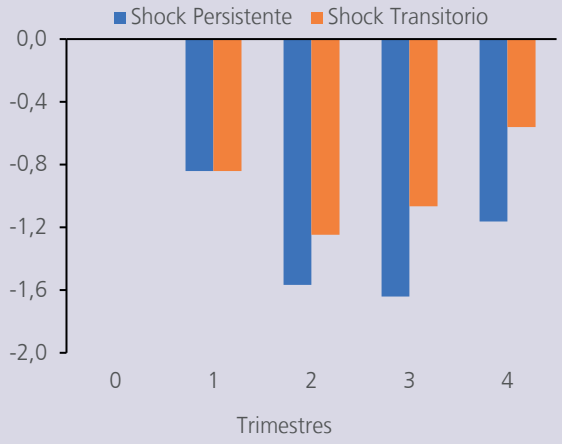
Como se ha analizado en IPoMs previos [2]/, aumentos de la tasa larga asociados a shocks de riesgo tienen efectos contractivos en la economía, sobre todo en la inversión. En base a dichos análisis, se estima que un shock de premios por riesgo externos y locales de magnitud y duración similar al episodio reciente (30pb de premios locales y 40pb de externos durante dos a tres meses), tienen efectos negativos acumulados en la inversión a un año en torno a 0,5pp de menor crecimiento. Si las tasas se hubiesen quedado altas, en lugar de bajar como lo hicieron, el impacto negativo en la inversión sería el doble (gráfico I.19b).

GRÁFICO I.19 MOVIMIENTO DE LA TASA LARGA EN CHILE Y ESTIMACIÓN DE SU IMPACTO EN LA FBCF

(a) Descomposición estructural de la tasa cero swap a 10 años (1)
(porcentaje)



(b) Respuesta de FBCF ante un shock de riesgo similar al reciente en la tasa larga (2)
(porcentaje)

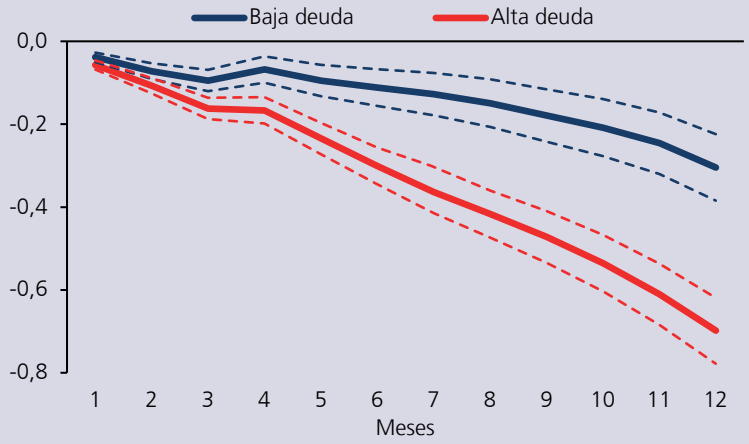


(1) Descomposición estructural en base a Eterovic y Eterovic (2022). Dato spot corresponde al 12/12/2023. Para mayor detalle ver Recuadro V.1 IPoM diciembre 2021. (2) Función impulso respuesta de un modelo auto-regresivo Bayesiano (BVAR) con restricciones de cero y signo, calibrado con los shocks de riesgo puro en base a Eterovic y Eterovic (2022). Para mayor detalle ver Recuadro V.1 IPoM diciembre 2021.
Fuentes: Banco Central de Chile y RiskAmerica.

[2]/ Ver Recuadro V.1 del IPoM diciembre 2021.

Los shocks de premios por riesgos externos y locales pueden tener un impacto heterogéneo a nivel de empresas, siendo su nivel de endeudamiento una de las variables que puede determinar las diferencias. Un análisis en base a microdatos [3]/ indica que un shock de premio por riesgo de la magnitud observada tiene efectos significativamente mayores en la decisión de invertir de las empresas con altos niveles de endeudamiento [4]/. En estas, el impacto negativo en la inversión es de 0,7pp de menor crecimiento a un año plazo, cifra que baja a 0,3pp para las empresas con bajo endeudamiento (gráfico I.20). Cabe destacar que esta heterogeneidad se asocia principalmente a una respuesta diferenciada al shock por riesgo externo y no tanto al local.

GRÁFICO I.20 RESPUESTA DE LA INVERSIÓN A NIVEL DE EMPRESA A SHOCKS EN LA TASA LARGA SIMILAR AL RECIENTE (*)
(porcentaje)



(*) El gráfico muestra el cambio porcentual en la inversión de firmas con alto y bajo apalancamiento en respuesta a shocks de riesgo que generan una caída agregada de la inversión de 0,5pp. Intervalos de confianza del 90% (Andalaft et al. 2023).
Fuentes: Banco Central de Chile, CMF, Risk America y SII.

Conclusiones

El análisis presentado sugiere que movimientos de tasas de largo plazo de las magnitudes y duración de los experimentadas en los últimos meses pueden tener efectos relevantes en la inversión, y consecuentemente, en la actividad. Las fuertes alzas entre septiembre y fines de octubre fueron un fenómeno transitorio, al cual se le asigna un impacto negativo, pero acotado, en la inversión de los próximos trimestres. Su efecto parcial en las proyecciones de inversión a un año plazo —que consideran múltiples elementos, más allá de las tasas largas— es del orden de medio punto porcentual. Sin embargo, la alta volatilidad que han mostrado las tasas largas a noticias macroeconómicas de distinta índole transforma este elemento en una fuente de riesgo relevante en el encuadre macro global y para la economía chilena.

[3]/ Solo se consideran empresas grandes, aquellas sobre la mediana de ventas anuales de cada año en el universo de empresas con más de 5 empleados y se excluye el sector financiero.

[4]/ Empresas con alto endeudamiento se refiere a las que están sobre la mediana de apalancamiento —deuda sobre ventas— de cada año.

RECUADRO I.3:

Conferencia anual del Banco Central de Chile

La XXVI Conferencia Anual del Banco Central de Chile se llevó a cabo el 27 y 28 de noviembre y tuvo como temática principal las implicancias del cambio climático y la degradación de servicios ecosistémicos para la estabilidad macroeconómica y financiera. Se contó con la colaboración de Maximilian Aufhammer (Universidad de California-Berkeley) como co-organizador y con la participación de destacados expertos internacionales en esta literatura quienes, en conjunto con investigadores del Banco Central de Chile, presentaron una serie de trabajos preparados para el evento. El discurso inicial, a cargo de la Presidenta del Banco, Rosanna Costa, discutió la relevancia de estos temas para un mejor entendimiento de la macroeconomía y su evolución futura. Asimismo, resaltó el rol del Banco en la medición del capital natural del país, y la importancia de introducir aspectos medioambientales en la modelación con objetivos de proyección macroeconómica, lo mismo que su consideración en la cuantificación de los riesgos financieros. Finalmente, enfatizó que, si bien las políticas de mitigación y adaptación asociadas al cambio climático y la degradación de servicios ecosistémicos no son de competencia del Banco, sí lo es la cuantificación de sus efectos en la economía y la provisión de estos análisis para enriquecer la discusión pública [1]/.

