

UNA MIRADA AL ÚLTIMO AÑO DE LA ECONOMÍA CHILENA (*)

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile
3 de enero de 2024

Buenos días. Me complace encabezar esta actividad que es el cierre del ciclo 2023 de los talleres para periodistas que organiza la Asociación de Periodistas de Economía y Finanzas (AIPEF) y el Banco Central. Esta es una alianza que comenzó hace cerca de 20 años y en la que ha participado un número significativo de profesionales de las comunicaciones. En el ciclo que terminamos hoy, realizamos un total de seis charlas, que fueron dictadas por miembros del Consejo y del staff del Banco, donde cubrimos diferentes temas de relevancia económica tanto para ustedes como para el trabajo del Banco.

A nombre del Consejo y de todo el Banco Central, quiero agradecer la participación de todos quienes asistieron a estas instancias, junto con felicitar el trabajo realizado por AIPEF. Para nosotros estas son oportunidades muy valiosas para mostrar nuestro trabajo, explicar sin la urgencia de la inmediatez las decisiones que tomamos y, en general, reforzar nuestro vínculo con actores tan relevantes para el correcto funcionamiento de nuestras políticas, como son los profesionales de las comunicaciones. En las últimas décadas, los bancos centrales aprendimos que no solo importa tomar buenas decisiones, sino que también estas deben ser correctamente comunicadas y entendidas por el público general, pues de esta forma el impacto de las políticas es más eficaz. Ello ha sido aún más importante en un ciclo inflacionario complejo como el que hemos vivido. En esa transmisión, ustedes son una parte esencial.

En lo que viene, haré un breve repaso de lo que fue la evolución de la economía en el año recién terminado. Año marcado por una política monetaria combatiendo la inflación y una política financiera en el desarrollo de nuevos instrumentos.

Política monetaria: inflación en proceso de convergencia y TPM en camino a la neutralidad.

Cerrado 2023, vemos que el control de la inflación y su proceso de convergencia se fue afianzando a lo largo del año, casi en los mismos términos que proyectábamos en marzo pasado. La inflación total tuvo una caída significativa en el curso del año y sus proyecciones no han variado mayormente. Así, prevemos que ella convergerá a 3% en la segunda parte de este año (gráfico 1). En cuanto a la inflación subyacente, indicador que excluye los precios volátiles, su proyección se fue corrigiendo a la baja durante el año pasado, principalmente por una inflación de bienes que ha

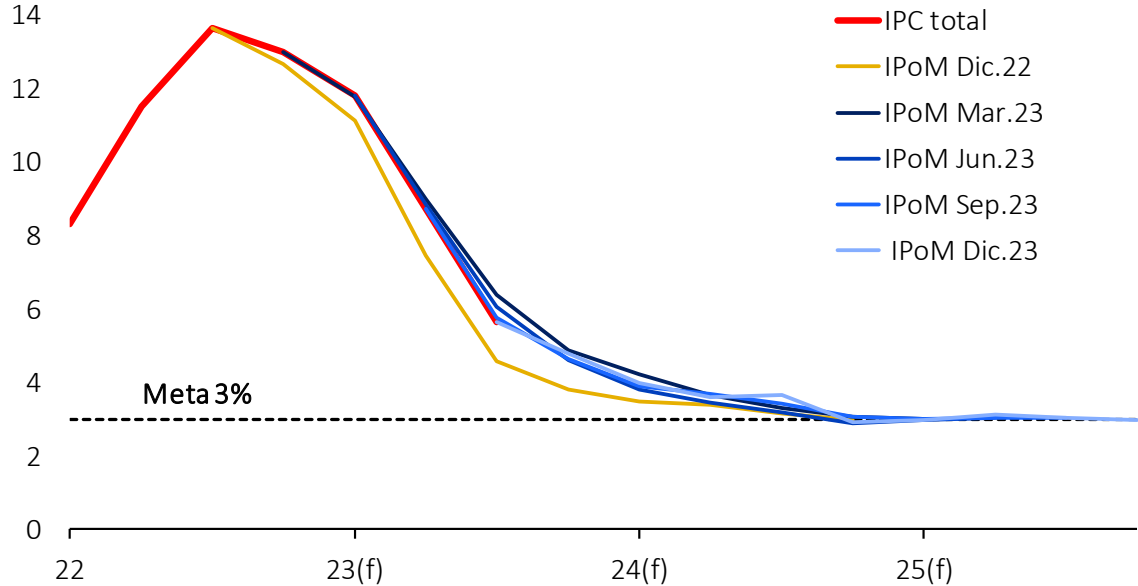
(*) Presentación realizada en el marco del cierre del Seminario para periodistas 2023, organizado por la Asociación de Periodistas de Economía y Finanzas y el Banco Central.

disminuido más rápido. De hecho, en nuestro último IPoM —diciembre 2023— proyectamos que su llegada a 3% se producirá un poco antes de lo estimado en Informes previos (gráfico 2).

