

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE 2024



ZORZAL
Región de Coquimbo



Informe de Política Monetaria

Diciembre 2024

Política Monetaria del Banco Central de Chile

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

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

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

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



Foto Portada: ZORZAL - Región de Coquimbo

Luis Oscar Herrera Barriga / Representante Legal

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

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

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	8
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	30
RECUADROS	
Recuadro I.1 Evolución de las tasas de interés de largo plazo	22
Recuadro I.2 Evolución reciente del consumo y sus determinantes	25
Recuadro II.1 Holguras en el mercado laboral	42

*/ El cierre estadístico fue el 11 de diciembre.



RESUMEN

La inflación se sitúa por sobre lo que se anticipaba hace unos meses. La variación anual del IPC se ubicó en 4,2% en noviembre y se espera que cierre el año en 4,8%, para luego fluctuar en torno a 5% durante el primer semestre de 2025. Esta mayor trayectoria inflacionaria en el corto plazo responde a una combinación de factores de costos. Por una parte, está la apreciación global del dólar —que ha elevado el tipo de cambio—, provocada por el aumento de la incertidumbre mundial. Por otro, está el alza los costos laborales locales. Estos *shocks* se han dado de forma simultánea, lo que ha contribuido al estrechamiento de los márgenes de operación de las empresas y lleva a un traspaso a precios finales superior a lo previsto anteriormente. A mediano plazo, las presiones de costos tenderán a ceder y la evolución de la inflación estará determinada por el comportamiento de la demanda interna, en particular por un menor desempeño del consumo de los hogares. Este se mantuvo más bien plano en el segundo y tercer trimestre de este año, en medio de un bajo dinamismo de la creación de empleo, la depreciación real del peso y expectativas que se mantienen pesimistas. La convergencia de la inflación a la meta no será muy distinta de lo estimado previamente, con perspectivas para la actividad que no tienen grandes cambios, pero con un consumo que crecerá menos que lo considerado en septiembre. El balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo, lo que releva la necesidad de cautela. Esto significa que el Consejo irá acumulando información respecto de la marcha de la economía para evaluar la oportunidad en que se reducirá la tasa de política monetaria (TPM) en los próximos trimestres.

A noviembre, la variación anual del IPC total y subyacente (sin volátiles) se ubicó en 4,2 y 4,0%, respectivamente. Estas cifras superaron lo previsto en el IPoM pasado, en especial en los componentes subyacentes tanto de bienes como de servicios. La dinámica inflacionaria reciente ha estado influida por el aumento conjunto de varios factores de costos, entre los que destacan la depreciación del peso, mayores costos laborales y aumentos de las tarifas eléctricas. Las expectativas de inflación de corto plazo han subido, mientras que a dos años plazo se ubican en torno a la meta de 3%.

La depreciación del peso respecto del IPoM anterior se origina principalmente en un fortalecimiento global del dólar, en medio de un escenario mundial más incierto. Los focos de incertidumbre se relacionan con las tensiones bélicas en curso, los temores en torno a la situación fiscal y de deuda soberana en el mundo y el impacto de una posible reconfiguración del comercio internacional. Ello se da en un contexto de dudas respecto de las políticas que adoptará el nuevo gobierno de Estados Unidos. Por su parte, la Reserva Federal inició el recorte de su tasa en septiembre, mitigando un riesgo que había sido importante hasta hace poco, aunque persiste la incertidumbre sobre la velocidad y el punto de llegada que tendrá dicho proceso. En este escenario, las tasas de interés de largo plazo permanecen altas a nivel global y se estima que este conjunto de elementos continuará influyendo en las condiciones de financiamiento internacionales (Recuadro I.1).



Los indicadores de salarios han mostrado tasas de expansión significativas, pese a la debilidad del panorama por el lado del empleo. El incremento de los salarios se explica por un conjunto de factores, como la recuperación de las remuneraciones reales tras la alta inflación de años previos y el reajuste del sueldo mínimo. Medido en términos reales, el aumento anual del Índice de Costos Laborales (INE) ha superado sus promedios históricos en los últimos meses. A su vez, indicadores obtenidos a partir de registros administrativos (AFC) dan cuenta de que la variación real anual de los salarios se ha mantenido elevada durante el último año. Esto ha tenido efectos directos en algunos ítems del IPC, al mismo tiempo que se suma a las presiones de costos ya mencionadas para las empresas.

Aunque la actividad del tercer trimestre se ubicó en línea con lo anticipado en el IPoM de septiembre, la demanda interna creció menos que lo previsto. Por sectores, destacaron los resultados favorables de la industria y la minería del cobre, frente al desempeño más bajo de los servicios financieros y empresariales, que se suma a la prolongada debilidad de la construcción. Información parcial del cuarto trimestre, en particular el Imacec de octubre, da cuenta de un aumento de la actividad. Este resultado incluye el impacto de elementos transitorios de oferta en algunos rubros, factores cuya recurrencia ha agregado volatilidad a las cifras a lo largo del año. Por su lado, el menor dinamismo del gasto se explica por un consumo privado más débil, el que tuvo como contrapartida un mayor consumo público. En paralelo, la economía se ha visto impulsada por la demanda externa, como refleja la evolución de las exportaciones de bienes y servicios.

El menor crecimiento del consumo privado ocurre en un contexto de bajo dinamismo de la creación de empleo. Los datos que reportan las encuestas y los registros administrativos muestran una caída o estancamiento en varias dimensiones, como en la ocupación formal (AFC y AFP), en el empleo de algunos sectores (INE) y también en grupos de menor nivel educacional (INE). A la lentitud de la creación de empleo contribuyen la baja inversión que se ha registrado desde hace varios trimestres en los sectores no mineros, la evolución de la actividad en los rubros más demandantes de empleo —como la construcción— y el alza de los costos salariales. La masa salarial real ha tendido a moderar su recuperación, incidiendo en el ingreso disponible para el consumo.

El desempeño de la formación bruta de capital fijo (FBCF) ha estado en línea con lo anticipado en septiembre. Este sigue marcado por un comportamiento dispar entre componentes y sectores. Maquinaria y equipos mantiene un mayor dinamismo frente al estancamiento de construcción y obras desde hace varios trimestres. Por rubros, la dinámica de la inversión en la minería vuelve a contrastar con el rezago de otros sectores.

El crédito se mantiene débil, dando cuenta de una demanda por financiamiento aún acotada, en un contexto donde las tasas de colocación de corto plazo continúan reflejando los recortes de la TPM. Desde sus máximos recientes, estas han retrocedido alrededor de 550 y 750 puntos base (pb) en las carteras de consumo y comercial, respectivamente. Las tasas de interés de largo plazo (BTP10) estaban en niveles cerca de 10pb menores al cierre estadístico de este IPoM respecto del de septiembre.

Proyecciones

En el corto plazo, el principal ajuste del escenario central de este IPoM es la incorporación de mayores presiones de costos. La proyección también considera un mayor traspaso de los costos a precios en los próximos meses respecto de estimaciones previas, dada la simultaneidad con que han ocurrido los distintos *shocks* de costos y la mayor estrechez de los márgenes de operación de las empresas. La inflación subyacente lidera las revisiones, con una inflación promedio que en 2025 será 0,5 puntos porcentuales mayor a lo previsto en septiembre. Para la inflación total, ello es compensado parcialmente por correcciones a la baja en algunos precios externos, en particular de los combustibles.



Hacia el mediano plazo, las presiones inflacionarias estarán dominadas por perspectivas más débiles para la demanda interna y presiones de costos que irán cediendo, entre ellas la reducción gradual del tipo de cambio real (TCR). Ello, aun cuando la disminución de la carga financiera de las personas y de las tasas de interés de corto plazo apoyarán la recuperación del consumo en lo venidero (Recuadro I.2).

En el escenario central, la inflación anual subirá en los próximos meses, fluctuando en torno a 5% durante el primer semestre de 2025. Luego comenzará a reducirse, cerrando ese año en 3,6% y convergiendo a 3% en los primeros meses de 2026.

Las proyecciones para la FBCF igualmente disminuyen, a la vez que ratifican diferencias entre sectores. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital continúa anticipando un mayor dinamismo de la inversión minera en 2025 respecto de otros rubros, divergencia que también reporta el Informe de Percepciones de Negocios y se confirma en las fuentes de información tributaria de alta frecuencia. El principal factor tras el ajuste de la proyección es el estrechamiento de las condiciones financieras externas —en el marco de la alta incertidumbre internacional—, vía una mayor persistencia de las tasas de interés de largo plazo en niveles elevados y una depreciación del peso.

Los rangos de crecimiento del PIB previstos para 2025 y 2026 se mantienen en 1,5-2,5%. Esto incorpora un gasto público más elevado y un mayor empuje del sector externo que se compensan por el menor impulso previsto para el gasto de hogares y empresas. Esto último también incide en la estimación de 2,3% de crecimiento para este año, en la parte baja del rango señalado en septiembre (2,25-2,75%).

Respecto de lo considerado en septiembre, se estiman valores algo más negativos de la brecha de actividad hasta fines de 2025, los que contribuirán a mitigar las presiones inflacionarias. Luego, la brecha retornará a sus niveles de equilibrio en la medida en que la economía se mantenga creciendo en torno a su tendencia, la demanda se recupere y continúen los recortes a la TPM. La evaluación respecto del nivel de la brecha de actividad es coherente con una brecha del mercado laboral que se estima acotada (Recuadro II.1).

Las proyecciones incluyen una expansión real del gasto público coherente con la contenida en la Ley de Presupuestos recientemente aprobada. Como supuesto de trabajo, se sigue contemplando que el proceso de consolidación de las finanzas públicas continuará en marcha. Con todo, los próximos años ofrecen una situación desafiante para el cumplimiento de la regla fiscal.

Las estimaciones para el déficit de la cuenta corriente durante el próximo bienio se reducen levemente. Esto considera un mayor dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios asociado a la depreciación del peso, incluido el consumo derivado del turismo y mayores volúmenes enviados. Las importaciones también tendrán una expansión menor dada la evolución de la demanda interna.

En cuanto a la actividad mundial, la proyección reitera un crecimiento de los socios comerciales cercano a 3% para el período 2025-2026. La estimación reconoce la mayor probabilidad de una desaceleración más moderada que lo anticipado previamente para Estados Unidos, cuyos últimos datos han sorprendido de manera positiva. Asimismo, las perspectivas siguen mostrando un menor crecimiento de China durante los próximos dos años. En este contexto, el precio promedio del cobre se irá acercando hacia valores en torno a US\$4,3 a lo largo del horizonte de proyección.



Política monetaria

El panorama inflacionario de corto plazo se ha tornado más desafiante producto de mayores presiones de costos. En el escenario central de proyección de este IPoM, estas harán fluctuar la inflación en torno a 5% durante el primer semestre de 2025. Con todo, en el mediano plazo, la mayor debilidad de la demanda interna mitigaría las presiones inflacionarias. De este modo, de concretarse los supuestos del escenario central, la TPM seguirá una trayectoria decreciente en el horizonte de política.

El balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo, lo que releva la necesidad de cautela. Esto significa que el Consejo irá acumulando información respecto de la marcha de la economía para evaluar la oportunidad en que se reducirá la TPM en los próximos trimestres.

En este IPoM, el escenario de sensibilidad que define el borde superior del corredor de la TPM está asociado a un mayor impacto de las presiones de costos. Una intensificación de estas y/o un traspaso más alto a precios finales podría provocar escenarios de inflación más elevada, lo que también incrementaría los efectos de segunda vuelta y la posibilidad de observar una persistencia más alta. Los riesgos de corto plazo en torno a estos escenarios son mayores, considerando la incertidumbre global y los niveles que alcanzará la inflación en el escenario central de proyecciones. De concretarse un panorama como este se requeriría una estrategia de política monetaria más contractiva que la del escenario central.

El límite inferior se relaciona con los efectos de la mayor incertidumbre y debilidad del escenario internacional en la evolución del gasto interno. Un empeoramiento más marcado de las condiciones de financiamiento globales, asociado a una agudización de los focos de incertidumbre vigentes, restaría aun más impulso al gasto de los agentes, especialmente en la inversión. Podría sumarse un escenario en que el deterioro del empleo fuera mayor que lo previsto. Ello provocaría holguras de capacidad discordantes con la convergencia de la inflación a la meta de 3%, exigiendo reducciones más significativas de la TPM.

Los escenarios de riesgo se vinculan a la situación global, en particular del lado financiero, pero con consecuencias más severas que podrían llevar a movimientos de la TPM por fuera del corredor. Desenlaces más extremos en el ámbito del comercio, los conflictos bélicos en curso o la situación fiscal en varias economías no permiten descartar episodios más complejos de aversión al riesgo en los mercados financieros. Esto podría dar paso a escenarios de depreciación cambiaria más pronunciada y de mayor contracción de la actividad, considerando además que las tasas largas han mostrado un rol amortiguador más débil frente a la ocurrencia de *shocks* negativos, en particular en Estados Unidos (Recuadro I.1).



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

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

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles. (2) Cifras consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. (3) Para el IPoM de septiembre de 2024 corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2026, para el de diciembre de 2024 a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2026. (f) Proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA 2: ESCENARIO INTERNACIONAL

	2022	2023	2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)	
			IPoM Sep.24	IPoM Dic.24	IPoM Sep.24	IPoM Dic.24	IPoM Sep.24	IPoM Dic.24
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-6,8	2,4	0,5	0,9	-0,6	-0,5	0,5	1,0
PIB socios comerciales	3,0	3,4	3,0	3,2	2,9	2,9	2,9	2,8
PIB mundial PPC	3,6	3,5	3,2	3,3	3,0	3,0	3,1	3,0
PIB desarrolladas PPC	3,0	1,7	1,4	1,6	1,4	1,6	1,8	1,7
PIB emergentes PPC	3,9	4,6	4,2	4,4	4,0	3,9	3,9	3,8
			(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	400	385	415	415	425	420	430	430
Precio del petróleo, promedio	97	80	81	78	76	71	72	69
WTI-Brent (US\$/barril)								

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO
(variación anual, porcentaje)

	2022	2023	2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)	
			IPoM Sep.24	IPoM Dic.24	IPoM Sep.24	IPoM Dic.24	IPoM Sep.24	IPoM Dic.24
PIB	2,1	0,2	2,25 - 2,75	2,3	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
Demanda interna	2,3	-4,2	1,3	1,1	2,5	1,9	2,4	2,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	2,9	-3,2	1,3	0,9	2,5	2,2	2,2	2,3
Formación bruta de capital fijo	3,9	-1,1	-0,8	-1,3	5,1	3,6	2,5	2,2
Consumo total	2,6	-3,9	2,0	1,5	1,7	1,8	2,1	2,4
Consumo privado	1,6	-5,2	1,7	1,1	1,9	1,6	2,2	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	0,8	-0,3	6,1	5,6	3,2	3,8	2,2	2,8
Importaciones de bienes y servicios	1,5	-12,0	2,9	1,7	4,5	4,2	3,3	3,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-8,7	-3,6	-2,1	-2,4	-2,4	-2,3	-2,5	-2,3
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	16,9	19,4	20,0	20,4	19,7	19,7	19,7	20,0
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	25,3	23,8	23,1	23,6	23,1	23,1	23,0	23,6

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

En general, la actividad mundial ha estado en línea con lo previsto en el IPoM de septiembre, aunque con diferencias en su composición. Estados Unidos mostró un dinamismo mayor al esperado, mientras la economía china continuó desacelerándose de acuerdo con lo anticipado. La inflación global ha seguido disminuyendo y la política monetaria ha continuado su proceso de flexibilización en un grupo importante de países, destacando el inicio de los recortes de tasas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). No obstante, estos desarrollos se han dado en el marco de un escenario mundial con distintos focos de incertidumbre, entre los que destacan las tensiones bélicas vigentes, los temores en torno a la situación fiscal en el mundo y el impacto de una posible reconfiguración del comercio internacional. En el plano local, la inflación anual y subyacente se ubicó en 4,2 y 4,0% en noviembre, respectivamente. Estas cifras superaron las proyecciones del último IPoM, en especial los componentes subyacentes tanto de bienes como de servicios. La actividad del tercer trimestre estuvo en línea con lo previsto, impulsada principalmente por las exportaciones, lo que difiere de una recuperación más lenta de la demanda interna. En particular, resalta el menor dinamismo del consumo de los hogares, en un contexto de lenta creación de empleo, acorde con distintas fuentes de información. Ello contrasta con un mayor empuje del consumo de gobierno, mientras en la inversión persisten heterogeneidades sectoriales y por componentes. El desempeño del crédito bancario continúa débil, en especial su componente comercial. Esto, en un contexto en que las tasas de interés de colocaciones de más corto plazo siguen reflejando los recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM).

