

Informe de Cobertura

Chile

Buscando la ruta hacia el primer mundo



Contenido

Resumen Ejecutivo	1
Marco institucional.....	3
Seguridad social y educación.....	4
Confianza en las Instituciones y democracia.....	6
Institucionalidad económica	9
Política fiscal en el marco de la responsabilidad fiscal.....	9
Política monetaria	11
Contexto político	13
Cambio de Gobierno en medio de un el desafío	13
Proceso Constitucional, un desafío para la institucionalidad en Chile.....	15
Panorama de la pandemia	18
Evolución de la pandemia	18
Respuesta a la emergencia	19
Vacunación	20
Actividad económica y mercado laboral.....	22
Actividad económica.....	22
Mercado laboral	27
Inflación y política monetaria	30
Estabilidad de precios en el marco de las metas de inflación	30
Política monetaria: credibilidad y transparencia.....	32
Situación fiscal	35
Cuentas externas y tipo de cambio	41
Deterioro del déficit en cuenta corriente es un factor de vulnerabilidad	41
Cuenta financiera: financiación parcial del déficit en cuenta corriente.....	45
Tipo de cambio.....	47
Perspectivas	49
Equipo de investigaciones económicas.....	53

Resumen Ejecutivo

Julio César Romero
Economista jefe
julio.romero@corficolombiana.com

María Paula González
Analista de Investigaciones
Económicas
paula.gonzalez@corficolombiana.com

- **Chile tiene la cuarta economía más grande de Latinoamérica y la tercera de América del Sur, con un PIB de 316,8 mil millones de dólares en 2021.** Con una población de 19,5 millones de habitantes, en las últimas dos décadas el crecimiento sobresaliente de su economía triplicó el nivel de PIB per-cápita, de manera que en 2021 ascendía a 16.265 dólares¹, superando ampliamente los niveles de sus pares regionales. Previo a la caída del precio de los *commodities* a mediados de la década pasada, la economía chilena crecía a un ritmo de 5,1% en promedio (2010-2013), pero entre 2014 y 2017 desaceleró su crecimiento promedio a 1,8% (Ver Capítulo [Actividad económica y mercado laboral](#) en este informe).
- Desde la perspectiva de la demanda, el consumo de los hogares es el principal motor de crecimiento al representar cerca del 60% del PIB en 2021. Desde la óptica de la producción, el sector terciario es el más representativo en el aparato productivo, si bien el sector extractivo, concentrado en la minería de cobre, tiene un papel protagónico en las cuentas externas y fiscales del país (Ver Capítulo [Actividad económica y mercado laboral](#) en este informe).
- La canasta exportadora de Chile está basada en productos primarios, principalmente aquellos provenientes de la minería. **En 2022, el 57% de las exportaciones totales de Chile se concentraron en el sector minero, de las cuales cerca del 79% correspondían a ventas externas de cobre.** En la última década, Chile no tuvo avances en la diversificación de la canasta exportadora, y de hecho descendió un puesto en el ranking global de acuerdo con el índice de complejidad de la Economía de la Universidad de Harvard. Actualmente se ubica en el puesto 76 entre 133 países, siendo el mejor posicionado en América Latina (Ver Capítulo [Cuentas externas y tipo de cambio](#) en este informe).
- Chile tiene un rol clave en la producción y comercialización mundial de cobre, **siendo el principal productor y el mayor exportador con cerca de un tercio de la producción mundial y el 30% del mercado global de este mineral.** En este sentido, las perspectivas sobre la demanda de cobre en un futuro indican que este mineral seguirá siendo fundamental en la transición energética, lo cual representa una oportunidad de mediano plazo para la economía chilena (Ver Capítulo [Cuentas externas y tipo de cambio](#) en este informe).
- La política fiscal de Chile está basada desde 2001 en la aplicación de una regla de balance estructural e instituciones que refuerzan la disciplina en el manejo de las finanzas públicas. Lo anterior se refleja en un nivel bajo de endeudamiento del Gobierno relativo a sus pares regionales, con una deuda pública de 36% del PIB en 2021. Además, Chile conserva con holgura el grado de inversión, manteniendo la mejor calificación crediticia soberana en América Latina. No obstante, el reciente deterioro de las cuentas fiscales por efecto de las crecientes demandas sociales, que venían aumentando desde antes de la pandemia, motivó la rebaja de la calificación soberana a Chile por parte de las agencias Fitch y Standard & Poors (S&P) en 2020 y 2021, respectivamente (Ver Capítulo [Situación fiscal](#) en este informe).
- La política monetaria en Chile se rige bajo el esquema de inflación objetivo, que ha permitido una inflación promedio del 3,2% en las dos décadas que precedieron la pandemia (2000-

¹ De acuerdo con datos del Banco Mundial. PIB per cápita en dólares corrientes.

16 de febrero de 2023

2019) y refleja la credibilidad del Banco Central. Desde que se implementó el esquema, en 1999, la inflación del país ha estado dentro del rango de tolerancia del Emisor –entre 2,0% y 4,0%– en el 54,7% de los meses, y por debajo del objetivo puntual de 3,0% en un 47,8% de los meses. Por su parte, las expectativas de inflación se han mantenido ancladas salvo en los episodios inflacionarios de 2007 y 2021 (Ver Capítulo [Inflación y política monetaria](#) en este informe).

- Chile atraviesa actualmente una coyuntura política compleja, en medio del proceso de Reforma Constitucional que inició tras el estallido social de 2019. Las manifestaciones de ese año dieron origen a la redacción de una Nueva Carta Magna que reemplazaría la Constitución heredada por la dictadura de Pinochet en 1980. Este proceso derivó en una propuesta que fue rechazada por la ciudadanía de manera contundente en septiembre de 2022. A finales de 2023, los chilenos decidirán si aprueban o no una segunda propuesta constitucional, cuyo proceso de redacción iniciará próximamente. El impacto fiscal de la nueva constitución, por sus implicaciones sobre el gasto público para garantizar derechos sociales, así como las medidas que puedan afectar la inversión privada en sectores claves como el minero, serán claves para el futuro de la economía chilena (Ver Capítulo [Contexto político](#) en este informe).
- Prospectivamente, **el Banco Central de Chile proyecta un crecimiento de 2,4% del PIB en 2022 y una contracción de 1,25% en 2023, como resultado de la caída de la demanda interna.** El consumo se vería afectado por el agotamiento de las ayudas económicas otorgadas en el marco de la pandemia, el menor poder adquisitivo sustentado en la tendencia decreciente de los salarios reales y un mercado laboral que muestra señales de estancamiento. Entre tanto, se espera que la inversión retroceda en línea con unas condiciones financieras más ajustadas y un ambiente de menor confianza empresarial, en medio de la incertidumbre por el proceso Constitucional que continuará a lo largo de 2023, y la agenda de reformas de la administración de Gabriel Boric.

Marco institucional

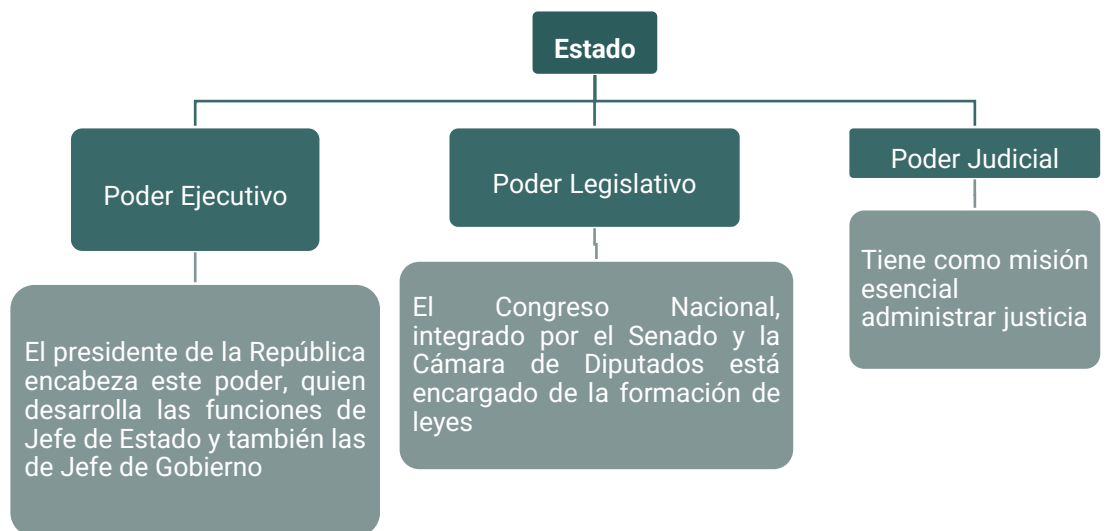
Chile se define como una república democrática, organizada según el principio de división de poderes. El Estado se divide en tres poderes autónomos e independientes: Ejecutivo, Legislativo y Judicial (Figura 1).

El poder legislativo, encargado de la formación de leyes, ejerce sus funciones a través del Congreso Nacional, el cual está integrado por el Senado y la Cámara de Diputados. Ambas Cámaras las componen 50 y 155 miembros, respectivamente, elegidos por voto popular.

En Chile, la formación de una ley puede tener dos orígenes, bien sea en una de las Cámaras del Congreso (Senado o Cámara) o a través de un mensaje presidencial. Ahora bien, el trámite constitucional de debate y aprobación de proyectos de ley tiene dos momentos que refuerzan el equilibrio de poderes. En este sentido, una de las principales críticas a la propuesta de Nueva Constitución redactada por la Convención Constitucional fue la falta de claridad frente al contrapeso y el alcance del organismo encargado de la formación de leyes, teniendo en cuenta que la propuesta buscaba la creación de dos Cámaras con atribuciones distintas, reemplazando al Senado por una Cámara de las Regiones (Figura 2).

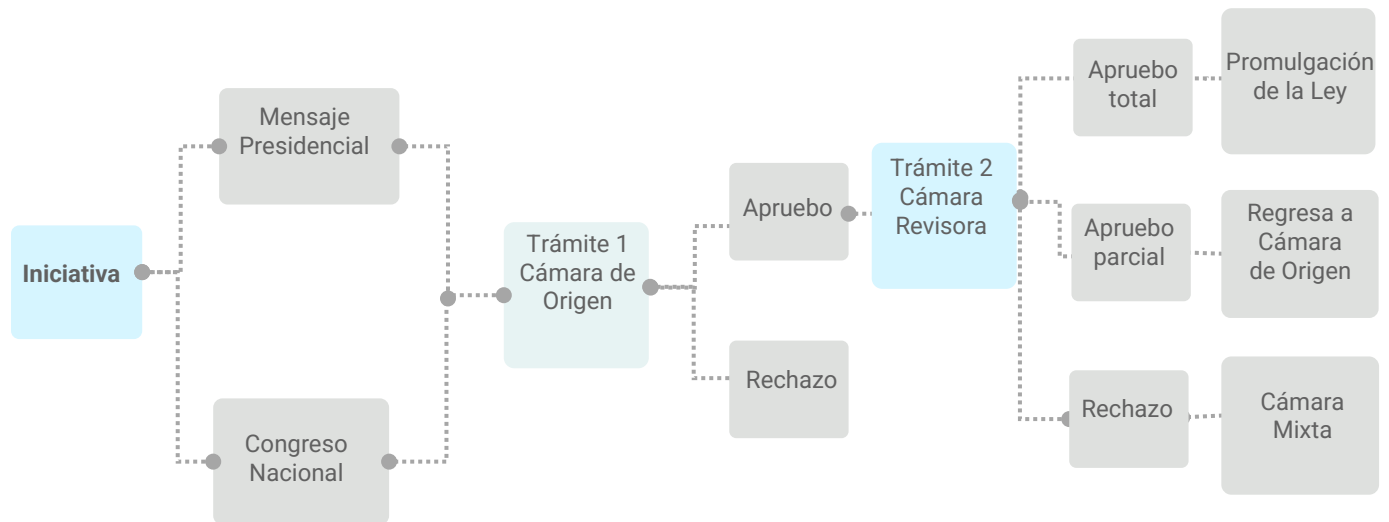
Por su parte, el poder judicial se encarga de administrar justicia y lo encabeza la Corte Suprema, en tanto que el poder Ejecutivo está liderado por el presidente de la República. Entre las atribuciones del presidente se encuentran la proposición, sanción y promulgación de leyes, la potestad reglamentaria y el nombramiento de los ministros que componen su Gabinete.

Figura 1. Organigrama del Estado chileno – División de poderes del Estado



Fuente: Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Elaboración propia.

Figura 2. Proceso de formación de una ley en Chile



Fuente: Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Elaboración propia.

Nota: La iniciativa puede surgir por mensaje presidencial o por Senadores o Diputados del Congreso Nacional. La Cámara de origen puede ser el Senado o la Cámara de Diputados, dependiendo de quien tramite la iniciativa. Existen iniciativas que solo pueden iniciar su trámite en el Senado o en la Cámara. La Cámara revisora será la Cámara del Congreso distinta a la de origen.

Seguridad social y educación

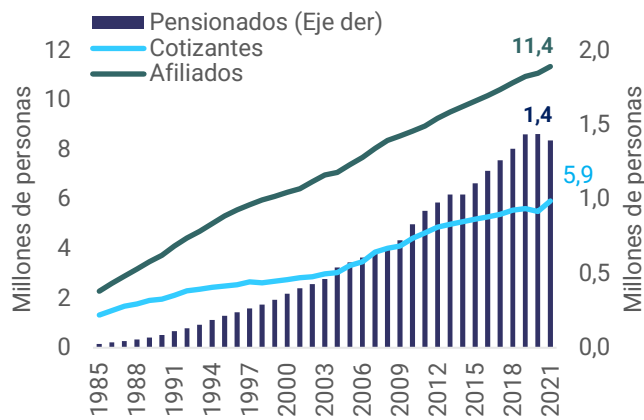
El sistema de Pensiones de Chile es privado y gestionado por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

Pensiones: el Sistema de Pensiones de Chile está conformado por tres pilares: contributivo, voluntario y solidario. Desde 1981, el sistema de pensiones de capitalización de ahorro individual administrado por el sector privado, a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), reemplazó el sistema de reparto previo. La diferencia entre estos sistemas (reparto y capitalización) parte de su financiación. El sistema de reparto se financiaba a través de las cotizaciones de los trabajadores y de los aportes del Estado, mientras que el sistema de capitalización individual se financia a través de las cotizaciones obligatorias realizadas por el trabajador en su cuenta de ahorro individual².

Las AFPs administran e invierten los recursos del pilar contributivo (obligatorio) para obtener una rentabilidad que compone parte del saldo de los fondos. El pilar voluntario funciona como un ahorro adicional al aporte obligatorio del 10% que rige para las cuentas de ahorro individual. Por su parte, el pilar solidario lo financia el Estado, y busca beneficiar a la población más vulnerable del país. A partir de 2022, este pilar contempla una Pensión Garantizada Universal (PGU), la cual consiste en un beneficio otorgado por el Estado a la población mayor a los 65

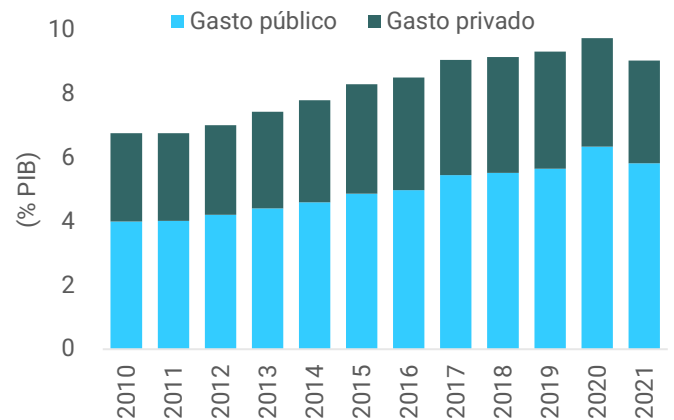
² Desde 2018, tanto los trabajadores asalariados como los independientes o por honorarios deben ingresar al sistema de capitalización individual y realizar aportes por el 10% de su remuneración. Previo a este año, los trabajadores independientes no estaban obligados a cotizar en las cuentas de ahorro individual del Sistema Pensional en Chile. El aporte obligatorio del 10% es sobre el sueldo imponible a cargo del trabajador. Existe un porcentaje adicional de cotización para acceder al Seguro de Invalidez Supervivencia (SIS), de 1,53% del sueldo, a cargo del empleador, para trabajadores dependientes. Además, se permite el ahorro previsional voluntario colectivo que consiste acuerdo entre la empresa y los trabajadores para incrementar el fondo de capitalización individual a cargo del empleador para todos los trabajadores por igual.

Gráfico 1. Evolución de afiliados, cotizantes y pensionados



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Gráfico 2. Gasto en salud (% PIB)



Fuente: OCDE

años³, que no pertenezca al 10% de los hogares con mayores ingresos⁴, que acrediten la residencia en Chile⁵, y cuenten con una pensión base menor a 1.114.446 pesos chilenos (monto de la pensión superior), determinada por la Pensión Autofinanciada de Referencia (PAFE) de la PGU. El beneficio contempla un máximo de 206.173 pesos chilenos (261,6 dólares), como complemento a su ingreso percibido⁶.

El sistema de Pensiones de Chile tiene tres pilares y garantiza una Pensión Universal a partir de 2022

En términos de cobertura, es importante destacar que, si bien el número de afiliados a las AFPs ha aumentado desde que se llevó a cabo la primera reforma al sistema pensional en Chile (1981), actualmente solo la mitad de los afiliados cotizan al sistema de pensiones. De acuerdo con la Superintendencia de Pensiones, de los 11,4 millones de afiliados que había en 2021, 5,9 millones de personas cotizaban al sistema. Entre tanto, el total de pensionados se ha duplicado en la última década alcanzando 1,4 millones de personas en 2021⁷ (Gráfico 1).

Finalmente, en noviembre de 2022, el Gobierno de Chile presentó una propuesta sobre una reforma pensional, en la cual se busca incrementar el porcentaje de contribución mensual de los trabajadores del 10% al 16%, además de crear un sistema de pilares con una mayor participación estatal (ver Seguimiento mercados andinos y centroamericanos – [Noviembre 11 de 2022](#)).

Salud: el sistema de salud de Chile funciona a través de un esquema de aseguramiento mixto público-privado, integrado por el Fondo Nacional de Salud, FONASA, y por las entidades privadas prestadoras de salud conocidas como Instituciones de Salud Previsional, ISAPRE. Tanto el sistema público como el sistema privado se financian con una cotización obligatoria

³ Aunque la edad de pensión es 60 años para las mujeres, 65 años para los hombres.

⁴ La ley considera un instrumento de medición específico para este beneficio, con el fin de determinar, a través de un puntaje, si la persona integra un grupo familiar perteneciente al 10% más rico de la población de 65 años y más.

⁵ Por un período no inferior a 20 años continuos o discontinuos, desde que haya cumplido 20 años. Además, deberán acreditar la residencia por un lapso no inferior a cuatro años de residencia en los últimos cinco años inmediatamente anteriores a la fecha de presentación de la solicitud para acogerse al beneficio de PGU.

⁶ Las personas pueden acceder a este beneficio independientemente de que todavía estén trabajando o que reciban una pensión de alguno de los regímenes.

⁷ Cerca del 52% de los pensionados corresponden a aquellos que lo han hecho por alcanzar la edad de pensión. Otras formas de pensionarse incluyen vejez anticipada, invalidez total o parcial, viudes y orfandad.

16 de febrero de 2023

del 7,0% de la remuneración mensual de los trabajadores. No obstante, el sistema de salud público se complementa con recursos del Estado que buscan llevar la atención del sistema a la población más vulnerable, mientras que, en el sistema privado el afiliado puede aportar voluntariamente un monto que supere la contribución obligatoria para obtener una atención en salud con mejores condiciones.

El papel del FONASA en el sistema de salud es de gran relevancia debido a sus niveles de cobertura. En 2021, el FONASA contaba con 15 millones de personas aseguradas, lo que corresponde al 77% de la población nacional⁸. Por su parte, el sistema de salud privado contaba con 3,3 millones de beneficiarios, lo que equivale al 17% de la población nacional.

Es importante resaltar que el gasto total (público y privado) en salud de Chile fue en promedio del 8,9% del PIB en los cinco años previos a la pandemia, ocupando el puesto 19 entre los países de la OCDE, superando a Colombia (7,7% del PIB) y a México (5,5% del PIB). El en contexto de la pandemia se destacó el importante incremento del gasto público en salud (Gráfico 2).

Educación: el sistema educativo chileno se basa en un esquema mixto público-privado, permitiendo la libertad de elegir entre un sistema u otro. En el público, el Estado financia el acceso gratuito al sistema, asegurando la universalidad de la educación, que está definida en la constitución como un derecho de todos los chilenos.

Chile tiene una de las mayores participaciones del gasto privado dentro del sistema educativo entre los países de la OCDE. En 2019, el financiamiento por parte de privados en todos los niveles educativos inferiores a la educación terciaria representó el 19,1% del gasto total, mientras que en la educación terciaria asciende al 61% del gasto total⁹. Estos niveles representan una participación similar, aunque menor a la observada en Colombia. En Colombia, el gasto en los niveles educativos inferiores a la educación terciaria representó el 21%, en tanto que, el gasto privado en educación terciaria asciende al 67,6%. En el *ranking*, Colombia es el segundo país con más gasto privado en la educación terciaria de los países de la OCDE, mientras que Chile ocupa el puesto número 7 entre los 37 países analizados.

No obstante, el gasto público en educación -que incluye el gasto en instituciones educativas, gastos de administración, subsidios, y transferencias a entidades privadas- representó el 5,6% del PIB en 2019, por encima del gasto efectivo de Colombia (4,5% del PIB), y Perú (3,8% del PIB), pero por debajo del gasto público en educación en Brasil (5,9% del PIB)¹⁰.

Confianza en las Instituciones y democracia

Chile se caracteriza por mantener niveles bajos de percepción de la corrupción y por tener instituciones de alta calidad, si bien estos indicadores se han deteriorado recientemente. En particular, el Índice de Democracia calculado por Economist Intelligence Unit (EIU) clasificó a

⁸ Cuenta pública participativa 2022. Resumen Ejecutivo.

⁹ Chile overview of the education system (EAG 2022). Disponible en: [Education GPS - Chile - Overview of the education system \(EAG 2022\) \(oecd.org\)](#). Colombia overview of the education system (EAG 2022). Disponible en: [Education GPS - Colombia - Overview of the education system \(EAG 2022\) \(oecd.org\)](#).

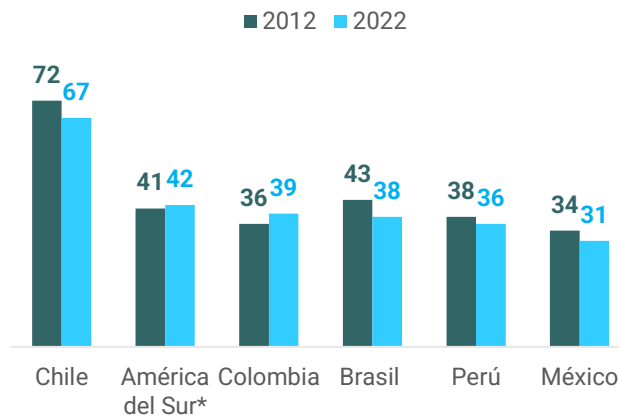
¹⁰ De acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial. Datos para México disponibles hasta 2018. En 2018, el gasto público en educación fue de 4,2% del PIB.