Gráfico 1

Inflación total efectiva y proyectada

(variación anual, promedios trimestrales, porcentaje)



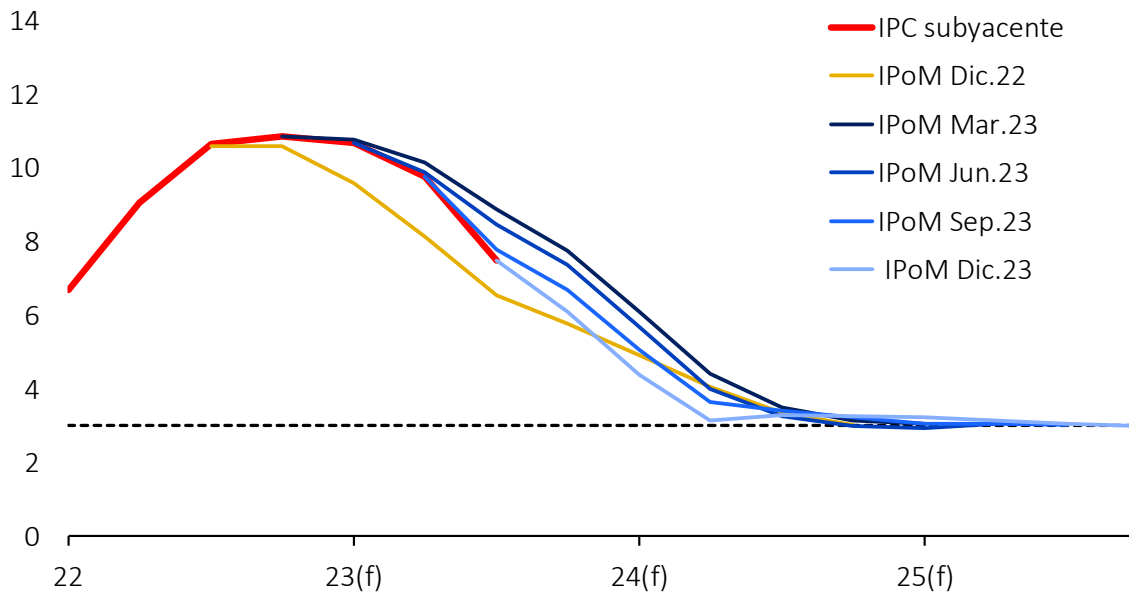
(f) Proyección.

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

Gráfico 2

Inflación subyacente efectiva y proyectada

(variación anual, promedios trimestrales, porcentaje)



(f) Proyección.

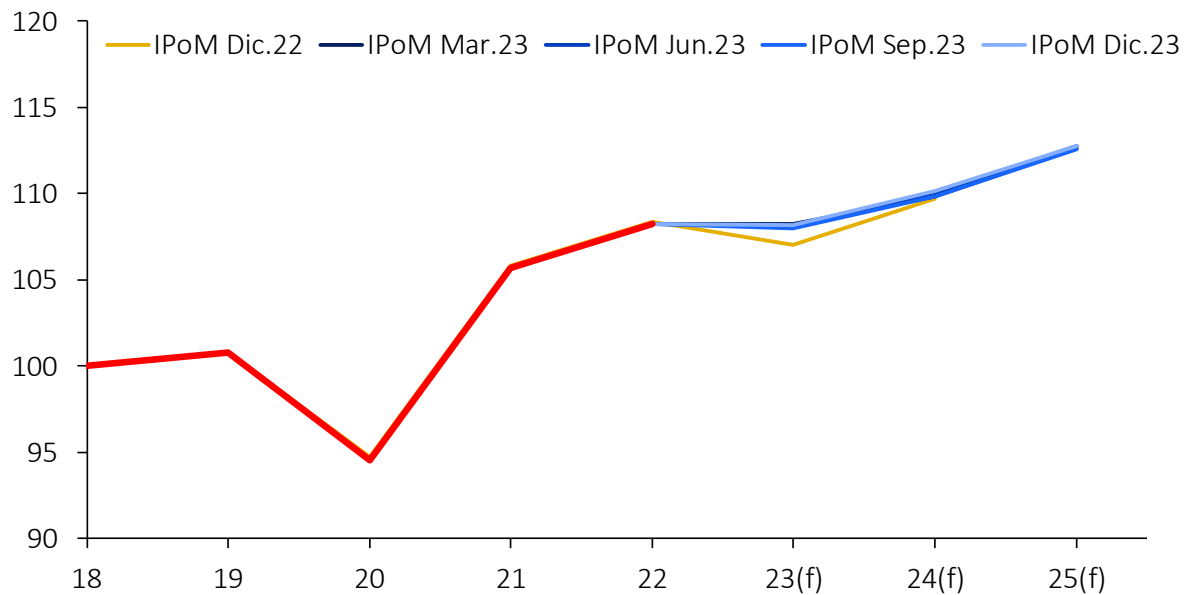
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Vale la pena detenerse unos momentos en la diferencia que se observa entre las inflaciones proyectadas en diciembre de 2022 y aquellas a lo largo de 2023. A fines de 2022 se proyectó una inflación que bajaba más rápido durante 2023, aunque la fecha en que la inflación total convergía a 3% no era sustancialmente distinta. Esta proyección de fines de 2022 se basaba en buena parte en una economía que tendría un ajuste significativo durante 2023. De hecho, cuando se revisan las proyecciones de actividad para 2023 y 2024, se observa que la trayectoria de PIB proyectada a fines de 2022 tenía un ajuste más marcado en 2023 y una recuperación más rápida en 2024 (gráfico 3). Durante 2023, las proyecciones de actividad tuvieron pocas modificaciones, y el nivel de actividad previsto a 2025 casi no tuvo cambios.