ESCENARIO INTERNACIONAL

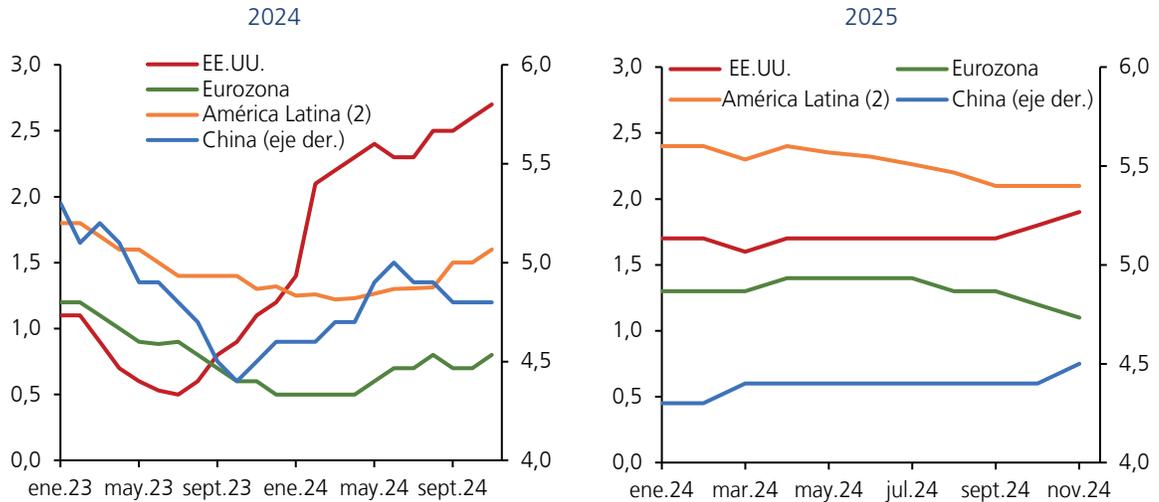
En Estados Unidos la actividad estuvo por sobre lo previsto en el último IPoM. Las expectativas de mercado han elevado el crecimiento para este y el próximo año (gráfico I.1). Más allá de cierta volatilidad en las cifras, el mercado laboral da cuenta de que las brechas se han ido cerrando, con una tasa de desempleo que se mantiene baja en perspectiva histórica. Respecto de los datos más recientes, en la actividad del tercer trimestre volvió a sobresalir el desempeño del consumo privado de bienes y servicios, junto con una reducción de la tasa de ahorro y un aumento del ingreso disponible real de los hogares. La inversión se desaceleró, debido a una nueva caída del componente residencial. En tanto, el gasto de gobierno se incrementó, destacando el aumento en defensa.

En China, pese a la mejora de algunas cifras en el margen, la economía sigue dando señales de debilidad. El crecimiento del tercer trimestre estuvo en línea con lo previsto en el IPoM de septiembre. En ese período, contrastó la desaceleración de la industria con el avance del sector de servicios. Algunos indicadores de corto plazo han mostrado cierto repunte en lo reciente, entre ellos las ventas y los indicadores de sentimiento del sector inmobiliario, posiblemente ligados a las medidas de impulso implementadas por las autoridades en los últimos meses. Sin embargo, varios de los anuncios no han logrado convencer del todo al mercado, que no ha modificado mayormente las expectativas de crecimiento para ese país (gráfico I.1).

Respecto de la actividad de otros socios comerciales, la Eurozona mantiene un desempeño acotado, mientras que América Latina creció por sobre lo esperado. Dentro del bloque europeo, se observa heterogeneidad entre países y sectores, aunque las perspectivas generales siguen débiles (gráfico I.1). Entre las principales economías, durante el tercer trimestre destacó el crecimiento de España frente al magro desempeño de Alemania. Por otro lado, las proyecciones del mercado para América Latina han mejorado para este año, lo que considera las sorpresas positivas en las cifras de varias economías. Resalta la sostenida mejora de la actividad en Brasil, favorecida por la expansión del consumo de los hogares, el impulso fiscal y el sector de servicios durante el tercer trimestre, en un contexto donde el mercado laboral muestra un alto dinamismo.



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

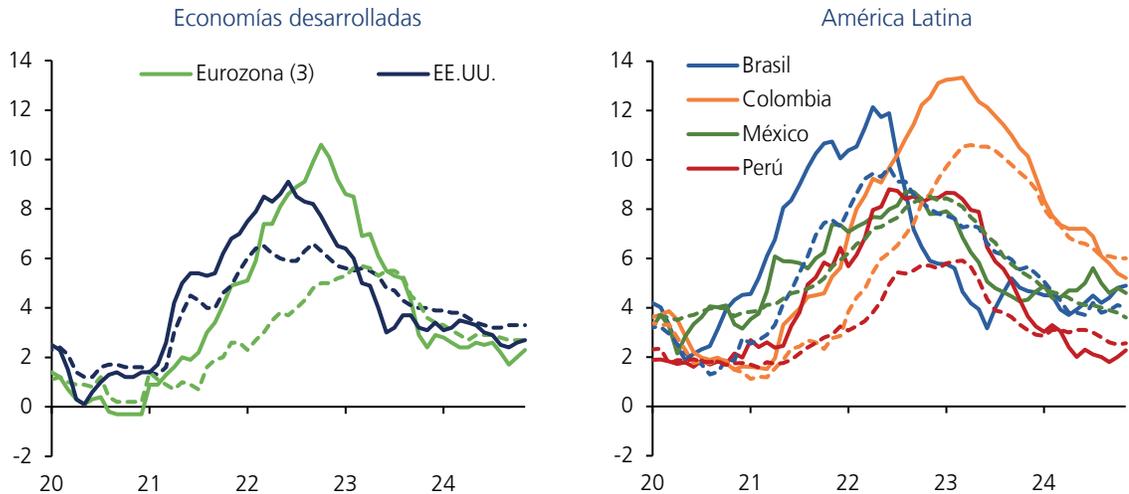


(1) La última información disponible al cierre de este IPoM corresponde al mes de noviembre de 2024. (2) Considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). Fuentes: Consensus Forecasts y FMI.

La inflación mundial ha continuado disminuyendo y la política monetaria ha seguido su proceso de flexibilización en un grupo importante de economías, destacando el inicio del ciclo de recortes de la Fed (gráficos I.2 y I.3). El descenso de la inflación global ha sido apoyado principalmente por los componentes de bienes y precios volátiles, mientras la inflación de servicios se ha mantenido elevada. En Estados Unidos, la Fed acumuló 75 puntos base (pb) de descenso en su tasa de referencia en las últimas dos reuniones. De todas formas, sus autoridades han enfatizado mensajes de mayor cautela para la conducción de la política monetaria. Las perspectivas del mercado para la trayectoria de la tasa Fed Funds se han vuelto menos expansivas, en un escenario en que la inflación había evolucionado algo por encima de lo previsto en el FOMC de septiembre, en que la probabilidad de ocurrencia de los escenarios más pesimistas sobre el mercado laboral ha disminuido y en que existe un importante grado de incertidumbre sobre los efectos inflacionarios de las eventuales políticas comerciales y económicas que adoptará el nuevo gobierno. En la Eurozona, tras una pausa en julio, el BCE retomó las bajas en los últimos meses. Los principales bancos centrales de América Latina igualmente han continuado reduciendo sus tasas de referencia. La excepción más relevante ha sido Brasil, cuya autoridad monetaria acumula un aumento de 175pb en sus últimas reuniones. En ese país, la inflación se ha acelerado y las expectativas se han desanclado de su valor meta, en un contexto de sólida actividad, mercado laboral estrecho y política fiscal expansiva.

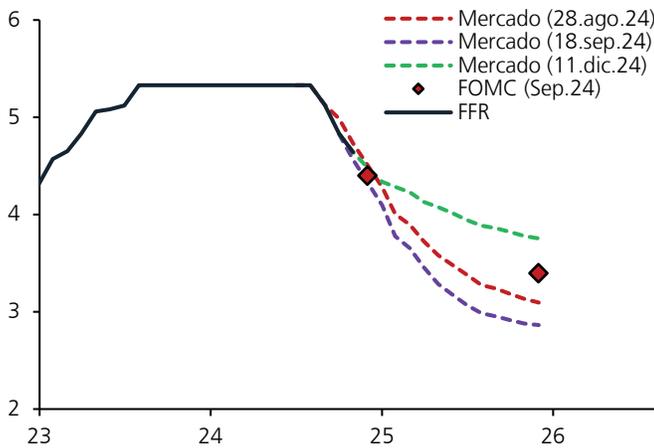


GRÁFICO I.2 INFLACIÓN MUNDIAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Líneas segmentadas corresponden a la inflación subyacente. (2) Medidas subyacentes excluyen alimentos y energía. (3) Para noviembre, considera la estimación preliminar.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.3 TASA FED FUNDS (*)
(porcentaje)



(*) Las proyecciones del FOMC corresponden al rango medio de la tasa Fed Funds presentado en septiembre 2024, las del mercado corresponden al rango medio de la tasa Fed Funds de los futuros a la fecha del cierre estadístico del IPoM de septiembre 2024 (28.ago.24), del FOMC de septiembre (18.sep.24) y al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2024 (11.dic.24).
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.



El panorama internacional ha estado marcado por elevados niveles de incertidumbre provenientes de distintos frentes. A grandes rasgos, estos se relacionan con las tensiones bélicas vigentes, los temores en torno a la situación fiscal y de deuda soberana en el mundo —agravada por una eventual alza del gasto en defensa en varios países— y el impacto de una posible reconfiguración del comercio internacional. Todo esto, en un escenario donde persiste la incertidumbre sobre las próximas acciones de la Fed.

En este contexto, las tasas de interés de largo plazo han subido en varias economías, destacando el caso de Estados Unidos. Más aún, los mercados financieros se mantienen altamente sensibles a distintas noticias (gráfico I.4). En la economía estadounidense las tasas largas retornaron a niveles similares a los de mediados de este año pero, a diferencia de lo ocurrido en ese entonces, los elementos de incertidumbre han tenido un rol importante en esta alza. A ello se agrega una mejora de las perspectivas de crecimiento, el incremento del apetito por riesgo derivado de los resultados de las elecciones y la incertidumbre sobre la tasa de llegada de la Fed (Recuadro I.1). En cuanto a otras variables, desde el último IPoM, las tasas de interés de corto plazo han evolucionado de forma heterogénea entre países y el dólar se ha apreciado respecto de la mayoría de las monedas. En tanto, los premios por riesgo y los mercados bursátiles han mostrado movimientos mixtos, destacando el aumento de la bolsa estadounidense.

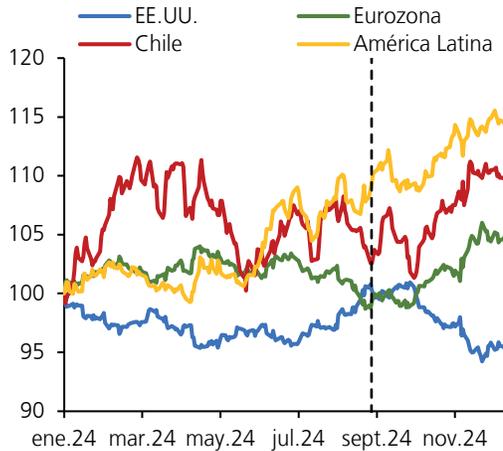
En general, el comportamiento del mercado financiero local se ha acoplado al de sus pares internacionales (gráfico I.4). Después de disminuir durante septiembre, las tasas de interés nominales de largo plazo registraron alzas durante octubre y noviembre, que se revirtieron parcialmente en las últimas semanas. Al cierre de este IPoM se encontraban algo por debajo del nivel del cierre del IPoM de septiembre. Por su parte, las tasas de corto plazo revirtieron la tendencia a la baja que mostraban en septiembre y, a dos años plazo, retornaron a un nivel cercano al cierre estadístico del último IPoM. El IPSA, aunque con fluctuaciones, acumula ganancias acotadas desde el IPoM de septiembre.

Los precios de las materias primas acumulan variaciones mixtas desde el último IPoM (gráfico I.5). El precio del petróleo ha mostrado mayor volatilidad, dado el comportamiento disímil de sus determinantes. Por una parte, están los efectos contrapuestos sobre la oferta derivados del impacto de los conflictos bélicos vigentes y algunas noticias favorables respecto de los suministros mundiales y, por otra, las perspectivas de una menor demanda global. Considerando el promedio de 10 días previos al cierre estadístico de este IPoM y el de septiembre, el valor del barril de petróleo (promedio WTI-Brent) había caído alrededor de 9%, ubicándose en torno a US\$71. El precio del cobre también ha fluctuado. La libra de cobre se situaba cercana a US\$4,1 al cierre estadístico de este Informe, nivel similar al cierre del IPoM anterior. Su evolución ha estado influida principalmente por las noticias provenientes de la economía china, un menor impulso asociado a la demanda para su uso en la transición energética y por el fortalecimiento del dólar. No obstante, las perspectivas de su precio de mediano plazo no han cambiado. Por su parte, los precios de los alimentos han subido, presionados principalmente por una menor oferta derivada del impacto de fenómenos climáticos. El índice de la FAO de noviembre acumuló un alza de 5,5% respecto de julio (último dato conocido al cierre del IPoM de septiembre), impulsado especialmente por el incremento significativo de los aceites vegetales.

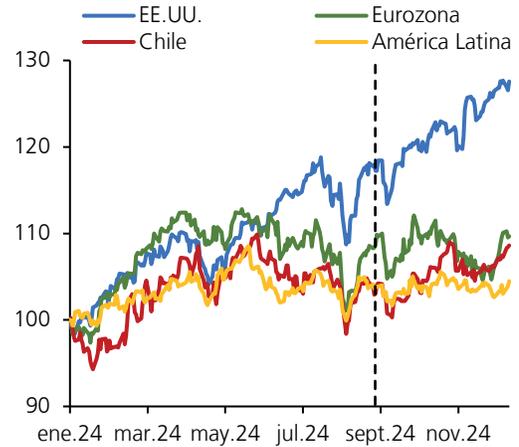


GRÁFICO I.4 CONDICIONES FINANCIERAS

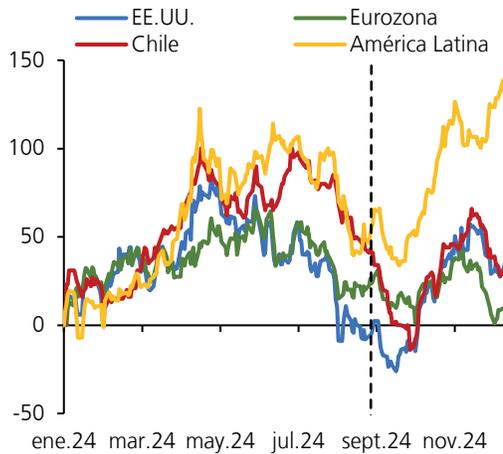
a) Monedas (1) (2) (3)
(índice 01.ene.24=100)



b) Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 01.ene.24=100)



c) Tasas de interés nominales de los bonos a 10 años (1) (2)
(diferencia respecto del 01.ene.24, puntos base)



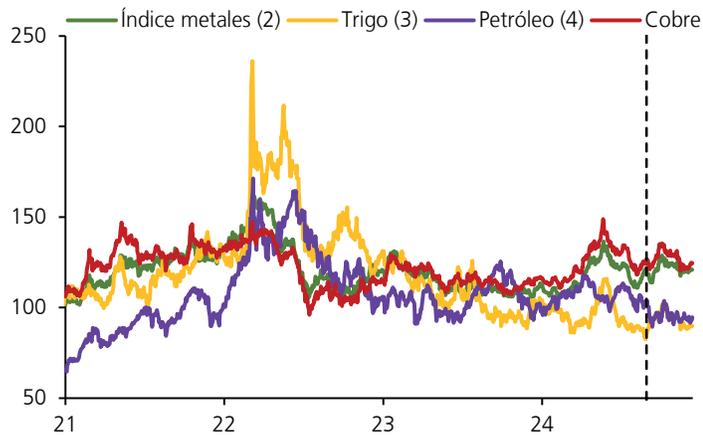
d) Índice de condiciones financieras GS (1) (4)
(desviaciones estándar)



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



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



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

ESCENARIO NACIONAL

En noviembre, la inflación anual se ubicó en 4,2% (4,4% en julio, último dato conocido al cierre del IPoM de septiembre). La inflación subyacente —IPC sin volátiles— alcanzó 4,0% (3,4% en julio) (gráfico I.6)^{1/}. La evolución de la parte subyacente estuvo influida principalmente por el aumento de la inflación de bienes, lo que también considera una incidencia algo mayor de los alimentos (gráfico I.7). La inflación de servicios ha dejado de caer en términos anuales, con un componente de administrados e indexados que se ha mantenido estable, en tanto el resto de los servicios ha tenido cierto repunte. En cuanto a los ítems volátiles del IPC, destacó el alza de la electricidad durante octubre, continuando con el proceso de ajuste tarifario. También resaltaron las marcadas fluctuaciones de los precios de algunos alimentos, como las carnes y las papas, y el descenso de otras verduras. Los precios de los combustibles cayeron en los últimos meses, impactados por la disminución de los valores del petróleo a nivel internacional. Por otro lado, los precios de los bienes y servicios volátiles aumentaron, en particular aquellos sensibles al tipo de cambio.