Algunos aspectos discutidos durante la Conferencia fueron la mitigación de los efectos del cambio climático y la adaptación a un entorno cambiante. En este sentido, la transición energética que permita una reducción significativa de las emisiones de CO2 es uno de los objetivos principales de las políticas que los gobiernos debieran incentivar en el corto plazo. Este fue el tema de la intervención de Philippe Aghion, profesor del *College de France* y de la *London School of Economics*, y experto en temas de crecimiento económico e innovación. El profesor Aghion destacó el rol de las políticas públicas en el fomento de la inversión en tecnologías limpias, en acelerar la transición energética para evitar mayores costos futuros de hacerla, y en ayudar a la correcta internalización de las externalidades de la contaminación y del conocimiento asociadas a esta transición.

Durante el panel de discusión sobre los impactos macroeconómicos del cambio climático y la degradación de servicios ecosistémicos, los participantes señalaron que las consecuencias negativas del cambio climático serían particularmente relevantes para economías desarrolladas y emergentes y en particular para los países latinoamericanos naturalmente más propensos a sufrir eventos climáticos extremos. Los especialistas argumentaron que los beneficios de transitar hacia tecnologías productivas limpias son múltiples, tanto por la contribución a la reducción global de las emisiones de CO2 y sus efectos de mitigación del cambio climático, como por efectos inmediatos sobre la salud por la menor contaminación ambiental. Finalmente, durante la discusión se indicó que los efectos de *spillover* de las inversiones asociadas a la transición energética pueden ser muy significativos toda vez que éstas demandan bienes y servicios de otros sectores económicos, y a su vez fomentan inversiones y esfuerzos en investigación y desarrollo que potencialmente podrían implicar aumentos de la productividad agregada.

[1]/ Todas las presentaciones de la Conferencia pueden encontrarse en el sitio web del Banco Central de Chile y en la página de YouTube del Banco Central de Chile.

Al cierre de la Conferencia tuvo lugar el panel de discusión sobre los impactos en estabilidad financiera del cambio climático. Se discutió sobre los distintos enfoques que un número creciente de bancos centrales han adoptado para incorporar consideraciones climáticas en su modelamiento y monitoreo de estabilidad financiera, acorde con sus mandatos y objetivos. Se abordaron también los principales desafíos en la implementación de este tipo de consideraciones, desde la generación de estadísticas hasta lo que se relaciona con las herramientas analíticas necesarias para incorporar elementos climáticos en los modelos macro-financieros. Finalmente, se enfatizó que persisten importantes desafíos en entender los distintos canales de transmisión desde el cambio climático a los sistemas financieros.

Una adecuada medición, evaluación y entendimiento de los impactos del cambio climático y degradación de servicios ecosistémicos es una tarea prioritaria dado su impacto en la estabilidad macroeconómica y financiera. El Banco, en su continua búsqueda de mejorar su entendimiento de la economía chilena, estará dirigiendo esfuerzos a esta labor dentro de su plan estratégico del quinquenio 2023-27.

II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En líneas generales, el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo proyectado en septiembre: la inflación ha continuado disminuyendo y llegará a la meta de 3% en la segunda mitad de 2024. La actividad retomó tasas de expansión trimestrales levemente positivas, aunque se mantiene alguna heterogeneidad tanto en el desempeño de los distintos sectores económicos como en la demanda interna, la que evidencia algo más de consumo privado y menos inversión. La economía mundial ha tenido un desempeño mejor al previsto en los últimos meses, particularmente EE.UU. y China. Esto, sumado a la resiliencia que ha mostrado el consumo en la primera economía y el anuncio de medidas fiscales en la segunda, eleva el crecimiento esperado de los principales socios comerciales y afecta positivamente el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años. Se suman términos de intercambio más altos, gracias a las mejores perspectivas para el precio del cobre. Las condiciones financieras externas han mejorado en las últimas semanas y han retornado a los niveles de comienzos de año, con perspectivas que también han mejorado. En este contexto, la economía chilena finalizará este año con nulo crecimiento, para mostrar tasas de crecimiento positivas en 2024 y 2025: entre 1,25 y 2,25% y entre 2 y 3%, respectivamente. Se proyecta que la inflación total continuará disminuyendo, para alcanzar el 3% en la segunda mitad de 2024, mientras se adelanta la convergencia de la medida subyacente —IPC sin volátiles— para el primer semestre del próximo año. Desde julio, la Tasa de Política Monetaria (TPM) acumula una baja de 300 puntos base (pb). El Consejo considera que, en línea con el escenario central de este IPoM, la convergencia de la inflación a la meta requerirá de nuevos recortes de la TPM. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria inflacionaria. Con todo, el proceso de convergencia inflacionaria no está libre de riesgos, los que siguen ligados principalmente al panorama externo.

PARÁMETROS ESTRUCTURALES

En este IPoM el Consejo actualizó sus estimaciones para los parámetros estructurales utilizados en las proyecciones de mediano plazo.

El crecimiento del PIB tendencial no minero seguirá una trayectoria decreciente durante los próximos años, para promediar 1,9% en el período 2024-2033. Este valor se compara con la estimación previa que se realizó en el IPoM de diciembre 2022, la que resultó en 2,2% para el período 2023-2032. La reducción de esta cifra se justifica principalmente en el ajuste del decenio de referencia que abarca cada promedio y no implica un cambio significativo en la trayectoria proyectada. Además, la estimación considera que la participación laboral ya ha recuperado buena parte de sus niveles prepandemia y vuelve a incorporar un bajo crecimiento de la productividad total de factores. Para efectos del cálculo de las proyecciones de mediano plazo de este IPoM, se utiliza el crecimiento promedio del PIB tendencial no minero del quinquenio 2024-2028, que corresponde a 2,3% (Recuadro II.1).

La TPM neutral (TPMN) nominal aumenta en 25pb respecto de la estimación previa, hasta 4%. El aumento de su valor es coherente con el incremento de las estimaciones para las tasas neutrales de política monetaria en otras economías (Recuadro II.2).

PROYECCIONES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

La actividad del tercer trimestre resultó algo por sobre lo previsto. En lo principal, esto respondió a un mejor desempeño de la actividad no minera, donde destacó el alza del comercio, algunas ramas industriales y del sector electricidad, gas y agua (EGA). El valor agregado de este último continuó impulsado por una mayor generación hidroeléctrica en desmedro de fuentes térmicas.