Chile tiene una de las mayores participaciones del gasto privado en el sistema educativo dentro de los países de la OCDE

Chile se caracteriza por mantener niveles bajos de percepción de la corrupción e instituciones de alta calidad

El sistema de salud tiene un esquema mixto público-privado. La mayor parte de la población está afiliada al sistema público

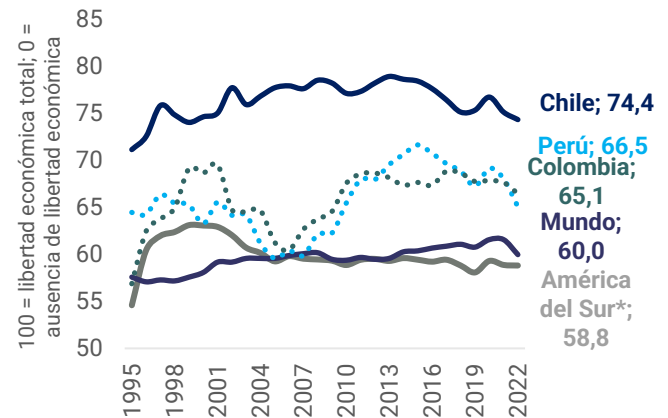
Gráfico 3. Índice de percepción de la corrupción



Fuente: Transparency International

*Promedio: ARG, BOL, BRA, CHL, COL, ECU, GUY, PRY, PER, SUR, URY. Promedio excluye VEN

Gráfico 4. Índice de libertad económica



Fuente: Heritage Foundation

*Promedio: ARG, BOL, BRA, CHL, COL, ECU, GUY, PRY, PER, SUR, URY. Promedio excluye VEN

Chile como una democracia “plena” en 2019 y 2020, al obtener un puntaje superior a 8 de los 10 posibles. Sin embargo, en 2021, Chile pasó a ser clasificada como una democracia “defectuosa”¹¹, al descender a un puntaje de 7,92. Según el índice, una democracia “defectuosa” se refiere a países en los que existen elecciones libres y justas, y en dónde se respetan las libertades civiles. No obstante, estos países tienen algunas debilidades en temas de gobernanza y unos bajos niveles de participación política. Ahora bien, en la región, Chile es la tercera economía con mejor puntaje, después de Uruguay (8,85 puntos) y Costa Rica (8,07 puntos)¹².

Por otro lado, pese a que el Índice de Percepción de la Corrupción se ha deteriorado en la última década, se mantiene en niveles de 67 puntos desde 2017 y encabeza el ranking en comparación con sus pares regionales, ubicándose muy por encima de Colombia (39 puntos), Brasil (38 puntos), Perú (36 puntos) y México (31 puntos)¹³ (Gráfico 3).

La fortaleza del marco institucional de Chile ha sido fundamental para incentivar la inversión privada, y, por ende, propiciar un entorno favorable para la productividad y el crecimiento. Lo anterior en un entorno de garantía de derechos de propiedad, integridad del gobierno, eficacia judicial y eficiencia de la regulación. De hecho, en el *ranking* de puntajes del índice de libertad económica que mide, entre otras características, el tamaño del Estado, los derechos de propiedad, el tamaño del mercado y el nivel de apertura de los mercados, Chile ocupa el primer puesto en la región y el puesto número 20 en el ranking global, con un puntaje de 74,4 en 2022¹⁴ (Gráfico 4).

¹¹ El índice clasifica a las democracias según el puntaje alcanzando en democracia plena, democracia defectuosa, regímenes híbridos y regímenes autoritarios.

¹² El índice se calcula a partir de cinco categorías con características que miden el pluralismo, libertades civiles y la cultura política. El indicador se calcula para 167 países.

¹³ El Índice de Percepción de la Corrupción se mide en una escala entre 0 y 100. De este modo, un puntaje de cero indica que el país tiene un alto grado de corrupción, mientras que un país muy “limpio” obtendría un puntaje de 100.

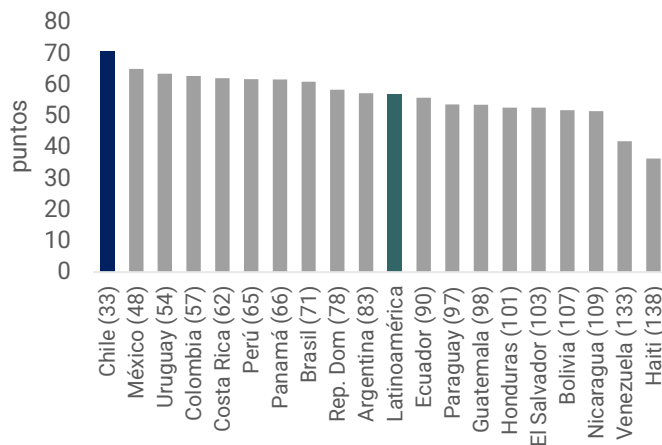
¹⁴ El índice cubre 12 características cuantitativas y cualitativas de libertad económica en 184 países. Las características se agrupan en Estado de derecho, tamaño del gobierno, eficiencia regulatoria y nivel de apertura de mercados. El índice utiliza como concepto de libertad económica al

Chile encabeza el ranking del índice global de competitividad en la región

Por su parte, de acuerdo con el Índice Global de Competitividad del Foro Económico Mundial (IGC)¹⁵, Chile lidera el *ranking* en la región, ocupando el puesto 33 de 141 a nivel global y superando el promedio de América Latina (Gráfico 5). Puntualmente, dentro de los elementos del IGC, Chile se destaca por su componente de “ambiente favorable”¹⁶ para la inversión, ocupando nuevamente el primer lugar del *ranking* en la región y el puesto 39 a nivel global con un puntaje de 75,8 (Gráfico 6).

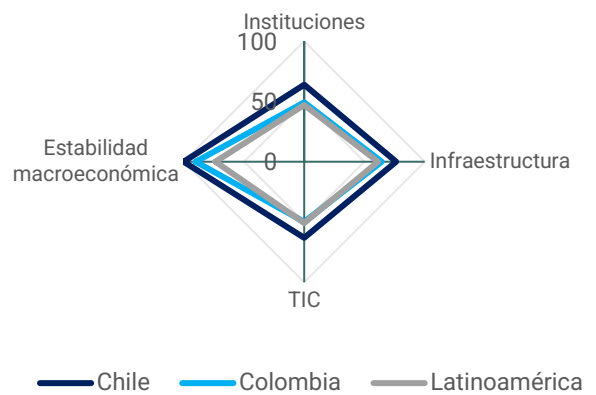
Lo anterior ha favorecido la estabilidad macroeconómica de Chile, fundamentada en una política fiscal orientada en un análisis de mediano plazo, con una regla de balance estructural e instituciones que refuerzan la disciplina en el manejo de las finanzas públicas. A su vez, la política monetaria ejercida por un banco central autónomo, enmarcada en un esquema de inflación objetivo, le ha permitido al país mantener niveles de inflación bajos, salvo en pocos episodios breves. También registra un puntaje elevado en “infraestructura”, un componente fundamental para la inversión de largo plazo. Por el contrario, se evidencian oportunidades de mejora en la implementación de la tecnología TIC y el ambiente innovador que puede generar a futuro (Gráfico 6)

Gráfico 5. Índice global de competitividad del Foro Económico Mundial (2019)*



Fuente: Foro Económico Mundial.
*Posición en el ranking global en paréntesis

Gráfico 6. Dimensiones del componente ambiente favorable en Chile (2019)



Fuente: Foro Económico Mundial
Datos 2019

derecho fundamental de todo ser humano a controlar su propio trabajo y su propiedad económica, por lo que una sociedad con libertad económica, el gobierno permite que los factores de producción circulen libremente.

¹⁵ Este índice denota la importancia del marco institucional y económico, la seguridad jurídica y otros aspectos de innovación que determinan variables de crecimiento de largo plazo como la inversión. Lo anterior, entendiendo que la competitividad para el Foro Económico Mundial se define como el conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país.

¹⁶ Este componente promedia los puntajes obtenidos en cuatro de los doce pilares que se estudian en el IGC: instituciones, infraestructura, adopción de las tecnologías de información y comunicación (TIC), y estabilidad macroeconómica.

Institucionalidad económica

La política fiscal de Chile se basa en la aplicación de una regla fiscal de balance estructural en el marco de una Ley de Responsabilidad Fiscal, lo cual le ha permitido mantener niveles de endeudamiento bajos en comparación con sus pares regionales: en 2021, la deuda bruta del Gobierno General fue de 36,3% del PIB, frente al 72,4% de LatAm. Esto ha contribuido a que mantenga con holgura el grado de inversión en la calificación de su deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera. A su vez, la política fiscal se complementa con mecanismos de estabilización que promueven una política contracíclica. En particular, el país dispone de dos fondos soberanos: el Fondo de Estabilización Económica y el Fondo de Reserva de Pensiones. A su vez, cuenta con el Consejo Fiscal Autónomo (CFA), que contribuye al manejo prudente de las finanzas públicas.

Por otra parte, la credibilidad y confianza sobre el manejo de la política monetaria bajo un esquema de inflación objetivo del Banco Central de Chile, institución autónoma, ha permitido conservar una inflación baja y estable, manteniendo ancladas las expectativas de inflación de los agentes.

Política fiscal en el marco de la responsabilidad fiscal

Desde 2001, la política fiscal chilena está enmarcada en una regla de balance estructural del Gobierno Central, la cual orienta el análisis de la situación de las finanzas públicas desde una perspectiva de mediano plazo. Esta consiste en autorizar el gasto público en función de los ingresos que el Gobierno Central obtendría, ajustándolos de acuerdo con el ciclo económico (ingresos estructurales). Con esto, la política fiscal actúa bajo los parámetros de una política contracíclica; es decir, permite ahorrar en periodos de expansión de la actividad económica, y hacer uso de recursos adicionales en periodos de contracción, ante menores ingresos fiscales y una mayor necesidad de gasto (Larraín, Costa, Cerda, Villena, & Tomaselli, 2011) (Tabla 1).

Desde su implementación, la regla fiscal ha tenido diferentes revisiones y adaptaciones, tanto de su objetivo puntual numérico, como de la metodología implementada para el cálculo del balance estructural. El cambio más reciente se llevó a cabo en 2010, cuando las recomendaciones de un comité de expertos concluyeron en la publicación de una regla de balance estructural de segunda generación, en la cual el gobierno de turno debe establecer las bases de la política fiscal que se aplicará en su administración, así como los efectos que esta pueda tener sobre el balance estructural en el mismo periodo, estableciendo una senda de convergencia a un déficit o superávit establecido.

Ahora bien, esta característica propia de la regla fiscal de Chile que está definida en el Artículo 1° de la Ley de Responsabilidad Fiscal¹⁷, permite la modificación de la meta del balance estructural durante su vigencia. De manera que, ante eventos de desviación de la meta de la regla fiscal, el cumplimiento no es del todo vinculante para el Gobierno. Por ejemplo, en la administración de Michelle Bachelet (2014-2018) se planteó inicialmente una meta de equilibrio de balance estructural. No obstante, en 2015 la meta se modificó y el gobierno se comprometió a reducir gradualmente el déficit estructural en torno a 0,25 puntos del PIB por año, este cambio ocurrió en línea con una menor proyección del comité de estimación del PIB

¹⁷ Ley No 20.128 sobre la Responsabilidad Fiscal. Disponible en: http://www.dipres.gob.cl/598/articles-41380_doc_pdf.pdf

Tabla 1. Regla fiscal en Chile

Regla	Nivel de gobierno	Descripción	Año de implementación	Supervisión del cumplimiento fuera del gobierno	Cláusula de escape bien especificada	Suspensión de la Regla Fiscal - Pandemia
Balance estructural	Gobierno Central*	<p>Condiciona el gasto del Gobierno Central a la evolución de los ingresos fiscales estructurales.</p> <p>Los ingresos fiscales estructurales se definen como los ingresos que recibiría el Fisco si el PIB se encontrara en su tendencia de largo plazo y si el precio internacional del cobre y el molibdeno se encontrara en su precio de tendencia de mediano plazo.</p> <p>La meta la define el gobierno de turno, en línea con el Art.1 de la Ley de Responsabilidad Fiscal.</p>	2001	Si (2013)	No**	No***

Fuente: Biblioteca del Congreso Nacional de Chile BCN y FMI. Elaboración propia.

*Gobierno Central: compuesto por el Gobierno Central Presupuestario y Extrapresupuestario. El Gobierno Central Presupuestario se refiere a las cuentas del gobierno central según la Ley de Presupuestos, abarcando ministerios, entidades estatales autónomas (Congreso Nacional, Poder Judicial, Contraloría General y Ministerio Público) e instituciones públicas descentralizadas (servicios públicos). Por su parte, el Extrapresupuestario se refiere a las cuentas del gobierno central por la Ley Reservada del Cobre e intereses de Bonos de Reconocimiento.

** La regla fiscal de Chile no especifica en su normatividad una cláusula de escape sobre la meta de balance estructural, en cambio permite la modificación de estas metas.

***El Gobierno de Chile optó por modificar la meta del balance estructural, mediante el decreto 1579 de 2020.

tendencial y del precio del cobre¹⁸. De igual manera, en 2020, ante las necesidades de la pandemia, el Gobierno modificó la meta del balance estructural. A partir de 2020 y hasta 2022, se planteó reducir el déficit estructural en 1,2% del PIB¹⁹. Así las cosas, la actual administración de Boric (2022-2026) planteó una meta de reducir el déficit estructural de 3,3% del PIB en 2022 a 0,3% del PIB en 2026²⁰.

Por otro lado, bajo la ley de Responsabilidad Fiscal vigente²¹, se crearon el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), que reemplazó el Fondo de Compensación de los Ingresos del Cobre creado en 1985. El FRP se creó con el fin de “complementar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la pensión básica solidaria de vejez, la pensión básica solidaria de invalidez, el aporte previsional solidario de vejez y el aporte previsional solidario de invalidez”²².

Por su parte, el FEES permite financiar eventuales déficits fiscales y realizar amortizaciones de la deuda pública en eventos que deterioren el ingreso fiscal y, por ende, afecten la financiación del presupuesto. En efecto, en el marco de la pandemia, el Gobierno de Chile utilizó los recursos acumulados en este fondo para el financiamiento de las medidas implementadas con el objetivo de mitigar el impacto sobre la actividad económica y el ingreso de los hogares más vulnerables (Ver Capítulo [Panorama de la pandemia](#) en este informe).

¹⁸ Balance Estructural en Chile: Conceptos, evolución e implementación. Disponible en: https://obtienearchivo.bcn.cl/obtienearchivo?id=repositorio/10221/32547/1/BCN_BalanceEstructural_2_.pdf

¹⁹ Decreto 1579 de 2020. Disponible en: <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1151003&idParte=10170759&idVersion=2020-10-29>

²⁰ Ministerio de Hacienda. https://www.dipres.gob.cl/598/articles-213718_doc_pdf1.pdf

²¹ Vigente a partir del 17 de marzo de 2008.

²² Ley No 20.128 sobre la Responsabilidad Fiscal. Disponible en: http://www.dipres.gob.cl/598/articles-41380_doc_pdf.pdf

Finalmente, la política fiscal de Chile tiene elementos que se consideran importantes en términos de institucionalidad y que refuerzan la confiabilidad de los mercados financieros en la gestión de las finanzas públicas. En este sentido, en 2013 se conformó el Consejo Fiscal Asesor (CFA), cuyo objetivo era colaborar en la discusión, análisis y emisión de recomendaciones en materias relacionadas con la determinación del balance estructural. Sin embargo, tras una evaluación de sus funciones, en 2019, este Consejo fue reemplazado por el Consejo Fiscal Autónomo (CFA). El nuevo CFA se encarga del monitoreo y evaluación del cálculo del ajuste cíclico efectivo de la regla fiscal, también es observador en los procedimientos establecidos para recopilar la opinión de expertos sobre los factores que determinan el nivel estructural de gastos e ingresos del Gobierno Central. Además, sobre las eventuales desviaciones del cumplimiento de las metas de Balance Estructural pone de manifiesto su opinión y propone medidas de mitigación²³.

De esta manera, el manejo prudente de las finanzas públicas se ha visto reflejado en niveles de endeudamiento bajos en comparación con los países de la región. En 2021, la deuda bruta del Gobierno Central se ubicó en el 36,3% del PIB. En el capítulo de “[Situación fiscal](#)” analizamos en detalle la evolución reciente de las finanzas públicas en Chile.

Política monetaria

La Constitución Chilena establece que el Banco Central será un organismo autónomo, con patrimonio propio y de carácter técnico, de modo que el Banco Central no podrá financiar directamente ningún gasto público o préstamo del Estado, excepto bajo un caso de guerra o peligro de ella. El Banco Central tiene como objetivo velar por la estabilidad de la moneda, es decir, mantener la inflación baja y estable, y velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

La administración y dirección del Banco Central recae en el Consejo del Banco Central, conformado por cinco miembros elegidos por el presidente de la República y ratificados por mayoría en el Senado. Los miembros del Consejo serán asignados en su cargo por un periodo de diez años, en tanto que, el presidente del Consejo es elegido por un periodo no superior a cinco años. Adicionalmente, y con el objetivo de coordinar la política monetaria y fiscal, el Ministerio de Hacienda participa en las reuniones de política monetaria con derecho a voz, pero no voto, conservando la autonomía de la autoridad monetaria.

A partir de 1999, el Banco Central adoptó un esquema de inflación objetivo y una política de tipo de cambio flexible, fijando como meta una inflación anual en torno al 3,0% durante la mayor parte del tiempo con un rango de tolerancia de +/- punto porcentual, y un objetivo puntual del 3,0% en el horizonte de 24 meses²⁴, ubicándose en un rango similar al implementado en otras economías de la región (Tabla 2).

²³ Acerca del Consejo Fiscal Autónomo. Disponible en: <https://www.cfachile.cl/acerca-del-consejo/funciones-y-atribuciones>

²⁴ Entre 1991 y 1999 la implementación de un marco de metas de inflación objetivo fue parcial. En este periodo se fijaba una meta de inflación anual para cada año.

Tabla 2. Esquemas de inflación objetivo en América Latina

País	Implementación	Rango meta inflación (%)	Objetivo puntual de inflación (%)
Perú	2002	1,0-3,0	-
Chile	1999	2,0-4,0	3,0
Colombia	1999	2,0-4,0	3,0
México	1999	2,0-4,0	3,0
Brasil	1999	2,25-5,25	3,25*

Elaboración propia

*Brasil tiene una senda de metas de inflación. El objetivo puntual de inflación vigente para 2023 es de 3,25%

Desde el año 2000, la inflación en Chile ha estado por debajo del objetivo puntual del Banco Central en el 47,8% de los meses, mientras que, en el 54,7% de los meses la inflación se ha ubicado dentro del rango de tolerancia del emisor²⁵. Por su parte, las expectativas de inflación se han mantenido ancladas salvo por contadas excepciones. No obstante, desde septiembre de 2021 las expectativas de inflación a dos años se mantienen por encima del 3,0%, alcanzando un máximo de 4,0% en agosto de 2022. Para más detalle ver Capítulo “[Inflación y política monetaria](#)”.

²⁵ Con cifras hasta diciembre de 2022.

Contexto político

Chile atraviesa un proceso de cambio estructural importante por cuenta del proceso Constitucional que ha tomado lugar desde finales de 2019. En este contexto, el presidente Gabriel Boric (2022-2026) está impulsando una agenda de reformas que buscan aumentar la participación del Estado en la búsqueda de garantizar los derechos sociales. Sobre esto, destacamos la reforma tributaria, la reforma al sistema pensional, y la reforma al sistema de salud.

Cambio de Gobierno en medio de un el desafío

Las elecciones presidenciales llevadas a cabo entre noviembre y diciembre de 2021 concluyeron con la victoria de Gabriel Boric, candidato de izquierda por el Pacto Apruebo Dignidad. En la segunda vuelta electoral (19 de noviembre de 2021), Gabriel Boric obtuvo el 55,9% de los votos, frente al 44,1% de su opositor, José Antonio Kast, candidato de derecha.

En su primer balance de gobierno, en junio de 2022, Boric presentó su hoja de ruta para esta nueva administración (2022-2026), la cual cuenta con seis ejes de acción principales: derechos sociales, mejor democracia, justicia y seguridad, crecimiento inclusivo y medio ambiente. Entre sus propuestas, resalta la reforma tributaria presentada a inicios de julio y la propuesta de reforma pensional presentada en noviembre de 2022.

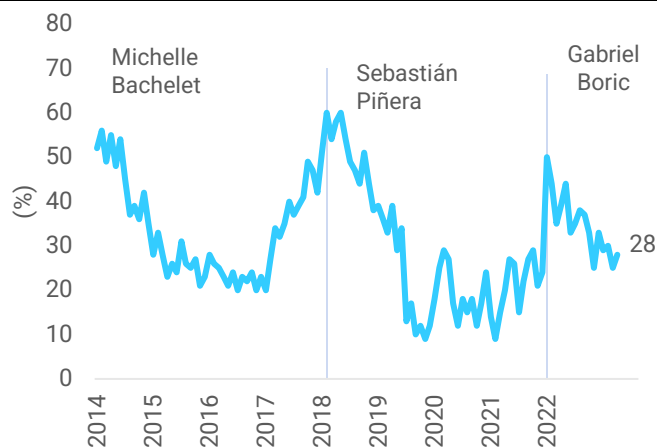
La propuesta inicial de la Reforma Tributaria del Gobierno de Boric contemplaba aumentar el recaudo en 4,1% del PIB en un periodo de cuatro años, mediante cambios al impuesto de renta que aumentan la carga sobre las personas naturales y reducen las tasas de impuesto sobre la renta corporativa. Además, consideró un impuesto a la riqueza, completado con una reducción de las exenciones, y el trabajo contra la elusión y evasión de impuestos. Finalmente, la propuesta de Boric introducía indicaciones sobre las regalías mineras, estableciendo nuevos parámetros para la gran minería de cobre (producción mayor a 50 mil toneladas métricas de cobre fino). Al cierre de este informe, el texto de la Reforma Tributaria con sus modificaciones particulares había sido aprobada por la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados para ser votada en sala²⁶ en las próximas semanas, esperando que pueda ser votada durante la primera semana de marzo²⁷.

Por su parte, la propuesta de Reforma Pensional del Gobierno plantea reemplazar el actual sistema de capitalización de ahorro individual gestionado por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) por un sistema de pensiones mixto con participación de los privados. Con esta propuesta, una entidad pública estaría encargada de la atención al afiliado, la recaudación de las cotizaciones y los pagos entregados a los pensionados, mientras que la participación del sector privado estará relacionada exclusivamente con la inversión de los fondos de ahorro previsional, aunque en este caso también competirá con una alternativa pública denominada Administrador de Pensiones Autónomo (APA) (ver Seguimiento mercados andinos y centroamericanos – [Noviembre 11 de 2022](#)).

²⁶ El 23 de enero de 2023, la Comisión de Hacienda de la Cámara aprobó en particular la reforma tributaria del Gobierno y el proyecto pasó a Sala. Disponible en: [Comisión de Hacienda de la Cámara aprueba en particular la reforma tributaria del Gobierno y proyecto pasa a Sala](#).

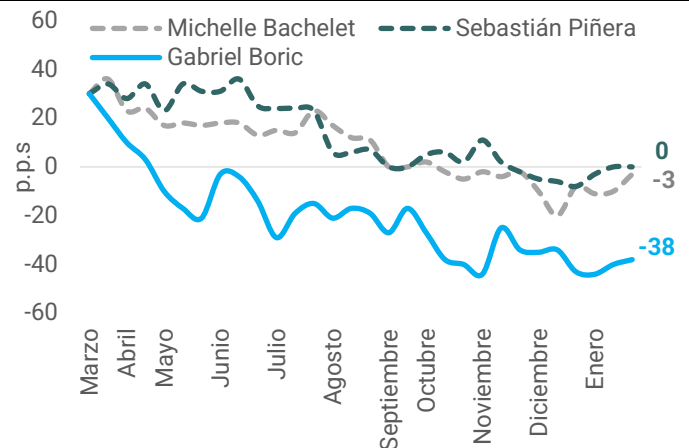
²⁷ Comisión de Hacienda de la Cámara despacha la reforma tributaria, pero crece opción de que Sala la vote en marzo. Disponible: [Comisión de Hacienda de la Cámara despacha la reforma tributaria - La Tercera](#)

Gráfico 7. Histórico de aprobación presidencial



Fuente: Cadem
Datos al 27 de enero de 2023

Gráfico 8. Aprobación presidencial neta en los primeros meses de gobierno (% aprobación - % desaprobación)



Fuente: Cadem
Datos de marzo del primer año de gobierno a enero del segundo año de gobierno

Ahora bien, en sus primeros meses de gobierno, los niveles de aprobación de Gabriel Boric se deterioraron de manera más acelerada frente a los gobiernos anteriores de Michelle Bachelet (2014-2018) y Sebastián Piñera (2018-2021). Desde el inicio de su administración, Boric registró una aprobación presidencial del 50%, cifra que descendió al 28% en la última semana de enero de 2023. Entre tanto, la aprobación presidencial neta²⁸ se mantiene en valores negativos desde abril de 2022. En la última semana de noviembre, el número de personas que no aprueban el gobierno de Boric supera por 38 p.p. a aquellos encuestados que sí lo aprueban (Gráficos 7 y 8).