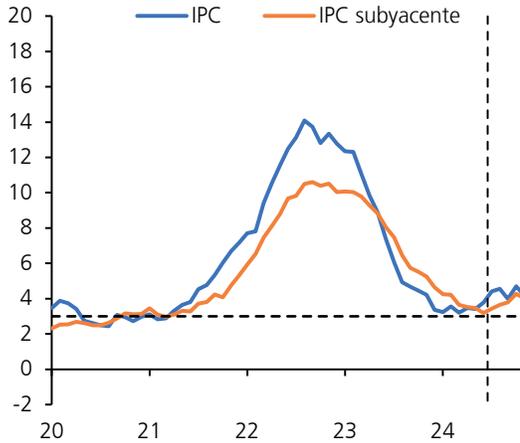
La inflación acumulada entre agosto y noviembre estuvo por sobre lo previsto en el IPoM de septiembre, diferencia que respondió principalmente al componente subyacente. Desde el último IPoM, la inflación de bienes —excluyendo alimentos— y de servicios subyacentes superó lo esperado y explican en partes similares la diferencia respecto de lo proyectado. Para los ítems volátiles, en el agregado, no hubo diferencias significativas.

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

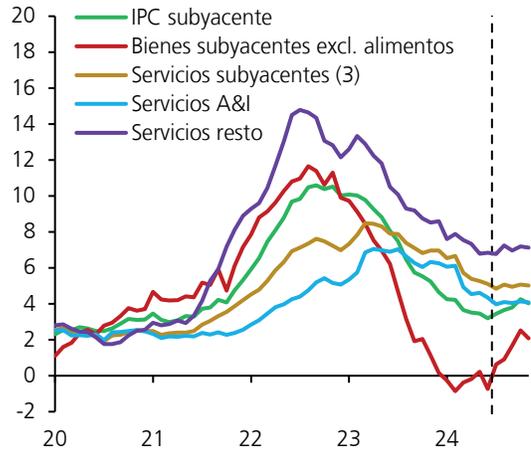


GRÁFICO I.6

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



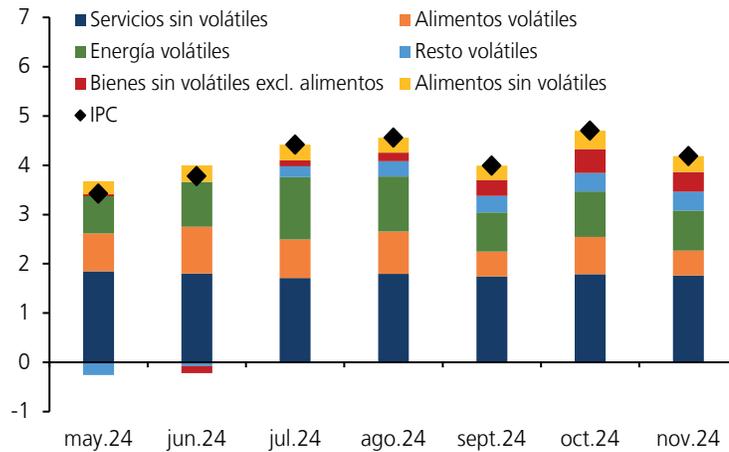
Inflación subyacente (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Series consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. (2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2024. (3) Considera la suma de Servicios administrados e indexados (A&I) y Servicios resto.

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

GRÁFICO I.7 CONTRIBUCIONES ANUALES AL IPC TOTAL (incidencias, puntos porcentuales)

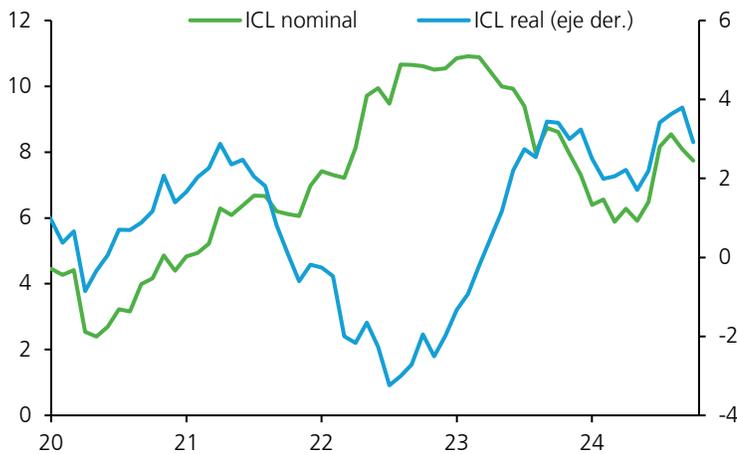


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



La dinámica inflacionaria reciente ha estado influida por el aumento conjunto de varios factores de costos. El tipo de cambio ha subido en los últimos meses, impactado por el fortalecimiento global del dólar, las dudas sobre la economía china y los vaivenes del precio del cobre, entre otros (gráfico I.4). Considerando el promedio de los 10 días previos al cierre de este IPoM y del anterior, el peso se ha depreciado cerca de 6% respecto del dólar y algo más de 2% en términos multilaterales. A esto se agrega un repunte de los costos laborales en el último tiempo, derivado de distintos cambios regulatorios, entre ellos el ajuste del sueldo mínimo (gráfico I.8). Todo ello, en un contexto en que las tarifas eléctricas han aumentado. Esta situación es refrendada en el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de noviembre](#), en donde los entrevistados resaltan las presiones de costos provenientes de estos frentes. Por otro lado, se añade el incremento de algunos precios internacionales, como los alimentos.

GRÁFICO I.8 ÍNDICE DE COSTOS LABORALES (*)
(variación anual, porcentaje)



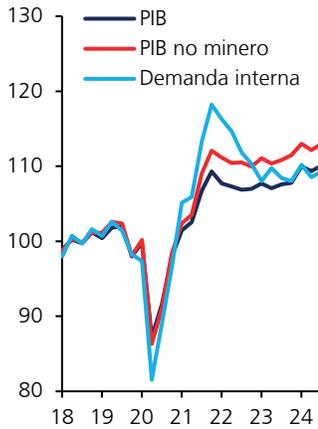
(*) Se utilizan las series originales empalmadas.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La actividad del tercer trimestre estuvo en línea con lo previsto, impulsada principalmente por el sector externo (gráfico I.9). En este período, las series desestacionalizadas del PIB total y no minero aumentaron 0,7% comparadas con el trimestre previo (t/t) (2,3 y 2,0% anual, respectivamente), lo que en gran parte estuvo determinado por el buen desempeño de las exportaciones. En los rubros no mineros, destacó el mejor resultado de la industria, en particular de la producción de alimentos —favorecida por una mayor disponibilidad de insumos pesqueros—, mientras que los servicios empresariales cayeron. Por su parte, la minería del cobre tuvo un avance importante. Datos preliminares del cuarto trimestre reiteran la volatilidad que han mostrado las cifras a lo largo del año, asociada en su mayor parte a la influencia de factores de oferta (gráfico I.9). El Imacec desestacionalizado de octubre creció 0,4% mensual, con caídas en la minería y en el sector industrial, junto con un repunte de los servicios, particularmente los empresariales.

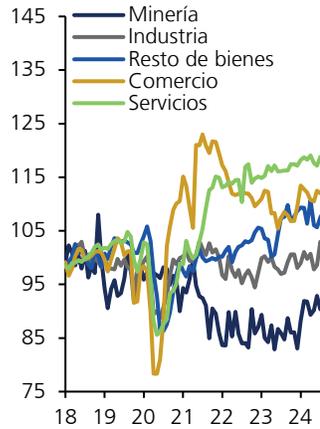


GRÁFICO I.9

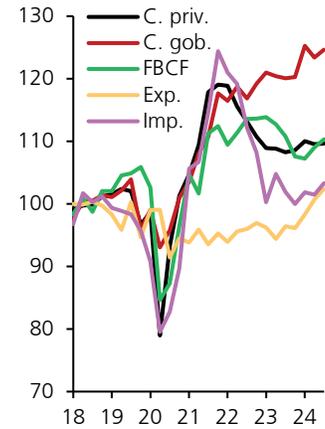
a) Actividad y demanda
(índice prom. 2018=100, series reales desestacionalizadas)



b) Imacec sectorial
(índice prom. 2018=100, series reales desestacionalizadas)



c) Componentes del gasto (*)
(índice prom. 2018=100, series reales desestacionalizadas)



(*) "C. priv." = consumo privado; "C. gob." = consumo de gobierno; "Exp." = exportaciones; "Imp." = importaciones

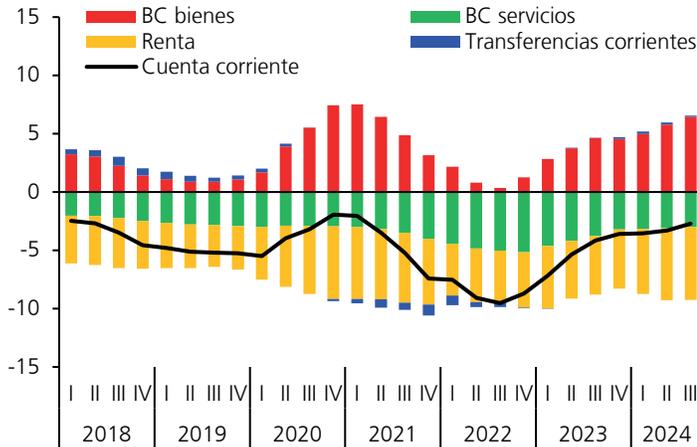
Fuente: Banco Central de Chile.

Los factores que apuntalaron al sector exportador permitieron que, durante el tercer trimestre, el déficit de cuenta corriente alcanzara su menor valor en casi cuatro años (2,7% del PIB en la suma acumulada anual) (gráfico I.10). En las exportaciones de bienes, las principales incidencias positivas estuvieron asociadas al sector minero y al agropecuario. En cuanto a las exportaciones de servicios, destacaron el aumento de aquellas relacionadas con viajes —incluyendo el turismo receptivo— y el transporte aéreo. Las rentas de la inversión remitidas al exterior compensaron solo parcialmente estos aumentos. Paralelamente, algunas líneas de importaciones —en especial las de bienes de consumo— continúan mostrando un bajo dinamismo, coherente con la evolución del gasto interno. Todo lo anterior se tradujo en que el ahorro nacional continúa recuperándose y llegó, en la suma acumulada anual, a 19,5% del PIB en el segundo trimestre (18,7% en el mismo período del año anterior), liderado por el alza del ahorro privado.

La recuperación de la demanda interna ha sido más lenta que lo previsto, especialmente por el lado del consumo privado (gráfico I.11). En el tercer trimestre, este mostró una variación trimestral casi nula en términos desestacionalizados (1,0% anual), por debajo de lo que contemplaba el IPoM de septiembre. Destacó la contracción t/t del componente de bienes durables. Indicadores de alta frecuencia vinculados al consumo de los hogares —como medios de pagos electrónicos, venta de automóviles (ANAC) e importaciones de consumo—, anticipan un dinamismo acotado de este para inicios del cuarto trimestre. El menor crecimiento del consumo privado fue parcialmente compensado por un mayor consumo de gobierno.

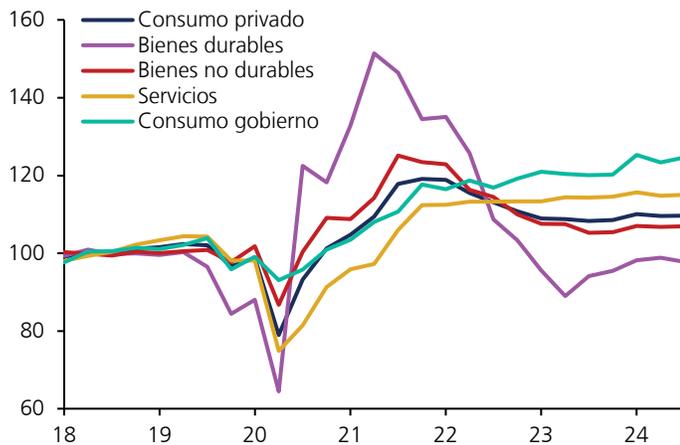


GRÁFICO I.10 CUENTA CORRIENTE, INCIDENCIAS POR COMPONENTE
(porcentaje del PIB, suma móvil anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.11 CONSUMO POR COMPONENTES
(índice promedio 2018=100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

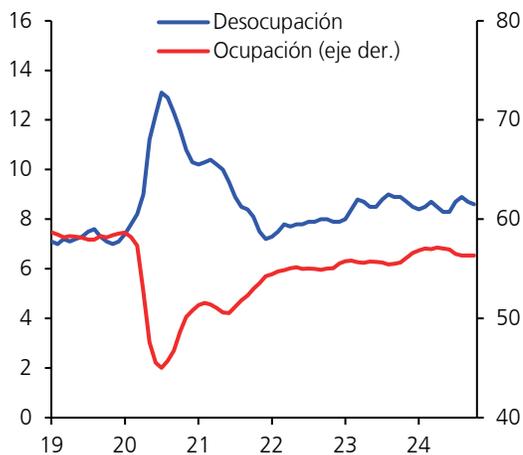
La creación de empleo ha mostrado un bajo dinamismo (gráfico I.12). Los datos obtenidos a partir de encuestas y registros administrativos sugieren un estancamiento o caída en distintas dimensiones, como en la ocupación formal (AFC y AFP), en la de algunos sectores económicos o en grupos de menores niveles educacionales (INE). Durante 2024, la tasa de desocupación ha promediado 8,6%, lo que se encuentra levemente por encima del rango que se obtendría para la tasa de desempleo de referencia —que considera la ausencia de presiones cíclicas sobre la inflación— utilizando distintas metodologías. Ello sería coherente con la existencia de holguras acotadas en el mercado laboral (Recuadro II.1).



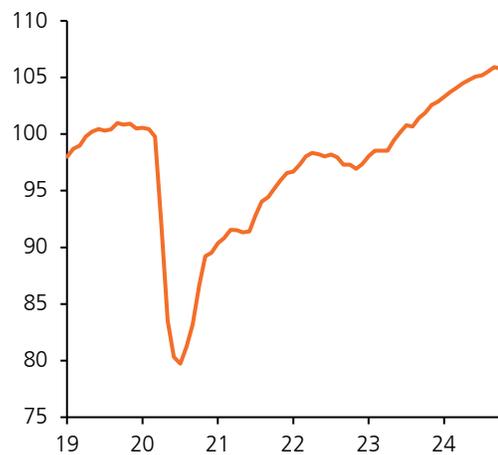
Otros fundamentos del consumo privado no han tenido mayores variaciones durante los últimos meses (gráfico I.12). El crecimiento de la masa salarial real continúa en torno a sus promedios históricos, aunque su composición ha cambiado en el margen, con una incidencia menor del empleo y una mayor de las remuneraciones. La carga financiera de los hogares sigue por debajo de los máximos observados en 2023 y ha continuado con su tendencia decreciente, más allá de un leve incremento en lo último. Pese a todo lo anterior, las expectativas de las empresas vinculadas al comercio (IMCE sectorial) y de los consumidores (IPEC) completan varios meses sin cambios significativos y se mantienen en terreno pesimista.