Gráfico 3

Proyección de actividad (*)

(índice 2018=100)



(*) Para 2023, 2024 y 2025, las proyecciones del PIB consideran el punto medio de los rangos proyectados en cada IPoM. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

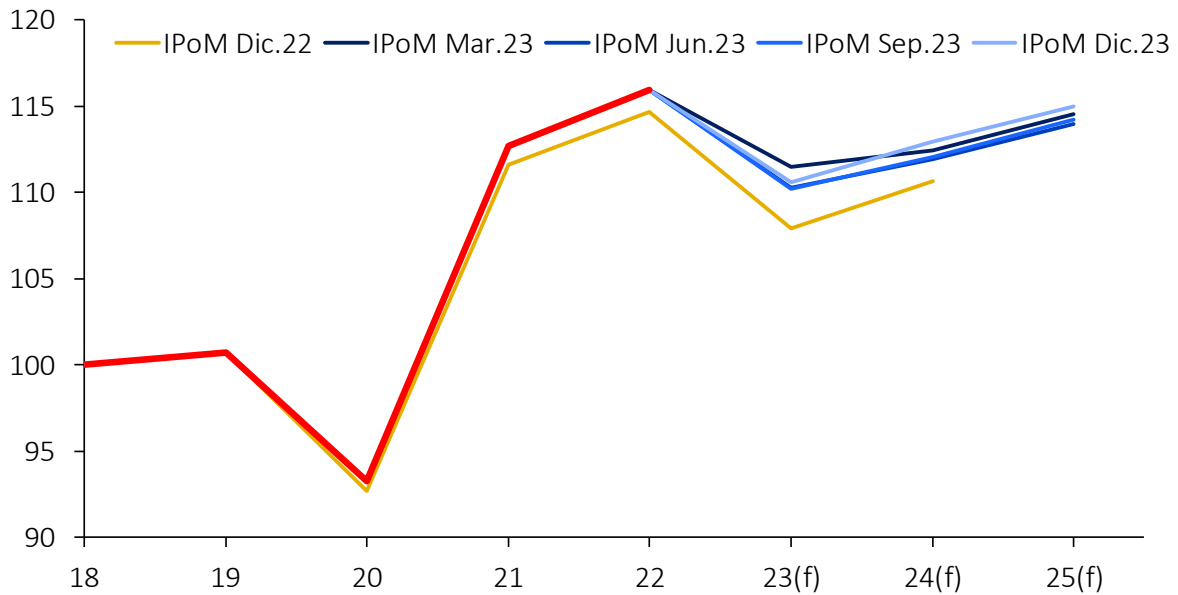
¿Qué explicó ese cambio en la evaluación de la actividad y la inflación a inicios de 2023? La explicación se encuentra en una trayectoria del consumo que estaba siendo más resiliente de lo esperado. Aquello quedó expuesto tras la publicación de las Cuentas Nacionales con el cierre de 2022, tal como lo destacó el IPoM de marzo 2023¹. La evolución efectiva del consumo muestra con claridad esta diferencia, con un nivel mayor al que se estimaba en diciembre de 2022 (gráfico 4).

^{1/} "... un factor relevante tras la mantención de una alta inflación ha sido la lenta corrección de los elevados niveles de consumo privado alcanzados en años previos. La revisión de las Cuentas Nacionales arrojó que entre 2020 y 2022 el consumo de los hogares fue en torno a US\$4.300 millones mayor a lo previamente estimado... Por otro lado, los datos de fines de 2022 y comienzos de 2023 muestran que la velocidad de reducción del consumo privado ha sido menos intensa que lo previsto".

Gráfico 4

Proyección de consumo privado

(índice 2018=100)



(f) Proyección.

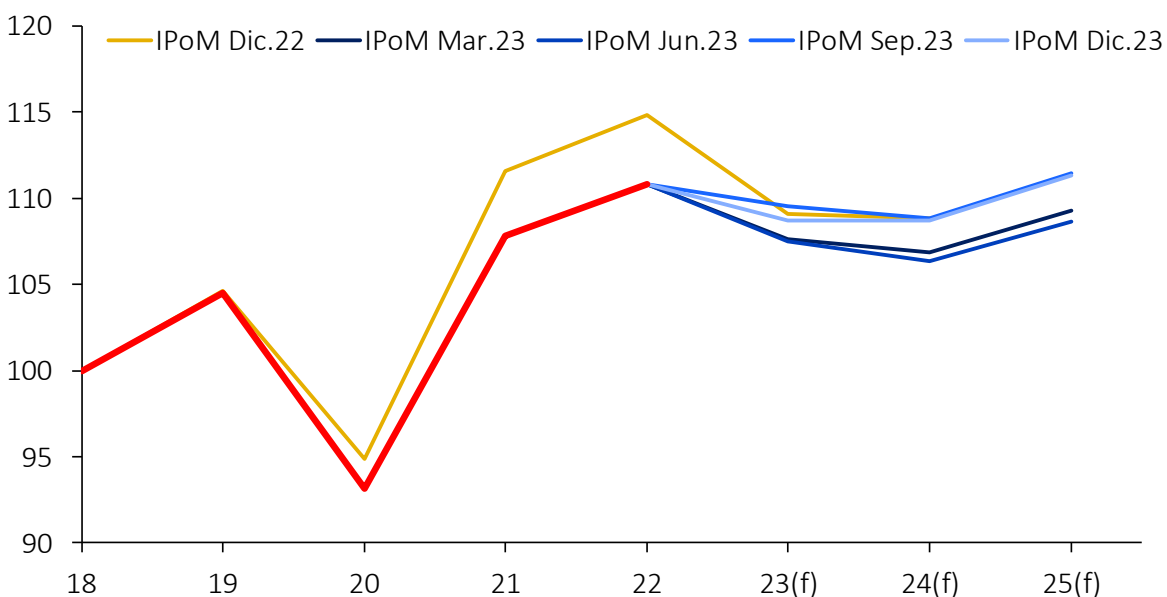
Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso de la inversión, la revisión de Cuentas Nacionales con el cierre del año previo hizo una corrección a la baja de esta serie para el período previo. Durante 2023, se aprecia que el nivel proyectado para la inversión se fue ajustando al alza, coherente con las revisiones que tuvieron los catastros de inversión en el año. Así, hacia fines del período de proyección no se ven grandes diferencias entre los niveles proyectados en el último IPoM y lo que estimábamos a fines de 2022. Sin embargo, trimestre a trimestre observamos una elevada volatilidad de la mano del componente de maquinaria y equipo (gráfico 5).