La pérdida de popularidad de la nueva administración se dio en medio de grandes retos a nivel local. La inflación se ubica en niveles no observados en décadas, mientras que el deterioro de las condiciones financieras en medio del proceso de normalización monetaria en economías emergentes y avanzadas ha generado presiones sobre el endeudamiento de los hogares. A lo anterior, se suma la desaceleración de la actividad económica en 2022 y la expectativa de contracción del PIB durante 2023. Al respecto, el Banco Central proyecta una tasa de expansión de 2,4% en 2022 (2,7% según la aproximación del IMACEC) y una caída entre 1,75% y 0,75% en 2023²⁹. Esto, en contraste con el crecimiento de 11,7% de 2021 impulsado por una baja base estadística y la fuerte recuperación del consumo.

²⁸ % de aprobación - % de desaprobación

²⁹ Estimaciones del Banco Central de Chile contenidas en su Informe de Política de Monetaria de diciembre 2022. Disponible en: [6b587a23-6c5c-boia2-2510-5ae1cbf8e117 \(bcentral.cl\)](https://www.bcentral.cl/boia2-2510-5ae1cbf8e117)

Proceso Constitucional, un desafío para la institucionalidad en Chile

Chile atraviesa una coyuntura política compleja, en el marco del proceso de Reforma Constitucional que inició tras el estallido social de 2019. Las protestas de finales de 2019 originaron el “Acuerdo por la Paz Social y la Nueva Constitución”, que derivaron en la convocatoria de un plebiscito ciudadano para aprobar la redacción de una nueva Carta Magna, iniciativa adelantada durante el gobierno del expresidente Sebastián Piñera. Un año después, el 25 de octubre de 2020, este acuerdo se materializó en la aprobación mediante plebiscito de la redacción de una nueva constitución que reemplazaría la heredada por la dictadura de Pinochet (1980).

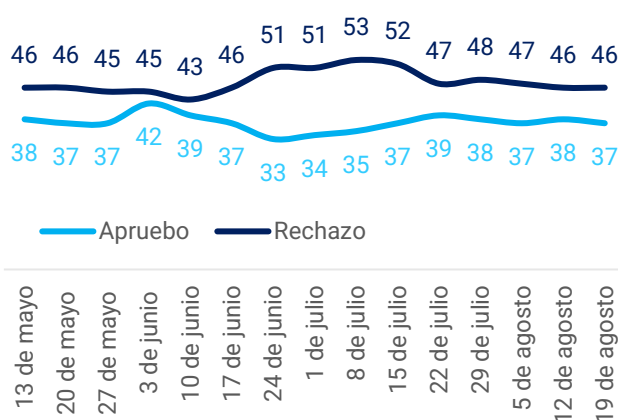
Así, Chile enfrenta preguntas centrales sobre su modelo económico y su contrato social en un contexto de alta incertidumbre para los mercados financieros. El pasado 4 de julio de 2022, la Convención Constituyente –órgano elegido por voto popular para la redacción de la nueva Constitución– entregó formalmente la propuesta de la nueva Carta Magna, la cual fue rechazada de manera contundente el 4 de septiembre del mismo año.

En términos generales, el texto elaborado por la Convención Constituyente, imprimía un espíritu con mayor rol estatal en la economía y en la garantía de derechos sociales, una mayor descentralización y el reconocimiento de las minorías indígenas; respondiendo en gran medida a las demandas sociales que dieron origen a este proceso en 2019. Sin embargo, varios puntos de la propuesta reflejaban medidas radicales que generaron inquietudes sobre el cambio en el modelo económico, las modificaciones al poder legislativo y judicial, el tamaño del Estado y su papel como garantista de derechos sociales, el derecho de propiedad y uso del subsuelo, además de la definición de Chile como un Estado plurinacional conformado por entidades territoriales autónomas (Ver [Informe Especial - Septiembre 08 de 2022](#)).

Al mismo tiempo, el mayor tamaño del Estado en la economía representaba retos fiscales importantes. De acuerdo con un estudio de la [Pontificia Universidad Católica de Chile](#), la implementación de la Nueva Constitución pudo costarle al Estado anualmente entre 8,9% y 14,2% del PIB, concentrando el mayor costo fiscal en lo referente a protección social. Por otra

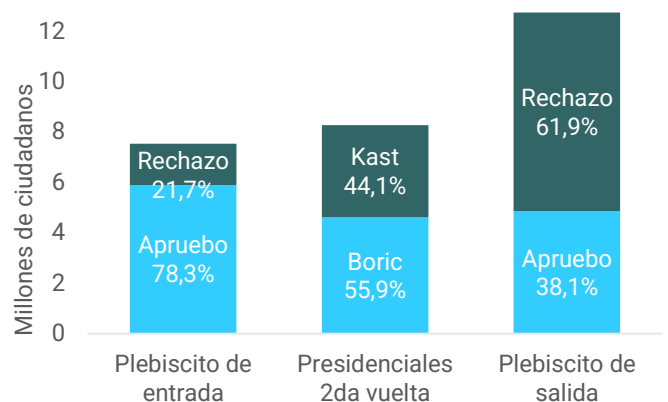
Gráfico 9. Perspectiva del plebiscito en 2022

Con la información que tiene actualmente, ¿Ud. votaría apruebo o rechazo a la constitución que proponga la Convención Constitucional en el plebiscito de salida de septiembre de este año? %



Fuente: Cadem.

Gráfico 10. Últimos resultados electorales en Chile



Fuente: Servel

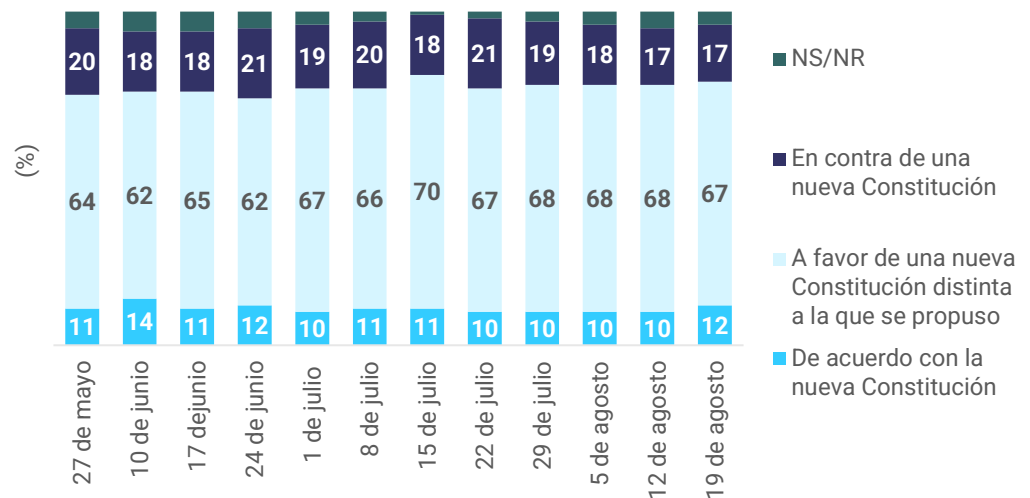
16 de febrero de 2023

parte, basados en los artículos de derechos de propiedad y de explotación de recursos naturales advertíamos un entorno menos favorable para la inversión privada frente a lo que se tenía dispuesto en la Constitución vigente de 1980 (ver [Informe Semanal - Junio 27 de 2022](#)).

Ahora bien, aunque las encuestas descontaban el triunfo del rechazo a la propuesta de la Nueva Constitución, los resultados mostraban una diferencia entre el rechazo y la aprobación de 10 puntos. No obstante, en el plebiscito del 4 de septiembre, la victoria del rechazo fue contundente con el 61,9% de los votos y una participación electoral histórica del 85,8% (Gráfico 9 y 10) (Ver [Informe Especial - Septiembre 08 de 2022](#)). El triunfo del rechazo en el plebiscito de salida reflejó en gran medida el temor de que la propuesta anulara la oposición política e introdujera cambios muy radicales en algunos aspectos, especialmente la definición de Chile como un Estado plurinacional. Con esto en mente, los resultados del plebiscito no se interpretan como un respaldo a la Constitución vigente, sino a un cambio distinto al propuesto por la Convención Constitucional (Gráfico 11).

Gráfico 11. Alternativas plebiscito de salida (%)

¿Cuál de las siguientes alternativas cree que es la mejor para el país?



Fuente: Cadem

Nota: En contra de una nueva Constitución hace referencia a "se rechace y seguir con la Constitución actual". A favor de una nueva Constitución distinta a la que se propuso hace referencia a la suma de "se apruebe para después reformarla en lo que sea necesario" y "se rechace para que se proponga un nuevo proceso que permita tener una nueva Constitución". De acuerdo con la nueva Constitución hace referencia a "se apruebe la nueva Constitución y se aplique tal como se propuso"

Por esta línea, y ante el rechazo de la iniciativa, el presidente Gabriel Boric manifestó su compromiso y voluntad de adelantar un nuevo proceso Constituyente, en el que se logre un consenso para la aceptación de los ciudadanos. Al cierre de este informe, el pleno del Congreso había aprobado por mayoría la reforma por la cual se establece el procedimiento para la elaboración y aprobación de una nueva Carta Magna (ver [Informe de Seguimiento mercados andinos y centroamericanos – Enero 19 de 2023](#)). La hoja de ruta de este nuevo proceso contempla la elección de un Comité de Expertos y un Consejo Constitucional –por sufragio popular– quienes se encargarán de la redacción de la nueva propuesta que tendrá que ser aprobada en un plebiscito ciudadano con voto obligatorio en diciembre de 2023 (ver [Informe de Seguimiento mercados andinos y centroamericanos – Diciembre 22 de 2022](#)) (Figura 3).

Figura 3. Calendario de Reforma Constitucional en Chile – 2023



Fuente: Gobierno de Chile. Elaboración: Corficolombiana. *El Consejo Constitucional tendrá cinco meses para redactar la propuesta que será votada por la ciudadanía.

Panorama de la pandemia

- En los primeros años de la pandemia, Chile destacó entre sus pares regionales por el manejo de la emergencia, lo cual se tradujo en un bajo nivel relativo de muertes causadas por el virus. No obstante, el número de muertes por millón de habitantes aumentó de manera importante en el último año, alcanzando las 3.261 muertes por millón de habitantes en la primera semana de febrero de 2023.
- En América Latina, Chile fue pionero en la campaña de vacunación y avanzó rápidamente desde sus primeras etapas. Actualmente, el 92,1% de la población se encuentra totalmente vacunada, superando ampliamente el promedio de la región. En la primera semana de febrero de 2023, en América del Sur el 77,4% de la población tiene el esquema completo de vacunación.

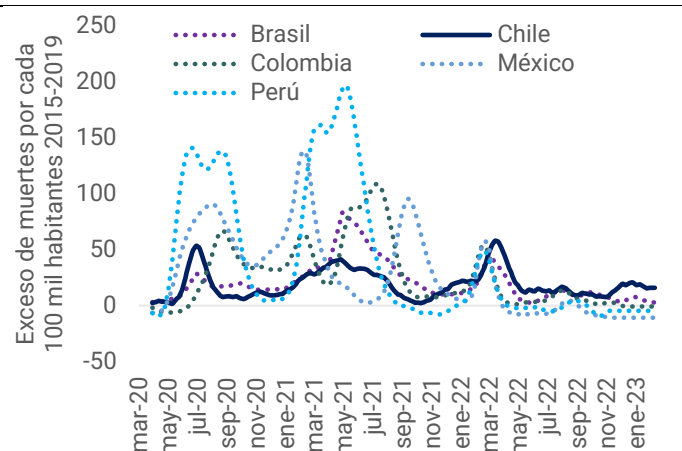
Evolución de la pandemia

En América del Sur, Chile fue uno de los países más afectados por la pandemia en términos de contagios y decesos. Con cifras actualizadas a febrero de 2023³⁰, el país acumula 261,9 mil casos por millón de habitantes, únicamente por debajo de Uruguay (301,9 mil). La cifra de decesos por millón de habitantes asciende a 3,2 mil, lo que lo ubica por debajo de Perú (6,4 mil), el país de la región con más víctimas mortales de COVID-19. En los primeros meses de la pandemia, Chile destacó por el manejo de la emergencia sanitaria, derivando en niveles relativamente bajos de decesos por COVID-19 en comparación con sus pares regionales (Gráfico 12).

Chile se ubica en el puesto 21 a nivel global por mayor número de muertes por millón de habitantes como consecuencia del Covid-19

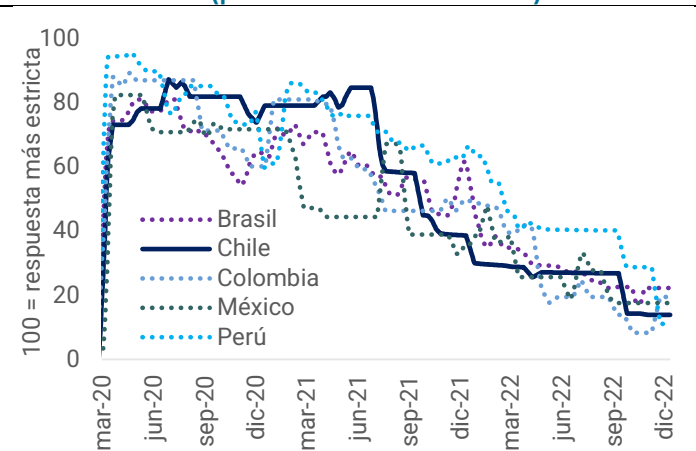
En los dos primeros años de la pandemia, Chile era el segundo país entre sus pares regionales con mayores restricciones a la movilidad. En promedio, durante 2020, el índice de restricciones a la movilidad se ubicó en 62,8, mientras que el de sus pares regionales, excluyendo a Perú, fue de 59,0 puntos. Sin embargo, desde la segunda mitad de 2021, las

Gráfico 12. Exceso de muertes por cada 100 mil habitantes



Fuente: Our World in Data. Datos actualizados al 9 de febrero de 2023

Gráfico 13. Índice de rigurosidad de las medidas de restricción (promedio móvil 15 días)



Fuente: Our World in Data. Datos al 31 de diciembre de 2022.

³⁰ Datos al 9 de febrero de 2023.

políticas de reapertura de la actividad económica y el plan Paso a Paso elaborado por el Ministerio de Salud llevaron a un rápido descenso del índice (Gráfico 13).

Durante las primeras olas de contagios en junio de 2020 y en marzo de 2021, tanto los casos diarios de COVID-19 como los decesos producidos por el virus aumentaron de manera significativa. No obstante, gracias al pronto inicio de la vacunación contra el COVID-19 en diciembre de 2020, el país pudo controlar en términos relativos la letalidad del virus durante la tercera ola de contagios, en medio de la propagación de la variante Ómicron. En este pico de contagios, la pandemia vio su peor momento y alcanzó el máximo de contagios diarios por COVID-19 (2,1 mil casos por millón de habitantes), sin que esto se tradujera en un incremento proporcional del número de decesos (Gráfico 14).

Chile implementó el paquete fiscal más amplio de la región (12,7% del PIB)

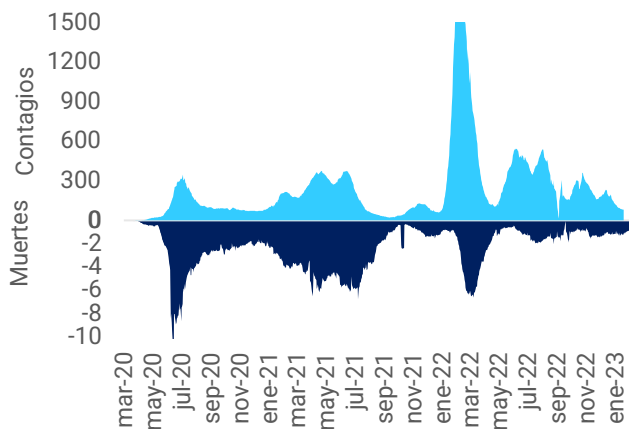
Respuesta a la emergencia

El Gobierno implementó el paquete fiscal más amplio de la región, gracias a la fortaleza de su posición fiscal. De acuerdo con cifras del FMI, las medidas tributarias y de gasto público (“por encima de la línea”) aprobadas por el Gobierno ascendieron al 12,7% del PIB, superando el paquete implementado por las economías emergentes (5,7% del PIB) y avanzadas (11,7% del PIB) (Gráfico 15).

Las medidas de gasto fiscal y tributarias del Gobierno chileno fueron financiadas en primera medida con recursos del FEES y del FRP, y luego a través de una restructuración del presupuesto nacional y la emisión de deuda soberana (interna y externa). Entre 2020 y 2021, se registraron retiros del FEES por un monto cercano a los 10 mil millones de dólares. Con esto, al cierre de 2021, el valor de mercado del Fondo se había reducido un 80% frente a 2019. Entre tanto, el FRP fue usado para financiar gastos asociados al pilar solidario del sistema pensional en medio de la emergencia sanitaria (Gráfico 16).

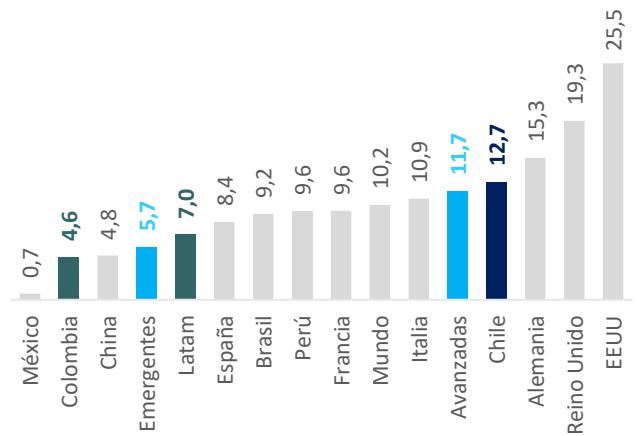
Por otra parte, tras el golpe a la actividad económica en medio de las restricciones impuestas a varios de los sectores productivos, el cierre de fronteras y las cuarentenas, el Gobierno de Chile autorizó tres retiros voluntarios de las cuentas de ahorro individual de los fondos de pensiones por hasta el 10% de los recursos disponibles en las cuentas de ahorro individual

Gráfico 14. Contagios y muertes por millón de habitantes COVID-19 (Promedio móvil 7 días)



Fuente: Our World in Data. Datos actualizados al 28 de noviembre de 2022

Gráfico 15. Paquete fiscal implementado en respuesta a la emergencia sanitaria (% del PIB)



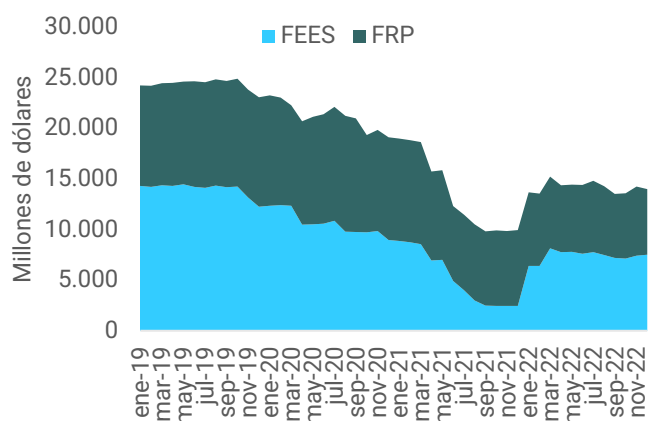
Fuente FMI. Datos actualizados en octubre 2021

16 de febrero de 2023

administradas por las AFP. El primer retiro fue autorizado en julio de 2020, el segundo inició en diciembre de 2020 y el último fue aprobado en abril de 2021.

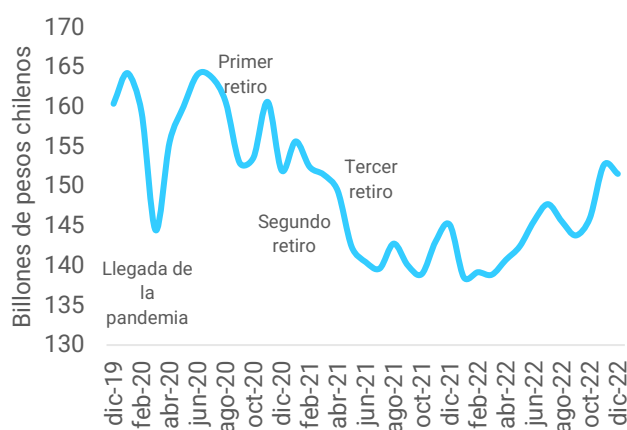
De acuerdo con la [Superintendencia de Pensiones](#), para junio de 2021 al menos 11 millones de afiliados habían accedido al beneficio³¹, con lo cual los desembolsos alcanzaron los 50 mil millones de dólares, un 18% del PIB de 2020 y un 25% del valor de los fondos de pensiones a junio del mismo año (Gráfico 17). Además, con la aprobación de los tres retiros, al menos 3,8 millones de personas quedaron sin saldos en su cuenta de ahorro individual (35% del total de los que solicitaron por lo menos un retiro)³². Este escenario implica importantes consecuencias en términos de gasto fiscal futuro asociadas a la financiación del pilar solidario. Además, la mayor cantidad de recursos disponibles para los hogares contribuyó con presiones inflacionarias adicionales en un contexto en el que la oferta no respondía de la misma manera (Ver Capítulo [Inflación y Política Monetaria](#) en este informe).

Gráfico 16. Valor de mercado de los fondos soberanos en Chile



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile
FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social
FRP: Fondo de Reserva de Pensiones

Gráfico 17. Valor de los Fondos de Pensiones en Chile



Fuente: Superintendencia de Pensiones
Primer retiro: julio 2020
Segundo retiro: diciembre 2020
Tercer retiro: abril 2021

Vacunación

Chile destacó a nivel regional por ser pionero en el inicio de la campaña de vacunación contra el COVID-19 (diciembre de 2020), y avanzó rápidamente desde sus primeras etapas. En efecto, para junio de 2021 había administrado 118,5 dosis por cada 100 habitantes, mientras que México, país que inició la administración de dosis en un periodo similar a Chile, había aplicado tan solo 36,2 dosis³³. Asimismo, Brasil, Colombia y Perú se encontraban rezagados en el avance de su campaña de vacunación, en parte por un inicio más tardío³⁴ (Gráfico 18). De este modo, Chile lidera el porcentaje de la población con esquema completo de vacunación con el

³¹ En el primer retiro autorizado se recibieron 11.107.725 solicitudes únicas.

³² Se autorizaba el retiro del 100% de los fondos si el saldo ahorrado era menor a 35 UF.

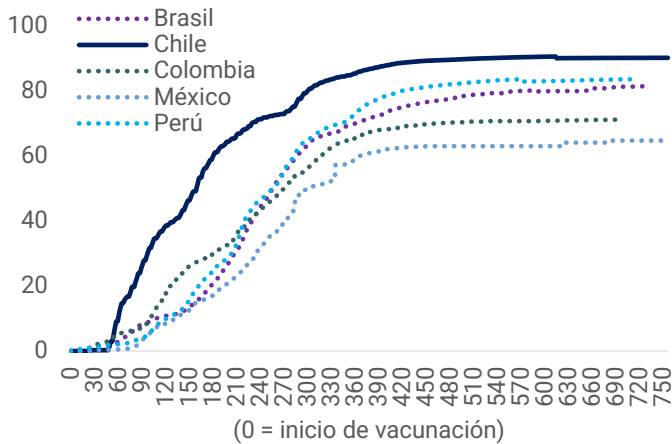
³³ En Chile y México se recibieron las primeras dosis de la campaña de vacunación contra el COVID-19 el 24 de diciembre de 2020.