GRÁFICO I.12

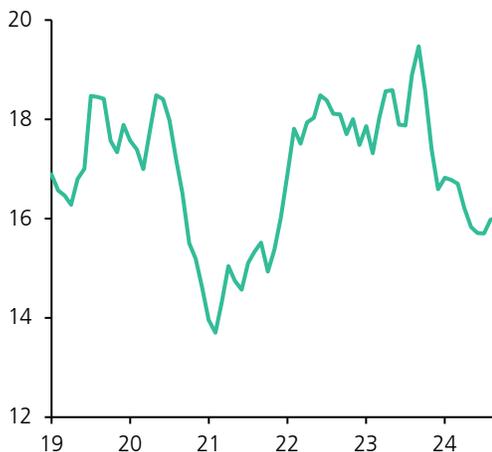
a) Tasas de desocupación y ocupación (porcentaje)



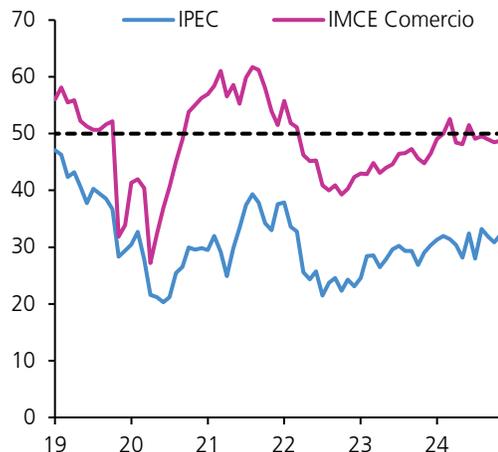
b) Masa salarial real (1) (índice 2019=100, desestacionalizado)



c) Razón carga financiera sobre ingresos (porcentaje, promedio móvil trimestral)



d) IPEC e IMCE Comercio (2) (índice de difusión)



(1) Cálculo en base a series desestacionalizadas del ICL real, horas trabajadas y ocupación. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile, ICARE/UAI y GfK Adimark.

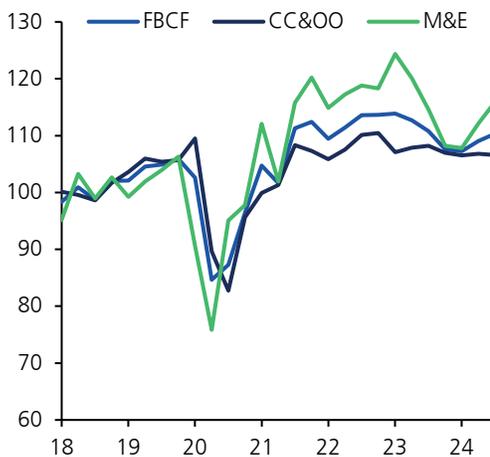


La formación bruta de capital fijo continúa recuperándose de acuerdo con lo esperado (gráfico I.13).

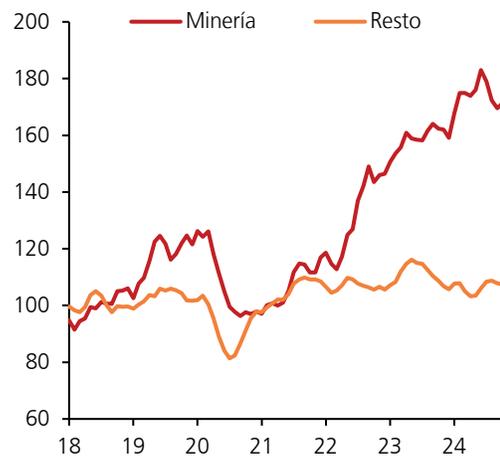
Esto nuevamente se explicó por la expansión trimestral que mostró el componente de maquinaria y equipos, lo que contrasta con el estancamiento que mantiene la parte de construcción y otras obras. A nivel sectorial persiste la heterogeneidad en la inversión que fue reportada en el IPoM anterior, caracterizada por un fuerte impulso en el sector minero y un rezago en el resto de los rubros (gráfico I.13). Según lo reportado en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) del tercer trimestre de 2024, se espera que esta discrepancia persista en el corto plazo. Ello es confirmado por los entrevistados del norte del país en el [IPN de noviembre](#), quienes anticipan la concreción de proyectos en carpeta ligados al ámbito minero a contar del próximo año, a diferencia de otros sectores, cuyas expectativas de inversión permanecen acotadas. Con todo, se reconoce que la magnitud del impacto de dichos proyectos sería menor que en episodios pasados, como el anterior boom de la minería (ver [Recuadro I.1 del IPoM de septiembre de 2024](#)).

GRÁFICO I.13

a) Formación bruta de capital fijo, por componentes (índice promedio 2018=100, series reales desestacionalizadas)



b) Inversión sectorial: minería y resto de sectores (*) (2018=100, promedio móvil trimestral, series reales desestacionalizadas)



(*) Los detalles metodológicos se encuentran en la [Minuta de recuadros del IPoM de septiembre de 2024](#).

Fuentes: Servicio de Impuestos Internos, Aduanas y Banco Central de Chile.

El crédito bancario se mantiene débil, en especial su componente comercial (gráfico I.14).

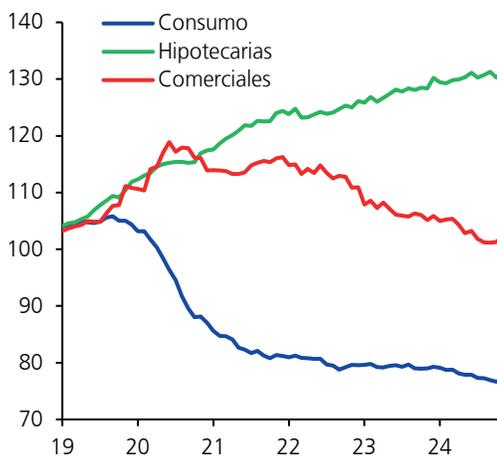
De acuerdo con la última [Encuesta de Crédito Bancario \(ECB\)](#) y el [Informe de Estabilidad Financiera \(IEF\) del segundo semestre de este año](#), los estándares de otorgamiento crediticio se mantienen sin grandes cambios respecto de lo reportado en el trimestre anterior. Esto coincide con lo señalado por los entrevistados del [IPN de noviembre](#), que aún declaran enfrentar restricciones en el acceso al financiamiento bancario. Por su parte, la ECB también señala que la demanda de crédito —especialmente aquella asociada a empresas inmobiliarias y constructoras— continúa débil, pero la cartera de consumo se percibe algo más dinámica que en los registros previos. En este contexto, el stock de las colocaciones de consumo y comerciales mantiene tasas de variación real anual negativas (gráfico I.14). En cuanto a la cartera de vivienda, su crecimiento sigue bajo, en medio de tasas de interés de largo plazo aún elevadas respecto de años previos.



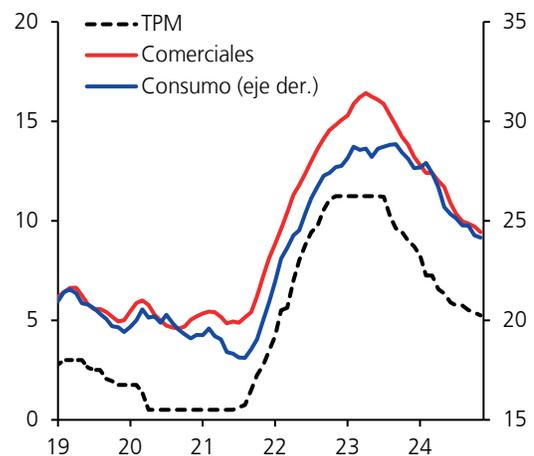
Las tasas de interés de los créditos de corto plazo han seguido reflejando el traspaso de los recortes de la TPM (gráfico I.14). El Consejo ha reducido la TPM en 625pb desde julio de 2023, fecha en que se inició el ciclo de recortes. Por su parte, desde sus máximos recientes, las tasas de interés de las colocaciones de consumo y comerciales han retrocedido alrededor de 600 y 700pb, respectivamente. En la [Encuesta de Percepciones de Negocios \(EPN\) de noviembre](#), del total de encuestados que reconoce una mejora en las condiciones crediticias, una proporción significativa considera que ello se explicaría por una disminución de las tasas de interés de corto plazo.

GRÁFICO I.14

a) Stock de colocaciones reales (1)
(índice 2018=100)



b) Tasas de interés de créditos y TPM (2)(3)
(porcentaje)



(1) Series deflactadas por IPC, utilizando el empalme con base anual 2023, considerando su revisión más reciente. (2) Tasas de consumo y comerciales corresponden al promedio ponderado de todas las operaciones en pesos efectuadas en cada mes en la Región Metropolitana. (3) Para tasas comerciales y de consumo se considera el promedio móvil trimestral; para la TPM se considera el promedio mensual.

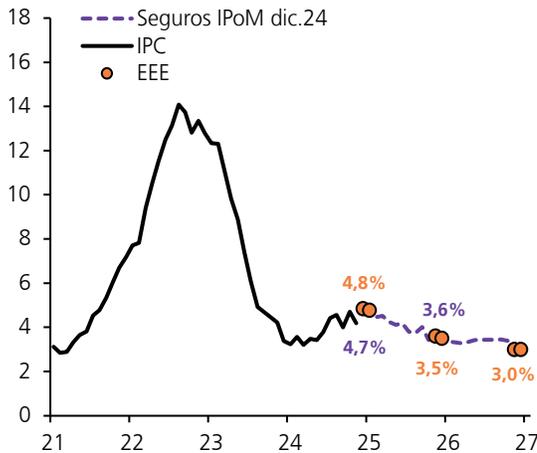
Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de inflación de expertos se mantienen en torno a la meta de 3% en el horizonte de proyección de dos años de la política monetaria (gráfico I.15). En lo inmediato, las perspectivas de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y las que se desprenden de los seguros de inflación apuntan a que la inflación cerrará 2024 en 4,8 y 4,7%, respectivamente. A un año plazo, tanto las encuestas como los seguros de inflación prevén que esta alcanzará cifras cercanas a 3,5%. Asimismo, según la [EPN de noviembre](#), el porcentaje de empresas que espera que la inflación a doce meses se encuentre cerca de su nivel normal ha aumentado. Por su parte, las últimas versiones de la EEE y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) anticipan que la inflación a dos años estará en torno a 3%.

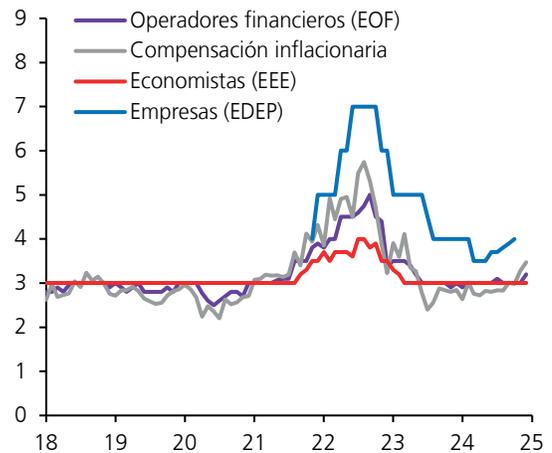


GRÁFICO I.15

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



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



(1) Las series consideran la canasta de referencia 2023 del IPC. Los seguros consideran los precios promedio de los 10 últimos días al 11 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 de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre 2024. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (4) La compensación inflacionaria considera el promedio de los precios de los últimos 10 días de cada mes. Para diciembre 2024 toma en cuenta el promedio de los últimos 10 días al 11 de diciembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de crecimiento del mercado para este y el próximo año no muestran mayores cambios respecto de lo reportado en el IPoM de septiembre. La EEE de noviembre indica un crecimiento esperado de 2,2% para este año (2,3% en la encuesta de agosto), en tanto Consensus Forecasts lo proyecta en 2,3% (2,4% en el último IPoM). Las cifras previstas para el próximo año tampoco han tenido grandes variaciones: la EEE considera un crecimiento de 2,0% para ese año, mientras Consensus Forecasts espera una expansión de 2,2% (2,2 y 2,3% reportados en el IPoM de septiembre, respectivamente). Para 2026, en tanto, la EEE prevé un crecimiento de 2,0%.

Las expectativas para la TPM continúan dando cuenta del proceso de normalización gradual de la política monetaria aún en curso. A un año plazo, las perspectivas contenidas en la EEE y la EOF prevén que la tasa de interés se ubicará en 4,5% (4,75 y 4,5% en el IPoM anterior, respectivamente), mientras la expectativa implícita en las tasas swap promedio cámara (SPC) sugiere que llegará a 4,75%. En el horizonte de política monetaria (a dos años), la EEE, la EOF y las tasas SPC prevén una TPM de 4,0, 4,5 y 4,75%, respectivamente.



RECUADRO I.1:

Evolución de las tasas de interés de largo plazo

Evolución de las tasas de interés de largo plazo en las últimas décadas

Tras haber experimentado un sostenido descenso en las primeras dos décadas de este siglo, en los últimos años, las tasas de interés de largo plazo han exhibido un alza relevante. Esto se ha expresado de manera especialmente clara en la tasa de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos que, en las últimas semanas, ha llegado a ubicarse en torno a 250 puntos base (pb) sobre el promedio 2012-2021.

La relevancia de esta situación tanto para la conducción de la política monetaria como para el funcionamiento de la economía hizo que la XXVII Conferencia Anual del Banco Central de Chile —que se llevó a cabo el 4 y 5 de noviembre— tuviera como temática principal la evolución de mediano y largo plazo de las tasas de interés. La Conferencia contó 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.

En la Conferencia se discutieron las distintas fuerzas detrás de estos cambios en las tasas. Dentro de los factores que habrían estado detrás de la caída de las tasas de interés en el período 2000-2020 se destacaron el exceso de ahorro sobre la inversión mundial (*savings glut*), los cambios demográficos —incluyendo una mayor esperanza de vida—, el bajo crecimiento de la productividad, el aumento de la aversión al riesgo y la mayor desigualdad. Por otra parte, dentro de los factores que explicarían el aumento más reciente de las tasas de interés, se encontrarían el aumento en la productividad producto de desarrollos en inteligencia artificial, las inversiones relacionadas al cambio climático y los gastos en defensa, que si no vienen acompañados de reducciones de gasto en otras partidas generarán mayores déficits fiscales.

La Conferencia incluyó un panel de discusión sobre las perspectivas futuras de las tasas y su importancia para las economías emergentes. En este, se señalaron diferencias en los determinantes de las tasas largas entre las economías desarrolladas y emergentes, incluyendo que en estas últimas los shocks externos y los movimientos del tipo de cambio tienden a jugar un rol más relevante. Además, en general, las economías emergentes muestran un desarrollo menor de sus mercados financieros, lo que dificulta que los fundamentos estructurales se reflejen en el nivel de tasas y puede generar mayor volatilidad. Por estas y otras consideraciones, las tasas largas de economías emergentes incluyen primas de riesgo de diversa naturaleza, lo que eleva los costos de financiamiento.

Dinámica reciente de las tasas largas

Más allá de los elementos estructurales analizados en la conferencia, varios factores han explicado la dinámica de las tasas de largo plazo estadounidenses durante los últimos trimestres. Destacan el cambio del ciclo económico y la consecuente reacción de política monetaria, la fortaleza de esa economía y un alza relevante del apetito por riesgo. Se suma la mayor incertidumbre sobre el nivel neutral de la *Federal Funds Rate* (FFR), que estaría provocando una mayor sensibilidad de las tasas largas a cambios en las perspectivas de política monetaria de corto plazo ([Reszczyński et al., 2024](#)).

En comparación con el IPoM de septiembre, la tasa a 10 años en Estados Unidos ha aumentado en torno a 40pb. Parte de ello podría estar relacionado con las mejores perspectivas de crecimiento. El resultado de las elecciones y la agenda de desregulación de la nueva administración también estarían generando cierta preferencia por la renta variable sobre la fija, favoreciendo el aumento de las tasas largas.



Otros factores relevantes en la evolución de las tasas es el aumento de los premios por plazo (gráfico I.16). Ello puede estar incidido por factores como la incertidumbre sobre la tasa neutral, las dudas sobre las finanzas públicas en un contexto de niveles de deuda ya elevados y un complicado contexto geopolítico global que tendría implicancias sobre el gasto en defensa. Se suman las posibles consecuencias inflacionarias del nuevo entorno de comercio global^{1/}.