La demanda interna tuvo un desempeño en línea con lo proyectado, aunque con comportamientos disímiles entre sus componentes. Por una parte, el consumo privado superó lo previsto e incluso creció en el tercer trimestre en su serie desestacionalizada con respecto al trimestre anterior, favorecido por mayores ventas de bienes durables, principalmente de automóviles y productos tecnológicos. A ello se sumó un mayor consumo de gobierno, debido al aumento del gasto en algunos servicios y bienes. Indicadores parciales del cuarto trimestre —como las ventas del comercio minorista (IACM), de automóviles nuevos (ANAC) y las cifras de ventas mediante boleta electrónica— ratifican estas tendencias. Por su lado, en un contexto de alta volatilidad de los datos de inversión (Formación Bruta de Capital Fijo, FBCF), el resultado del tercer trimestre fue inferior a lo previsto debido a una mayor contracción del componente de maquinaria y equipos.

En cuanto a las proyecciones, se estima que 2023 cerrará con un crecimiento nulo de la actividad, y caídas de 4,6 y 1,9% anual en el consumo privado y la FBCF, respectivamente (-4,9 y -1,2% en septiembre, en cada caso). El desempeño de la actividad mejora respecto de lo previsto en septiembre, pues se incorpora la revisión al alza del PIB —tanto minero como no minero— para los primeros tres trimestres del año tras la publicación de las Cuentas Nacionales, a lo que se suma un resultado positivo en el Imacec de octubre, en particular en los sectores del comercio y la industria. En el caso de la demanda, descontando variaciones de existencias, se proyecta para este año una caída anual algo menor que lo previsto (3,0 versus 3,1% en septiembre), como reflejo de menores importaciones de bienes.

Los rangos proyectados de crecimiento del PIB se mantienen en 1,25-2,25% para 2024 y 2-3% para 2025. Esto considera que el PIB no minero seguirá presentando variaciones trimestrales positivas, para ir acercándose paulatinamente a tasas acordes con su crecimiento tendencial. En el caso de la actividad minera, se proyecta un aporte importante en la expansión que tendrá el PIB el próximo año, tanto por la reciente entrada en operación de nuevas faenas de cobre como por el impulso creciente de la producción de litio. Esto, más allá de los recientes anuncios de recortes de producción (Recuadro I.1). Respecto de la demanda interna, se espera que retome tasas de crecimiento positivas el próximo año (tabla II.1, gráficos II.1 y II.2).

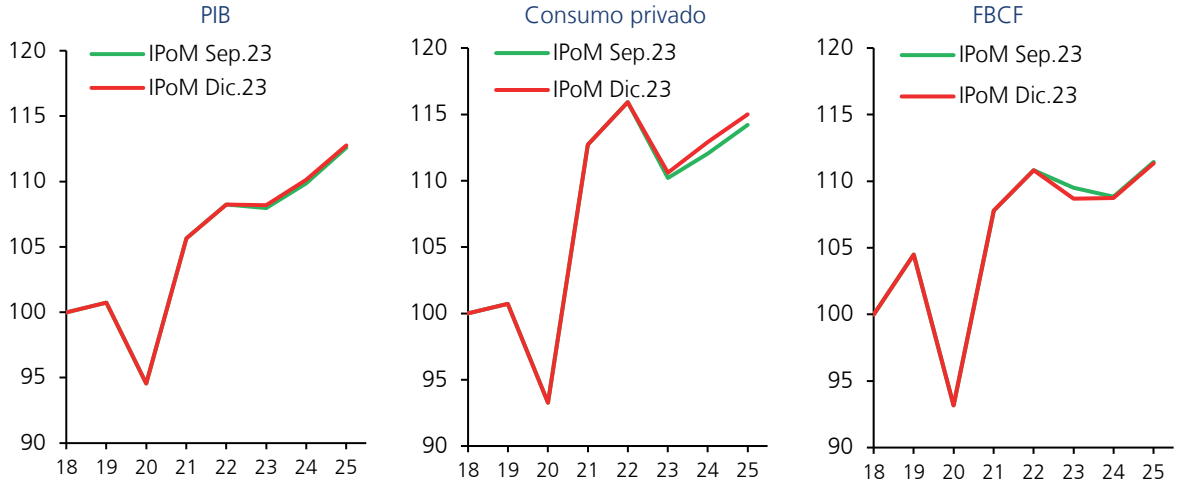
Respecto de los dos próximos años, en el escenario central el crecimiento del consumo privado se revisa al alza para 2024 y se mantiene sin cambios en 2025 (tabla II.1; gráficos II.1 y II.2). En esto juega un rol importante el crecimiento de los ingresos laborales, reflejo de que la masa salarial real ha sido ayudada por la menor inflación. Esto, en el contexto de un mercado laboral que mantiene una lenta creación de empleos y una demanda de trabajo aún débil, lo que es coherente con la evolución del ciclo económico. Además, la tasa de desempleo se mantiene por sobre su promedio histórico. A ello se suman la mejora de las condiciones crediticias relevantes para el consumo —coherente con la transmisión de los recortes de la TPM—, y el impacto de la menor inflación en la carga financiera de las personas.

TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
		(variación anual, porcentaje)		
PIB	2,4	0,0	1,25-2,25	2,0-3,0
Ingreso nacional	1,5	1,3	1,9	2,9
Demanda interna	2,3	-4,6	2,0	2,7
Demanda interna (sin var. de exist.)	3,0	-3,0	1,5	1,9
Formación bruta de capital fijo	2,8	-1,9	0,0	2,4
Consumo total	3,1	-3,3	2,0	1,8
Consumo privado	2,9	-4,6	2,1	1,8
Exportaciones de bienes y servicios	1,4	1,0	3,4	1,9
Importaciones de bienes y servicios	0,9	-11,1	4,3	2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-9,0	-3,3	-4,0	-3,9
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	16,4	18,8	18,4	19,1
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,4	22,1	22,4	23,1
FBCF (% del PIB nominal)	24,8	23,3	23,1	23,0
FBCF (% del PIB real)	23,6	23,2	22,8	22,8
		(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-27.102	-10.600	-13.500	-14.400
Balanza comercial	3.807	14.700	11.100	10.000
Exportaciones	98.548	95.000	96.700	102.300
Importaciones	94.741	80.300	85.600	92.300
Servicios	-14.824	-10.200	-10.000	-10.100
Renta	-16.520	-15.800	-15.300	-15.000
Transferencias corrientes	434	700	700	700

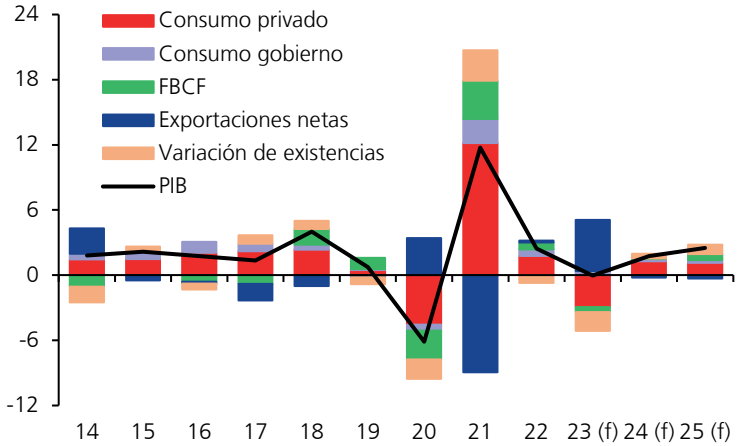
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

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



(*) Para 2023, 2024 y 2025 corresponden a las proyecciones contenidas en el IPoM respectivo. Para 2024 y 2025 considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados.
Fuente: Banco Central de Chile.