³⁴ La campaña de vacunación en Brasil, Perú y Colombia inició el 17 de enero de 2021, el 9 de febrero de 2021 y el 17 de febrero de 2021, respectivamente

16 de febrero de 2023

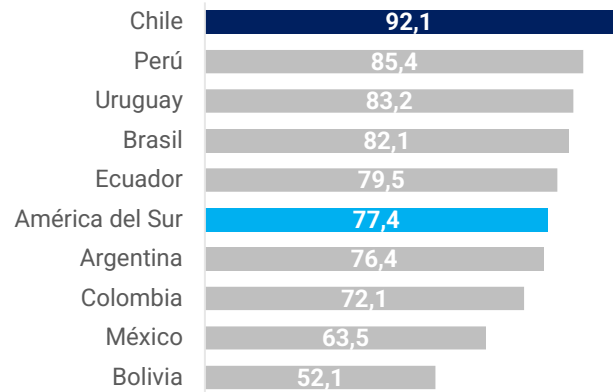
92,1% de su población totalmente vacunada, seguido por Perú (85,4%) y Uruguay (83,2%) (Gráfico 19).

Gráfico 18. Población completamente vacunada por cada 100 habitantes



Fuente: Our World in Data. Datos actualizados al 9 de febrero de 2023

Gráfico 19. Porcentaje de la población completamente vacunada



Fuente: Our World in Data. Datos actualizados al 9 de febrero de 2023

Actividad económica y mercado laboral

- Durante las últimas tres décadas, la dinámica de crecimiento de Chile ha sido sobresaliente frente a sus pares regionales, alcanzando una mayor renta per-cápita en comparación con Colombia, Perú, México y Brasil.
- Previo a la caída del precio del cobre a mediados de la década pasada, Chile crecía a un buen ritmo de 5,1% en promedio (2010-2013), pero como consecuencia del choque entre 2014 – 2017 la economía pasó a crecer 1,8% en promedio.
- El mercado laboral en Chile concentra el 19,3% del empleo en la actividad de comercio, seguido de manufactura (10,8%) y construcción (8,6%)³⁵. La economía chilena tiene un bajo nivel de informalidad en comparación con sus pares regionales, si bien refleja una importante brecha de género.

Actividad económica

Durante los últimos 30 años, Chile ha presentado una dinámica de crecimiento sobresaliente frente a sus pares de la región, lo que le ha permitido triplicar su PIB per-cápita en tan solo dos décadas, y alcanzar la mayor renta per cápita frente a sus pares regionales (Gráficos 20 y 21) (Tabla 3). A su vez, con un PIB de 316,8 mil millones de dólares Chile es la cuarta economía más grande de América Latina y la tercera de Sudamérica³⁶. En 2009 se convirtió en el primer país de Sudamérica en ingresar a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Al igual que otras economías de la región, el consumo es el factor de mayor peso en la economía por el lado de la demanda, al representar cerca del 60% del PIB en 2021.

Previo al desplome de los precios de los *commodities* a mediados de la década pasada, la economía chilena crecía a un buen ritmo, de 5,1% en promedio (2010-2013). No obstante, la actividad económica presentó una débil dinámica de crecimiento en años posteriores a la caída del precio del cobre. Entre 2014 y 2017 el PIB se expandió 1,8% en promedio, impulsado por una dinámica moderada del consumo y afectado por el aporte negativo de la balanza comercial y la inversión (Gráfico 22).

Previo a la caída del precio de los *commodities*, la economía chilena crecía a un ritmo de 5,1% en promedio.

Tabla 3. PIB per cápita 2021 (cifras en dólares corrientes)

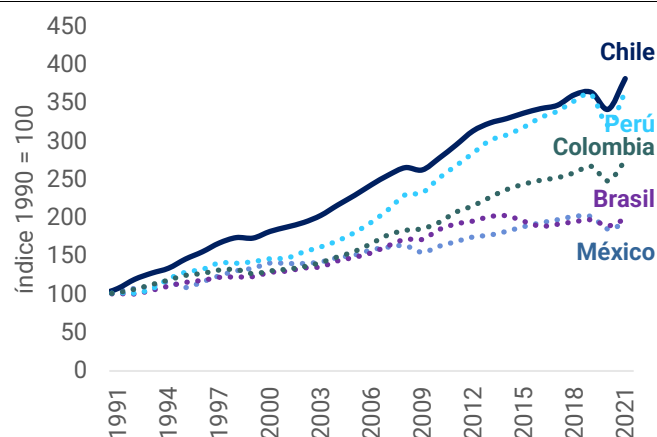
País	PIB per-cápita 2021*	Cociente PIB per cápita / PIB año		
		1990	2000	2010
Chile	16265	6,6	3,2	1,3
México	10046	3,1	1,4	1,1
Brasil	7507	2,9	2,0	0,7
Perú	6622	5,5	3,4	1,3
Colombia	6104	4,2	2,4	1,0

Fuente: Banco Mundial. Cálculos Corficolombiana.

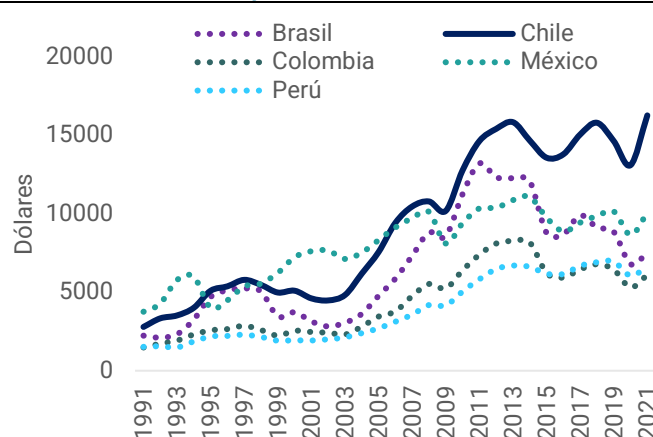
*Precios corrientes

³⁵ Participación promedio en 2013-2019

³⁶ De acuerdo con las cifras del FMI, actualizadas en la edición del *World Economic Outlook* de Octubre de 2022. Datos de 2021.

Gráfico 20. Evolución del PIB en los últimos 30 años


Fuente: FMI. Cálculos: Corficolombiana
*PIB en moneda local a precios constantes

Gráfico 21. Evolución del PIB per cápita (cifras en dólares corrientes)


Fuente: Banco Mundial.

En particular, las exportaciones cayeron 0,6% en promedio entre 2014 y 2017, incididas principalmente por el menor dinamismo de las exportaciones mineras (Ver [Capítulo Cuentas externas y tipo de cambio](#) en este informe). Por su parte, la formación bruta de capital fijo (FBCF) registró crecimientos negativos entre 2014 y 2017 de 2,4% en promedio. Este resultado reflejó factores tanto internos como externos. Por un lado, el deterioro de la confianza empresarial en medio del cambio de administración en 2014 y el conjunto de reformas que el Gobierno buscó promover repercutió negativamente en las decisiones de inversión privada. Los factores externos en contra de la inversión en ese periodo incluyeron la depreciación del peso y los menores precios del cobre, después del *boom* de precios de los *commodities* de años previos³⁷.

Ahora bien, la dinámica de crecimiento mejoró en 2018, cuando la economía creció 4,0%, impulsada por la recuperación de la inversión y las exportaciones, estas últimas favorecidas por las mayores ventas de cobre al mercado internacional. Así lo destacó el Banco Central en su momento, afirmando que en términos reales las ventas externas de cobre habían crecido por primera vez en tres años³⁸. No obstante, la difícil situación política y social que se presentó a finales de 2019 llevó a un importante deterioro de la actividad económica local que frenó la recuperación observada en 2018. El desarrollo de las manifestaciones afectó principalmente al consumo privado, que se contrajo 4,2% a/a en 4T19, marcando la primera caída interanual desde 2009. Con esto, el PIB se expandió 0,8% en 2019, después de que el Banco Central estimara un crecimiento entre 2,25 y 2,75% para ese año³⁹.

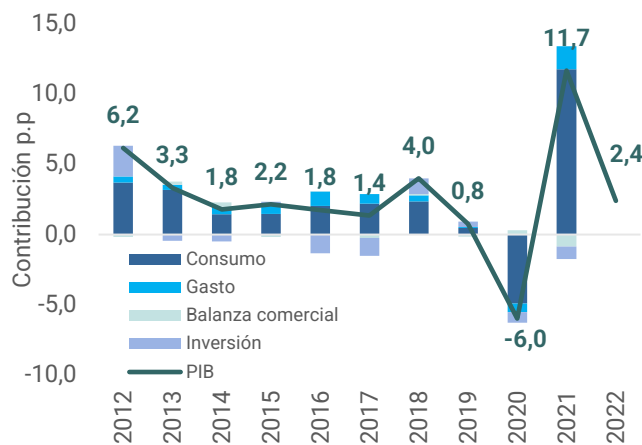
Los años posteriores al desplome de los precios de los *commodities* han estado marcados por un estancamiento del crecimiento de la actividad económica

³⁷ Fondo Monetario Internacional (2015). Chile: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation. Disponible en: [Chile: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation \(imf.org\)](#)

³⁸ Banco Central de Chile (2019). Informe de Cuentas Nacionales de Chile. Disponible en: [e69256bc-a07e-bb44-a7fe-961c44233add \(bcentral.cl\)](#)

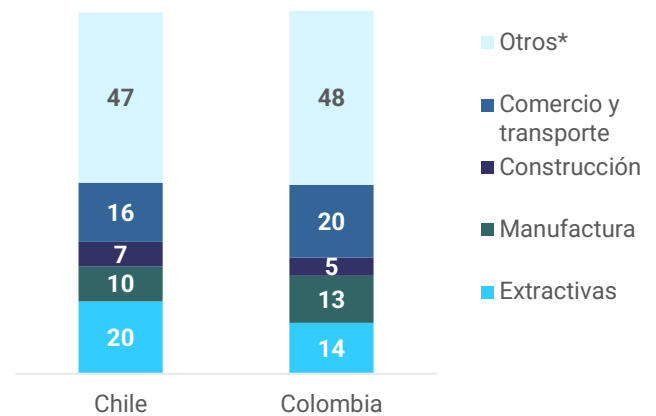
³⁹ Proyecciones del informe de política monetaria del Banco Central de Chile de septiembre de 2019.

Gráfico 22. Evolución del PIB desde la perspectiva de la demanda



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 23. Participación sectorial en el valor agregado (2021)



Fuente: Refinitiv Eikon, DANE. Cálculos: Corficolombiana.

*Chile: EGA, restaurantes y hoteles, comunicaciones, servicios empresariales, servicios de vivienda e inmobiliarios y servicios personales, administración pública y defensa y actividades financieras y de seguros.

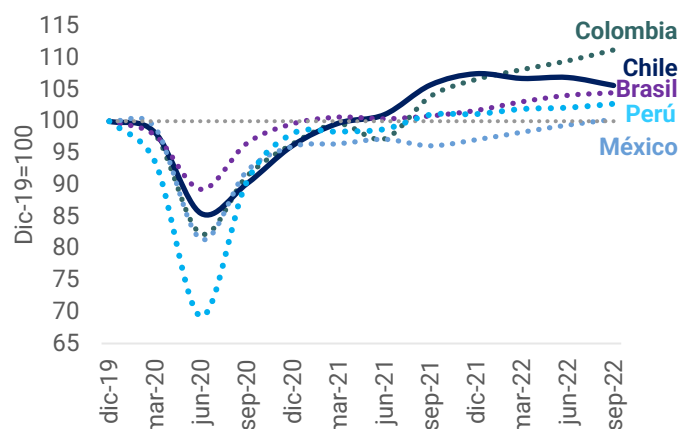
Colombia: EGA, información y comunicaciones, servicios inmobiliarios, servicios empresariales y actividades artísticas y de entretenimiento, administración pública y defensa y actividades financieras y de seguros.

Desde la perspectiva de la oferta, el sector terciario es el más representativo para la economía chilena, con una participación del 64% en el valor agregado en 2021 (Gráfico 23). En el periodo previo al estallido social de 2019 y posterior a la crisis de los *commodities*, los motores de crecimiento fueron las actividades de pesca, comunicaciones y servicios personales al creer 5,6%, 4,4% y 4,2%, respectivamente en el periodo 2014-2018.

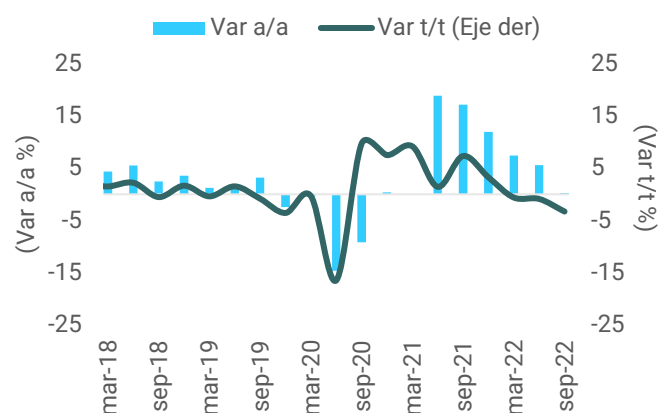
Más allá de la participación en el PIB, el sector extractivo tiene un rol protagónico en la economía chilena, principalmente con las actividades de extracción de cobre. En efecto, ese mineral representa el 90% de la producción minera y cerca de la mitad del total de las exportaciones, al punto que su explotación es fundamental para las cuentas externas y las finanzas públicas. Estas últimas reflejan positivamente la institucionalidad creada alrededor del sector minero en Chile, con una regla fiscal que define mecanismos de ahorro o desahorro en función del ciclo económico y de los precios internacionales del cobre (ver Capítulos [Cuentas externas y tipo de cambio](#) y [Situación fiscal](#) en este informe).

Ahora bien, al deterioro de la actividad económica de finales de 2019 se sumó la crisis del COVID-19 que provocó la mayor caída del PIB desde 1982, con una contracción del 6,0% en 2020. Las restricciones a la movilidad implementadas y el cierre de varios sectores productivos llevaron a una fuerte caída del consumo, principalmente asociado a los servicios. De igual manera, la inversión fija decreció con respecto a los niveles de 2019, debido a la menor dinámica hacia el sector construcción. Entre tanto, la desacumulación de inventarios también contribuyó negativamente al resultado, en medio de los problemas en la cadena de suministro global. En contraste, la caída de las exportaciones fue significativamente más baja que la observada en las importaciones, lo cual incidió positivamente sobre el resultado de la balanza comercial. En efecto, en 2020, el superávit comercial superó los 18 mil millones de dólares, muy por encima del balance promedio entre 2014 y 2019, de 5.029 millones de dólares.

El choque de la pandemia se sumó al deterioro de la actividad económica de finales de 2019. En 2020, Chile se contrajo 6,0%

Gráfico 24. Evolución del PIB frente al nivel pre-pandemia


Fuente: Refinitiv Eikon, INEI. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 25. Crecimiento trimestral del PIB


Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana.

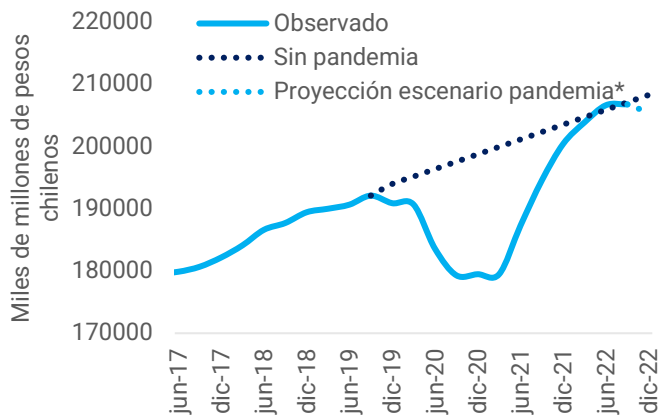
La actividad económica empezó a recuperarse en la segunda mitad de 2020 gracias al tamaño del paquete fiscal implementado, los retiros parciales de los fondos de ahorro pensional y el levantamiento de las medidas que restringían la movilidad (ver Capítulo [Panorama de la pandemia](#) en este informe). La amplia disponibilidad de recursos en manos de los hogares (ahorro acumulado en los confinamientos y retiros permitidos de las cuentas pensionales) impulsó la demanda y llevó la economía chilena a ser la primera en superar los niveles pre-pandemia entre sus pares regionales (Gráfico 24).

Frente a la tendencia de crecimiento anterior a la crisis por Covid-19, la fuerte recuperación de 2021 llevó a superar la brecha.

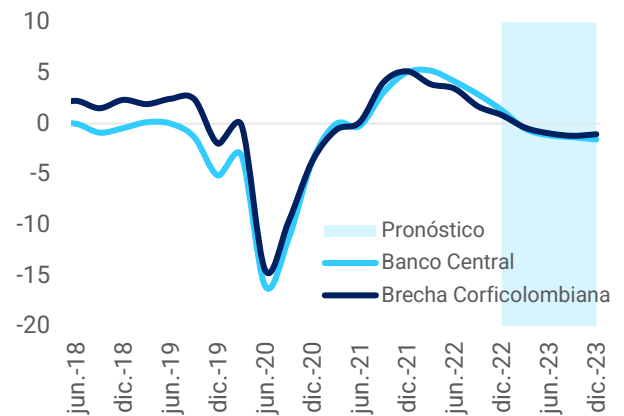
El consumo creció a una tasa de 20,3% en 2021, después de la caída del 8,0% en 2020. Sin embargo, la misma dinámica del consumo ha generado presiones sobre el nivel de precios, ante una normalización menos acelerada de la oferta y la amplia liquidez que significaron los retiros de los ahorros pensionales (ver Capítulo [Inflación y política monetaria](#) en este informe). Con esto, el PIB experimentó un repunte de 11,7% en 2021, recuperando sus niveles pre-pandemia desde el segundo trimestre de ese año.

Sin embargo, en 2022 la actividad económica empezó a perder impulso. En el primer trimestre, el PIB se contrajo 0,7% trimestral (+7,4% a/a), en medio de una menor dinámica de la inversión y a pesar de que el consumo de los hogares se mantuvo fuerte. En el segundo y tercer trimestres, el consumo reflejó el agotamiento parcial de las ayudas económicas y el retiro de los ahorros pensionales, y aportó de manera significativa a la desaceleración del ritmo de crecimiento (2T22: 5,6% a/a; 3T22: 0,3% a/a). Así, la economía chilena terminó el 2022 un 5,6% por encima de los niveles de 2019⁴⁰, después de que en el último trimestre de 2021 llegó a superar en 7,5% el registro pre-pandemia (Gráfico 25).

⁴⁰ En comparación con 3T19. No se toma como referencia 4T19 debido a que el contexto social y político debilitó la actividad económica durante este trimestre.

Gráfico 26. PIB anualizado a precios constantes sin pandemia vs pandemia


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana
 *Crecimiento proyectado por el consenso de analistas en Latin Focus Consensus Forecast Edición: Enero 2023.

Gráfico 27. Brecha del producto en Chile*


Fuente: Banco Central de Chile (Informe de Política Monetaria diciembre 2022), Latin Focus Consensus Forecast- Edición: Enero 2023. Cálculos: Corficolombiana
 *Diferencia entre el nivel observado respecto al potencial en p.p.s como porcentaje del PIB potencial

Si la economía chilena hubiera seguido creciendo desde 2020 a una tasa de 2,4% anual –igual que el promedio 2016-2018–, estimamos que el nivel de PIB al cierre de 2022 sería levemente superior al observado, pero llegó a ser inferior en el primer semestre de 2022 (Gráfico 26). En el mismo sentido, tanto las estimaciones del Banco Central como las nuestras indican que la brecha del producto en Chile es positiva –la economía opera por encima de su capacidad de largo plazo– pero empezó a corregirse desde comienzos de 2022. Lo anterior responde a los aumentos de la tasa política monetaria y al retiro de los estímulos fiscales otorgados durante la pandemia (Gráfico 27).

Desde la perspectiva de la oferta, las medidas de distanciamiento social y el cierre de varias actividades productivas en 2020 afectaron fuertemente al sector terciario. Las mayores caídas se originaron en las actividades de restaurantes y hoteles (-38,3% a/a), servicios personales (-16,7% a/a), transporte (-14,5% a/a) y construcción (-12,1% a/a). Por el contrario, en 2021, gracias al avance del proceso de vacunación, la flexibilización de las medidas de restricción a la movilidad y el importante nivel de liquidez de los hogares, las actividades relacionadas con el comercio y los servicios experimentaron un rebote de la producción importante (Tabla 4).

Tabla 4. Crecimiento anual del PIB desde la perspectiva de la oferta (Variación %)

Rubro	2017	2018	2019	2020	2021
PIB	1,4	4,0	0,8	-6,0	11,7
Agropecuario	-0,7	2,9	-1,0	1,4	1,9
Pesca	30,7	7,1	0,6	-14,5	5,1
Minería	-2,1	6,0	-3,7	2,3	-0,6
Manufactura	0,9	5,2	-1,4	-3,3	8,3
EGA	7,0	3,0	0,7	-1,7	1,1
Construcción	-4,4	4,7	4,5	-12,1	13,6
Comercio	2,7	3,4	-0,8	-3,7	22,6
Alojamiento y restaurantes	4,0	4,3	1,8	-38,3	33,9
Transporte	3,2	0,3	0,6	-14,5	12,9
Comunicaciones	5,1	5,5	4,9	5,3	8,9
Servicios financieros	1,3	7,4	5,7	3,8	5,5
Servicios empresariales	-4,1	2,9	4,8	-4,0	11,0
Servicios de vivienda	2,4	3,5	1,6	-3,1	7,2
Servicios personales	2,8	4,8	-0,9	-16,7	22,4
Administración pública	1,8	1,2	2,5	3,2	2,4

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Mercado laboral

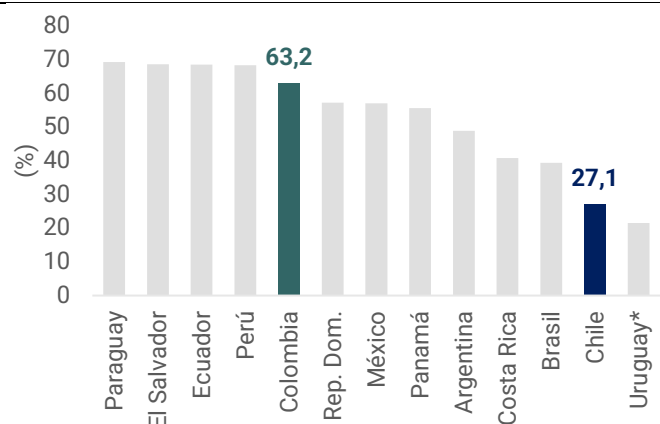
El mercado laboral en Chile tiene un nivel de informalidad⁴¹ bajo relativo a otros países de Latinoamérica. De acuerdo con las cifras de la Organización Internacional del Trabajo, la tasa de informalidad se ubicó en 27,5% desde 2017 en promedio. En 2021, la tasa de informalidad se ubicó únicamente por encima de Uruguay en 2021 (Gráfico 28). Entre 2012 y 2019, la tasa de desempleo fue, en promedio, de 6,7% y el número de ocupados creció a un ritmo de 1,9% anual. Al cierre de 2019, la tasa de ocupación era de 58,6%, 0,9 p.p por encima del nivel de 2012. Para 2021, a pesar del aumento de la tasa de desempleo frente al periodo pre-pandemia, la tasa de desempleo de Chile (9,1%) fue inferior al promedio de América Latina (10,0%) y, en particular, a la de Brasil (14,4%) y Colombia (14,3%) (Gráfico 29).

Desde 2014, la desaceleración del crecimiento económico redujo el ritmo de creación de empleos y aumentó los niveles de desempleo. Para 2019, la tasa de desempleo había ascendido a 7,2%, lo que significó un incremento de 1,1 p.p. con respecto a los niveles observados en 2013⁴², año previo al desplome del precio de los *commodities*. Adicionalmente, el mercado laboral chileno tiene unas brechas de género persistentes: entre 2012 y 2019, la tasa de desempleo femenino fue en promedio de 7,5%, esto es 1,4 p.p. más alta que la de los hombres (6,1%) (Gráfico 30).