El aumento en las tasas de internacionales empeora las condiciones de financiamiento externo para emergentes y reduce el precio de materias primas, lo que tiende a depreciar las monedas y a empeorar las condiciones de financiamiento locales. Estos efectos son particularmente intensos cuando la razón del incremento de las tasas globales es un aumento de la prima por riesgo (gráfico I.17) —ver también [Reszczyński et al. \(2024\)](#). De hecho, desde el IPOM de septiembre, la mayor parte de la depreciación del tipo de cambio en Chile y otras economías emergentes se explica por el aumento de las primas de riesgo a nivel global (gráfico I.18).

¿Qué esperar de las primas por riesgo y la evolución de las tasas de largo plazo?

Si bien el componente de prima por riesgo es altamente volátil y podría revertirse en pocas semanas, algunos antecedentes dan cuenta de que parte del aumento reciente podría mostrar cierta persistencia. Destaca la inusual reacción de la tasa a 10 años de Estados Unidos ante la de escalada de las tensiones geopolíticas. En lugar de caer, como es habitual en eventos de *risk-off*, desde la invasión de Rusia a Ucrania ha tendido a aumentar (gráfico I.19). Cálculos en base a modelos empíricos semi estructurales indican que el nivel actual de la tasa incluye un premio geopolítico del orden de 30-40pb ([Reszczyński et al., 2024](#)). Este comportamiento inusual obedecería a dos elementos. Por un lado, la percepción de que se está ante un cambio de equilibrios geopolíticos duradero, con conformaciones de bloques más clara y probabilidad de eventos extremos más elevada, lo que limitará algunos de los mecanismos que en el pasado habían contribuido a la baja de tasas (por ejemplo, el aumento de la demanda global por bonos estadounidenses). Por otro lado, este cambio en el escenario geopolítico global ocurre en un contexto de finanzas públicas en posiciones ya delicadas, por lo que las presiones por mayor gasto en defensa también tenderán a presionar las tasas al alza^{2/}.

Conclusiones

Para las economías emergentes, las condiciones financieras internacionales aparecen como una fuente de riesgos significativa en el escenario de mediano plazo. La incertidumbre en torno a las perspectivas fiscales en el mundo desarrollado, la situación geopolítica y la evolución de los conflictos comerciales han tendido a aumentar la probabilidad de escenarios que hace algunos meses eran solo riesgos de cola o ni siquiera formaban parte del universo de posibilidades. Dada la dificultad de incorporar adecuadamente esos escenarios en los precios de los activos, noticias aparentemente pequeñas están generando reacciones desproporcionadas en los precios de mercado. El escenario más probable es que esta incertidumbre —y la volatilidad asociada— continúe presente en los próximos meses, lo que mantendría la presión sobre las tasas largas a nivel global y, consecuentemente, en los precios de los activos en el mundo emergente.

^{1/} La relevancia de las perspectivas fiscales sobre el aumento de las tasas largas también se observa al analizar la reacción de mercado ante anuncios fiscales en otras economías desarrolladas y emergentes y al aplicar la descomposición de [Ferreira y Shousha \(2023\)](#) para las tasas de EE.UU. ([Reszczyński et al., 2024](#)).

^{2/} Albagli, E., Bauducco, S., Carlomagno, G., Gonzales, L., Wlasiuk, J. "[Climate Change, Wars, and the Natural Rate of Interest](#)". Presentación en la conferencia anual BCCh 2024.



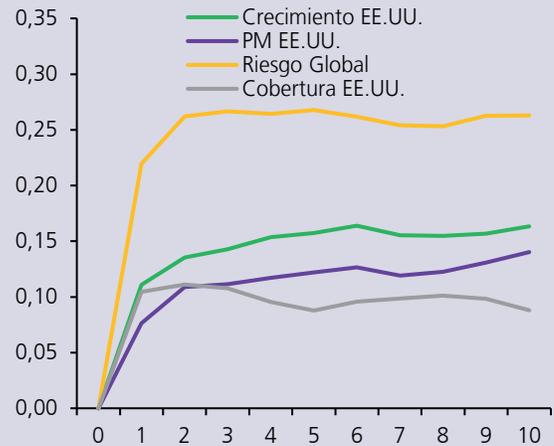
GRÁFICO I.16

Descomposición tasa 10 años EE.UU. (1)
(acumulado desde 28.08.24, puntos base)



GRÁFICO I.17

IRFs TCN emergentes a shocks globales (2)
(porcentaje)



(1) Descomposición en base a [Cieslak y Pang \(2021\)](#). (2) IRFs obtenidas mediante metodología de proyecciones locales con datos de frecuencia diaria. Shocks estructurales identificados mediante SVAR bayesiano con bloques de países emergentes, desarrollados, EEUU y materias primas. Las IRFs corresponden a la respuesta de las variables a un shock de una desviación estándar. Más detalles en [Reszczyński et al. \(2024\)](#).

Fuentes: [Reszczyński et al. \(2024\)](#) en base a datos de Bloomberg.

GRÁFICO I.18

Descomposición TCN (1)
(acumulado desde 28.08.24, porcentaje)

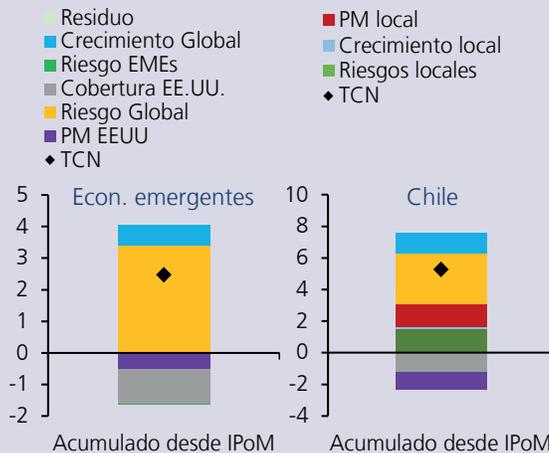
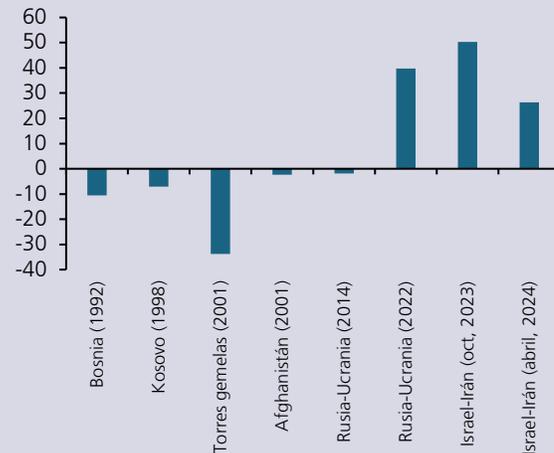


GRÁFICO I.19

Reacción de tasa 10 años a episodios bélicos (2)
(puntos base)



(1) Shocks estructurales identificados mediante SVAR bayesiano con bloques de países emergentes, desarrollados, EE.UU. y materias primas. Variaciones acumuladas son netas del promedio desde 2010. Más detalles en [Reszczyński et al. \(2024\)](#). (2) Cambio tasa 10 años sobre 30 días centrado en el evento. Para las tasas reales los resultados son similares, salvo para la guerra Rusia-Ucrania 2022, donde el aumento de la tasa real es cercano a cero.

Fuentes: [Reszczyński et al. \(2024\)](#) en base a datos de Bloomberg.



RECUADRO I.2:

Evolución reciente del consumo y sus determinantes

El consumo de los hogares ha mostrado un desempeño más débil de lo previsto en los últimos trimestres. Tras un importante proceso de normalización entre 2022 e inicios de 2023, en la última parte del año pasado y el primer trimestre de este año mostró velocidades positivas. Sin embargo, en los últimos dos trimestres ha experimentado un menor dinamismo, ubicándose por debajo de lo previsto (gráfico I.20). Esto ha implicado que, en este IPoM y el anterior, uno de los cambios relevantes en las proyecciones macroeconómicas haya sido la menor expansión prevista para el consumo privado. Así, mientras que en junio y septiembre se proyectó un crecimiento acumulado de alrededor de 7 y 6%, respectivamente, entre 2024 y 2026, el escenario central vigente considera una cifra en torno a 5%.

Este Recuadro da cuenta de la evolución de algunos factores que podrían estar explicando el desempeño más débil del consumo y cuáles son sus implicancias en el escenario macroeconómico.

Evolución de los determinantes del consumo

Uno de los determinantes más relevantes en el gasto de los hogares es el ingreso laboral, cuya evolución depende de la dinámica del empleo y de los salarios. En los últimos trimestres, estos han tenido comportamientos contrapuestos. Por un lado, se observó un aumento relevante de los salarios —especialmente a mitad de año— y, por otro, un débil desempeño del empleo. Con todo, la masa salarial real ha continuado expandiéndose anualmente, aunque a un menor ritmo de crecimiento en el margen. Lo mismo se observa con las rentas de la producción de las cuentas nacionales por sector institucional. Si bien estas tienen un mayor rezago, incluyen otras fuentes de ingresos de los hogares^{1/}. La información del segundo trimestre de 2024 mostró tasas de crecimiento anual positivas, pero más bajas que las de la masa salarial.

Respecto del empleo, distintas fuentes de información dan cuenta de un estancamiento en los últimos meses. Por ejemplo, trimestre a trimestre se observa una nula creación de empleo total (INE), mientras que el empleo asalariado formal ha tendido a estabilizarse tras una caída relevante en trimestres previos (gráfico I.21, panel a), según registros administrativos de cotizantes dependientes (AFP)^{2/}. La mayor debilidad en la creación del empleo se atribuiría a diversos factores. Destaca el rezago en la recuperación de algunos sectores intensivos en mano de obra, entre los que sobresale la construcción (gráfico I.21, panel b). A lo anterior se suman el bajo dinamismo de la inversión no minera y el aumento de los costos laborales derivado de distintos cambios regulatorios.

Sobre los costos laborales, [Albagli et al. \(2024\)](#) realizan un ejercicio a partir de los registros administrativos de la AFC, separando a las empresas en dos grupos según la fracción de trabajadores afectados al salario mínimo. Los resultados muestran que, en términos relativos, los aumentos más recientes del salario mínimo se han reflejado en un aumento de los costos laborales^{3/} y un impacto negativo en el nivel de empleo de las empresas

^{1/} En las cuentas nacionales por sector institucional, las rentas de la producción son un componente relevante del ingreso disponible bruto. En el sector hogares, en particular, las rentas de la producción incluyen la remuneración de los asalariados (formales e informales) y el ingreso mixto (ingreso de la producción generado por unidades no constituidas como sociedad). También se incluye el excedente bruto de explotación.

^{2/} Series desestacionalizadas.

^{3/} Respecto de marzo de 2023, el salario promedio de las empresas con más trabajadores afectados al salario mínimo aumentó un 4,3% más que el salario promedio del resto de las empresas. Ver [Albagli et al. \(2024\)](#) para más detalles.



con más trabajadores sujetos a este (gráfico I.22, panel a)^{4/}. Este efecto diferencial es coherente con la evolución de las ventas minoristas presenciales, que muestra un mayor deterioro en las comunas de menores ingresos (gráfico I.22, panel b). Se debe notar que el ejercicio econométrico no permite evaluar el impacto del salario mínimo sobre el empleo formal total, ya que no es posible inferir el impacto sobre el empleo de las empresas con menos trabajadores sujetos al salario mínimo ni sobre aquellas empresas creadas con posterioridad al aumento del salario mínimo de mayo 2023.

Otro elemento que podría estar afectando a la evolución del consumo son las expectativas. Según el IPEC, estas muestran una percepción económica por debajo del promedio de los últimos años. Si bien estas mejoraron entre 2022 y 2023, frenaron su recuperación en 2024. Lo anterior podría asociarse al aumento de la inflación^{5/} y el estancamiento del empleo (gráfico I.23). Es importante notar que un deterioro del empleo podría afectar las expectativas y el consumo vía dos canales: el menor ingreso disponible de las familias y un aumento en el comportamiento precautorio de los hogares.

Las condiciones financieras también podrían estar jugando un rol. Si bien las condiciones locales, vinculadas a la política monetaria, se han ido relajando desde el año pasado, las condiciones externas se mantienen estrechas, en línea con tasas largas aún elevadas y un dólar apreciado. Esto último podría explicar, al menos en parte, el peor desempeño reciente del consumo de bienes (más afectados por la depreciación del peso chileno) respecto de los servicios.

Un ejercicio econométrico^{6/} que intenta estimar la relevancia de cada factor sobre el consumo, destaca la ralentización del ingreso de los hogares y de expectativas que se mantienen en terreno negativo. Habrían compensado parcialmente condiciones financieras locales menos restrictivas, aunque las externas siguen restando impulso al consumo (gráfico I.24).

Perspectivas para el consumo e implicancias

En el escenario central de proyección, dado el deterioro de varios de sus fundamentos y el menor dinamismo respecto del esperado en el tercer trimestre, el consumo privado tendrá una expansión inferior a la prevista en el IPoM previo. En esto juega un rol relevante la debilidad reciente del empleo, aunque otros factores —como las condiciones financieras externas y expectativas— también estarían contribuyendo negativamente. Este menor impulso del consumo determinará las menores presiones inflacionarias de mediano plazo, contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta de 3% en dos años. En todo caso, se sigue considerando que la disminución de la carga financiera de las personas y de las tasas de interés de corto plazo a nivel local apoyarán la recuperación del consumo privado hacia adelante.

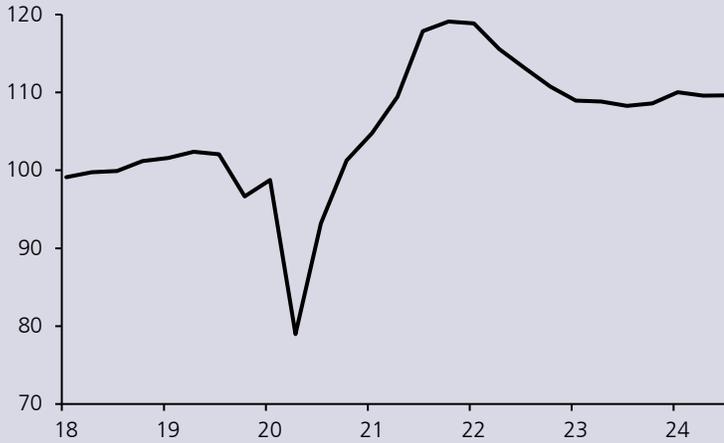
^{4/} En el gráfico I.22 cada punto rojo representa el cambio porcentual del empleo promedio de las empresas con más trabajadores afectos al salario mínimo respecto al resto de empresas, mientras que las barras azules delimitan los intervalos de confianza. Los cambios en empleo son siempre con relación a marzo 2023. Las líneas punteadas indican los meses previos a aumentos del salario mínimo. Ver [Albaqli et al. \(2024\)](#) para más detalles.

^{5/} Replicando las estimaciones de [Burn-Murdoch \(2023\)](#) para Estados Unidos, se modeló el IPEC con datos entre 2002 y 2019 en base a distintos fundamentos macroeconómicos, incluyendo inflación contemporánea, desempleo, salarios reales, tasa de interés y otros controles. Los resultados muestran que un aumento de 1% en la inflación está asociado con una disminución de IPEC entre 3 y 11%. Adicionalmente, durante el transcurso de 2024 persiste una brecha (o sentiment gap) entre el IPEC y las predicciones del modelo que se asociarían a un efecto persistente de shocks inflacionarios pasados sobre las expectativas, que tardarían hasta 2 años en disiparse una vez ocurridos ([Cumplings & Mahoney, 2023](#)).

^{6/} Se utiliza una descomposición semi-estructural del consumo mediante un VAR a partir de factores globales externos, expectativas y variables locales. Estas últimas incluyen el ingreso disponible bruto, las tasas de créditos de consumo y la encuesta de crédito bancario del Banco Central. Para más detalles de la metodología, ver [Albaqli et al. \(2019\)](#).