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

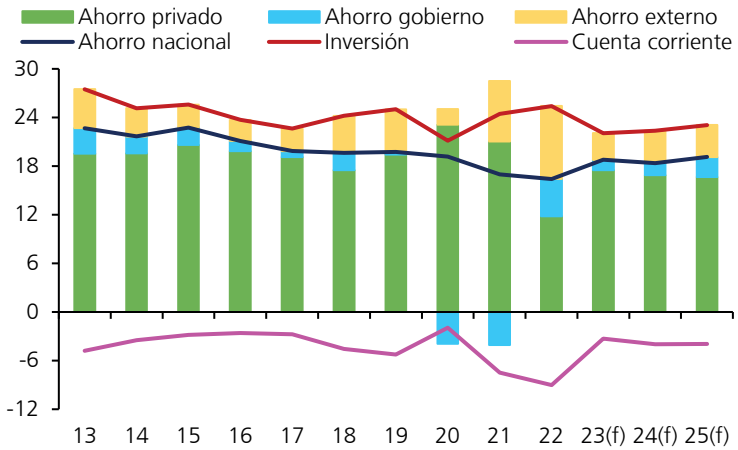


(*) Para 2024 y 2025 considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

Se proyecta que la FBCF tendrá un crecimiento nulo en 2024 y volverá a expandirse en 2025, con un impulso relevante del desarrollo de obras de ingeniería. El desempeño previsto considera las mejores perspectivas de los catastros de inversión para los próximos años (CBC y OGP), en particular en los sectores minero y energético. Se contrapone que las condiciones financieras se han mantenido poco favorables a nivel global por varios trimestres, a lo que se sumó el episodio de tensión financiera ocurrido en octubre y que se ha revertido durante las últimas semanas. Se estima que, en el caso de Chile, un shock de premios por riesgo similar al evento reciente restaría cerca de 0,5 puntos porcentuales al crecimiento de la FBCF entre 2023 y 2024 (Recuadro I.2). Así, se prevé que la FBCF se expanda 0 y 2,4% en 2024 y 2025, respectivamente (-0,6 y 2,4% en septiembre) (tabla II.1; gráficos II.1 y II.2).

La proyección para el déficit de cuenta corriente de este y los próximos dos años no sufre mayores cambios respecto de septiembre. El escenario central continúa proyectando que este año se ubicará en 3,3% del PIB, para estar en torno a 4% en 2024 y 2025. Esto sigue contemplando la recomposición del equilibrio entre el ahorro y la inversión, apoyada por la recuperación que ha mostrado el ahorro privado (tabla II.1 y gráfico II.3).

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

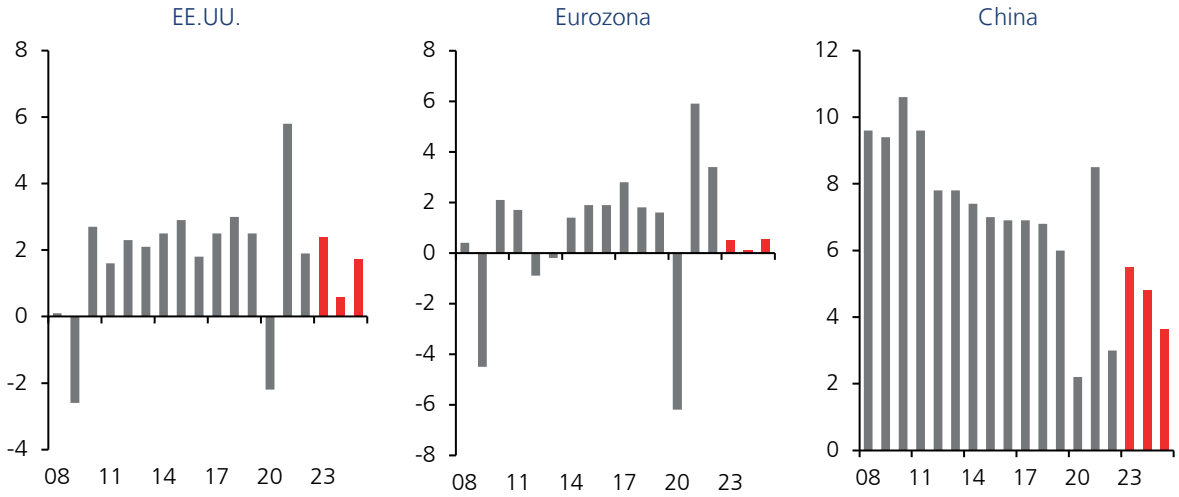


(*) El componente de ahorro de gobierno considera como dato efectivo hasta 2022 el balance del gobierno general, para 2023 hasta 2025 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario central contempla una trayectoria del gasto público coherente con el presupuesto aprobado para 2024 y el último Informe de Finanzas Públicas (IFP)**.** De este modo, el gasto público aumentará 2,2% real anual este año, para luego crecer en torno a 3,5% real anual en 2024. Por su parte, este año el balance estructural tendrá una posición más deficitaria que lo contemplado previamente (-2,6% versus -2,1% en el IFP anterior), aunque se espera que se reduzca en 2024 y 2025 (hasta -1,9 y -1,1% del PIB, respectivamente).

El impulso externo que recibirá la economía chilena será mayor que lo previsto en septiembre, pues se espera un mayor crecimiento de los socios comerciales en el corto plazo, en particular de EE.UU. y China. En el primer caso, considera los mejores datos efectivos y la fortaleza que ha mostrado el consumo, en medio de un mercado laboral que se ha ido ajustando, aunque continúa estrecho. En China, se fundamenta en las medidas fiscales anunciadas hace algunas semanas, las que entregarán un mayor impulso a la economía. De todos modos, sus tasas de crecimiento seguirán por debajo de sus promedios históricos y aún existen riesgos en su economía (Capítulo I)[1]/. Este escenario favorecerá la demanda externa que enfrentarán distintos rubros a nivel local. Con todo, los socios comerciales crecerán en promedio 3,0% entre 2023 y 2024 (2,7% en septiembre). Para 2025, en cambio, se espera una expansión menor que la prevista en septiembre (2,5% versus 2,9% en septiembre) (gráfico II.4 y tabla II.2).