Gráfico 5

Proyección de formación bruta de capital fijo (FBCF)

(índice 2018=100)

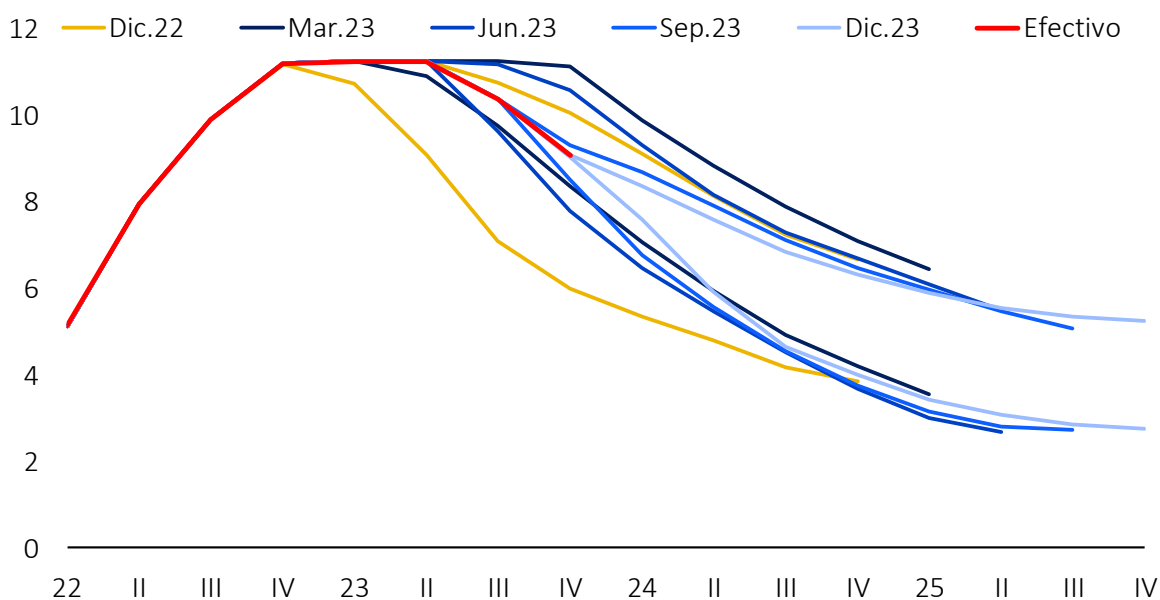


(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En marzo del año pasado, la TPM se ubicaba en 11,25%, la cual, de acuerdo con nuestras estimaciones, era coherente con la contención de los desbalances de la economía, pese a las revisiones al alza que comenté previamente para la evolución del consumo. Ello, pues se consideraba que las cifras hasta ese momento reflejaban más bien una postergación transitoria del ajuste. En este contexto, el Consejo fue claro en señalar que la tasa debía mantenerse en ese nivel el tiempo necesario y que solo una vez que el proceso de convergencia inflacionaria se consolidara, la TPM comenzaría a reducirse. Esta señal es nítida en la extensión y forma de la parte alta del corredor, particularmente en el Informe de marzo. De todos modos, cuando se revisa la evolución de los corredores —que son guías por las que se estima transitará la tasa de interés— y la TPM efectiva, se observa que, a partir de fines de 2022, los corredores muestran una clara señal de que la tasa comenzaría a bajar. Ello se concretó a partir de julio pasado, con una reducción de 100 puntos base, que luego ha sido seguida de rebajas de la TPM en cada una de las reuniones, hasta totalizar una baja de 300 puntos base a la fecha (gráfico 6).

Gráfico 6
TPM y corredor (*)
 (porcentaje)



(*) Salvo la roja, las líneas corresponden al borde superior e inferior del corredor de TPM del respectivo IPoM.
 Fuente: Banco Central de Chile.

En suma, por el lado de la política monetaria, podemos ver que la inflación se ha reducido constantemente, esperándose su convergencia a 3% en el segundo semestre de 2024. La economía, a su vez, ha tenido un proceso de ajuste que ha permitido resolver los desequilibrios acumulados en trimestres previos, incluso con una caída menos significativa del consumo y una actividad que se anticipa con un crecimiento nulo en 2023. En los datos más recientes, el Imacec de noviembre que conocimos ayer volvió a mostrar para el producto no minero un avance mes a mes en términos desestacionalizados, en lo que incidió principalmente el desempeño de los servicios y el resto de los bienes.

Política financiera: nuevas herramientas de protección para la economía

Como hemos mencionado en varias ocasiones, si bien la política monetaria y la política financiera actúan como un complemento para el correcto funcionamiento de la economía, poseen características y enfoques que las hacen diferir sustancialmente. Por un lado, la política monetaria está orientada a estabilizar el ciclo económico, y el Banco la conduce de forma tal que la inflación se sitúe en 3% en un horizonte de dos años. Tiene una mirada prospectiva, de futuro. Como acabo de presentarles, proyecta el escenario más probable e intenta generar las condiciones para que la economía tenga la menor cantidad de fluctuaciones y con ello los precios crezcan acorde con lo esperado, que es una inflación en 3% anual.