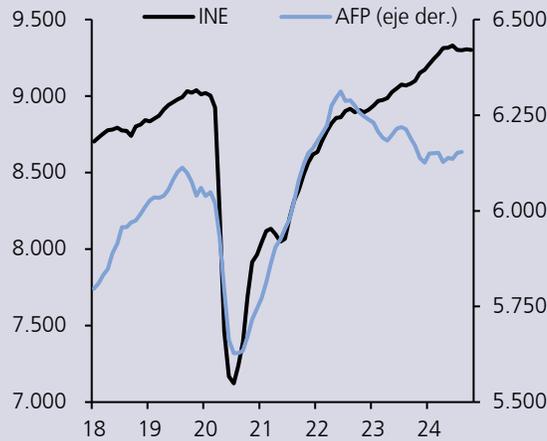
GRÁFICO I.20 CONSUMO PRIVADO
(índice 2018 = 100, serie desestacionalizada)



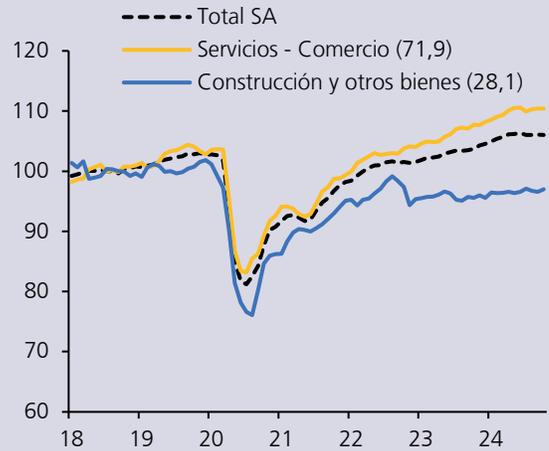
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.21

a) Empleo total INE y cotizantes dependientes AFP (1)
(miles, series desestacionalizadas)



b) Empleo sectorial INE (1) (2) (3)
(índice 2018 = 100, serie desestacionalizada)



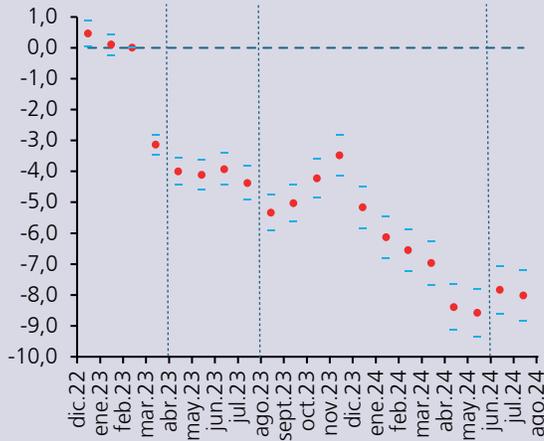
(1) Desestacionalización interna para empleo sectorial del INE y cotizantes dependientes de AFP. (2) Otros bienes incluye los sectores agropecuario, industria, EGA y minería. (3) Los paréntesis de las series indican el porcentaje de participación en el total del empleo en 2023.

Fuentes: INE y Superintendencia de Pensiones.

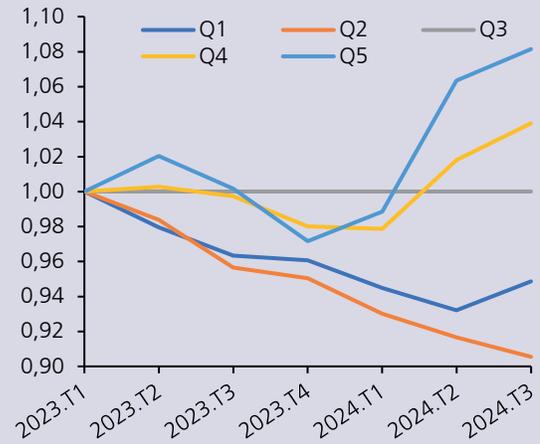


GRÁFICO I.22

a) Efecto en empleo promedio de firmas tratadas (1)
(cambio porcentual)



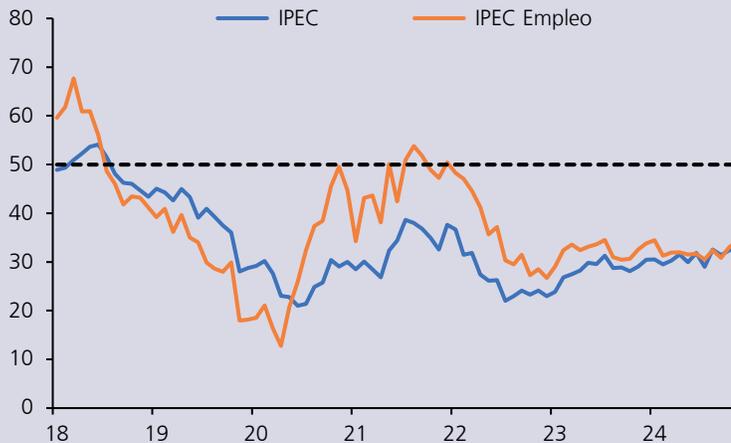
b) Ventas minoristas presenciales por quintil (2) (3)
(relativo al tercer quintil, índice 2023.T1 = 100)



(1) Cambio porcentual en empleo promedio de empresas tratadas respecto de empresas no tratadas. Empresas tratadas: aquellas cuya proporción de trabajadores afectos al salario mínimo es mayor a la mediana. Más detalles en [Albaqli et al. \(2024\)](#). (2) Ventas presenciales con Transbank y Getnet solamente. (3) El quintil de ingreso se aproxima por el quintil de ingreso de la comuna en la que se realiza la compra. Ver [Recuadro I.3 del IPoM Junio 2023](#) y [García et al. \(2023\)](#) para detalles sobre fuentes, cobertura, representatividad y filtros estadísticos aplicados.

Fuentes: AFC Seguro de Cesantía de Chile, Transbank y Getnet.

GRÁFICO I.23 ÍNDICE DE PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA: TOTAL Y EMPLEO (*) (series desestacionalizadas)

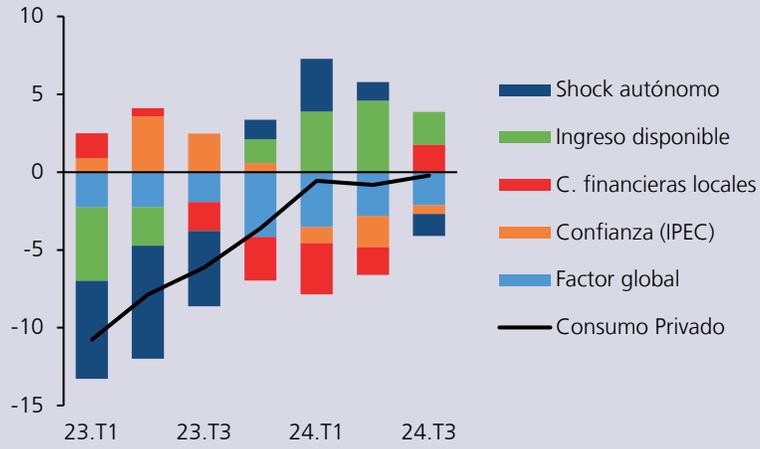


(*) Valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Desestacionalización interna.

Fuente: GFK Adimark.



GRÁFICO I.24 SVAR PARA CONSUMO PRIVADO: DESCOMPOSICIÓN DE CRECIMIENTO SEGÚN DETERMINANTES
(contribuciones a la variación anual, desvío respecto a tendencia, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile en base a [Albagli et al. \(2019\)](#).



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

El escenario inflacionario de corto plazo se ha tornado más desafiante, en un contexto donde la inflación efectiva ha sido mayor que la prevista y se observan mayores presiones de costos en varios frentes. Estos *shocks* de costos han ocurrido de forma simultánea, lo que ha contribuido al estrechamiento de los márgenes de operación de las empresas y lleva a suponer un traspaso a precios finales superior a lo anticipado en septiembre. Se prevé que la inflación anual del IPC fluctuará en torno a 5% durante el primer semestre de 2025. Con todo, en el mediano plazo, la mayor debilidad de la demanda interna mitigaría las presiones inflacionarias, con lo que la convergencia de la inflación a la meta de 3% no será muy distinta de lo estimado previamente. El balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo, lo que releva la necesidad de cautela. Esto significa que el Consejo irá acumulando información respecto de la marcha de la economía para evaluar la oportunidad en que se reducirá la tasa de política monetaria (TPM) en los próximos trimestres.

PROYECCIONES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

Las proyecciones de crecimiento de la demanda interna se reducen para el período 2024-2026. En el caso del consumo privado, esto considera su débil desempeño durante el segundo y el tercer trimestre del año, la debilidad del empleo, la depreciación del peso y expectativas de consumidores que permanecen en terreno pesimista (Recuadro I.2). Por otro lado, ciertos elementos aportarán a su recuperación gradual en el horizonte de proyección, entre los que se encuentran la disminución de la carga financiera y la reducción de las tasas de interés de corto plazo. Las proyecciones del escenario central contemplan un crecimiento real del consumo privado de 1,1% en 2024, 1,6% en 2025 y 2% en 2026 (1,7; 1,9 y 2,2% en el IPoM de septiembre, respectivamente) (gráficos II.1 y II.2; tabla II.1).



En el escenario central también se revisan a la baja las proyecciones para la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), corrección que se concentra en los sectores no mineros. Las cifras del tercer trimestre estuvieron en línea con lo anticipado en el IPoM anterior, permaneciendo las diferencias entre sus componentes y la heterogeneidad entre sectores (Capítulo I). La mayor parte del ajuste de las proyecciones responde al estrechamiento de las condiciones financieras externas, en medio del incremento de la incertidumbre a nivel global, lo que se manifiesta por la vía de la persistencia de las altas tasas de interés de largo plazo y la depreciación del peso. En el escenario central, se proyecta una contracción real anual de la FBCF algo mayor este año (-1,3%, comparado con -0,8% en el IPoM de septiembre) y una moderación de las tasas de crecimiento en 2025 y 2026 (3,6 y 2,2%, respectivamente, versus 5,1 y 2,5% en el IPoM de septiembre, en cada caso) (gráficos II.1 y II.2; tabla II.1).

TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

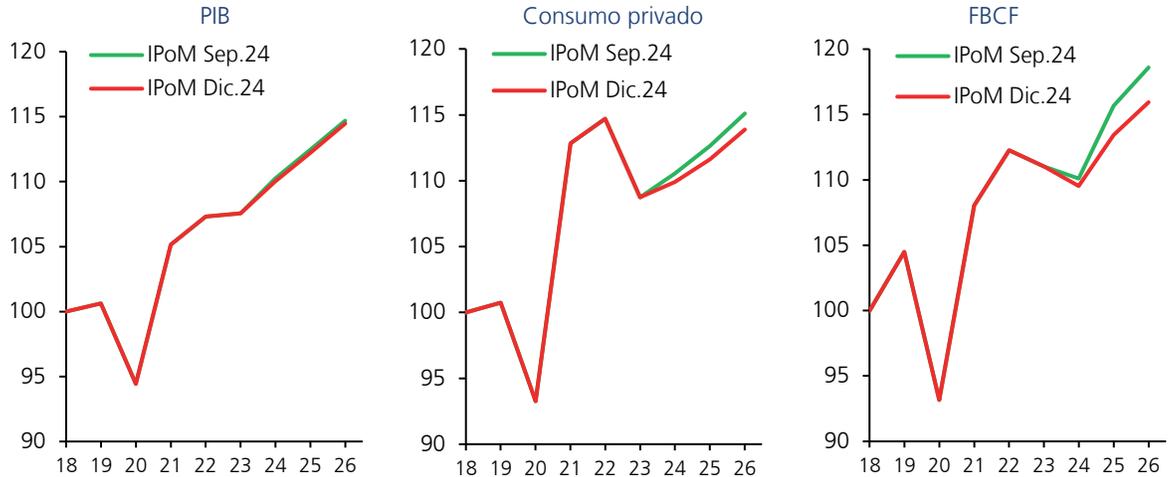
	2023	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
		(variación anual, porcentaje)		
PIB	0,2	2,3	1,5-2,5	1,5-2,5
Ingreso nacional	0,8	1,1	2,0	2,6
Demanda interna	-4,2	1,1	1,9	2,1
Demanda interna (sin var. de exist.)	-3,2	0,9	2,2	2,3
Formación bruta de capital fijo	-1,1	-1,3	3,6	2,2
Consumo total	-3,9	1,5	1,8	2,4
Consumo privado	-5,2	1,1	1,6	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	-0,3	5,6	3,8	2,8
Importaciones de bienes y servicios	-12,0	1,7	4,2	3,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,6	-2,4	-2,3	-2,3
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	19,4	20,4	19,7	20,0
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	23,0	22,8	22,0	22,2
FBCF (% del PIB nominal)	23,8	23,6	23,1	23,6
FBCF (% del PIB real)	23,8	22,9	23,3	23,4
		(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-11.899	-7.800	-7.800	-8.500
Balanza comercial	15.323	21.600	23.600	24.900
Exportaciones	94.557	99.400	105.900	111.700
Importaciones	79.234	77.800	82.300	86.800
Servicios	-10.782	-9.200	-10.500	-11.300
Renta	-17.009	-20.200	-20.600	-21.900
Transferencias corrientes	568	0	-300	-200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



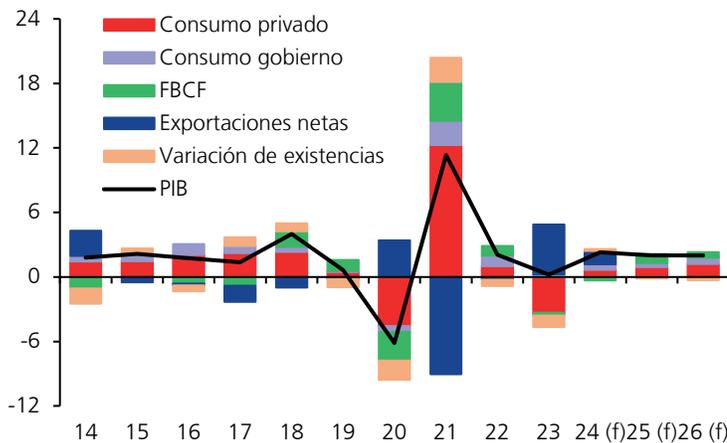
GRÁFICO II.1 ACTIVIDAD, CONSUMO PRIVADO Y FBCF (*)
(índice 2018 =100)



(*) Para 2024, 2025 y 2026 corresponden a las proyecciones contenidas en el IPoM respectivo. Para 2025 y 2026 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 2025 y 2026 considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM.

(f) Proyección.

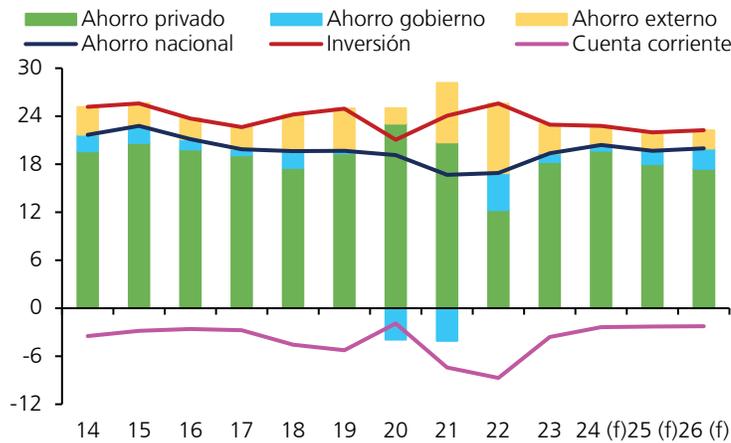
Fuente: Banco Central de Chile.

Las proyecciones consideran una expansión real del gasto público coherente con la contenida en la Ley de Presupuestos recientemente aprobada. Como supuesto de trabajo, se sigue anticipando que el proceso de consolidación de las finanzas públicas continuará en marcha. Con todo, los próximos años ofrecen una situación desafiante para el cumplimiento de la regla fiscal.



El escenario central considera un déficit de la cuenta corriente levemente menor para los próximos dos años. Por una parte, esto responde a las mejores perspectivas para las exportaciones de bienes y servicios, las que se verán favorecidas por la depreciación del peso. Esto incluye el consumo de agentes no residentes derivado del turismo y mayores volúmenes de bienes enviados. Por otro lado, las importaciones se reducen, en línea con los ajustes de la demanda interna. Visto desde el equilibrio ahorro-inversión, el mayor cambio se produce por un mayor ahorro privado respecto de lo previsto en septiembre, el que será compensado por un menor ahorro del sector público, aunque este último seguiría aumentando en el horizonte de proyección (tabla II.1 y gráfico II.3).