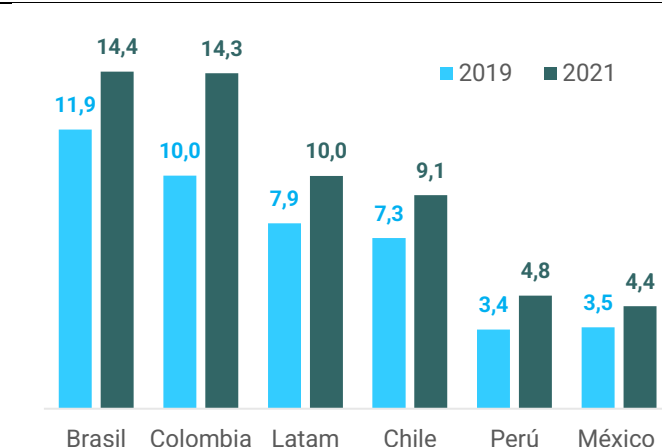
⁴¹ Incluye todo trabajo remunerado (p.ej. tanto autoempleo como empleo asalariado) que no está registrado, regulado o protegido por marcos legales o normativos, así como también trabajo no remunerado llevado a cabo en una empresa generadora de ingresos. Los trabajadores informales no cuentan con contratos de empleo seguros, prestaciones laborales, protección social o representación de los trabajadores.

⁴² Tasa de desempleo promedio del año de referencia.

Chile tiene uno de los niveles de informalidad laboral más bajos en la región.

Gráfico 28. Tasa de informalidad en América Latina 2021


Fuente: Organización Internacional del Trabajo (OIT)
 *Corresponde a los datos del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social

Gráfico 29. Tasa de desempleo en América Latina*


Fuente: Organización Internacional del Trabajo (OIT).
 *Toma como referencia a la población mayor de 15 años.

Entre 2013 y 2019, el comercio concentró el 19,3% de los empleados, seguido de la manufactura (10,8%) y la construcción (8,6%), actividades que son intensivas en mano de obra. En cambio, los sectores asociados al suministro de servicios públicos y las artes tienen una menor empleabilidad.

Ahora bien, en el momento más crítico de la pandemia se destruyeron dos millones de empleos, caída que se concentró en los empleados informales (51,3%)⁴³. De hecho, para el segundo trimestre de 2020, la [Organización Internacional del Trabajo](#) estimó que la probabilidad de mantener el puesto de trabajo entre los trabajadores informales era solo el 36,8%, mientras que la probabilidad de los trabajadores formales ascendía al 78,7%.

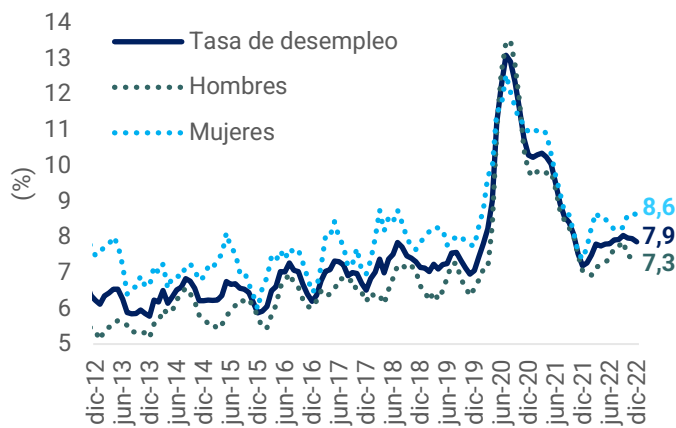
Esta dinámica del empleo estuvo relacionada con las medidas implementadas por el Gobierno en el contexto de la pandemia, que buscaban mitigar la pérdida de empleos formales. Entre las medidas se destacó la Ley de Protección para el Empleo, la cual permitió la suspensión temporal de los contratos hasta por seis meses o la reducción de la jornada laboral hasta en un 50%, manteniendo los derechos contractuales, las cotizaciones a salud y pensión y una remuneración asociada al seguro de desempleo⁴⁴. Una segunda medida contempló subsidios sobre el costo de los salarios para las empresas que hubieran experimentado una caída del 20% o más de sus ventas en el trimestre de mayor afectación de la actividad económica (2T20).

La debilidad de la dinámica de crecimiento en los cinco años previos la pandemia afectó al mercado laboral

⁴³ Hace referencia al trimestre móvil abril-junio 2020 vs abril-junio 2019.

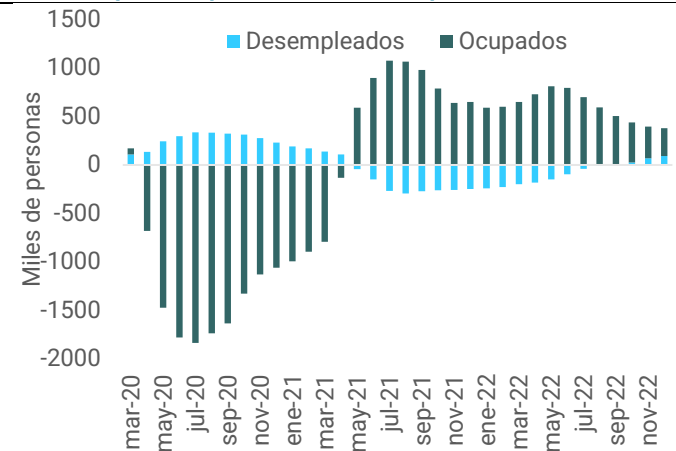
⁴⁴ FMI (Abril de 2021). Article IV Consultation -Press release; staff report; and statement by the executive director for Chile. Disponible en: Chile: [Chile: 2021 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Chile \(imf.org\)](#)

Gráfico 30. Evolución de la tasa de desempleo en Chile (Trimestre móvil)



Fuente: Refinitiv Eikon.

Gráfico 31. Cambio anual de los ocupados y desocupados (Trimestre móvil)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Desde la segunda mitad de 2020 y hasta junio de 2022, la recuperación de la actividad económica y las medidas implementadas por el Gobierno para mitigar los efectos de la pandemia sobre el mercado laboral se tradujeron en una recuperación de 1,7 millones de empleos (Gráfico 31). Por sectores productivos, la recuperación del empleo se concentró en aquellos en los que la dinámica de interacción es importante, ante el plan de reactivación económica y el relajamiento de las restricciones a la movilidad. En particular, en el comercio se recuperaron 351 mil empleos frente al trimestre más álgido de la pandemia⁴⁵, en tanto que, en la actividad de alojamiento y restaurantes se recuperaron 154 mil empleos. No obstante, la corrección frente a los niveles de 2019 ha sido heterogénea entre las mismas actividades.

Ahora bien, es importante mencionar que el análisis sobre la recuperación del empleo se hizo tomando como referencia el cambio bianual de ocupados entre junio de 2022 y junio 2020, trimestre de mayor afectación por la pandemia, dada la característica de los datos disponibles. Por lo anterior, cabe denotar que, en la segunda mitad de 2022, la desaceleración de la actividad económica y el reintegro gradual de las personas que permanecían inactivas se reflejó en un aumento de la tasa de desempleo y en el menor ritmo de creación de empleos. En el último trimestre de 2022, la tasa de desempleo en su serie original se ubicó en 7,9%, es decir, 0,7 p.p por encima de los niveles observados en el mismo trimestre de 2021.

⁴⁵ Trimestre abr – jun 2022 vs abr – jun 2020.

Inflación y política monetaria

- La política monetaria en Chile es conducida bajo un esquema de inflación objetivo, con una meta en torno al 3,0% y un margen de tolerancia de +/- un punto porcentual. Al mismo tiempo, se fija un objetivo puntual del 3,0% en un plazo de dos años.
- Desde la implementación del esquema de inflación objetivo y previo a la crisis causada por la pandemia, la inflación promedio se situó en 3,2%. Además, durante este periodo Chile destacó entre los países de la región por mantener una inflación baja y estable, con episodios inflacionarios breves y transitorios.
- La credibilidad del Banco Central se ha reflejado en una inflación promedio del 3,2% entre el 2000 y el 2019, manteniéndose dentro del rango de tolerancia en la mayor parte del periodo y conservando unas expectativas de inflación a dos años ancladas al objetivo puntual del 3,0%, excepto en los choques inflacionarios de 2007 y 2021-2022.
- La economía chilena se enfrenta actualmente a niveles de inflación no observados en décadas. A diciembre de 2022, la inflación de Chile fue de 12,8%, reflejando las presiones de demanda, el incremento del costo de los alimentos y de la energía y la depreciación del tipo de cambio. La inflación empezó a ceder a finales de 2022, y el Banco Central espera que vuelva al rango entre 2% y 4% en los últimos meses de 2023. Aunque, según el consenso de analistas esto solo sucedería hasta 2024.

La inflación promedio desde que se implementó el esquema de inflación objetivo y previo a la pandemia se ubicó en 3,2%

Estabilidad de precios en el marco de las metas de inflación

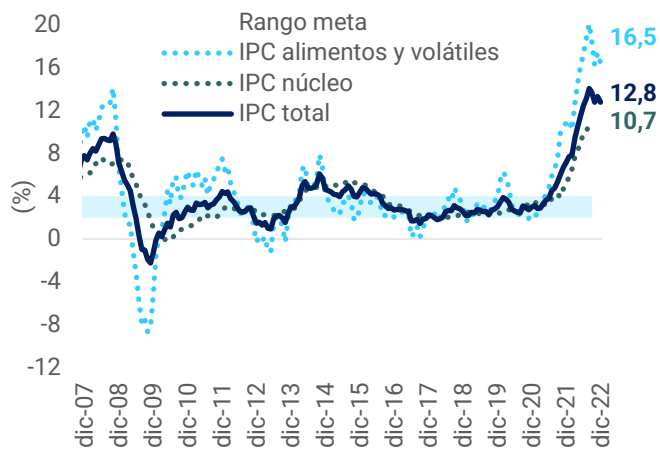
En 1999, Chile adoptó un esquema de inflación objetivo, con una meta de inflación promedio alrededor del 3,0% (+/- un punto porcentual) y un objetivo puntual del 3,0% en el horizonte de política monetaria de dos años (Ver Capítulo [Institucionalidad económica](#) en este informe). La inflación promedio en el periodo 2000-2019 se situó en 3,2% (Gráfico 32). Al mismo tiempo, la inflación anual se mantuvo en el rango de tolerancia de la autoridad monetaria (entre 2,0% y 4,0%) en el 54,7% de los meses desde que se adoptó el esquema de inflación objetivo.

Durante este periodo la economía chilena atravesó ciertos episodios inflacionarios en los que la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) superó el rango de tolerancia del emisor. Entre agosto de 2007 y abril de 2009 la inflación se ubicó en 7,5% en promedio, impulsada por factores de oferta, principalmente por el incremento del precio internacional de los alimentos y de la energía, sumado a las condiciones climáticas que afectaron las cosechas en el país, el aumento del precio de los combustibles y el ajuste de las tarifas eléctricas en línea con la escasez de gas natural⁴⁶. Este comportamiento de la inflación se corrigió rápidamente desde mediados de 2009, cuando las consecuencias de la crisis financiera global estrecharon las presiones inflacionarias y afectaron la dinámica de la actividad económica.

⁴⁶ Memoria Anual 2007 del Banco Central de Chile. Disponible en:

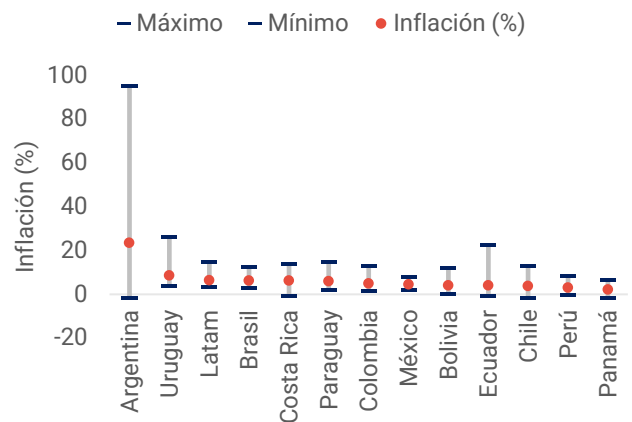
https://www.bcentral.cl/documents/33528/133457/bcch_archivo_097914_es.pdf/53f05162-c25e-a84f-7086-04f5e968f8e7?t=1573272299010

Gráfico 32. Evolución de inflación anual en Chile



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 33. Rango de inflación anual (2001 – 2022)



Fuente: FMI. Cálculos: Corficolombiana.

La economía chilena se enfrentó a un episodio de inflación elevada en 2007 y otro en 2014

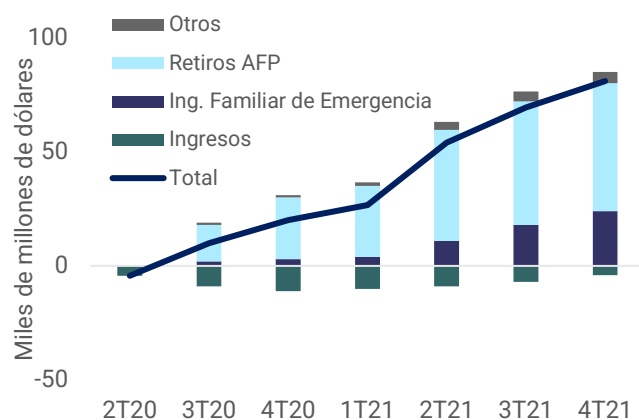
Por su parte, desde mediados de 2014 y hasta 2016, la inflación alcanzó un máximo de 5,0%, en medio de la fuerte depreciación que experimentó el tipo de cambio. Sin embargo, el desplome de los precios del petróleo contribuyó de manera positiva a contrarrestar los efectos de la depreciación. Desde este episodio y hasta 2021, la inflación se mantuvo baja y estable en torno al 3,0%. En esta línea, es importante resaltar que la inflación de Chile presenta una menor volatilidad frente a otros países de Latinoamérica (Gráfico 33).

La inflación de Chile es baja y menos volátil en comparación con otros países de Latinoamérica

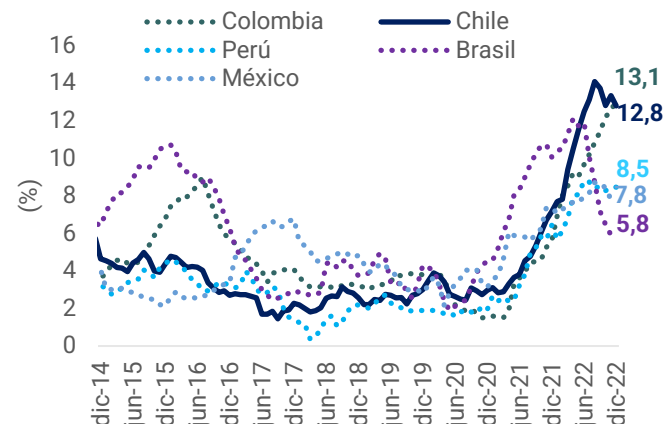
Desde mediados de 2021 se observó un rápido incremento del costo de vida, explicado tanto por factores de oferta como de demanda. En particular, la inflación de alimentos aumentó fuertemente entre julio de 2021 y diciembre de 2022, ubicándose en 24,7%, mientras que, la inflación de energéticos se elevó a 20,4% en este mismo periodo⁴⁷. Lo anterior, evidenció una tendencia global, producto del incremento del precio internacional de las materias primas y de los alimentos, en parte por las disrupciones en la cadena de suministro, el mayor costo de los fletes y las mayores presiones originadas por el conflicto en Ucrania a inicios de 2022.

De igual manera, la masiva disponibilidad de ingreso de los hogares, gracias a las ayudas monetarias otorgadas por el Gobierno y debido al retiro parcial del ahorro de los fondos pensionales, impulsó el consumo y generó una mayor persistencia de las presiones inflacionarias (Gráfico 34). En esta línea, el IPC subyacente -que excluye bienes y servicios volátiles- registró un crecimiento anual de 10,6% en diciembre de 2022, muy por encima del margen de tolerancia del Banco Central (entre 2,0% y 4,0%) y del observado en diciembre de 2019 (2,6%), dando cuenta de las presiones sobre los precios desde la demanda. A lo anterior se sumó la depreciación del peso chileno y su efecto relativo sobre el precio de los bienes importados.

⁴⁷ La inflación de energéticos experimentó cierta desaceleración desde octubre de 2022.

Gráfico 34. Acumulación de los ingresos e inyecciones de liquidez a los hogares


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 35. Inflación anual en América Latina


Fuente: Refinitiv Eikon

En este sentido, la economía chilena se enfrenta a niveles de inflación no observados en décadas, superando ampliamente el margen de tolerancia de la autoridad monetaria. Así las cosas, la inflación de Chile observada en diciembre de 2022 (12,8%) acumula un aumento de 8,2 p.p. desde julio de 2021, y se ubicó como la segunda inflación más alta entre el grupo de países comparables en la región, después de Colombia (13,1%) (Gráfico 35).

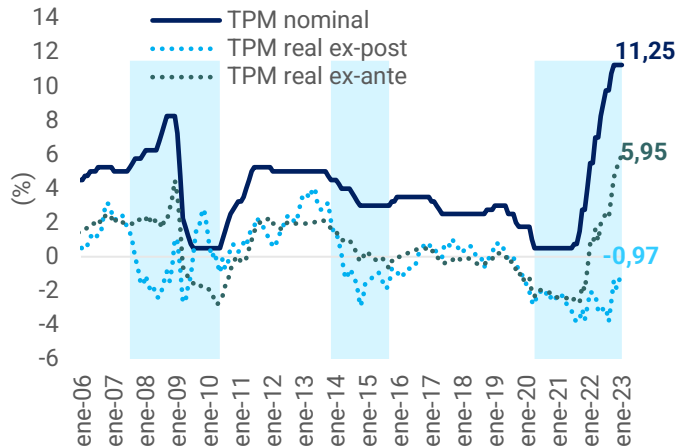
Política monetaria: credibilidad y transparencia

En la pandemia, el Banco Central recortó la tasa de interés en 125 pbs a su mínimo de 2009 (0,5%)

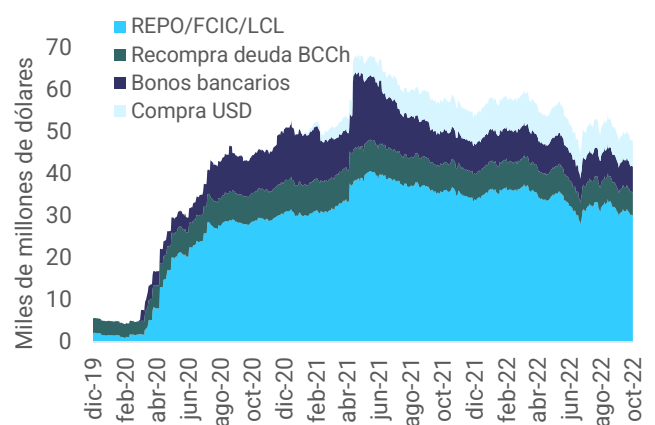
El Banco Central conduce la política monetaria con un compromiso por mantener la estabilidad de precios incorporando instrumentos que conlleven a que la inflación proyectada en el horizonte de dos años se ubique en 3,0%. Adicionalmente, promueve la política monetaria sea contra-cíclica, lo cual contribuye a reducir la volatilidad y a mitigar los efectos de los choques inflacionarios sobre la actividad económica.

Durante la crisis financiera global 2008-2009 el Banco Central adoptó una postura expansiva con el objetivo de darle un impulso a la economía que se enfrentaba a las consecuencias de la crisis. En este contexto, el Banco Central recortó la tasa de política monetaria a un mínimo de 0,5% e implementó medidas no convencionales orientadas a aumentar la liquidez del mercado monetario y crediticio, y mantener las tasas de interés bajas a diferentes plazos. De igual manera, aunque la actividad económica empezó a mostrar signos de recuperación entrado el 2010, el terremoto y maremoto de febrero de ese año implicó una pausa en este proceso, por lo cual el Banco Central decidió mantener el estímulo, adaptándose al nuevo escenario. Por su parte, tras el choque por el desplome del precio de los *commodities* hubo un recorte de 150 pbs en la tasa de intervención en 2014 (Gráfico 36).

Ahora bien, en 2020, el escenario macroeconómico presentó importantes desafíos en medio de la propagación del COVID-19. La respuesta de los Bancos Centrales alrededor del mundo fue sincronizada, llevando a las tasas de interés a niveles mínimos y haciendo uso de

Gráfico 36. Evolución de la tasa de política monetaria del Banco Central de Chile


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 37. Medidas de inyección de liquidez del Banco Central de Chile*


Fuente: Banco Central de Chile

*Contemplan únicamente las medidas de inyección de liquidez que aumentan la base monetaria, no se contemplan las medidas de contracción de la liquidez que le restan a la base monetaria

El Banco Central culminó el ciclo de subida de tasas de interés en octubre de 2022, acumulando un incremento de 1.075 pbs

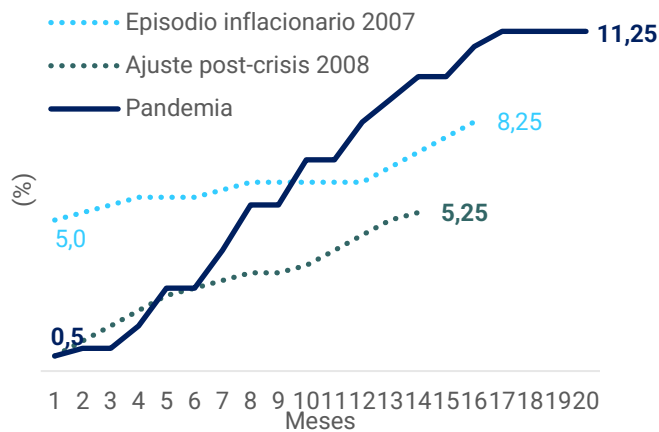
instrumentos no convencionales⁴⁸. En Chile, la respuesta del Banco Central conllevó a un recorte de 75 pbs y de 50 pbs, en una reunión extraordinaria en marzo y en su reunión de abril, respectivamente. Con esto, la tasa de intervención alcanzó su nivel mínimo de 2009 (0,5%), y se mantuvo en este nivel durante 15 meses. A su vez, el Banco Central adoptó medidas de apoyo a la liquidez que alcanzaron los 66,8 mil millones de dólares en mayo de 2021 (21,1% del PIB). Es importante mencionar que las medidas de apoyo a la liquidez comenzaron en el contexto de la crisis social que atravesó el país en noviembre de 2019 (Gráfico 37).

De igual manera, en episodios donde la inflación ha superado el rango de tolerancia del banco central, este actuó de manera consecuente con sus objetivos y las expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria. En este sentido, la respuesta del endurecimiento de la política monetaria desde mediados de 2021 fue contundente, con incrementos consecutivos de la tasa de intervención.

De este modo, el ciclo de normalización de la política monetaria 2021-2022 se configuró de manera más acelerada que en los episodios inflacionarios anteriores. Puntualmente, el banco central subió su tasa de intervención en 1.075 pbs desde el mínimo alcanzado en la pandemia (0,5%) en 16 meses, mientras que en el episodio de 2007, el incremento fue de 325 pbs en 15 meses (Gráfico 38). Así las cosas, en su reunión de octubre, el banco central anunció de manera explícita el fin del ciclo de aumento de tasas que inicio en julio de 2021 y que culminó con una tasa de interés de 11,25%, señalando que se mantendría en ese nivel

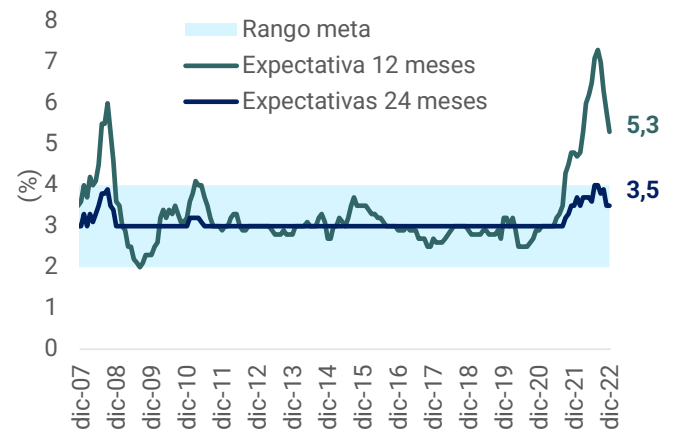
⁴⁸ Las medidas no convencionales hacen referencia a medidas distintas a movimientos en la tasa de interés. En marzo de 2020, el Banco Central anunció medidas adicionales entre las cuales incluyó el establecimiento de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), que otorgó financiamiento a entidades bancarias con condiciones ventajosas. En otras medidas se incluyeron los bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos (estas iniciaron con la crisis social en noviembre de 2019), y se compraron bonos bancarios a participantes del SOMA por un monto de hasta 4 mil millones de dólares en UF.