Por su parte, la política financiera tiene una lógica distinta, pues se orienta a prevenir los efectos que podrían provocar shocks significativos. Por definición, estos escenarios son de una baja probabilidad, aunque podrían provocar daños significativos en la economía. La tarea de la política financiera es prevenir que el sistema financiero incube debilidades que puedan gatillar escenarios de este tipo, al mismo tiempo que debe evaluar que cuente con las capacidades suficientes para enfrentar situaciones de riesgo que podrían ser causadas por un shock macroeconómico. Este tipo de shocks, regularmente, proviene de cambios abruptos en el escenario externo, más allá de que, en alguna ocasión, también hemos experimentado shocks de origen local con efectos en los mercados financieros.

Para estos fines, la política financiera del Banco Central es parte de un esquema general en el que también participan otras entidades públicas, y que juntas forman parte del Consejo de Estabilidad Financiera. En este esquema, el Banco cuenta con facultades para regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación, mecanismos de emergencia para resolver problemas de liquidez en el sector bancario, y la ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales. Se suma el eventual ejercicio del rol de prestamista de última instancia para las empresas bancarias y otras herramientas de gestión de liquidez.

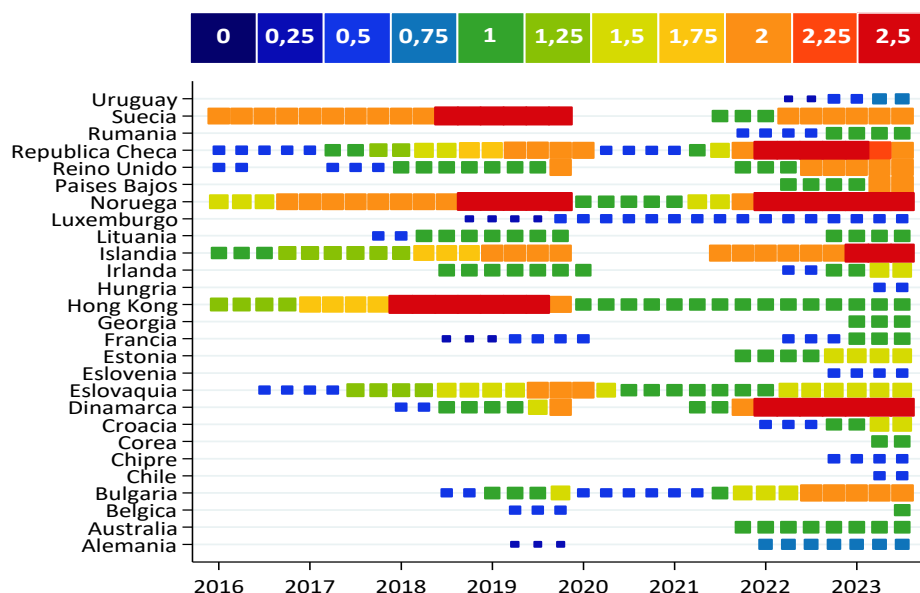
También dispone de otras herramientas, llamadas “macroprudenciales”, como la fijación de un requerimiento de capital contracíclico —el RCC—, que contribuye a mitigar el efecto amplificador que una crisis tiene sobre el ciclo económico a través del canal del crédito. Esta herramienta se incorpora con la aprobación de Basilea III, y fue activada durante 2023, específicamente en mayo, cuando el Consejo decidió fijar un RCC de 0,5% de los activos ponderados por riesgo, a completarse en el período de un año.

Es importante aclarar que el uso del RCC busca mitigar el comportamiento procíclico del crédito cuando se producen shocks adversos, buscando mitigar sus consecuencias a través de la disminución de la oferta de crédito, que es precisamente cuando el financiamiento se hace más necesario. Esta es una herramienta relativamente nueva, que se desarrolló internacionalmente con posterioridad a la crisis financiera global (gráfico 7).

Gráfico 7

Nivel anunciado para el RCC (*)

(porcentaje; fecha efectividad último anuncio)



(*) Considera anuncios de 52 países que reportan algunas de sus decisiones al BCBS (G20) y el ESRB (miembros de la UE), además de Chile, Georgia y Uruguay. En períodos donde no se reportaron decisiones, se corroboraron mantención de último reporte disponible en páginas web de respectivas jurisdicciones. Tamaño de marcadores asociados a valores del RCC anunciado. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BIS, ESRB, y páginas web de autoridades de RCC en cada jurisdicción.

Creo importante mencionar que el uso del RCC así como su relación con otras herramientas prudenciales es aún materia de análisis internacional. En nuestro caso, a lo largo de 2024 revisaremos el marco de aplicación del RCC, incluyendo una definición de su nivel neutral.