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



(*) Barras rojas corresponden a la proyecciones del escenario central de este IPoM.
Fuente: Banco Central de Chile.

A lo anterior se suma la revisión al alza de los términos de intercambio proyectados para 2024 y 2025, justificada principalmente por las mejores perspectivas para el precio del cobre (gráfico II.5 y tabla II.3). La mejor proyección de corto plazo para China y la mayor demanda que enfrentará el cobre debido a la transición energética son los principales factores tras esta revisión. Así, se espera que se mantenga en torno a US$3,80 la libra durante los próximos dos años. Para el petróleo y los alimentos, la proyección de precios no sufre mayores cambios y se sigue contemplando que disminuirán dentro del horizonte de proyección. Con ello, se espera que el precio del barril de petróleo (promedio Brent-WTI) promedie US$80 en 2023 para pasar a US$72 en 2025.

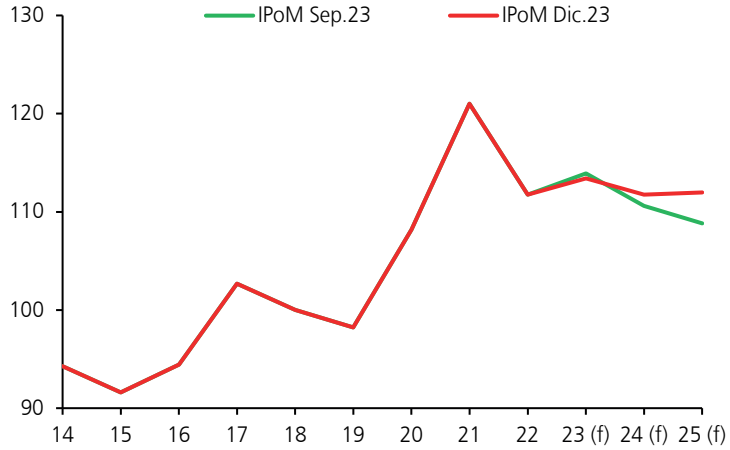
[1]/ Para más detalles sobre la situación que enfrenta el sector inmobiliario en China, ver Sector inmobiliario en China - Banco Central de Chile (bcentral.cl)

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

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

(*) Para sus definiciones, ver Glosario. (f) Proyección. (e) Estimación.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

GRÁFICO II.5 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

Las condiciones financieras externas han tenido un comportamiento más favorable en las últimas semanas y han vuelto a niveles similares a los de comienzos de año. Sus perspectivas también han mejorado tras los anuncios recientes (tabla II.3 y gráfico II.6). Esta mejora ha sido más notoria tras las dos últimas reuniones de la Reserva Federal, principalmente la de diciembre, de la que surgieron expectativas de un recorte adicional de su tasa rectora durante 2024, lo que ha reducido las perspectivas del mercado sobre su

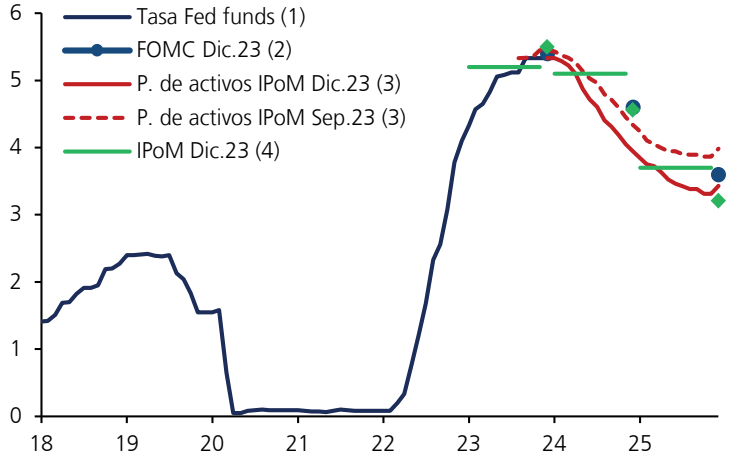
trayectoria futura. Esto ha reducido la aversión al riesgo, lo que ha favorecido el retroceso que habían comenzado a mostrar las tasas de interés de largo plazo a nivel global, las cuales han retornado a niveles similares a los de principios de año. La menor aversión al riesgo también ha impulsado la depreciación del dólar respecto del resto de las monedas y el repunte de los mercados bursátiles a nivel global. De todos modos, aún permanecen riesgos asociados a los cuestionamientos en materia fiscal en EE.UU., el aumento de los conflictos geopolíticos, las dudas sobre el equilibrio ahorro-inversión de largo plazo y las mayores tasas neutrales externas.

TABLA II.3 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-20	2021	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
			(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	1,8	11,9	-7,7	1,5	-1,5	0,2
Precios externos (en US$)	0,5	9,3	4,4	-0,4	0,8	5,8
				(nivel)		
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	304	423	400	385	380	380
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	69	68	94	78	73	70
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	76	70	100	83	77	75
Precio paridad de la gasolina (US$/m3) (*)	585	579	850	722	604	578
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,3	1,9	5,2	5,1	3,7

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

GRÁFICO II.6 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED *FUNDS*
(puntos porcentuales)

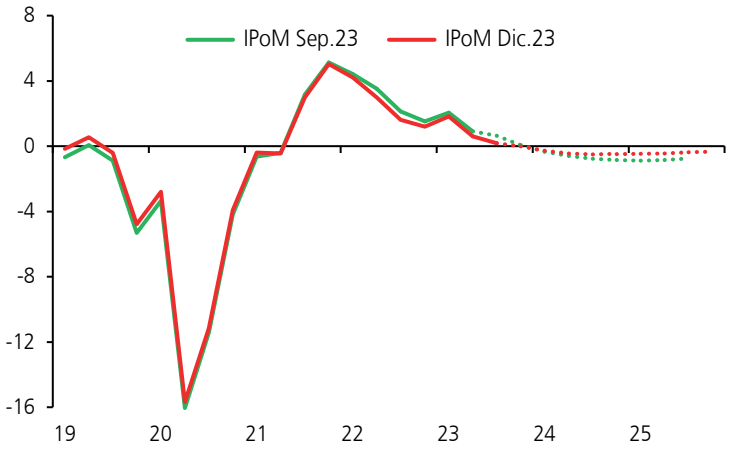


(1) Tasa Fed *funds* efectiva. Considera información hasta diciembre 2023.
(2) Proyección del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en su respectiva reunión.
(3) Consideran las fechas de los cierres estadísticos de cada IPoM.
(4) Línea contínua corresponde al promedio anual para la tasa Fed funds en 2023, 2024 y 2025, según escenario central de este IPoM (considerando rango superior). Rombos corresponden al promedio de la Tasa Fed *funds* del cuarto trimestre de 2023, 2024, 2025.
Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

La brecha de actividad se encuentra en torno a cero y se estima que permanezca cerca de ese nivel durante todo el horizonte de proyección (gráfico II.7). Hacia adelante, el mayor impulso externo y las mejores perspectivas para el PIB no minero en los próximos trimestres apuntan a que la brecha se ubicará más cerca de ese valor durante el horizonte de proyección, aunque seguirá siendo negativa. Esto también considera la habitual reestimación del crecimiento potencial, que se asume en 2,4% para 2023 y 2,3% en los años siguientes (2024-2025)[2]/.