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



(*) El componente de ahorro gobierno considera como dato efectivo hasta 2023 el balance del gobierno general, para 2024 hasta 2026 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En este escenario, se estima que el PIB crecerá 2,3% anual en 2024, en la parte baja del rango de septiembre (2,25-2,75%). Para 2025 y 2026, los rangos de crecimiento proyectados se mantienen en 1,5-2,5% anual. Para este año, el escenario considera un menor crecimiento del PIB no minero, basado en los datos efectivos del tercer trimestre y perspectivas más débiles para el cuarto trimestre, en particular para la construcción y los servicios empresariales. Para 2025 y 2026, el mayor gasto público y el empuje del sector externo se contraponen con el menor impulso previsto para el gasto privado, tanto del consumo como de la inversión no minera. Por otro lado, se mantienen las perspectivas positivas para la minería (gráficos II.1 y II.2; tabla II.1).



En el ámbito externo, el escenario central mantiene un crecimiento mundial y de los socios comerciales en torno a 3% para los próximos dos años. Esto no representa mayores cambios respecto del IPoM de septiembre, aunque considera un desempeño más positivo en Estados Unidos, en parte por el dinamismo que ha seguido teniendo el consumo privado. En China, se sigue previendo una desaceleración del crecimiento durante los próximos dos años. Las perspectivas para el resto de las economías muestran ajustes acotados. La excepción es América Latina, que presenta cifras por sobre lo previsto en varios países, las que llevan a proyectar un mejor desempeño para la región en 2024, sobresaliendo el caso de Brasil (Capítulo I) (tabla II.2 y gráfico II.4).

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

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

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

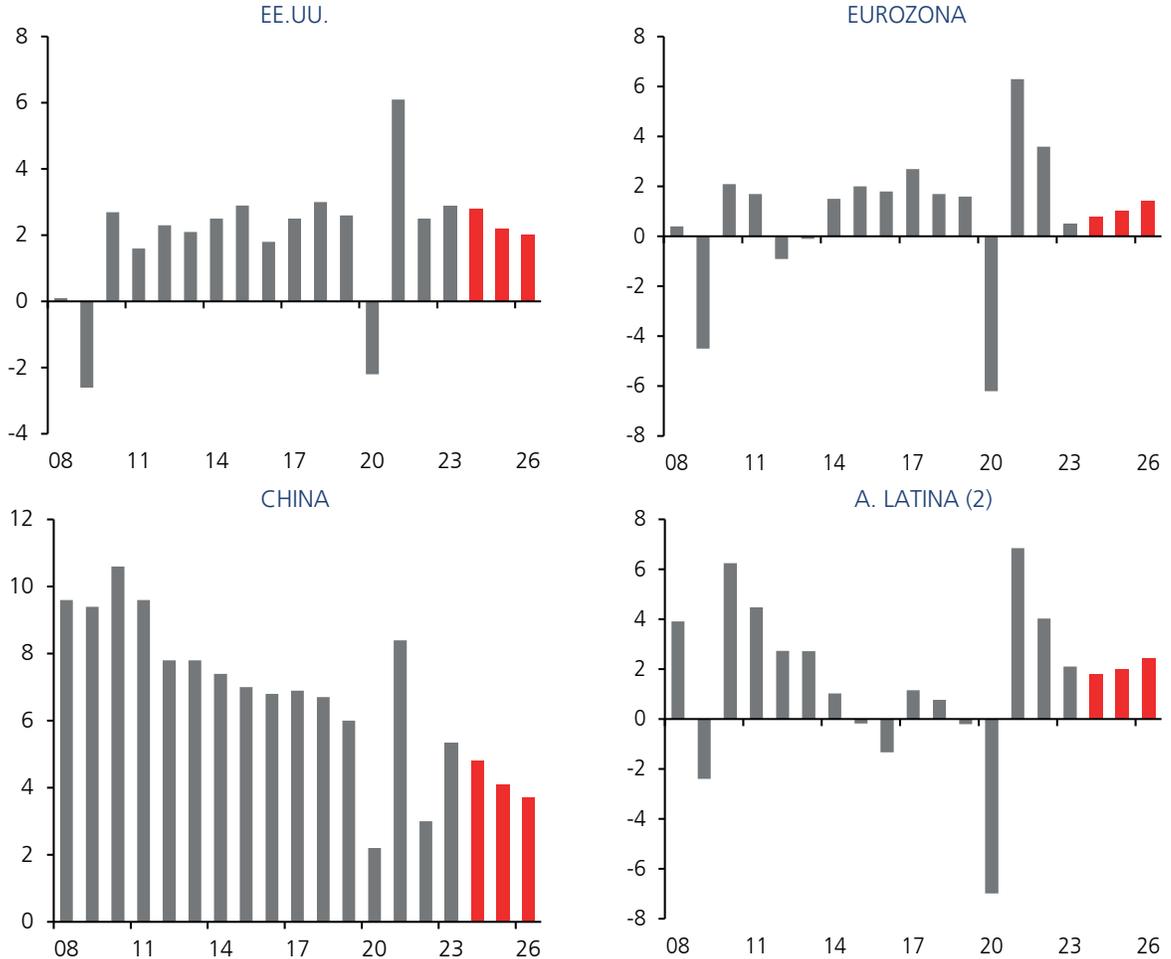
(f) Proyección.

(e) Estimación.

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



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



(1) Barras rojas corresponden a la proyecciones del escenario central de este IPoM.

(2) Región considera a Brasil, Colombia, México, Perú, Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Proyección de la serie en base a región del modelo GPM integrada por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las proyecciones para los precios de las materias primas sufren correcciones mixtas, en medio de la volatilidad que algunos de ellos han mostrado en los últimos meses. Con todo, los términos de intercambio para los próximos dos años se prevén algo mejores respecto de lo contemplado en septiembre. En el escenario central se estima un precio promedio del cobre que irá transitando hacia US\$4,3 durante el horizonte de proyección. Esto, en medio de fundamentos de mediano plazo que no muestran cambios relevantes. En el caso del petróleo (promedio Brent-WTI), la proyección se reduce, por menores perspectivas para la demanda mundial y algunas noticias más favorables por el lado de la oferta. Así, se espera que se ubique en torno a US\$70 el barril durante 2025 y 2026 (versus US\$76 y 72 en el IPoM anterior, en cada año). Los precios internacionales de los alimentos (índice FAO) se revisan al alza, dado el aumento de algunos de ellos, en razón de la menor oferta provocada por el impacto de fenómenos climáticos, entre otros elementos (tabla II.3 y gráficos II.5 y II.6).



TABLA II.3 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-19	2022	2023	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
		(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	1,0	-6,8	2,4	0,9	-0,5	1,0
Precios externos (en US\$)	0,6	4,4	-0,2	0,0	2,5	3,3
		(nivel)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	306	400	385	415	420	430
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	94	78	76	69	67
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	100	83	81	74	72
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (1)	610	850	721	660	572	554
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%) (2)	0,7	1,9	5,2	5,3	4,1	3,5

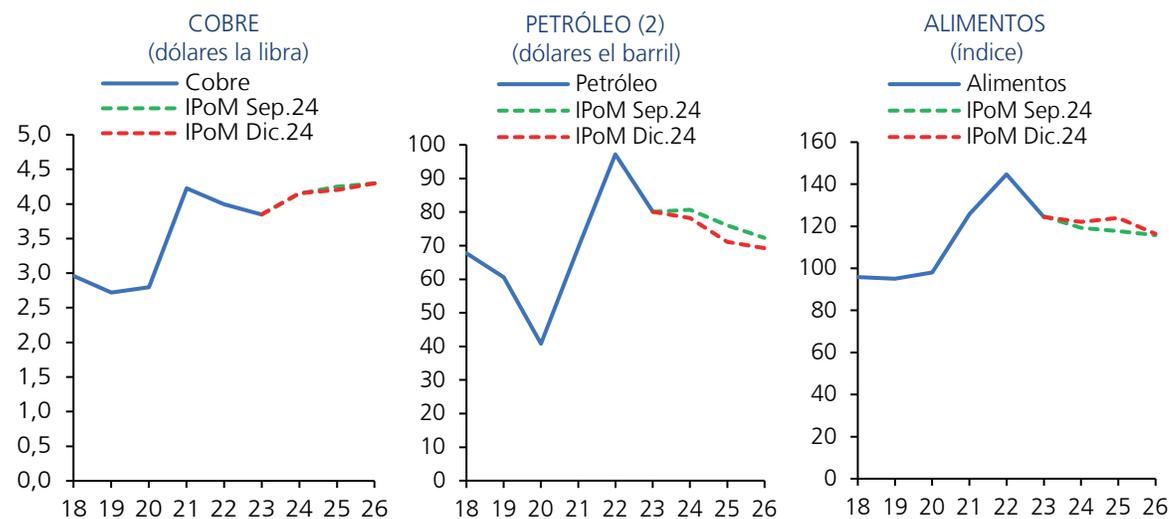
(1) Para un detalle de su definición ver [Glosario](#).

(2) Promedio anual para el rango superior de la tasa Fed funds.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5 PROYECCIONES PARA EL PRECIO DE MATERIAS PRIMAS (1)



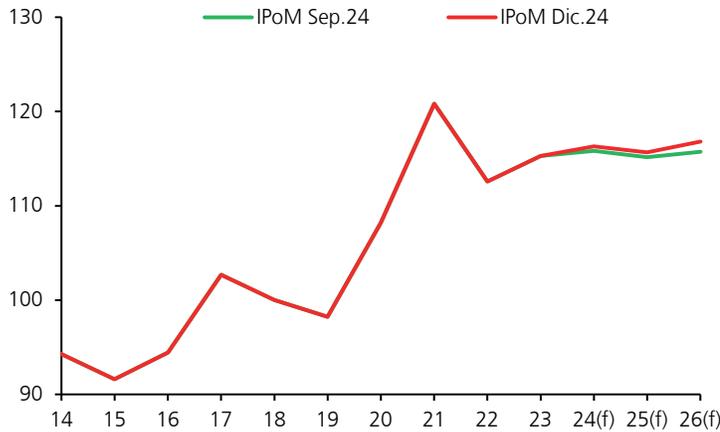
(1) Corresponde al precio promedio efectivo o proyectado (líneas segmentadas) para cada año contenido en el IPoM respectivo.

(2) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent.

Fuentes: Banco Central de Chile y FAO.



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

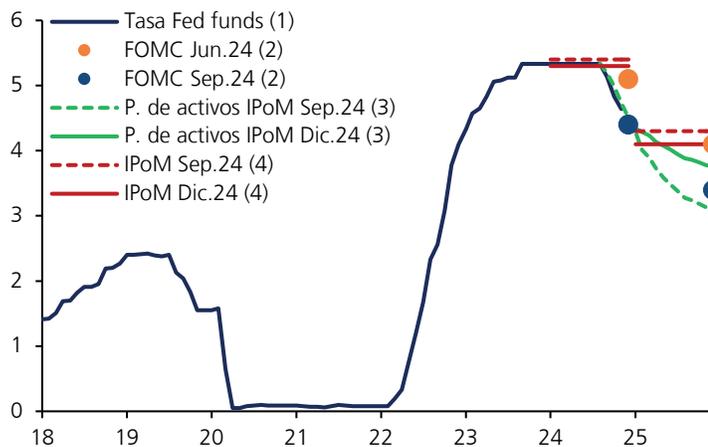


(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas de política monetaria en Estados Unidos se mantienen sin mayores cambios respecto al IPoM anterior. Además, se prevé que las tasas de interés de largo plazo se mantendrán altas en un contexto en que hay una mayor incertidumbre del panorama internacional. El proceso de recortes a las tasas de la Reserva Federal (Fed) continuará a un ritmo similar al considerado en el escenario central del IPoM de septiembre. Cabe destacar que el mercado ha aumentado de manera considerable su trayectoria prevista para la tasa *Fed Funds* (FFR) en 2025, acercándose a lo planteado en septiembre. Las proyecciones de este IPoM consideran un recorte de 25 puntos base (pb) en diciembre y tres reducciones en 2025 (cuatro en el IPoM anterior) (gráfico II.7). No obstante, las dudas en torno a este proceso han seguido generando volatilidad en los mercados financieros y no se descarta que lo sigan haciendo en el futuro. Con respecto a las tasas largas, se prevé que estas continuarán elevadas. Esto recoge el incremento de las primas por plazo incorporadas en estas tasas, en lo que, entre otros elementos, juega un rol la incertidumbre sobre la situación fiscal en varias economías (Recuadro I.1).

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



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

(2) Proyección del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en su respectiva reunión.

(3) Consideran las fechas de los cierres estadísticos de cada IPoM.

(4) Promedio anual para el rango superior de la tasa Fed *funds* en 2024 y 2025, según escenario central de cada IPoM.

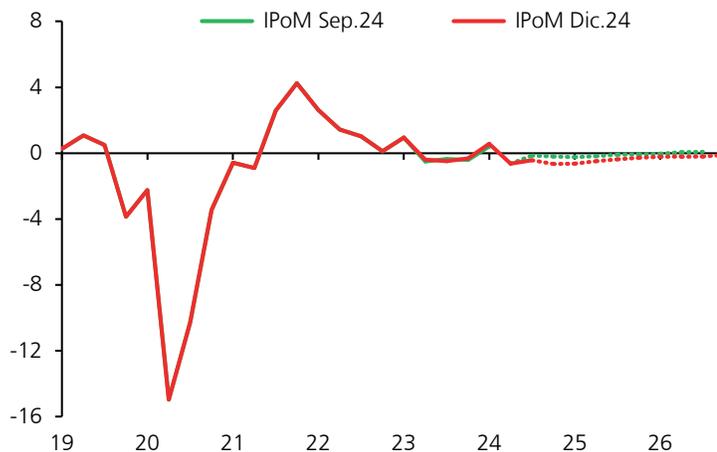
Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.



BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

Se estima que la brecha de actividad se mantendrá en valores levemente negativos hasta fines de 2025, lo que ayudará a mitigar las presiones inflacionarias (gráfico II.8). Luego, se estima que vaya cerrándose paulatinamente y retorne a sus niveles de equilibrio en la medida en que la economía se mantenga creciendo en torno a sus niveles de tendencia, la demanda se recupere y continúen los recortes de la TPM. La evaluación de la brecha de actividad es coherente con una brecha del mercado laboral que se estima acotada, en un contexto en que la tasa de desempleo se encuentra levemente por encima del rango que se obtendría para la tasa de desempleo de referencia —que considera la ausencia de presiones cíclicas sobre la inflación— utilizando distintas metodologías (Recuadro II.1).

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



(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.

(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de septiembre 2024 (tendencial y potencial).

Fuente: Banco Central de Chile.

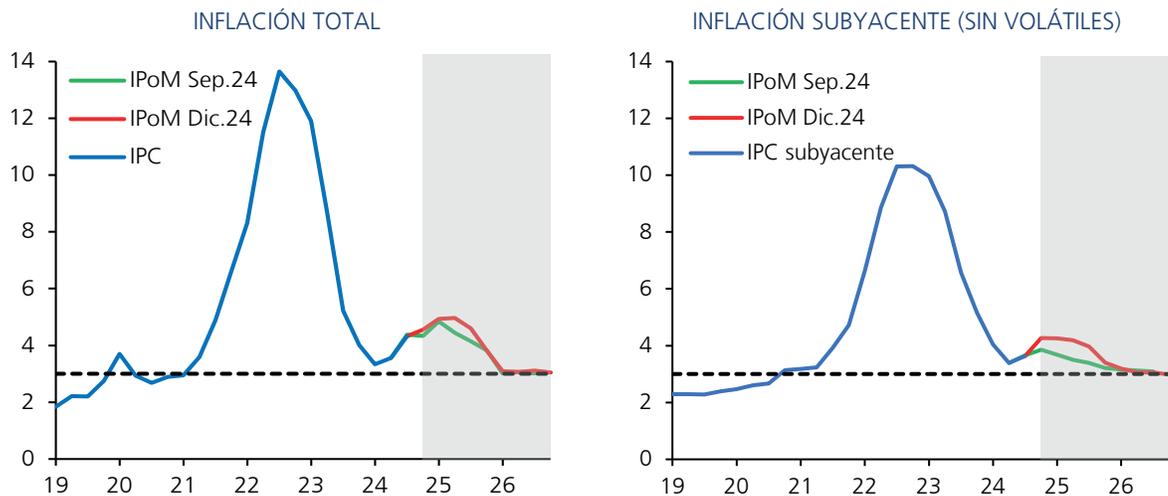
En el corto plazo, el escenario central incorpora una trayectoria para la inflación total y subyacente superior a la prevista en septiembre. Esto incluye el efecto de las mayores presiones de costos y considera la leve diferencia positiva respecto de lo previsto que se ha acumulado con los registros inflacionarios de los últimos meses. A la sorpresa al alza que acumuló la inflación entre agosto y noviembre, se suman diversas presiones de costos. Destacan algunos precios internacionales (por ejemplo, los alimentos), los costos laborales y la depreciación del peso. La simultaneidad de estos *shocks* ha estrechado los márgenes de las empresas y hace estimar un mayor coeficiente de traspaso hacia los precios finales comparado con lo considerado en trimestres previos. De este modo, ahora se evalúa que este último parámetro se encuentra en torno a sus promedios históricos. La inflación subyacente lidera las revisiones, con una inflación promedio que en 2025 será 0,5 puntos porcentuales mayor que lo previsto en septiembre. Para la inflación total, ello es compensado parcialmente por correcciones a la baja en algunos precios externos, en particular de los combustibles (gráfico II.9 y tabla II.4).