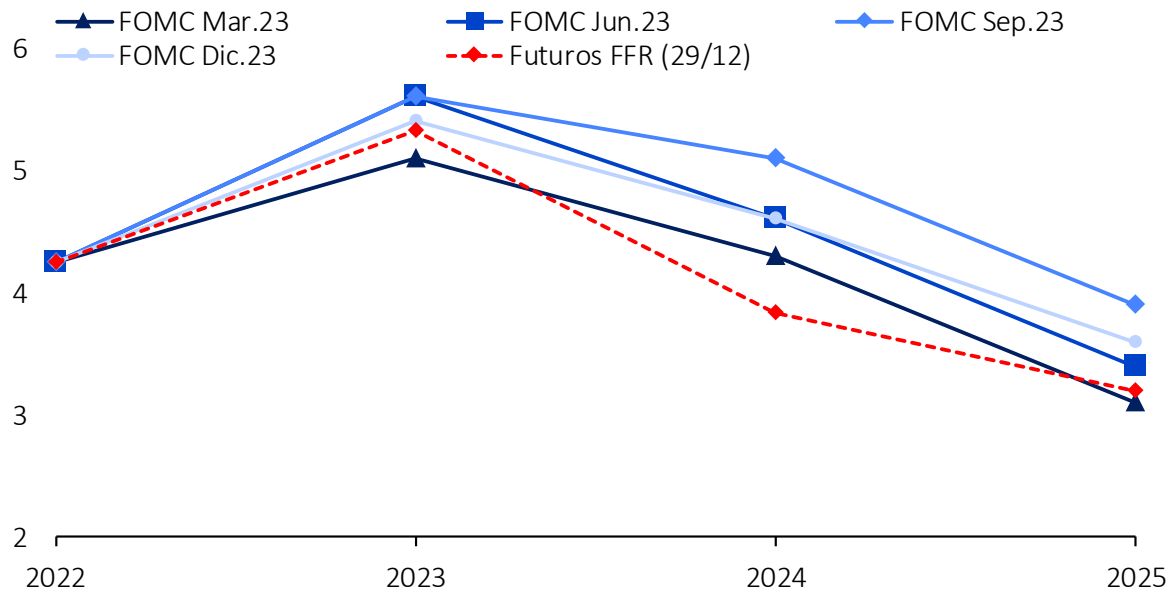
Escenario internacional: volatilidad, tasas de interés y riesgos

El 2023 fue un año complejo a nivel internacional. Nuevamente, la preocupación dominante fue el control de la inflación en las distintas economías, con grados de avance dispares entre ellas. Esto último ha implicado que las perspectivas de política monetaria hayan tenido cambios relevantes, particularmente en el caso de la Reserva Federal. Así, en el curso del año pasado, a la par de una economía más resiliente que lo esperado, un mercado laboral estrecho y presiones inflacionarias persistentes, se iban dando aumentos de la tasa de fondos federales y expectativas de que seguiría subiendo y se mantendría en niveles elevados por más tiempo. Las dos últimas reuniones de la Reserva Federal han cambiado este panorama, incluso abriéndose a la posibilidad de mayores recortes en 2024 (gráfico 8).

Gráfico 8

Fed Funds Rate

(rango medio al final de cada de año, porcentaje)



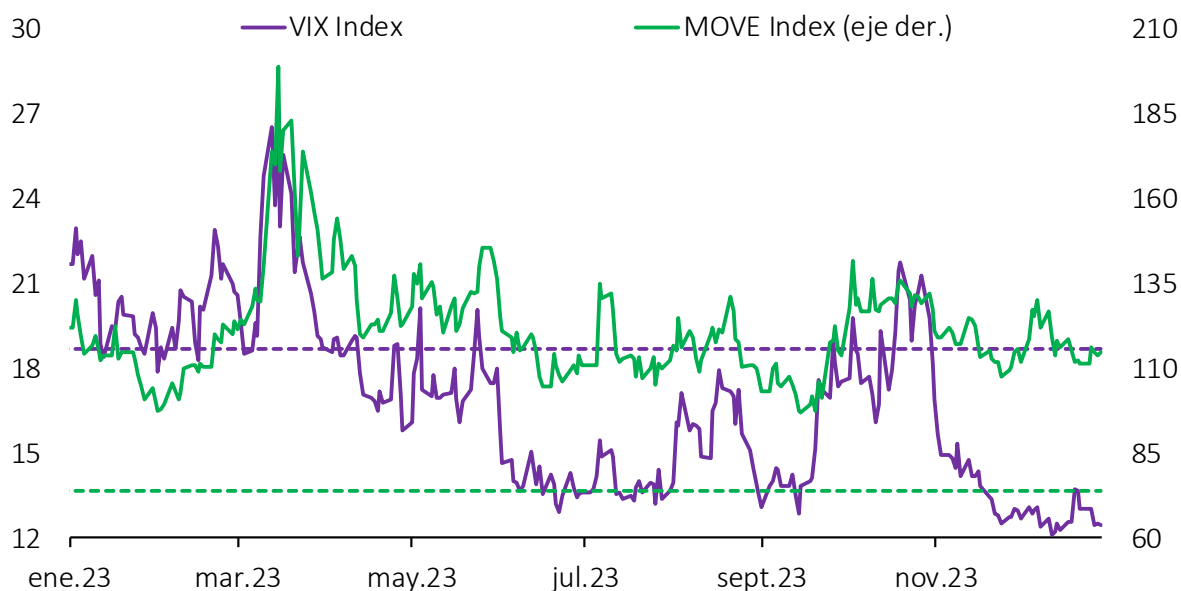
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

A esta problemática en torno a la inflación se unieron varios eventos relevantes a lo largo de 2023. En la primera parte del año, el panorama estuvo dominado por las dudas sobre la salud financiera de la banca internacional. Las noticias sobre la quiebra del Silicon Valley Bank y de otras entidades bancarias en EE.UU., además de la frágil situación de algunos bancos europeos, provocaron un aumento de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados financieros mundiales (gráfico 9).

Gráfico 9

Volatilidad financiera global (1) (2)

(índice)



(1) Líneas segmentadas horizontales corresponden a los promedios históricos de cada índice entre 2010 y 2022. (2) El índice VIX mide volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. a un mes. El índice MOVE mide la volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro en EE.UU. con distintas duraciones a un mes. Fuente: Bloomberg.