GRÁFICO II.7 BRECHA DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)



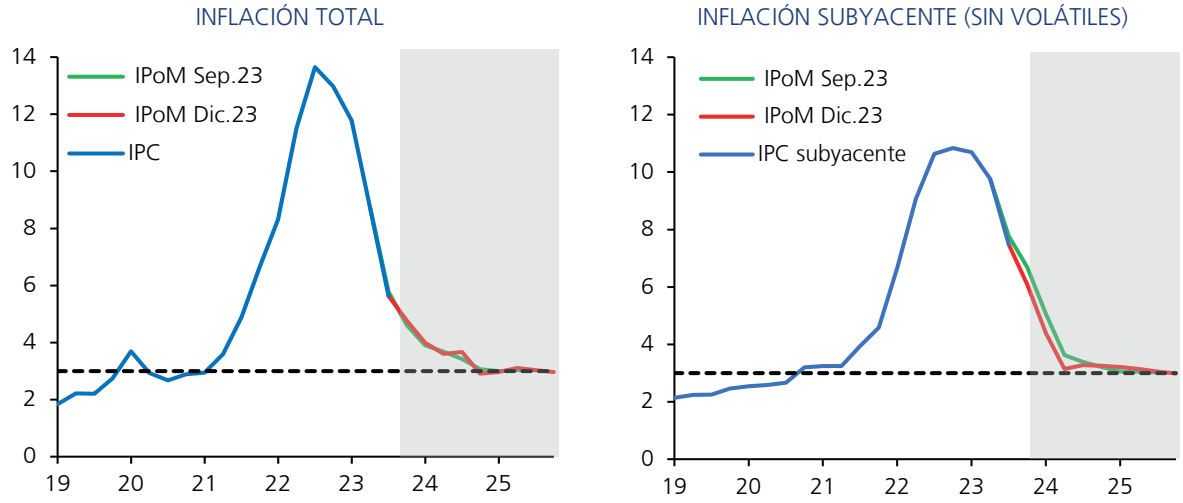
(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.
(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2023 (tendencial).
Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario central, se sigue considerando que la inflación total convergerá a la meta en la segunda mitad de 2024. La medida subyacente se acercará a 3% más rápido que lo proyectado en septiembre, en el primer semestre del próximo año (gráfico II.8 y tabla II.4). Lo anterior responde principalmente a la evolución efectiva de los precios de los bienes incluidos en el IPC subyacente, cuya inflación anual ha tenido un descenso más rápido que el previsto en septiembre (Capítulo I). Esto, en un contexto donde el traspaso de costos a precios de venta se ha visto limitado por el bajo dinamismo del consumo, acorde con la información que provee el Informe de Percepciones de Negocios de noviembre 2023. En este sentido, la proyección supone un traspaso acotado de la depreciación cambiaria de los últimos meses, con una trayectoria de tipo de cambio real (TCR) que se mantendrá en torno a los niveles actuales en los próximos dos años.

La inflación volátil tendrá una disminución más lenta que lo proyectado en septiembre. Esto considera datos efectivos por sobre lo previsto en alimentos, energía y otros ítems volátiles (Capítulo I). Se suman la depreciación del tipo de cambio de los últimos meses y una caída más lenta que la prevista para los precios de los combustibles y de otros ítems volátiles.

[2]/ El concepto de PIB potencial se refiere al nivel del PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. Para más detalles, ver (Bauducco *et al.* 2023).

GRÁFICO II.8 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre de 2023, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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

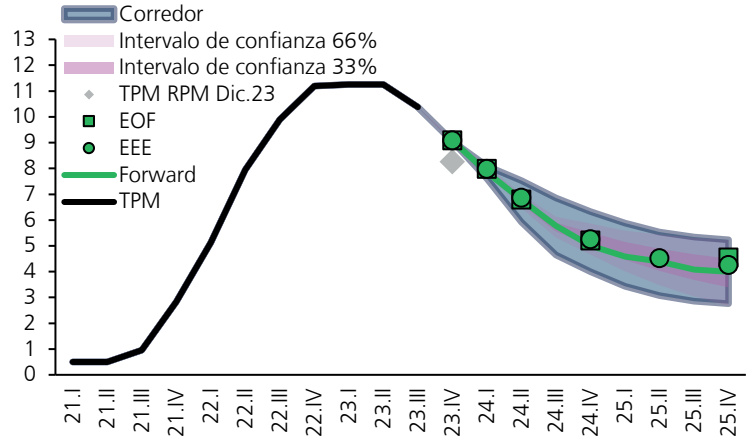
	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
IPC promedio	11,6	7,6	3,5	3,0
IPC diciembre	12,8	4,5	2,9	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	9,3	8,5	3,5	3,1
IPC subyacente diciembre	10,7	5,8	3,2	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

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

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ESCENARIO CENTRAL, SENSIBILIDADES Y RIESGOS

La TPM acumula una baja de 300pb desde julio y se ubica en 8,25%. El Consejo considera que, en línea con el escenario central de este IPoM, la convergencia de la inflación a la meta requerirá nuevos recortes de la TPM. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación. El Consejo reafirma su compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran.

GRÁFICO II.9 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 diciembre y EOF pre RPM de diciembre y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 13 de diciembre. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes.
Fuente: Banco Central de Chile.

Como es habitual, los bordes del corredor de TPM reflejan escenarios de sensibilidad en los cuales la velocidad del proceso de convergencia inflacionaria da paso a ajustes de la tasa de interés distintos de los contemplados en el escenario central (gráfico II.9).