Gráfico 38. Episodios de endurecimiento de la política monetaria



Fuente: Refinitiv Eikon.

Gráfico 39. Expectativas de inflación



Fuente: Refinitiv Eikon

durante el tiempo que sea necesario para conducir a la inflación al objetivo del 3,0% en el horizonte de política monetaria de dos años. En las reuniones posteriores a octubre y previas al cierre de este informe, el banco confirmó esta postura manteniendo la tasa de intervención sin cambios.

Los ingresos fiscales derivados del cobre representaron el 22,1% de los ingresos totales en 2006

Por otro lado, desde 2002 y hasta la fecha, las expectativas de inflación a dos años han permanecido ancladas en el 86,1% de los meses, y aun cuando estas se apartaron del objetivo, no superaron ampliamente el límite del 4,0% del rango de tolerancia del emisor. El promedio de las expectativas de inflación a 24 meses fue 3,1% en los últimos veinte años. En el choque inflacionario actual, las expectativas de inflación a dos años se han mantenido por encima del objetivo del 3,0% durante 16 meses, ubicándose en 3,5% en diciembre de 2022 (Gráfico 39).

En resumen, la política monetaria basada en un esquema de inflación objetivo y un régimen de tipo de cambio flexible permitió al Banco Central adoptar una postura contra-cíclica en episodios inflacionarios y en escenarios macroeconómicos adversos. En este sentido, la credibilidad de la autoridad monetaria se ha reflejado en una inflación promedio del 3,2% entre el 2000 y el 2019, manteniéndose dentro del rango de tolerancia en la mayor parte del periodo y conservando unas expectativas de inflación a dos años ancladas al objetivo puntual del 3,0%, excepto en los choques inflacionarios de 2007 y 2021-2022.

Situación fiscal

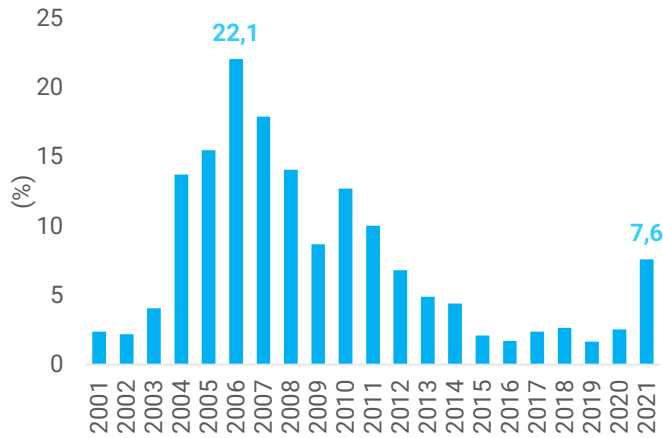
- Chile se destaca por mantener una posición fiscal sólida en relación con otros países emergentes y de la región. La deuda del Gobierno Central se ubicó por debajo del 30% del PIB antes de la pandemia (2010-2019) y el déficit fiscal se ubicó en 1,3% del PIB en promedio, niveles inferiores a los de otros países en la región.
- La responsabilidad fiscal es uno de los grandes activos de la economía chilena. Su política fiscal basada en la implementación de una regla de balance estructural que orienta el análisis desde una perspectiva de mediano plazo, junto con mecanismos que refuerzan la disciplina fiscal han contribuido no solo a consolidar la reputación del país, sino a reducir la deuda bruta del Gobierno Central desde 14,5% del PIB en 2001 hasta 3,9% del PIB en 2007, logrando incluso una posición de acreedor neto entre 2005 y 2015.
- No obstante, en los últimos cinco años se ha observado un importante deterioro de las finanzas públicas. La pandemia aumentó la necesidad de gasto público y generó una caída de los ingresos del Gobierno Central, de manera que el déficit fiscal aumentó a 7,7% del PIB en 2021 y la deuda llegó a 36,3% del PIB ese mismo año.
- Chile mantiene la calificación soberana más alta entre sus pares regionales. No obstante, el deterioro de las finanzas públicas de los últimos años, sumado a la mayor demanda social que genera presiones sobre el gasto público, han propiciado un deterioro de la perspectiva sobre las finanzas públicas y un aumento de la prima de riesgo, por lo cual, Chile se enfrenta nuevamente a la posibilidad de una rebaja de la calificación crediticia, que no implicaría una pérdida del grado de inversión.

La política fiscal implementada desde comienzos de siglo le ha permitido a Chile mantener una posición fiscal sólida en comparación con otros países emergentes y de la región, alcanzando incluso métricas similares a las de algunas economías avanzadas. En 2009, Chile ingresó a la OCDE, luego de tener entre 2004 y 2008 balances fiscales superavitarios y niveles de deuda del Gobierno Central de apenas 6,2% del PIB en promedio⁴⁹.

La implementación de una regla fiscal de balance estructural que determina el gasto en función de unos ingresos fiscales permanentes -excluyendo el efecto del ciclo económico-, la rápida expansión del PIB y los altos precios del cobre fortalecieron la posición fiscal de Chile durante los años previos a la crisis financiera de 2008-2009 (ver Capítulo [Institucionalidad económica](#) en este informe). En efecto, los aportes fiscales del cobre experimentaron un fuerte incremento desde 2003, llegando a representar el 22,1% de los ingresos totales del Gobierno Central en 2006, por valores cercanos al 5,4% del PIB (Gráfico 40).

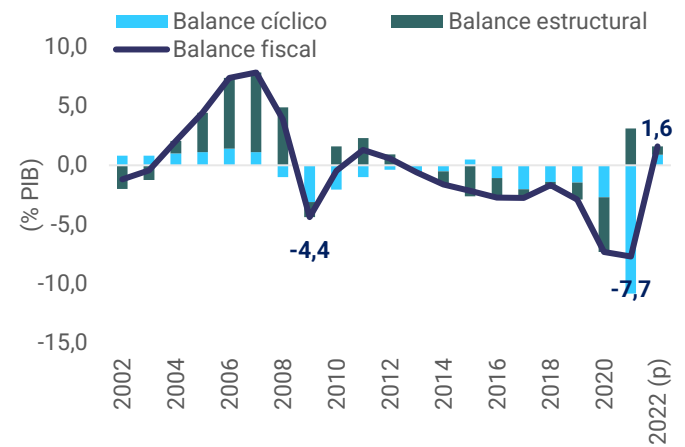
⁴⁹ Análisis sobre las estadísticas de las finanzas públicas del Gobierno Central.

Gráfico 40. Ingresos fiscales provenientes del cobre (% de los ingresos fiscales totales)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

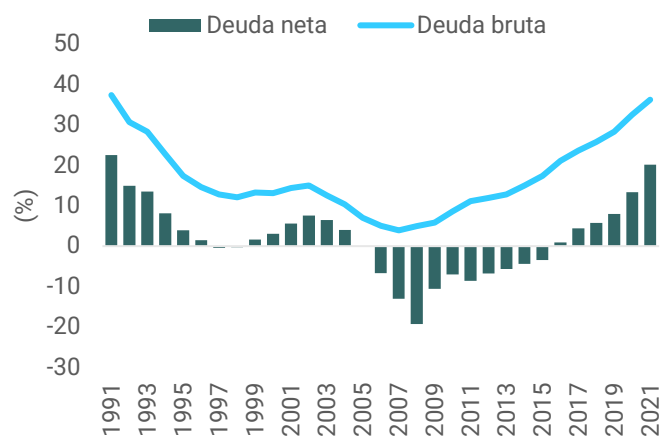
Gráfico 41. Balance fiscal del Gobierno Central por componentes



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

Entre 2004 y 2008, el Gobierno Central logró mantener métricas de superávit fiscal, alcanzando un máximo de 7,8% del PIB en 2007, en tanto que el balance fiscal estructural -que excluye el efecto del ciclo económico- se situó en 1,1% del PIB para el mismo año⁵⁰ (Gráfico 41). Con este ahorro acumulado producto del incremento del ingreso fiscal y una política de gasto ajustada, el Gobierno logró reducir su deuda bruta desde 14,5% del PIB en 2001 hasta 3,9% del PIB en 2007, e incluso consolidó una posición de acreedor neto entre 2005 y 2015, lo cual garantizaba la sostenibilidad del gasto en los próximos años (Gráfico 42).

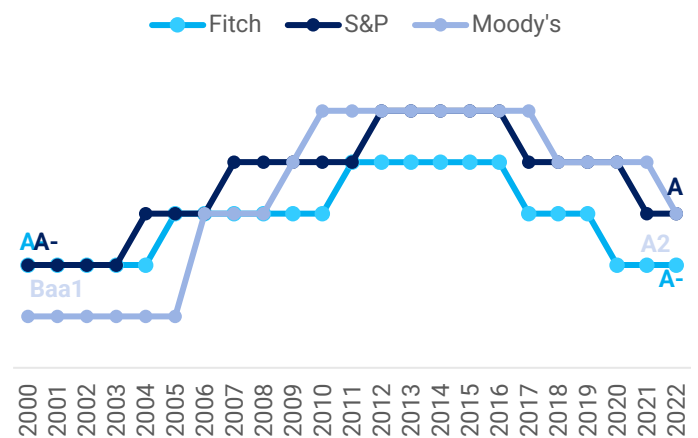
Gráfico 42. Deuda bruta y neta del Gobierno Central (% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

Nota: la deuda neta corresponde a la deuda bruta menos los activos financieros del gobierno central. Los activos incluyen los fondos soberanos, y otros fondos del tesoro público, inversiones relacionadas con en empresas públicas y préstamos de distinta naturaleza.

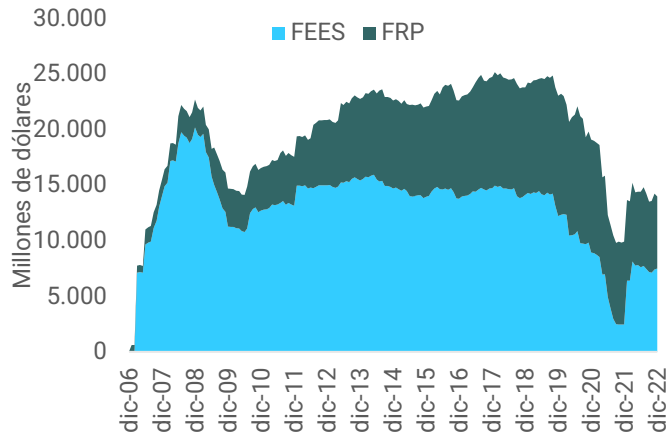
Gráfico 43. Calificación de la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

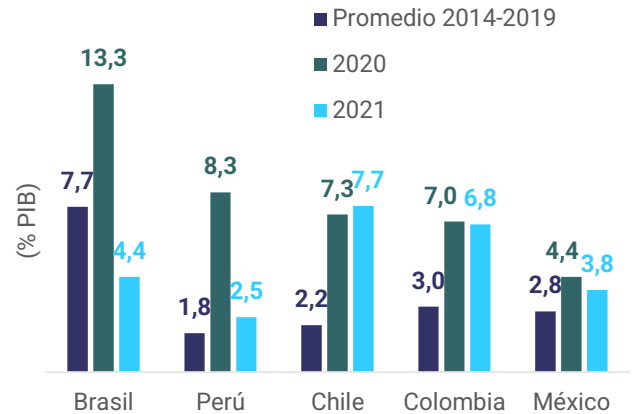
⁵⁰ La meta de superávit fiscal se situó en 1,0% del PIB entre 2001 y 2007.

Gráfico 44. Valor de los Fondos Soberanos



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.
FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social
FRP: Fondo de Reserva de Pensiones

Gráfico 45. Déficit fiscal



Fuente: FMI, Ministerio de Hacienda de Chile.

A pesar del reciente deterioro de las finanzas públicas, Chile conserva con holgura el grado de inversión

A su vez, los resultados positivos en materia fiscal durante este periodo se reflejaron en una mejor calificación soberana. Para 2012, la calificación por parte de Standard & Poor's, Fitch y Moody's se ubicaba en AA-, A+ y en Aa3, respectivamente, con holgura dentro de la categoría de grado de inversión (Gráfico 43). Por su parte, los rendimientos de los bonos de deuda en moneda local a 10 años habían promediado niveles menores a los registrados en otras economías de la región⁵¹, evidenciando el reconocimiento por parte del mercado financiero sobre su posición frente a sus pares regionales.

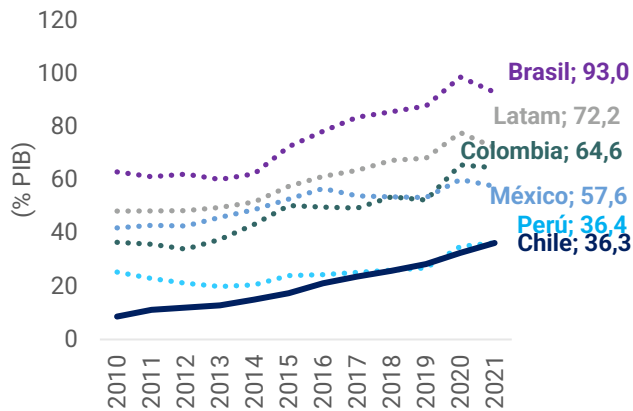
La prima de riesgo de Chile se aleja de los países con calificación A y se acerca al promedio de países con calificación BBB

De esta manera, el resultado del balance fiscal permitió no solo incrementar el ahorro público, sino que favoreció la posición de activos de los fondos soberanos. Para finales de 2008, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) acumuló un total de 20 mil millones de dólares, de los cuales fue posible disponer de cerca de 9 mil millones para afrontar los efectos de la crisis financiera en 2009. De igual manera, el FEES fue utilizado para financiar el paquete fiscal implementado en la pandemia (ver Capítulo [Panorama de la pandemia](#) en este informe) (Gráfico 44)

Ahora bien, en los años posteriores a la caída en los precios del cobre, la baja tasa de crecimiento y las políticas de expansión del gasto deterioraron la situación fiscal de la economía chilena (Gráfico 45). A esto se sumó la mayor necesidad de gasto público para mitigar el impacto de la pandemia sobre la actividad económica y el ingreso de los hogares, con una caída simultánea de los ingresos del Gobierno en 2020. Esta situación se materializó en una tendencia de crecimiento de la deuda pública hasta alcanzar niveles del 36,3% del PIB en 2021. A pesar del deterioro, este nivel de endeudamiento sigue siendo menor al promedio de sus pares regionales (Gráfico 46).

⁵¹ En comparación con México, Colombia, Brasil y Perú.

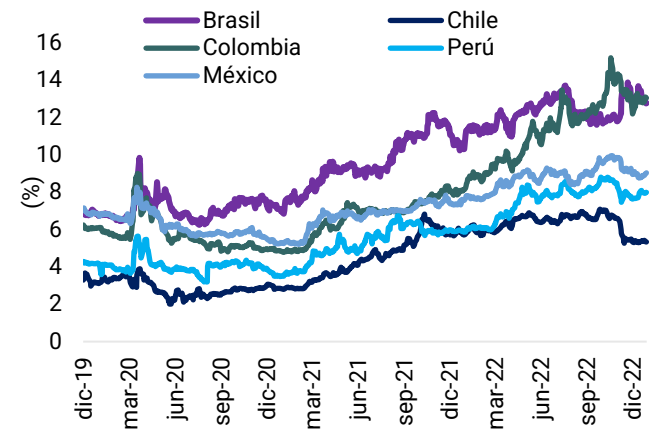
Gráfico 46. Deuda pública bruta*



Fuente: FMI

*Para Chile, la deuda corresponde a la calculada para el Gobierno Central.

16 de febrero de 2023
Gráfico 47. Tasa de interés de deuda soberana a 10 años en moneda local



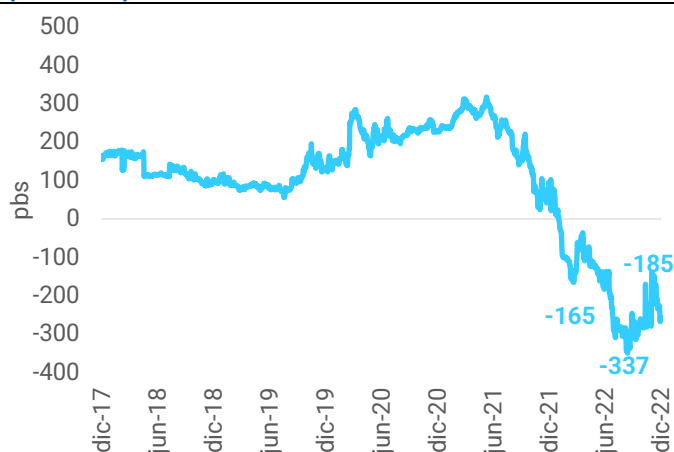
Fuente: Refinitiv Eikon

Actualizado con datos al 30 de diciembre de 2022.

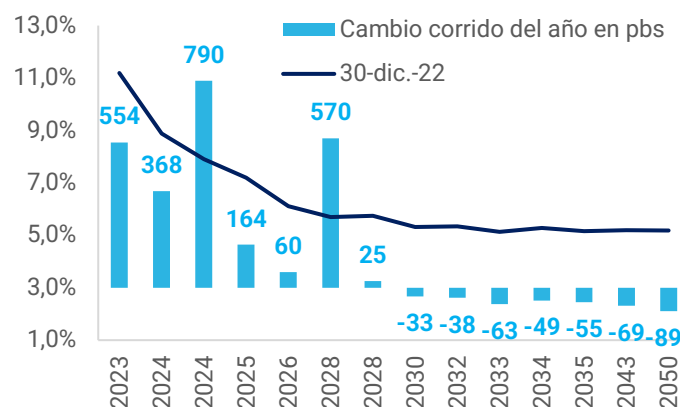
De este modo, el deterioro fiscal de los últimos cinco años se ha reflejado en rebajas de la calificación crediticia, aunque se mantiene con la mejor calificación crediticia entre sus pares regionales. En particular, la agencia Fitch rebajó la calificación desde A hasta A- en octubre de 2020, argumentando un debilitamiento de las finanzas públicas ante presiones por el aumento del gasto social tras las protestas de octubre y noviembre de 2019, a lo cual se sumó el efecto negativo de la pandemia. Al mismo tiempo, la agencia proyectaba que la deuda del Gobierno continuaría aumentando a mediano plazo, dada la menor trayectoria de crecimiento y la dificultad para consolidar las cuentas fiscales en medio de un calendario político complejo. Por su parte, Standard & Poors rebajó la calificación desde A+ hasta A en marzo de 2021.

El mercado de deuda pública ha reflejado el deterioro de las perspectivas económicas en Chile, ante la manifestación de desequilibrios macroeconómicos, con niveles de inflación no observados en décadas (12,8% en diciembre de 2022), una brecha del producto que se mantiene positiva —lo que podría generar mayores presiones sobre los precios—, y un amplio déficit en cuenta corriente. A lo anterior se suma el proceso de normalización monetaria que elevó las tasas de interés, en un contexto de alta incertidumbre frente a los cambios que puede suscitar la reforma constitucional y los retos que enfrenta el Gobierno de Boric (2022-2026).

De este modo, los rendimientos de los bonos de deuda en moneda local a 10 años han experimentado cierta volatilidad. En 2021, la tasa de los bonos aumentó 289 pbs, mientras que en los meses previos al resultado del plebiscito constitucional habían aumentado 106 pbs (Gráfico 47). Aunque, parte de la desvalorización en el mercado de renta fija refleja factores externos relacionados con el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global, la incertidumbre asociada al conflicto en Ucrania y la posible recesión en algunas economías avanzadas, la incertidumbre política en torno al proceso constitucional en Chile y el deterioro de las perspectivas económicas añaden cierta presión sobre la curva de rendimientos de los bonos en moneda local, que está invertida desde hace un año (Gráficos 48 y 49).

Gráfico 48. Pendiente curva cero cupón bonos soberanos tasa fija de Chile en pesos (10Y – 2Y)


Fuente: Refinitiv Eikon
Actualizado con datos al 30 de diciembre de 2022

Gráfico 49. Curva de rendimientos de bonos soberanos tasa fija de Chile en pesos


Fuente: Refinitiv Eikon
Actualizado con datos al 30 de diciembre de 2022

Por su parte, la prima de riesgo medida a través de los CDS a 5 años ha experimentado una tendencia creciente desde finales de 2019, cuando el país se enfrentó a una crisis política asociada al estallido social, que originó el proceso de Reforma Constitucional. Posteriormente eventos relacionados con la Constituyente, el cambio de Gobierno y la agenda de reformas de Boric (2022-2026) han generado mayor aversión al riesgo en un contexto global desafiante (ver Capítulo [Contexto político](#) en este informe).

La prima de riesgo descontada por el mercado se ha ubicado recientemente más cerca del promedio de los países con calificación BBB, alejándose de aquellos que comparten la calificación A con Chile (Gráfico 50). En este sentido, creemos que la economía chilena se enfrenta a la posibilidad de una nueva rebaja de la calificación crediticia, aunque de todas formas se mantendría dentro de la categoría de grado de inversión (Gráfico 43).

Por otro lado, es importante mencionar que el Ministerio de Hacienda proyecta una fuerte consolidación fiscal en 2022. En concreto, el Gobierno espera un superávit efectivo de 1,6% del PIB por cuenta de un incremento destacable de los ingresos y una caída en términos reales del gasto público. Durante la primera mitad de 2022 se percibió un mayor recaudo del fisco asociado al impuesto sobre las ventas y servicios (IVA) y al mayor ingreso de la gran minería y de la Corporación Nacional del Cobre de Chile -empresa estatal dedicada a la extracción de cobre-, en medio de un mayor precio del cobre y de la depreciación del tipo de cambio. Por su parte, el gasto del Gobierno Central disminuyó en línea con el agotamiento de las ayudas monetarias otorgadas en el contexto de la pandemia, teniendo en cuenta una base elevada en 2021⁵².

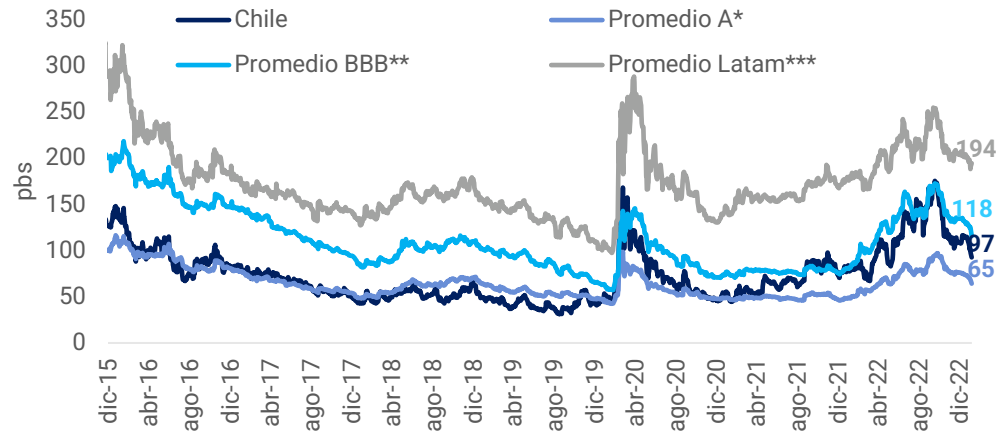
Finalmente, cabe denotar que el Gobierno adelanta una Reforma Tributaria desde julio de 2022. Al cierre de este informe, la propuesta con modificaciones por parte de la Comisión de Hacienda había sido aprobada para pasar a su votación en sala en las primeras semanas de marzo de 2023. Aunque no conocemos el contenido final de la Reforma Tributaria, la

⁵² Ministerio de Hacienda (Septiembre 2022). Informe del Estado de Operaciones del Gobierno General Trimestral. Disponible en: https://www.dipres.gob.cl/598/articles-285608_version_PDF.pdf

16 de febrero de 2023

propuesta inicial de la administración de Boric planteaba aumentar el recaudo en 4,1% del PIB (ver Capítulo [Contexto político](#) en este informe).