La pronta y coordinada reacción de las autoridades a nivel global contribuyeron a contener este episodio. La reacción inicial de las autoridades económicas y de los mercados fue que esta situación provocaría un deterioro de las condiciones macroeconómicas que conduciría a una pronta reducción de la inflación en el mundo desarrollado, pues estrecharía las condiciones financieras e impactaría negativamente la economía². En ese contexto, en el mundo desarrollado se adoptaron diversas medidas para contener los impactos de esta situación que, en su mayoría, consistieron en aumentar las facilidades de liquidez al sistema bancario. Esto redujo las tasas de interés mundiales de corto y largo plazo, reflejando expectativas de menores tasas de política monetaria y un aumento en la aversión al riesgo.

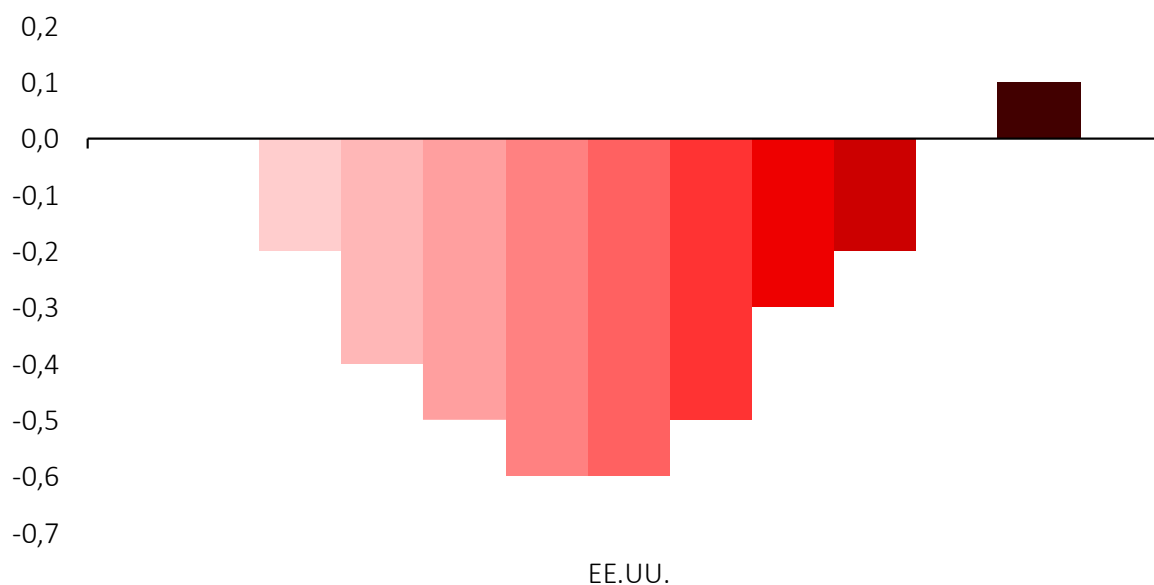
El correr de las semanas hizo patente que el problema del sistema bancario estaba contenido a un grupo de entidades cuya relevancia sistémica era menor. Si bien había generado una preocupación inicial importante en los mercados, su impacto agregado en la economía estaba siendo acotado y se centraba en la evolución del crédito. Las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos en 2024 tuvieron importantes revisiones a la baja en el curso del segundo trimestre, las que fueron completamente revertidas en la segunda mitad de 2023 (gráfico 10).

²/ Un análisis al respecto puede encontrarse en el [Recuadro I.1, del IPoM de marzo 2023](#).

Gráfico 10

Cambio acumulado en las expectativas de crecimiento para 2024 (*)

(diferencia acumulada respecto de ene.23, puntos porcentuales)



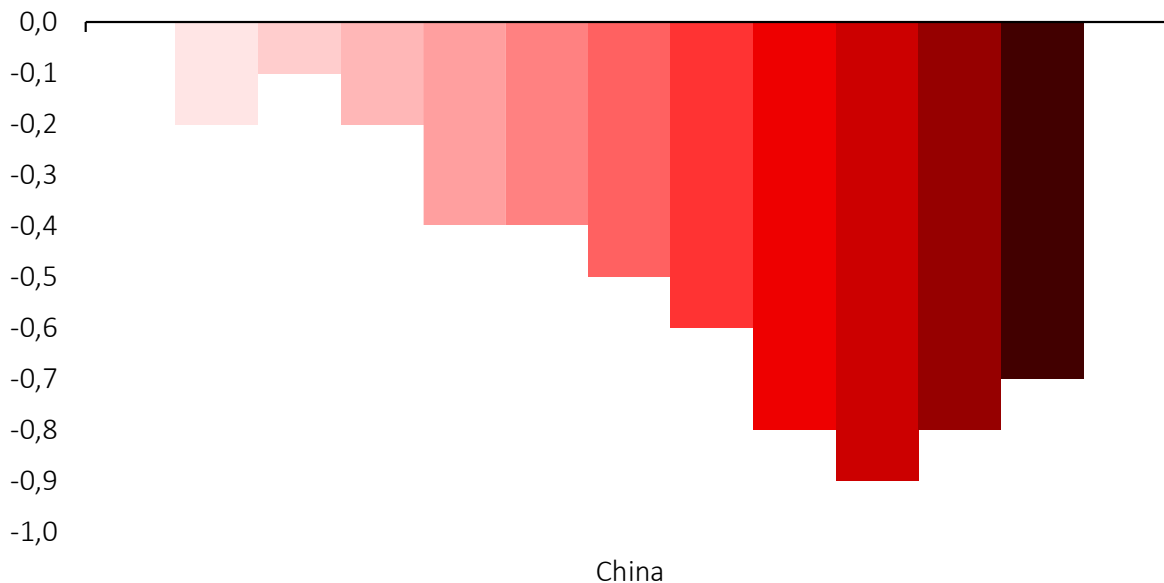
(*) Las barras van desde febrero hasta diciembre de 2023, y corresponden al cambio acumulado de las expectativas de crecimiento para 2024 respecto de la cifra prevista en enero de 2023. Fuente: Consensus Forecasts.