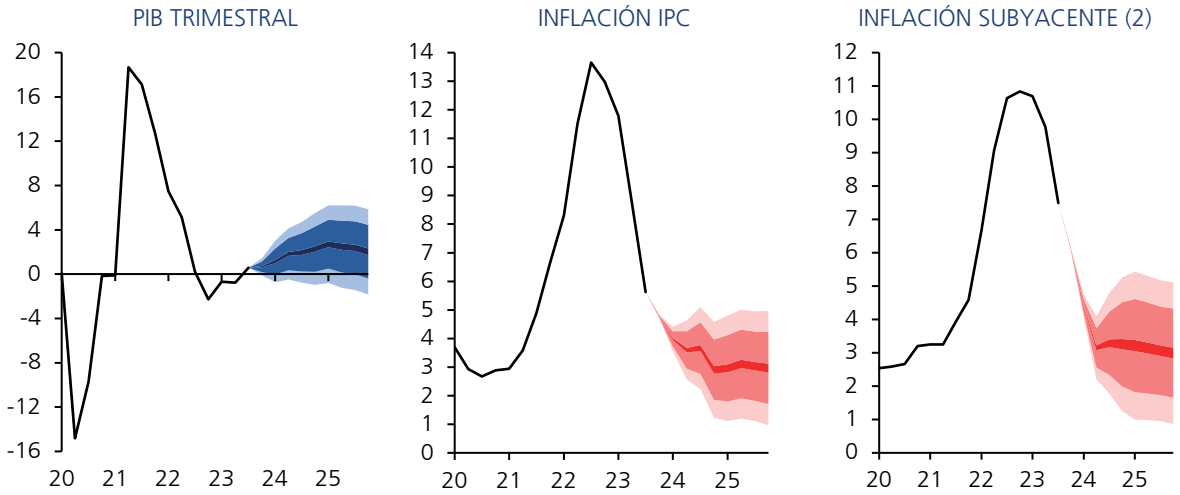
El borde superior del corredor está definido por escenarios de sensibilidad en los que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% toma más tiempo en completarse. Tal sería el caso si la economía chilena recibiera un impulso externo mayor que el previsto como, por ejemplo, porque la resiliencia de EE.UU. se prolongara y aumentara el dinamismo de la economía mundial. Esto tendría efectos positivos en el nivel de actividad local. Por un lado, por una mayor demanda externa y mejoras en los precios de distintas materias primas, incluyendo el cobre, pero además a través del canal de expectativas, que podrían volverse más optimistas e incentivar el gasto interno. Las consecuencias inflacionarias de este escenario podrían llevar a recortes de la TPM más paulatinos que los descritos en el escenario central.

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

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan situaciones en las que los cambios en la economía son más significativos y requerirían de una respuesta de la política monetaria que sobrepasaría los límites del corredor para la TPM (gráficos II.9 y II.10).

El Consejo considera que, al igual que en los últimos IPoM, los principales riesgos continúan ligados a la evolución del escenario externo. Entre ellos se encuentran la fragilidad del sector inmobiliario en China, las dudas en torno a la situación fiscal en EE.UU. y un entorno geopolítico más complejo y con nuevos conflictos bélicos. De concretarse alguno de estos riesgos, sus implicancias para la política monetaria dependerán de cómo la combinación y magnitud de dichos escenarios afecten las perspectivas de convergencia inflacionaria de mediano plazo.

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



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

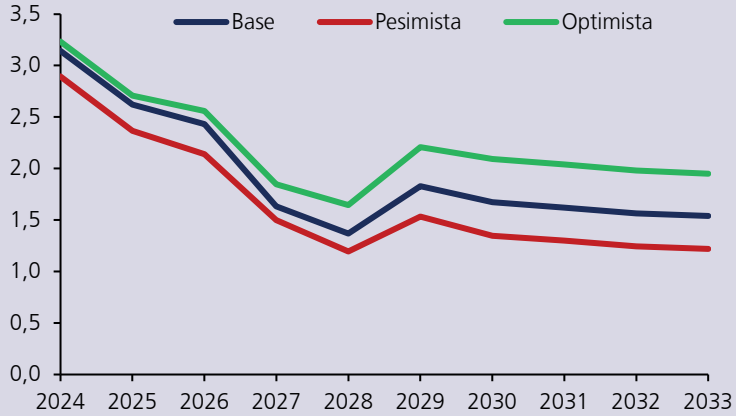
RECUADRO II.1:

PIB tendencial

El crecimiento tendencial es una variable que se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano y largo plazo de la economía [1]/. La estimación actual no muestra mayores diferencias respecto de la realizada en diciembre de 2022. Así, se estima una trayectoria descendente del crecimiento tendencial del PIB no minero para los próximos años y un promedio de expansión de 1,9% en el período 2024-2033 (gráfico II.11). Este último valor es 0,3 puntos porcentuales (pp) menor a lo estimado para el período 2023-2032, lo que refleja principalmente el transcurso de un año para el cálculo del promedio relevante en un contexto en el cual el crecimiento tendencial no minero decae en el tiempo por la paulatina menor incidencia de la recuperación de la participación laboral a niveles pre-pandemia [2]/.

La estimación considera dos escenarios alternativos que arrojan trayectorias igualmente descendentes para el crecimiento tendencial no minero. La optimista (pesimista) considera una convergencia más (menos) favorable de variables como horas trabajadas y tasas de participación a niveles OCDE.

GRÁFICO II.11 TRAYECTORIA DE CRECIMIENTO TENDENCIAL DEL PIB NO MINERO
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Como es usual, la estimación del crecimiento tendencial separa el PIB entre sectores minero y no minero. Para el no minero, la metodología se basa en una función de producción tipo Cobb-Douglas, en la que el crecimiento tendencial puede ser descompuesto de la siguiente manera:

$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha\, \Delta L + (1-\alpha)\, \Delta K$$

[1]/ El concepto del PIB tendencial se diferencia del PIB potencial, pues el segundo se refiere al nivel del PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. Dado que el PIB tendencial se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía, en el largo plazo ambas medidas convergen al mismo número. Sin embargo, en el corto plazo, elementos transitorios que alteran la capacidad productiva, como shocks temporales a la productividad y limitaciones al uso de factores, pueden generar diferencias entre ambas mediciones. De ahí la importancia de analizarlos por separado (para más detalles, ver capítulo 1, en Banco Central de Chile, 2017).

[2]/ Ver Bauducco et al. (2023).

Donde ΔY es el crecimiento del PIB tendencial, ΔPTF es el crecimiento de tendencia de la productividad total de factores, α es la participación del trabajo en el PIB (que se supone es igual a 0,5, como en ejercicios anteriores), ΔL es el crecimiento tendencial del factor trabajo —fuerza laboral por horas trabajadas por un índice de capital humano— y ΔK es el crecimiento del capital.

En este ejercicio, la contribución del factor trabajo al crecimiento del PIB no minero en el decenio 2024-2033 es 0,5pp (tabla II.5). En términos relativos, la contribución del trabajo es menor que la estimada en 2022 para el decenio 2023-2032. Esto se debe principalmente a la menor incidencia de la recuperación de la participación laboral a niveles pre-pandemia en los próximos años y a la reducción algo más rápida de las horas trabajadas en los siguientes cinco años. Por otro lado, la contribución del stock de capital al crecimiento tendencial es relativamente mayor que la estimada previamente. El crecimiento estimado de la PTF se mantiene en 0,35%.

TABLA II.5 PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO TENDENCIAL (*)
(porcentaje)

	Crecimiento tendencial			Contribución al crecimiento del PIB no minero		
	PIB no minero	PIB Minero	PIB Total	Capital	Trabajo	PTF
2024 - 2033	1,9	1,5	1,9	1,1	0,5	0,35

(*) Minería representa 12% del PIB total.
Fuente: Banco Central de Chile.