Gráfico 50. Medida de riesgo país – Credit Default Swaps 5 años (pbs)



Fuente: Refinitiv Eikon

Actualizado con datos al 31 de enero de 2023

*POL, CHL MYS, ESP, JPN CHN, ISL, KWT, LTU, LVA, MLT, SAU y SVK.

**URY, ROU, BGR, MEX, PAN, PER, IDN, PHL, HUN, THA, KAZ, MAR, IND, ITA, PRT y HRV.

***BRA, COL, URY, MEX, PAN, PER, CHL y CRI.

Cuentas externas y tipo de cambio

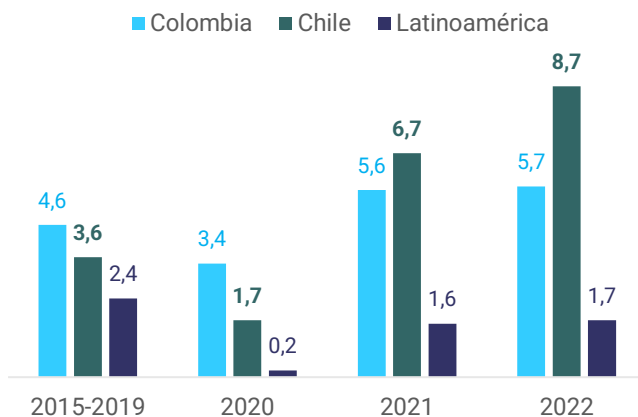
- La canasta exportadora de Chile está basada en productos primarios, principalmente provenientes de la minería. En la última década, los avances en la diversificación de la canasta exportadora han sido prácticamente nulos. En diez años, Chile descendió un puesto en el *ranking* global de acuerdo con el Índice de Complejidad de la Economía de la Universidad de Harvard, ubicándose actualmente en el puesto 76 entre 133 países.
- Chile es el mayor exportador de minerales de cobre a nivel mundial con el 30% de la participación del mercado, seguido de Perú con el 17%. Las perspectivas sugieren que su buena dinámica seguirá impulsada por una mayor demanda global de cobre para la construcción de baterías y vehículos eléctricos en el proceso de transición energética.

Deterioro del déficit en cuenta corriente es un factor de vulnerabilidad

En la última década, las cuentas externas de Chile se han deteriorado, en la medida en que la salida neta de egresos factoriales y el desbalance de la balanza comercial de servicios han aumentado. De esta manera, el déficit en cuenta corriente promedio de Chile en los cinco años previos a la pandemia fue de 3,6% del PIB, situándose frente a sus pares regionales, únicamente por debajo de Colombia (-4,6% del PIB) (Gráfico 51). Esta situación particular de la cuenta corriente de Chile supone retos importantes ante choques externos que afecten el acceso a financiamiento.

En primer lugar, en el lustro que precedió la pandemia, los egresos factoriales de la cuenta corriente registraron un balance negativo promedio de 3,4% del PIB, principalmente por la salida de ganancias derivadas de la Inversión Extranjera Directa (IED), asociadas al sector minero. En efecto, el flujo de IED relacionado con el sector minero alcanzó a representar el 47,0% del total de la IED en el país en 2015, reduciendo su participación al 29,3% en 2021. A su vez, el sector minero es el más representativo en términos del stock de IED en el país.

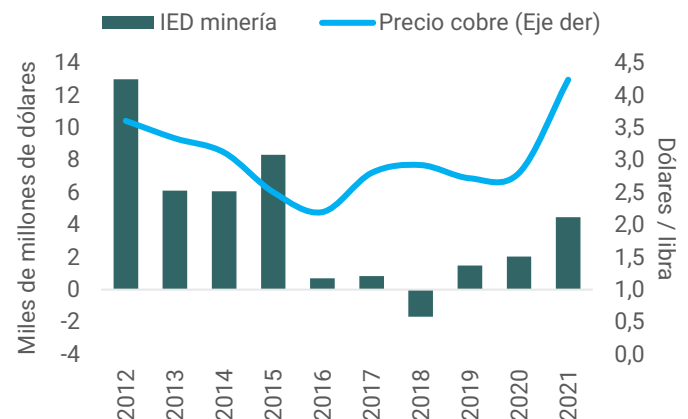
Gráfico 51. Déficit en cuenta corriente (%PIB)



Fuente: FMI, World Economic Outlook, Octubre 2022.

*Proyecciones para Chile del Banco Central, para Colombia las proyecciones pertenecen a aquellas calculadas por Corficolombiana

Gráfico 52. Flujo de inversión extranjera directa en minería vs precio del cobre



Fuente: Banco Central de Chile y Refinitiv Eikon.

En este sentido, al observar la relación entre el precio del cobre –principal producto de exportación minero del país– y la IED en el sector, se puede identificar cierto rezago en la respuesta de la inversión a las señales del precio durante los ciclos de precios de los *commodities*. Durante el *boom* de precios, los flujos de inversión en el sector fueron en promedio de 8,4 mil millones de dólares, en tanto que el precio del cobre estuvo cercano a 3,4 dólares por libra (Gráfico 52).

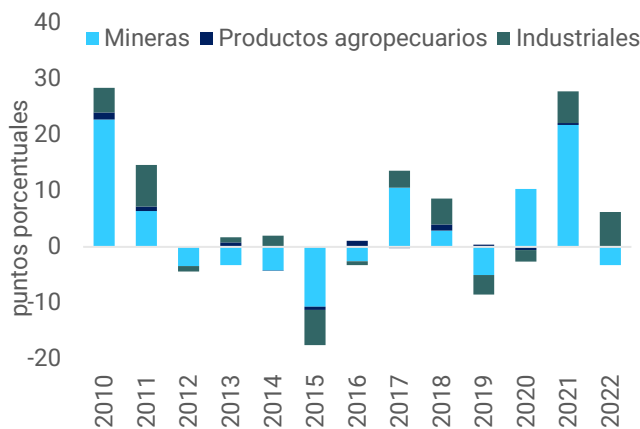
Recientemente la configuración de la Inversión Extranjera Directa muestra una mayor participación en el sector de electricidad, gas y agua

Por otra parte, el sector de electricidad, gas y agua experimentó un importante incremento de los flujos de inversión en los últimos cinco años, reflejando el potencial del sector energético en el país. De hecho, en la región, Chile destaca por su liderazgo en las inversiones asociadas a la transición energética⁵³. Adicionalmente, durante los últimos años el interés de compañías extranjeras que buscan invertir en el sector de electricidad en la región se ha evidenciado en grandes adquisiciones de activos en el país⁵⁴. En 2021, los flujos de IED en el sector de electricidad, gas y agua representaron el 63,0% del total.

En segundo lugar, la balanza de servicios presentó un déficit promedio de 2,4% del PIB entre 2015 y 2019, en la medida en que las exportaciones cayeron 2,5%, impulsadas por cargos del uso de la propiedad intelectual, servicios financieros y servicios personales, culturales y recreativos. En tanto que, las importaciones se expandieron 1,7% en promedio, impulsadas por los servicios de telecomunicaciones, informática e información y servicios financieros. Ahora bien, el efecto negativo de los egresos factoriales y la balanza de servicios en el desbalance en cuenta corriente fue parcialmente compensado por una balanza comercial de bienes superavitaria. En el lustro que precedió la pandemia, la balanza comercial de bienes tuvo un superávit promedio de 1,7% del PIB.

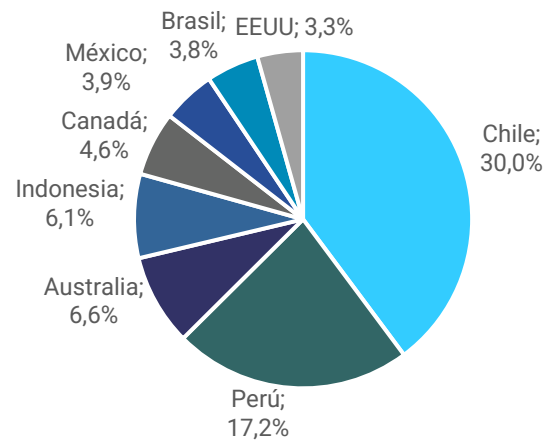
El desempeño de las exportaciones de bienes estuvo explicado principalmente por la venta de productos procedentes de la minería. En efecto, para 2022, el 57,0% de las exportaciones totales de Chile fueron ventas de minerales, concentradas en cobre (79,0% de las

Gráfico 53. Contribución al crecimiento de las exportaciones



Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 54. Principales exportadores de cobre (2021)



Fuente: Trademap.

⁵³ En 2022, la compañía estadounidense EIG Global Energy Partners lanzó Grupo Cerro, una nueva plataforma de energía renovable en Chile, en la cual se circunscribe la mayor planta solar de Latinoamérica (Cerro Dominador) y otras 11 pequeñas y medianas hidroeléctricas.

⁵⁴ En 2020, State Grid Corporation of China (SGCC) adquirió Chilquinta Energía S.A por 2.230 millones de dólares. En 2021, la misma compañía del país asiático adquirió el 96,4% de la Compañía General de Electricidad (CGE) de Chile por unos 2.600 millones de euros (unos 3.000 millones de dólares).

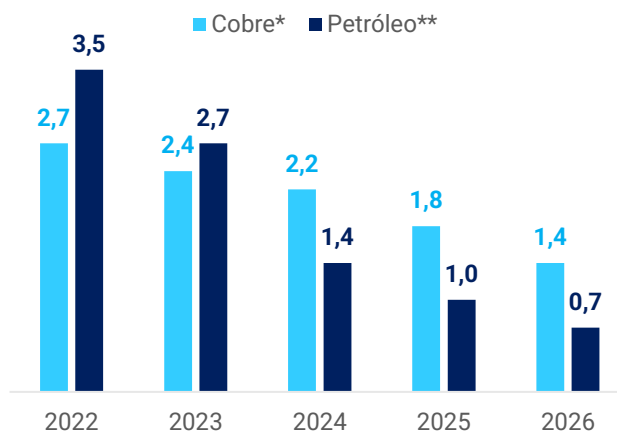
exportaciones mineras)⁵⁵ (Gráfico 53). Los principales destinos comerciales de Chile en 2021 fueron China (38,6%), Estados Unidos (15,8%), Japón (7,6%), Corea del Sur (5,1%) y Brasil (4,8%).

Cerca del 90% de las exportaciones mineras se concentran en el cobre

De esta forma, el mayor peso de las exportaciones de cobre explica la importancia que tiene el sector extractivo dentro de la economía chilena y las oportunidades de crecimiento e inversión en el mediano y largo plazo. En concreto, Chile es el principal productor y mayor exportador de cobre en el mundo, concentrando cerca de un tercio de la producción mundial de cobre⁵⁶ y el 30,0% del comercio de este mineral en 2021, seguido de Perú, que participó con el 17,2% de las ventas externas totales para ese año (Gráfico 54).

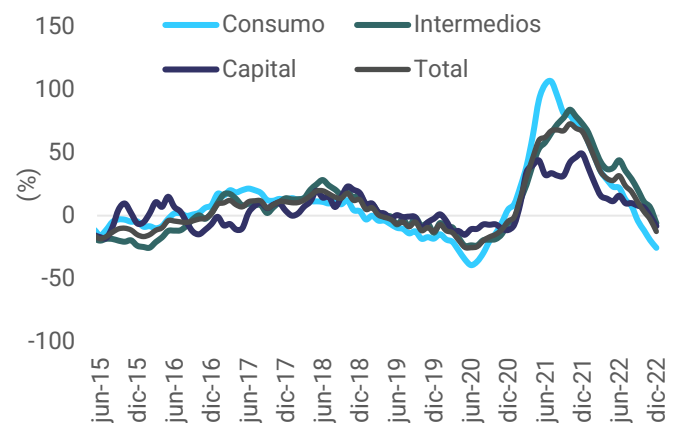
Lo anterior es aún más relevante de cara a los retos en materia de transición energética que requerirán una mayor demanda de este producto. De acuerdo con estimaciones de la CEPAL, entre 2020 y 2030, la demanda mundial de cobre aumentaría de 26,9 a 33,5 millones de toneladas, por encima del incremento que se prevé para otras materias primas como el petróleo (Gráfico 55) (ver Capítulo de Cuentas externas y tasa de cambio en [Informe de cobertura de Perú: estabilidad a prueba](#)). En este sentido, de acuerdo con la Comisión Chilena de Cobre adscrita al Ministerio de Minería de Chile, las inversiones mineras en el país durante 2021-2030 consideran 51 iniciativas por una cifra cercana a los 69 mil millones de dólares, distribuidas en proyectos de cobre, oro, hierro, litio y minerales industriales, con una mayor presencia de proyectos orientados a la extracción de cobre⁵⁷. De este modo, nuevos proyectos

Gráfico 55. Crecimiento anual de la demanda de cobre y petróleo (%)



Fuente: CEPAL, OPEC. Cálculos: Corficolombiana.
 *Crecimiento anual de la demanda de cobre en millones de toneladas.
 **Crecimiento anual de la demanda de petróleo en millones de barriles diarios.

Gráfico 56. Crecimiento de las importaciones (trimestre móvil)



Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana.

⁵⁵ En 2022, se percibió una caída importante de las exportaciones de cobre. En la última década, las exportaciones de cobre representaron en promedio el 90,3% del total de exportaciones mineras.

⁵⁶ CEPAL (2021). Cambios en la demanda de minerales: Análisis de los mercados del cobre y el litio y sus implicaciones. Disponible en: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47136/S2100341_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y

⁵⁷ Inversión en la minería chilena - Cartera de proyectos 2021-2030. Disponible en: <https://www.cochilco.cl/Listado%20Temtico/2021%2010%2028%20Inversi%C3%B3n%20en%20la%20miner%C3%ADa%20chilena%20-%20cartera%20de%20proyectos%202021%20-%20202030%20VFinal.pdf>

de inversión serán esenciales para contrarrestar la caída de la oferta del mineral frente al deterioro de las minas existentes.

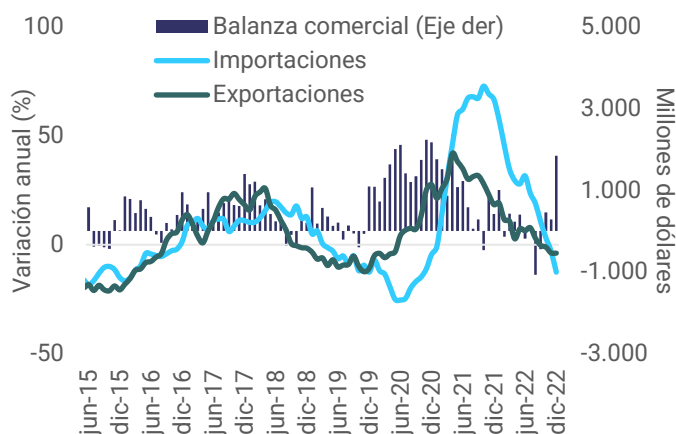
Por su parte, las importaciones de bienes tuvieron una dinámica positiva desde finales de 2016 y hasta 2018, impulsadas por los bienes intermedios y de consumo (Gráfico 56). No obstante, durante el choque de la pandemia, se observó una caída pronunciada de las importaciones, en línea con la dinámica del consumo, mientras que la pronta recuperación de las ventas externas mineras impulsó las exportaciones, llevando al superávit de la balanza comercial de bienes hasta el 7,5% del PIB en 2020 (Gráfico 57).

En resumen, la balanza de pagos de Chile registró un déficit en la cuenta corriente de 3,6% del PIB en promedio durante el periodo 2015-2019, como señalamos previamente. Desde 2021, el continuo déficit de los egresos factoriales, sumado a los altos costos del transporte internacional que ampliaron el déficit en la balanza de servicios han llevado a un fuerte deterioro del balance de la cuenta corriente. Con cifras al tercer trimestre de 2022, el déficit en cuenta corriente alcanzó el 9,9% del PIB (Gráfico 58), lo cual es un factor de vulnerabilidad importante de la economía chilena y sus necesidades de financiamiento ante choques externos.

Ahora bien, desde la perspectiva de financiación del déficit en cuenta corriente a partir del análisis del ahorro y la inversión en el país, el fuerte deterioro del déficit en la cuenta corriente en 2018 y 2019 estuvo explicado por el incremento de la inversión, que llegó a representar el 25,1% del PIB en 2019. De acuerdo con el Banco Central de Chile, la mayor necesidad de financiamiento externo en estos años estuvo relacionada con la recuperación de la inversión minera en el país, después de que el fin del ciclo de precios altos de cobre llevara a una

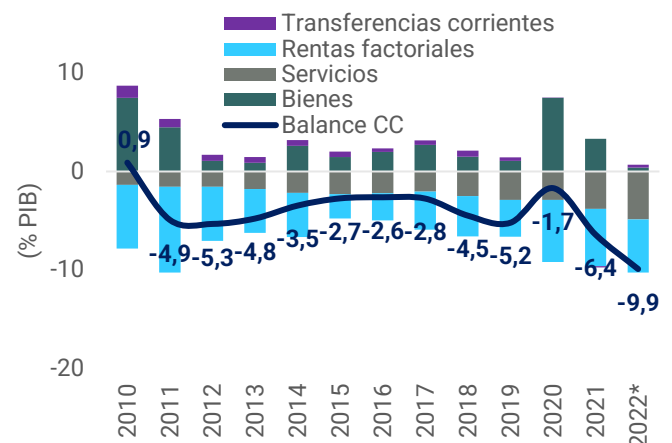
Chile es el mayor productor y principal exportador de cobre en el mundo

Gráfico 57. Balanza comercial (trimestre móvil)



Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 58. Balance en cuenta corriente



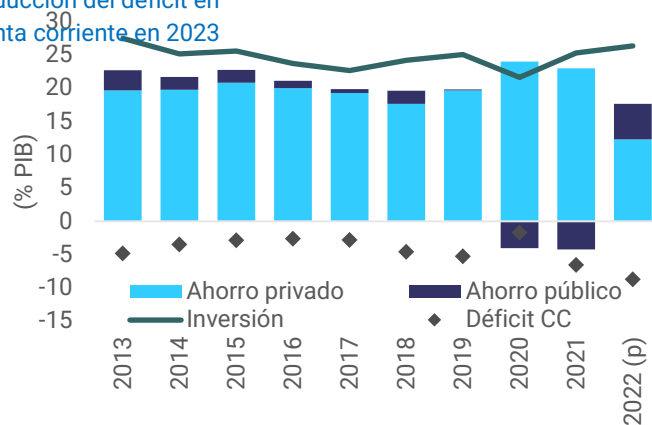
Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana
*Datos año móvil a 3T22.

importante contracción de la inversión en este sector hasta 2017⁵⁸. Este resultado se reflejó

Gráfico 59. Balance en cuenta corriente:

Ahorro e inversión (% PIB)

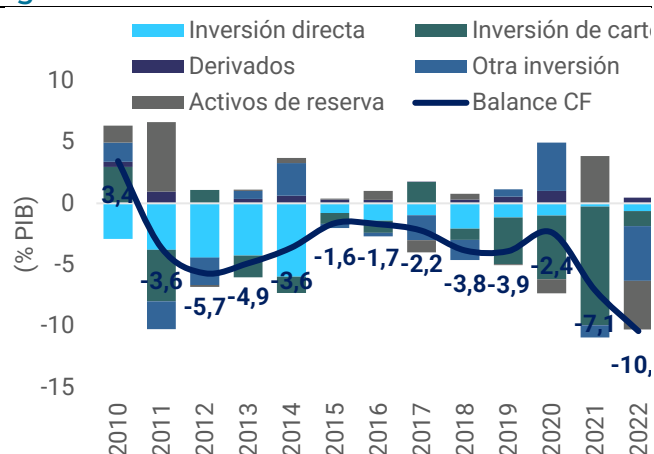
El Banco Central espera una reducción del déficit en cuenta corriente en 2023



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

Las reservas internacionales de Chile son 2,3 veces el déficit en cuenta corriente

Gráfico 60. Cuenta financiera de la balanza de pagos



Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana.

*Datos al tercer trimestre de 2022 (año móvil)

Nota: valores negativos indican ingresos

en un aumento anual de las importaciones de bienes de capital de 13,2% en 2018 y de más del 100% de la IED.

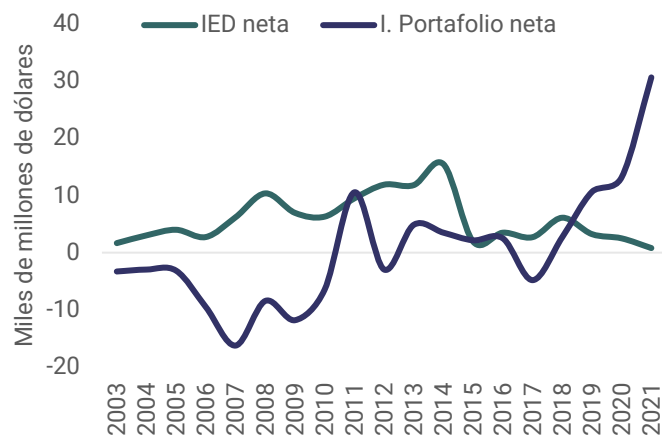
En cambio, el amplio déficit de la cuenta corriente desde 2021 refleja la disminución del ahorro interno, tanto público como privado. Las medidas implementadas por el Gobierno con el objetivo de mitigar el impacto de la pandemia e impulsar la recuperación de la actividad económica significaron un incremento del gasto público. A su vez, el consumo de los hogares fue financiado en gran medida con los retiros de los fondos de ahorro pensional aprobados por el Gobierno (Gráfico 59). Aunque la base estadística de 2020 era baja, la fuerte dinámica del consumo privado se reflejó en un aumento de las importaciones de bienes de consumo en dólares del 70,2% en 2021. Ahora bien, hacía adelante, el ajuste del consumo de los hogares y las menores presiones sobre el gasto público llevarían a un descenso del déficit de cuenta corriente. De acuerdo con el Banco Central de Chile, a este efecto se sumará el elevado tipo de cambio, altas tasas de interés y la reducción de los costos de transporte. En concreto, esperan que el déficit en cuenta corriente sea de 8,7% del PIB en 2022 y disminuya a 4,9% del PIB en 2023.

Cuenta financiera: financiación parcial del déficit en cuenta corriente

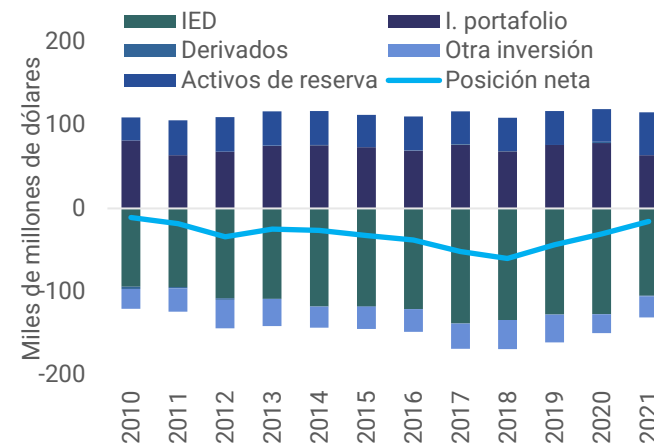
Durante el lustro que precedió la pandemia, el balance en la cuenta financiera de Chile registró una entrada neta de capitales de 7,3 mil millones de dólares en promedio (2,7% del PIB), lo que se tradujo en un financiamiento parcial de la cuenta corriente a través de los ingresos de capital desde el exterior (36%)⁵⁹. Durante este periodo, la IED neta y la inversión de portafolio se configuraron como la principal fuente de financiamiento del déficit externo, excepto en 2017 y 2018, cuando los préstamos adquiridos con el exterior por empresas y bancos se incrementaron (Gráfico 60).