La inflación total subirá en los próximos meses y fluctuará en torno a 5% anual durante el primer semestre de 2025. Luego, comenzará a reducirse para finalizar ese año en 3,6% y converger a 3% en los primeros meses de 2026 (gráfico II.9 y tabla II.4). Gran parte del proceso de convergencia inflacionaria se justifica en las perspectivas más débiles para la demanda interna y en presiones de costos que irán cediendo,



entre ellas la reducción gradual del tipo de cambio real. Se prevé que este último vaya apreciándose a medida que los impactos de la mayor incertidumbre sobre las variables financieras vayan retrocediendo, que el proceso de normalización de la FFR siga su curso y que el precio del cobre evolucione según lo contemplado. La disminución de la carga financiera de las personas y de las tasas de interés de corto plazo apoyarán la recuperación del consumo en lo venidero.

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



(*) Medidas de inflación consideran canasta 2023 del IPC utilizando empalme BCCh. Las variaciones mensuales y anuales de este índice no coinciden con las variaciones oficiales del INE –útiles para fines de reajustabilidad– ya que estas utilizan para los cambios de año base, las series de la canasta previa. El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2024, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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

	2023	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
IPC promedio	7,3	3,9	4,6	3,1
IPC diciembre	3,4	4,8	3,6	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	7,5	3,8	3,9	3,1
IPC subyacente diciembre	4,7	4,5	3,3	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

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

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

(f) Proyección.

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



ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ESCENARIO CENTRAL, SENSIBILIDADES Y RIESGOS

El panorama inflacionario de corto plazo se ha tornado más desafiante producto de mayores presiones de costos. En el escenario central de proyección de este IPoM, estas harán fluctuar la inflación en torno a 5% durante el primer semestre de 2025. Con todo, en el mediano plazo, la mayor debilidad de la demanda interna mitigaría las presiones inflacionarias. De este modo, de concretarse los supuestos del escenario central, la TPM seguirá una trayectoria decreciente en el horizonte de política.

El balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo, lo que releva la necesidad de cautela. Esto significa que el Consejo irá acumulando información respecto de la marcha de la economía para evaluar la oportunidad en que se reducirá la TPM en los próximos trimestres.

El corredor de la TPM contiene escenarios de sensibilidad —distintos al central y con una probabilidad de ocurrencia relevante—, en los cuales la política monetaria podría seguir un camino diferente (gráficos II.10 y II.11).

El borde superior del corredor de la TPM refleja escenarios con presiones inflacionarias más elevadas, y que en esta oportunidad está asociado a un mayor impacto de las presiones de costos. La intensificación de estas últimas y/o un traspaso hacia precios finales más alto por parte de las empresas podría incrementar las presiones inflacionarias presentes en la economía, lo que también aumentaría los efectos de segunda vuelta y la posibilidad de observar una mayor persistencia. Los riesgos de corto plazo en torno a estos escenarios son mayores, dada la incertidumbre global y los niveles que alcanzará la inflación en el escenario central de proyecciones. De concretarse un panorama como este, se requeriría de una trayectoria de política monetaria más contractiva que la contemplada en el escenario central para poder asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% dentro del horizonte de política monetaria de dos años.

El borde inferior se relaciona con los efectos de la mayor incertidumbre y debilidad del escenario internacional en la evolución del gasto interno. Un deterioro más marcado de las condiciones de financiamiento globales, asociado a una agudización de los focos de incertidumbre vigentes, restaría aún más impulso al gasto de los agentes, especialmente en la inversión. Podría sumarse un escenario en el que el deterioro del mercado laboral fuera mayor que lo previsto. Ello provocaría holguras de capacidad discordantes con la convergencia de la inflación a la meta de 3%, exigiendo reducciones más significativas de la TPM.

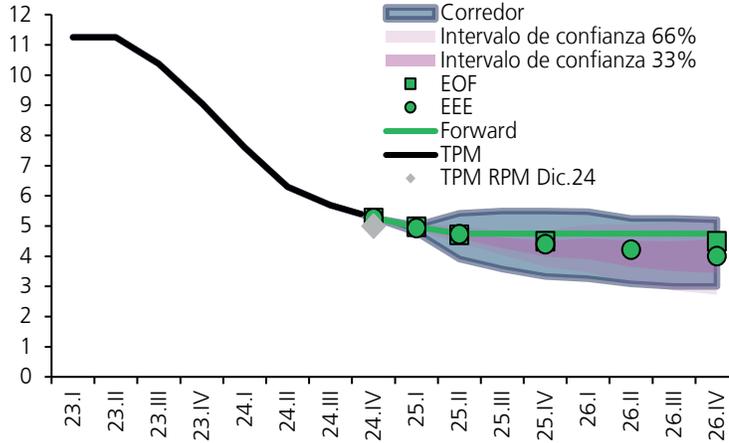
Los escenarios de riesgo se vinculan a la situación global, en particular del lado financiero, pero con consecuencias más severas que podrían llevar a movimientos de la TPM por fuera del corredor, en un contexto donde se han sumado nuevos focos de incertidumbre^{1/}. En particular, se agregan las dudas sobre las tensiones comerciales y un eventual proceso de desglobalización. Desenlaces más extremos en este frente, así como de los conflictos bélicos en curso y de la frágil situación fiscal en varias economías no permiten descartar episodios más complejos de aversión al riesgo en los mercados financieros. Esto podría dar paso a escenarios de depreciación cambiaria más pronunciada y de mayor contracción de la actividad, considerando además que las tasas largas han mostrado un rol amortiguador más débil frente a la ocurrencia de *shocks* negativos, en particular en Estados Unidos (Recuadro I.1). Con todo, el Consejo permanecerá atento a posibles desvíos del escenario central que requieran de cambios en la estrategia de política monetaria, con el fin de asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% dentro del horizonte de política monetaria.

^{1/} El [Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2024](#) también dio cuenta de factores de riesgos ligados al escenario externo.



GRÁFICO II.10 CORREDOR DE TPM (*)

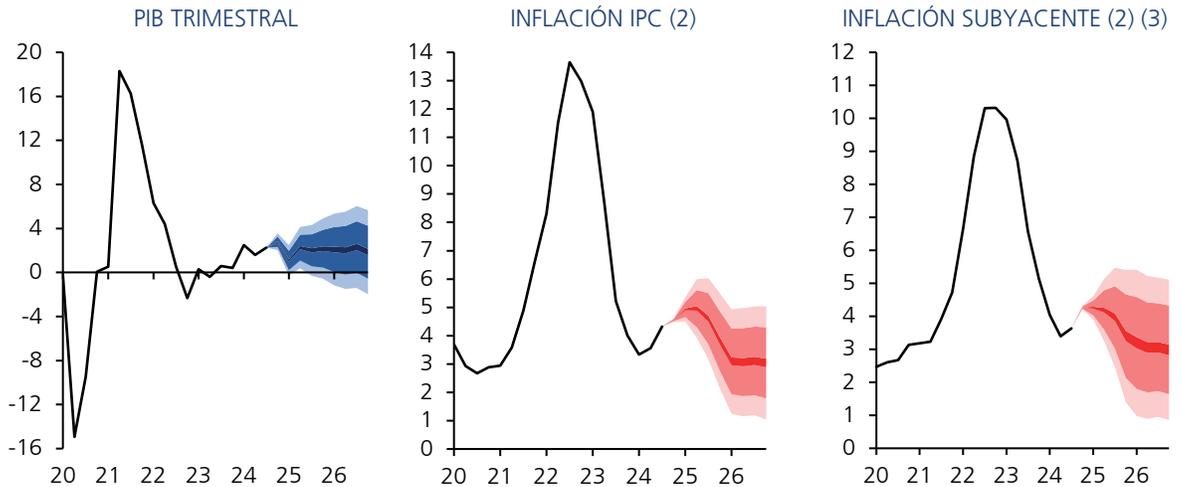
(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El calendario de 2025 y 2026 considera dos RPM por trimestre. 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 11 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. El promedio trimestral considera los días hábiles de cada trimestre. Rombo gris corresponde a la decisión de la RPM de diciembre 2024. Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.11 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017.

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

(3) Medida por el IPC sin volátiles.

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



RECUADRO II.1:

Holguras en el mercado laboral

Durante este año, la tasa de desempleo ha fluctuado en niveles en torno a 8,5%. Al mismo tiempo, distintas medidas del empleo han mostrado debilidad. A pesar de esto, los salarios han subido de manera sustantiva en los últimos meses. Dado lo anterior, se ha discutido acerca del nivel de holguras o brechas en el mercado laboral.

Este Recuadro presenta una evaluación de las holguras del mercado laboral considerando la estimación de un conjunto de medidas de la tasa de desempleo de referencia durante las últimas dos décadas. Esta se define como la tasa de desempleo coherente con la ausencia de presión cíclica sobre la inflación^{1/}, por lo que puede entenderse como una medida análoga al PIB potencial. Períodos en que la tasa de desempleo se encuentre por encima de su nivel de referencia reflejarían holguras de capacidad que presionarían la inflación a la baja. Lo contrario sucedería si la tasa de desempleo se ubica por debajo de su nivel de referencia.

Consideradas estas estimaciones y la tasa de desempleo efectiva, se obtiene el nivel de las holguras existentes en el mercado laboral, las que complementan la medición habitual de brechas de actividad. Las distintas metodologías que miden la tasa de desempleo de referencia se reportan en el gráfico II.12^{2/}. Durante 2024, la tasa de desocupación ha promediado 8,6%, lo que se encuentra levemente por encima de las estimaciones para la tasa de desempleo de referencia. Ello sería coherente con la existencia de holguras acotadas en el mercado laboral y con la evaluación de la brecha de actividad (gráfico II.13). En el escenario central de este IPoM, estas holguras de capacidad contribuirán a la convergencia de la inflación en el horizonte de proyección.

Estimaciones de la tasa de desempleo de referencia y brechas de desempleo

En el corto plazo, la tasa de desempleo de referencia puede fluctuar por factores transitorios, como cambios cíclicos en la composición de la fuerza laboral o shocks de corto plazo que incidan en los costos laborales. En el mediano plazo, también puede modificar su tendencia por cambios en factores estructurales como, por ejemplo, cambios persistentes en el crecimiento de la productividad^{3/}.

[Levenier et al. \(2024\)](#) presentan cinco estimaciones de la tasa de desempleo de referencia obtenidas a partir de distintas metodologías. La mayoría de las estimaciones muestra una tendencia a la baja entre mediados de los 2000 y mediados de la década pasada, y luego una tendencia al alza que se mantiene hasta la fecha. Existen distintos factores que podrían explicar esta dinámica^{4/}. La tasa de desempleo de referencia coincide con el período de fuerte aumento del precio del cobre, que fue acompañado de una importante expansión de la actividad económica. El aumento posterior coincide con un período en que la productividad total de factores muestra tasas de crecimiento

^{1/} En la literatura internacional, la tasa de desempleo de referencia también se conoce como NAIURU, por sus siglas en inglés (*non-accelerating inflation rate of unemployment*).

^{2/} Cifras desestacionalizadas.

^{3/} Ver, por ejemplo, [Pissarides y Vallanti \(2007\)](#). La tasa de desempleo de mediano-largo plazo se define como aquella que prevalecería una vez que los shocks transitorios se disipen. Esta medida es análoga al PIB tendencial, pues contribuye a determinar el nivel de actividad económica normal en el largo plazo.

^{4/} La tasa de referencia se estima considerando información y tendencias históricas, con lo cual cambios estructurales actuales o en el futuro cercano no están contemplados.

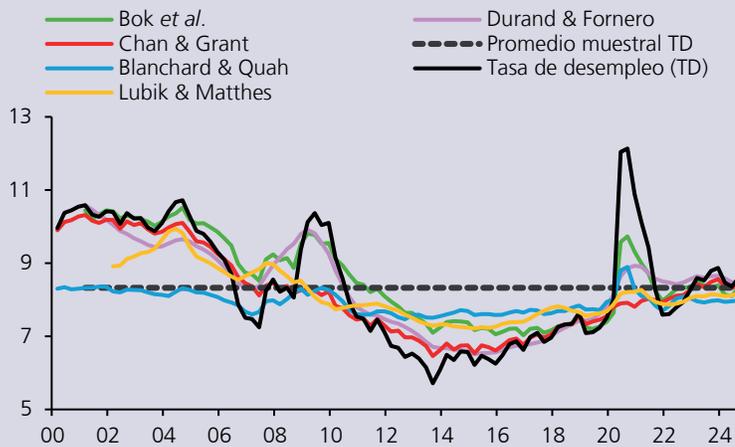


negativas, lo que incide negativamente en el crecimiento del PIB tendencial⁵. También es posible que diversos cambios regulatorios que se dieron en el mercado laboral durante los últimos años hayan afectado el ritmo de creación de empleo y, por esta vía, la tasa de desempleo de referencia⁶.

Conclusiones

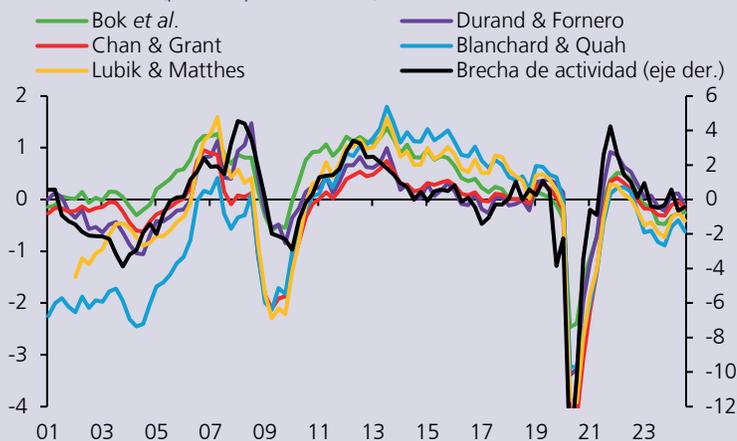
Durante 2024, la tasa de desocupación ha promediado 8,6%, lo que se encuentra levemente por encima de las estimaciones para la tasa de desempleo de referencia. Lo anterior sugiere la presencia de holguras acotadas en el mercado laboral, en línea con lo que se estima para la brecha de actividad.

GRÁFICO II.12 TASA DE DESEMPLEO Y ESTIMACIONES DE SU NIVEL DE REFERENCIA (*)
(porcentaje, serie desestacionalizada)



(*) Tasa de desempleo previa al trimestre móvil ene-feb-mar 2010 corresponde a empalme utilizando la información de la ENE.
Fuentes: [Levenier et al. \(2024\)](#) en base a Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.13 BRECHAS DE DESEMPLEO Y ACTIVIDAD
(puntos porcentuales)



Fuentes: [Levenier et al. \(2024\)](#) en base a Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.

⁵ El desempeño de la productividad total de factores se ha documentado en las estimaciones de crecimiento tendencial. La más reciente se publicó en el IPoM de septiembre 2024 ([Recuadro II.1](#)).

⁶ Distintas medidas regulatorias pueden tener diferentes efectos en el mercado laboral. Para una revisión general, ver [Cahuc et al. \(2014\)](#).