Para obtener el crecimiento tendencial del PIB total se añade una proyección de crecimiento para el sector minero, que, al igual que en el ejercicio anterior, se estima será 1,5% por año en el decenio 2024-2033 [3]/. Con este supuesto, el crecimiento tendencial del PIB total es 1,9% en el período 2024-2033.

Finalmente, para efectos del cálculo de las proyecciones de mediano plazo de este IPoM, se utiliza el crecimiento promedio del PIB tendencial no minero del quinquenio 2024-2028, que corresponde a 2,3%. Este horizonte temporal es el adecuado para alimentar las proyecciones de mediano plazo, dado que horizontes más largos corresponden a una economía cuyos factores productivos se proyectan significativamente diferentes a los relevantes para el horizonte de proyección de mediano plazo.

[3]/ El escenario de crecimiento tendencial presentado en este recuadro no considera cambios estructurales materiales en el entorno global que podría enfrentar Chile durante los próximos años. En particular, no se contemplan potenciales efectos de la transición hacia energías verdes que pudieran afectar el crecimiento del sector minero, por ser aún incierto su efecto. Ver Bauducco et al. (2022) para detalles sobre esta estimación.

RECUADRO II.2:

Tasa de Política Monetaria Neutral

La TPM neutral —TPMN— es un concepto clave para la conducción de la política monetaria. Se define como el valor al cual se espera converja la TPM una vez que los efectos de corto plazo de los shocks se hayan disipado, coherente con un PIB en su senda de equilibrio tendencial y una inflación en la meta. La tasa estimada corresponde al valor de tendencia de una tasa real de corto plazo libre de riesgo, no incorporando de esta forma cambios que pudieran tener las tendencias de las primas por riesgo o por plazo.

En esta actualización la TPMN se revisa al alza en 25 puntos base respecto de lo estimado en diciembre de 2022, ubicándose en torno a 1%, con un rango entre 0,5 y 1,5% en términos reales (tabla II.6). Esta actualización extiende la muestra hasta el tercer trimestre de 2023 y suma nuevas metodologías [1]/. Esto último permite una estimación más robusta de la TPMN, en un contexto de elevada incertidumbre global respecto de la evolución futura de sus determinantes. En términos nominales, y dada la meta de inflación de 3%, la mediana de las estimaciones está en torno a 4%, valor que es escogido por el Consejo como el nuevo nivel de tasa neutral nominal.

TABLA II.6 ESTIMACIONES DE LA TASA REAL NEUTRAL
(porcentaje)

Método	TPMN Real
1. Tendencia estocástica – BCP10	1,0
2. Tendencia estocástica – Convenience Yield	0,9
3. Corrección por premios por plazo	0,6
4. Regla de Taylor	1,2
5. Regla de Taylor – Expectativas	0,6
6. Paridad de tasas (DOTS)	1,5
7. Paridad de tasas (Modelos EE.UU.)	2,3
8. Modelo de consumo con hábitos	0,0
9. Modelo de tendencia estocástica común	1,1
10. Modelo en forma reducida (DOTS)	1,1
11. Modelo en forma reducida (Modelos EE.UU.)	1,4
Mediana	**1,1**
Rango (*)	**0,6 – 1,5**

(*) Excluye las estimaciones más bajas (0,0) y más altas (2,3).
Fuente: Arias et al. (2023).

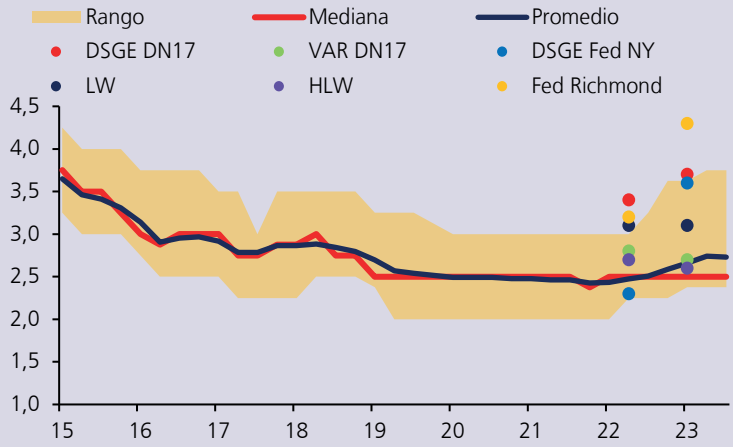
Esta tasa de referencia se ve afectada por movimientos de baja frecuencia en diversos factores. Por ejemplo, caídas en la tasa de crecimiento de la productividad o de la población, o aumentos en la preferencia por activos seguros y líquidos, tienden a producir caídas en la TPMN. Por otra parte, una mayor oferta de activos libres de riesgo —por ejemplo, ante un mayor endeudamiento público— o una menor demanda por ahorro a largo plazo tienden a reducir el precio de los activos, subiendo su rendimiento, lo que tendería a aumentar la TPMN. Finalmente, cambios en la productividad y en la demografía de otros países pueden afectar la TPMN local en un contexto de mercados financieros integrados.

En esta actualización se aplicó una batería de modelos que capturan estos factores.

[1]/ Ver Arias et al. (2023).

La revisión al alza de la tasa neutral local y su rango más amplio se debe principalmente a las mayores tasas neutrales externas (gráfico II.12). En efecto, las metodologías que incorporan explícitamente estos antecedentes externos —paridad de tasas y modelo en forma reducida— entregan TPMN más altas, mientras que otras metodologías informadas con tasas locales entregan estimaciones más bajas, entre 0,6% y 1,2% (Modelos de tendencia estocástica, Reglas de Taylor y Corrección por premios por plazo). Entre otros factores, compensa parcialmente el menor crecimiento tendencial (Arias *et al.*, 2023) [2]/.

GRÁFICO II.12 NIVEL DE LARGO PLAZO DE FFR (*)
(porcentaje)



(*) El rango de tasas de fondos federales de largo plazo se construye empleando el mínimo y máximo reportado en los DOTS FOMC. Los puntos apilados en forma vertical indican estimaciones de la tasa neutral real para EE. UU. a partir de distintos modelos disponibles más meta de inflación de 2% de la Reserva Federal.
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg. Para modelos de Estados Unidos se empleó información de Del Negro et al. (2017), Fed Nueva York, Laubach y Williams (2003), Holston, Laubach y Williams (2023) y Fed Richmond.

[2]/ Asimismo, cambios en la TPMN se deben a múltiples factores locales y globales y no necesariamente reflejan cambios en la misma dirección o magnitud en otras tasas relevantes de la economía, como el retorno al capital (para más detalles, ver Fahri y Gourio (2018) y Reis (2022)).

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DICIEMBRE 2023