⁵⁸ Informe de política monetaria – Diciembre 2019. Disponible en: <https://www.bcentral.cl/documents/33528/133297/ijpm122019.pdf/01446868-b49d-d3af-297f-03a9f30067bb?t=1576846186307>

⁵⁹ Hace referencia al ratio IED neta / Déficit en cuenta corriente durante el lustro previo a la pandemia (2015-2019)

Gráfico 61. Inversión extranjera directa (IED) y de portafolio


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 62. Posición neta de inversión internacional de Chile


Fuente: Banco Central de Chile.

Ahora bien, los flujos de capital de IED estuvieron mayormente explicados por las participaciones de capital y la reinversión de utilidades durante 2015-2019. Por su parte, en 2021, los ingresos de capital del extranjero por concepto de inversión en portafolio experimentaron un crecimiento por encima del 100%, reflejando la emisión de bonos del Gobierno para financiar el Plan Económico de Emergencia en el marco de la pandemia y el retorno de recursos por la liquidación de títulos de deuda e instrumentos de renta variable por parte de los Fondos de Pensiones, en línea con los retiros aprobados⁶⁰ (Gráfico 61). Con esto, el balance de la cuenta financiera registró una entrada neta de capitales de 7,1% del PIB.

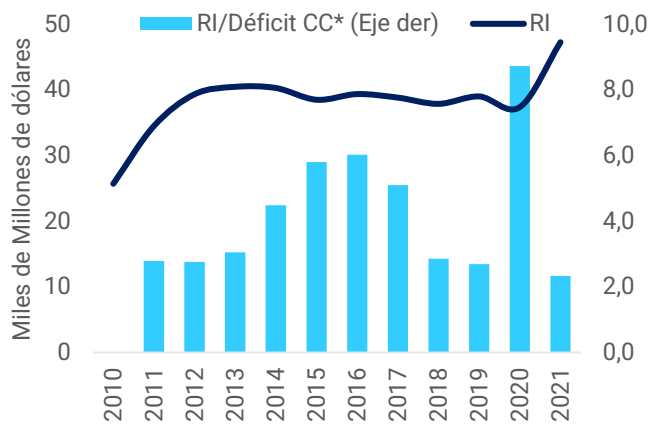
No obstante, la posición de inversión internacional neta (PII)⁶¹ reveló una disminución de la posición deudora neta del país. En particular, el saldo deudor de la posición disminuyó 14 mil millones de dólares en 2021, en línea con los movimientos del mercado financiero y la variación de precios de los activos. Los activos aumentaron 10,1% y el valor del stock de los pasivos se incrementó 6,0% (Gráfico 62).

Por otro lado, en 2021, las reservas internacionales alcanzaron los 51.330 millones de dólares (16,2% del PIB), lo que significó un aumento de 12 mil millones de dólares frente al saldo de 2020. De esta manera, las reservas internacionales respaldan el resultado de las cuentas externas de Chile ante posibles choques que limiten el acceso al financiamiento externo. En particular, las reservas internacionales son 2,3 veces el déficit en cuenta corriente (Gráfico 63). No obstante, frente a otros países emergentes y de la región Chile mantiene una baja posición de reservas (Gráfico 64). Además, tras las medidas implementadas en el marco del programa de intervención cambiaria de 2022, las reservas a octubre se redujeron 26% frente al cierre de 2021.

⁶⁰ Reporte de la Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa – Resultados año 2021. Disponible en: https://www.bcentral.cl/documents/33528/3438052/BDP_PIL_DE_cuarto_trimestre_2021.pdf

⁶¹ De acuerdo con el Banco Central de Chile, la posición de inversión internacional (PII) neta da cuenta del valor y composición de los activos financieros de residentes de una economía que son títulos de crédito frente a no residentes y el oro en activo de reserva menos los pasivos de residentes de una economía frente a no residentes.

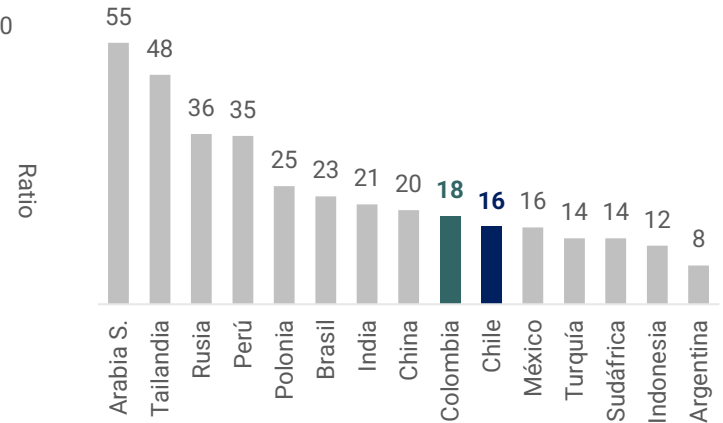
Gráfico 63. Reservas internacionales de Chile



Fuente: Banco Central de Chile

* El coeficiente RI/déficit en CC se omite en 2010, ya que la cuenta corriente fue superavitaria en este periodo.

Gráfico 64. Reservas internacionales 2021 (%PIB)



Fuente: FMI. Cálculos: Corficolombiana

Nota: La información se refiere a las reservas internacionales brutas calculadas con la metodología del FMI.

Tipo de cambio

Desde 2018, el tipo de cambio nominal de Chile ha experimentado una depreciación significativa, influenciada por eventos locales y choques externos. En 2019, el peso chileno se depreció de forma pronunciada ante la incertidumbre por el estallido social de finales de año. Posteriormente, la llegada de la pandemia fortaleció el dólar en el mundo y en Chile lo llevó a un máximo de 868 pesos en marzo de 2020. Así, en medio de la mayor aversión al riesgo por el virus y la caída del precio del cobre, la tasa de cambio en Chile USDCLP se depreció en promedio 12,6% respecto a 2019(Gráfico 65).

En 2021, la devaluación del tipo de cambio siguió presionado por riesgos inherentes a la formulación de una nueva Constitución, la continua aversión al riesgo en medio de un fenómeno inflacionario global, el inicio del proceso normalización monetaria en las economías emergentes y la antesala al endurecimiento de las condiciones financieras en economías avanzadas. Adicionalmente, los retiros pensionales aprobados contribuyeron a aumentar la volatilidad del peso chileno. Con esto, durante el segundo año de la pandemia el tipo de cambio se devaluó 19,9%, la devaluación más alta entre sus pares regionales⁶².

Ahora bien, en los primeros meses de 2022 el aumento del precio de las materias primas en medio del conflicto en Ucrania favoreció una tendencia de apreciación en la región. No obstante, la mayor aversión al riesgo producto del deterioro de las perspectivas de crecimiento global, la posibilidad de enfrentar una recesión en algunas de las principales economías avanzadas, el menor ritmo de crecimiento esperado en China y el endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas llevó a una fuerte valorización del dólar en la segunda mitad del año. Esta tendencia de depreciación del peso chileno estuvo presionada por la

⁶² Frente a Colombia, Perú, Brasil y México.

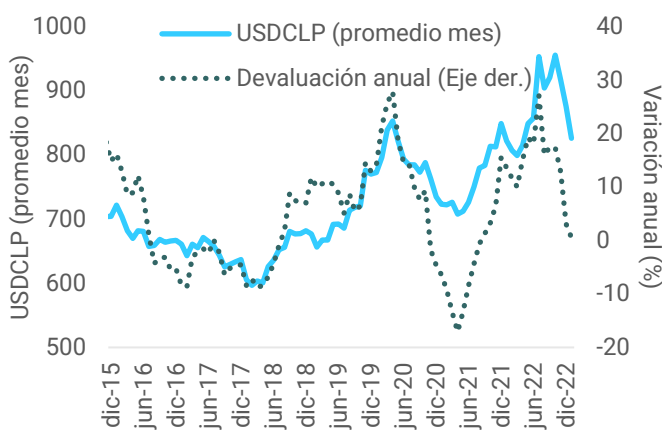
16 de febrero de 2023

incertidumbre asociada al proceso Constitucional y la campaña política alrededor del plebiscito de salida (ver Capítulo [Contexto político](#) en este informe). Así, el peso chileno experimentó niveles de volatilidad especialmente altos con una depreciación destacable entre las monedas latinoamericanas.

Puntualmente, la tasa de cambio en Chile tocó máximos históricos y superó la barrera de los 1.000 pesos por dólar, lo que llevó a que el Banco Central implementara un programa de intervención cambiaria desde el 18 de julio hasta el 30 de septiembre⁶³. Esta estrategia favoreció una revaluación del peso chileno en las primeras semanas de la intervención. No obstante, la moneda se depreció de manera significativa hacia el cierre del programa, en medio de un dólar fuerte, la caída del precio del cobre, y el riesgo político asociado al resultado del plebiscito Constitucional.

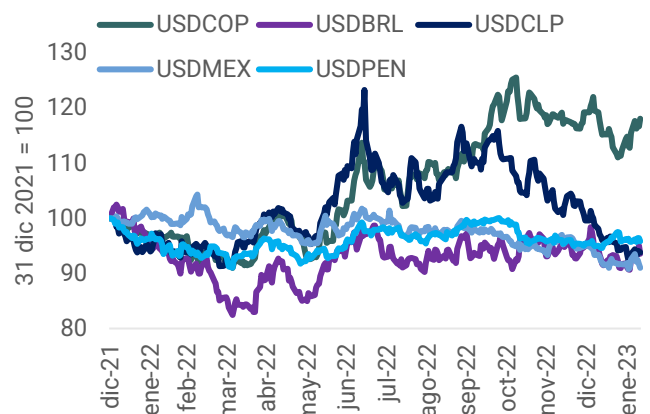
En los últimos meses de 2022, el peso chileno recuperó terreno frente al dólar, una tendencia que continuó en las primeras semanas de 2023. En lo corrido del año, la divisa ha exhibido el mejor desempeño entre sus pares regionales. Con cifras cierre al 10 de febrero de 2023, el peso chileno se había revaluado 5,9% frente al dólar en lo corrido del año, seguido de México (-4,2%), Brasil (-1,4%), Colombia (-1,0%) y Perú (0,4%) (Gráfico 66). Este resultado del peso chileno responde tanto a una menor fortaleza del dólar en lo que se configura como un escenario económico menos adverso para las principales economías del mundo en 2023, y a un importante avance del precio del cobre, en medio de una mejor perspectiva en torno a la reapertura de China. Puntualmente, el precio del cobre superó la barrera de los 4 dólares por libra en enero, un nivel que no se observaba desde mediados de 2022. A esto suma el resultado del plebiscito de septiembre de 2022, el cual mitigó en buena parte la incertidumbre asociada a las reformas estructurales que proponía el texto de la Convención Constitucional.

Gráfico 65. Devaluación del tipo de cambio



Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 66. Tipo de cambio monedas de América Latina (Dic 2021 = 100)



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos actualizados al 30 de noviembre de 2022.

⁶³ El Banco Central conduce la política monetaria basado en un esquema de inflación objetivo, que se complementa con un régimen de flotación cambiaria. No obstante, el Banco podrá intervenir en el mercado cambiario en situaciones excepcionales que comprometan el objetivo de estabilidad de precios. Desde 1999 y hasta febrero de 2020, el Banco Central intervino en cinco oportunidades.

Perspectivas

En 2022 la economía chilena mostró signos de desaceleración en línea con la débil dinámica de la inversión y el retroceso del consumo ante el agotamiento parcial de las ayudas monetarias otorgadas en el contexto de la. En este sentido, el Banco Central de Chile espera un crecimiento de 2,4% en 2022, en un escenario en el que la inversión retrocede 2,9%, el consumo de los hogares crece 2,7% y las exportaciones se expanden 0,9% (Tabla 6). En lo corrido del año hasta el tercer trimestre de 2022, la economía chilena registraba un crecimiento anual de 4,4%.

Tabla 6. Tabla de proyecciones del Banco Central de Chile (%)

	2021	2022 (p)	2023 (p)
PIB	11,7	2,4*	-1,25*
Demanda interna	21,6	2,5	-5,3
Consumo total	18,2	3,3	-4,5
Consumo privado	20,3	2,7	-5,9
Formación bruta de capital fijo	17,6	2,9	-5,0
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	0,9	6,0
Importaciones de bienes y servicios	31,3	1,1	-5,4
Inflación eop (%)	7,2	12,3	3,6
Cuenta corriente (%PIB)	-6,6	-8,7	-4,9

Fuente: Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria – Diciembre 2022

*Estimación central del rango de proyección.

La desaceleración continuaría en 2023 al punto de que la economía registraría una contracción de 1,25%. El Banco Central se ha referido a este escenario como la consecuencia del ajuste de los desequilibrios acumulados en 2021. El resultado respondería a la caída de la demanda interna producto de una contracción del consumo, el gasto público y la inversión. En 2023 el gasto privado se vería afectado por el agotamiento de las ayudas económicas otorgadas en la pandemia y un menor poder adquisitivo en medio de un mercado laboral que muestra señales de estancamiento y salarios reales que retroceden en línea con una inflación alta y persistente. En efecto, el ritmo de creación de empleos se desaceleró en la segunda mitad de 2022 (Gráfico 67).

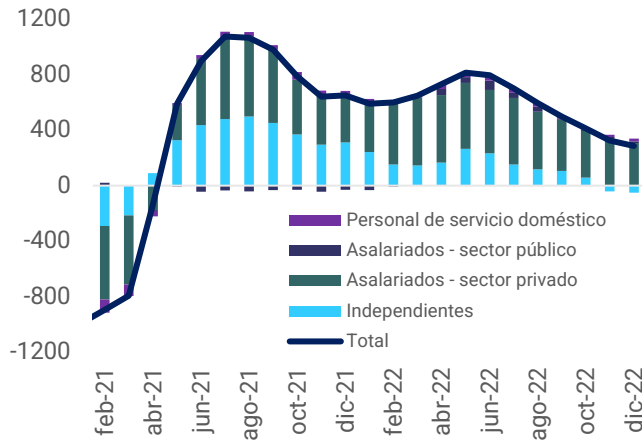
Por su parte, las vacantes laborales vienen decreciendo en términos anuales desde mediados de 2022, mientras que la expectativa de contratación en los próximos meses por parte de las empresas -exceptuando la minería- se mantiene en terreno pesimista. En contraste, la fuerza laboral se reincorpora poco a poco desde niveles bajos en la tasa de participación. Así las cosas, la tasa de participación laboral ha avanzado desde sus niveles de 2020, sin normalizarse a aquellos observados antes de la emergencia sanitaria (Gráficos 68 y 69).

Ahora bien, aunque los salarios nominales se vienen ajustando al alza desde hace un año, en términos reales han descendido ante el marcado aumento de la inflación observado en 2022. El Banco Central destaca que esta caída de los salarios reales es consistente con la perspectiva de los empresarios, que aseguran que el ajuste ha estado por debajo del IPC⁶⁴ (Gráfico 70).

⁶⁴ Informe de política monetaria – Septiembre 2022. Disponible en:

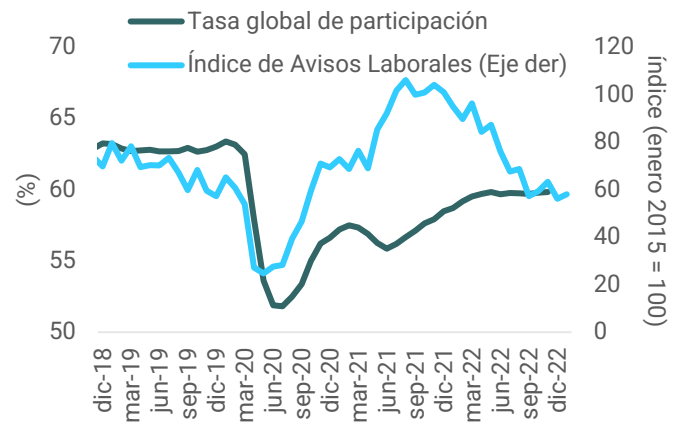
https://www.bcentral.cl/documents/33528/3718804/IPoM_Septiembre_2022.pdf/85c3d8c9-6ffc-99d0-0534-bc6602dd7014

Gráfico 67. Cambio anual de ocupados por categoría (miles de personas)*



Fuente: INE. Cálculos: Corficolombiana.
*Trimestre móvil, serie original.

Gráfico 68. Indicadores de oferta y demanda laboral



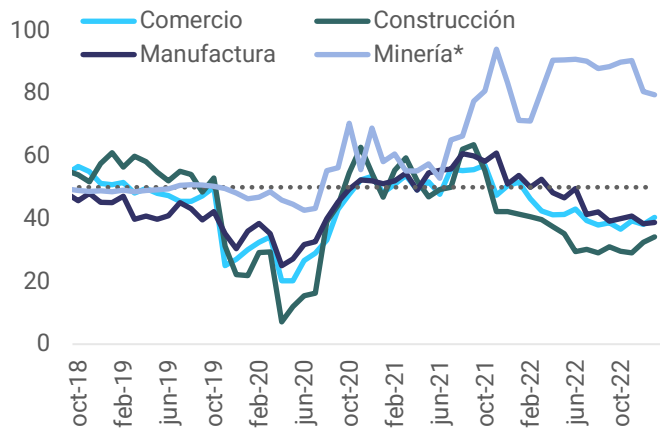
Fuente: Banco Central de Chile y Refinitiv Eikon

Por otro lado, la respuesta del Banco Central ante la persistencia y el nivel de la inflación llevó a que en términos reales la tasa de política monetaria alcanzara terreno contractivo desde enero de 2022. En este sentido, las condiciones financieras están afectando las decisiones de inversión de los empresarios y el consumo apalancado de los hogares. Según el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) del Banco Central de Chile, las empresas no tienen planes importantes de inversión en 2023, reduciendo las expectativas frente a 2022. A lo anterior se suma la incertidumbre por el proceso Constitucional que toma lugar en el país desde 2019 y que continuará a lo largo de 2023, con efectos sobre la confianza empresarial. Esta última acumulaba en enero de este año 11 meses consecutivos en terreno pesimista (Gráfico 71).

Por otro lado, la inflación continuaría su senda de desaceleración en 2023. Mientras el Banco Central prevé que la inflación retroceda a niveles más cercanos al objetivo central del 3,0% este mismo año, el consenso de analistas es menos optimista y prevé que la inflación se ubique en 4,1% (Gráfico 72). El retroceso de la inflación estaría en línea con las menores presiones al alza por parte de la oferta y la demanda, en la medida en que los problemas en la cadena de suministro global sigan normalizándose, el precio de los *commodities* vea un ajuste a la baja frente a los niveles de 2022 y el consumo de los hogares siga perdiendo impulso.

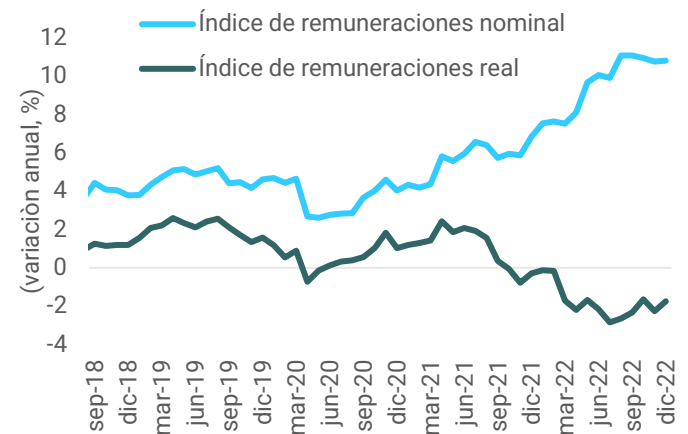
Los riesgos al alza sobre la inflación están relacionados con la intensificación del conflicto en Ucrania y sus consecuencias sobre los precios de los insumos del sector agrícola y los costos de la energía. Lo anterior toma especial relevancia debido a la dependencia en la importación de insumos agrícolas de Chile, quien importa entre el 68% y el 99% del trigo, el maíz y la soya (ver Recuadro IV.1 Vulnerabilidad de la inflación de alimentos al aumento en los precios internacionales de los insumos agropecuarios: evidencia para Latinoamérica en [Perspectivas económicas 2023: Todos por la economía](#)).

Gráfico 69. Expectativas de empleo en los próximos tres meses (neutral = 50)



Fuente: Refinitiv Eikon
*Trimestre móvil.

Gráfico 70. Remuneración a los trabajadores



Fuente: INE. Cálculos: Corficolombiana.

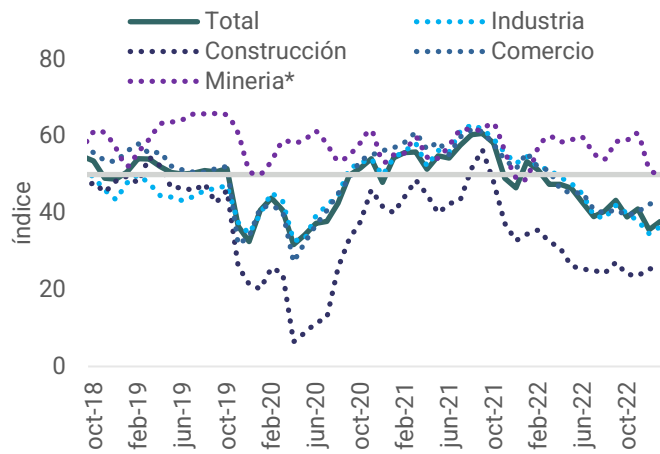
A su vez, la inflación de energéticos se presenta como una presión adicional sobre los costos de producción del grueso del aparato productivo, lo que hacia adelante puede favorecer un escenario con una inflación más persistente de lo previsto. Según nuestras estimaciones, un choque externo sobre los precios de la energía de 1,0 p.p incrementa hasta en 0,08 p.p en promedio la inflación núcleo de Chile hasta 13 meses después del choque (ver [Perspectivas económicas 2023: Todos por la economía](#)).

Otros factores claves serán el desarrollo del proceso de redacción de la nueva constitución y su refrendación por parte de los ciudadanos, la forma en que se ajuste el desbalance en la cuenta corriente y la presión que pueda generar sobre los activos financieros y el tipo de cambio la situación de la economía global. En particular, las cuentas externas seguirán reflejando una alta vulnerabilidad ante la liquidación de ahorros de largo plazo producto de la aprobación de tres retiros de los fondos de ahorro pensional, lo cual afectó la profundidad del mercado de capitales en medio de la mayor aversión al riesgo. El Banco Central ha resaltado que la volatilidad del tipo de cambio y de las tasas soberanas de largo plazo responde a este entorno de menor liquidez en el mercado⁶⁵.

⁶⁵ Informe de Estabilidad Financiera – Septiembre 2022. Disponible en: https://www.bcentral.cl/documents/33528/3854790/IEF_2022_semestre2.pdf/26a1ca8f-635b-c36c-0854-b11c40454057

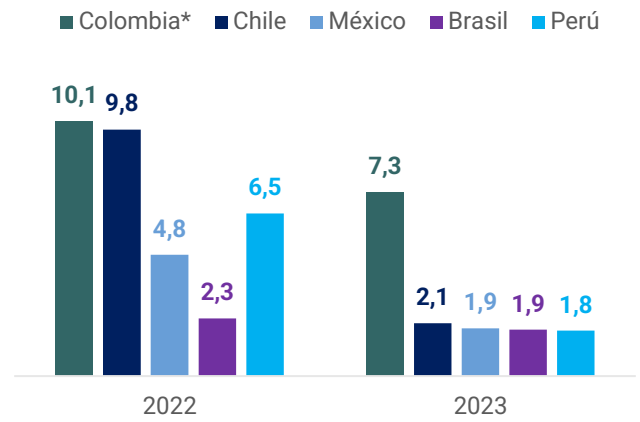
16 de febrero de 2023

Gráfico 71. Confianza empresarial por sector (neutral = 50)



Fuente: Refinitiv Eikon
*Trimestre móvil.

Gráfico 72. Desviación de la inflación respecto al objetivo de política monetaria



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast. Edición: Enero 2023.
*Proyecciones Corficolombiana.
2022: observado

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Juana Valentina Rodríguez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

Juana.rodriguez@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corficolombiana.com

Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

diana.lopez@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.