La economía china también entregó novedades importantes a lo largo de 2023. El manejo de la pandemia en este país fue bastante distinto que en el resto del mundo. Habiendo sido el lugar desde donde se esparció el Covid al resto de los países, en un inicio sus medidas de control les permitieron tasas de contagio bastante más bajas que al resto. Sin embargo, cuando el resto del mundo ya avanzaba claramente en el proceso de vacunación y apertura, China tuvo un alza fuerte de contagios que llevo a imponer cuarentenas cuando todos los demás ya las estaban abandonando o las habían levantado por completo. Esto impactó su economía hacia fines de 2022, que luego llevó a una fuerte reversión cuando se levantaron los confinamientos en la primera parte de 2023. Una parte importante de los cambios que tuvieron las proyecciones de crecimiento chino para 2024 se relacionaron con esto. Particularmente, con la evaluación de su fortaleza tras el rebote post Covid, la que fue mejorando con el paso de los meses (gráfico 11).

Gráfico 11

Cambio acumulado en las expectativas de crecimiento para 2024 (*)

(diferencia acumulada respecto de ene.23, puntos porcentuales)



(*) Las barras van desde febrero hasta diciembre de 2023, y corresponden al cambio acumulado de las expectativas de crecimiento para 2024 respecto de la cifra prevista en enero de 2023. Fuente: Consensus Forecasts.

En todo caso, las dudas sobre el desempeño de China tienen también un carácter más estructural. Por un lado, por largo tiempo se han mantenido los riesgos sobre el desempeño de su sector inmobiliario, particularmente relevante en un país donde la contribución de ese sector a la economía, incluyendo sectores relacionados, se acerca al 30% del PIB³. Por otro lado, están las dudas sobre el espacio que tienen las autoridades para entregar mayor impulso a través de políticas económicas, aunque en las últimas semanas el gobierno chino ha impulsado varias medidas que han mejorado las perspectivas para 2024. Se suma a todo esto el *nearshoring* —o acercamiento de los centros productivos a las sedes corporativas— que ha tomado fuerza post pandemia y que ha afectado positivamente a la economía mexicana y, en contrapunto, impactaría negativamente a China.

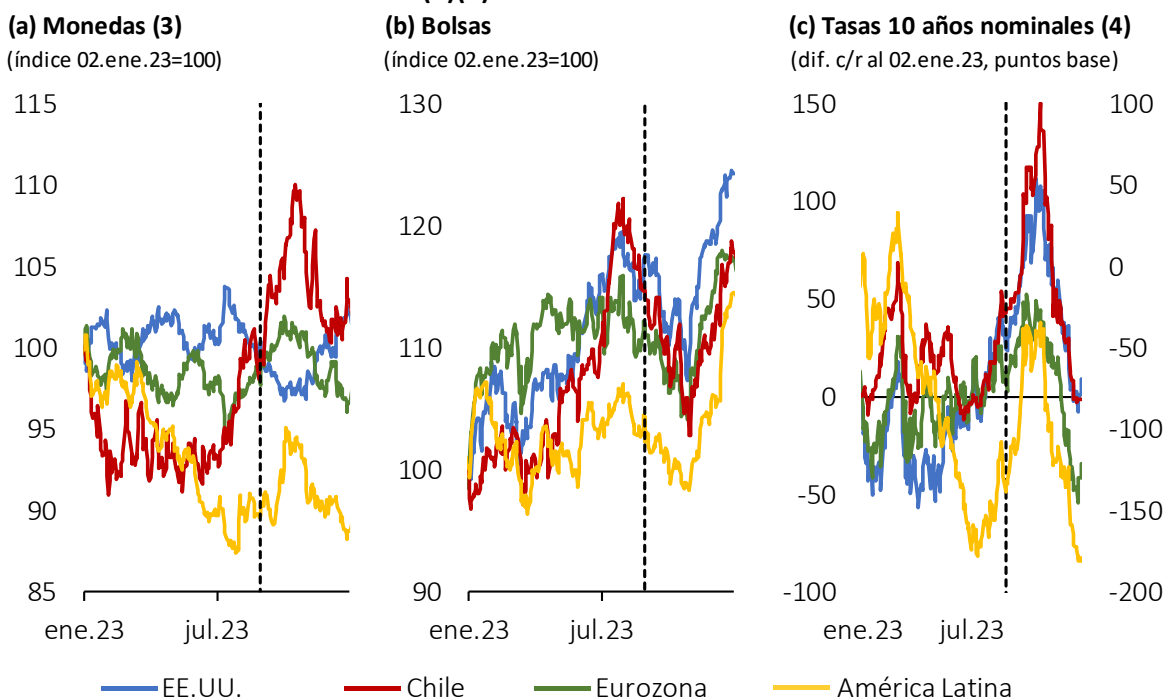
En medio de todo este agitado panorama externo, hemos observado un aumento importante de la volatilidad de los mercados financieros. Se ha vuelto más usual que se produzcan cambios relevantes en variables como el tipo de cambio, las tasas de interés, y las bolsas, cambios que, además de ser significativos, se dan en pocos días y en direcciones contrapuestas. Un caso para recordar es lo que ocurrió entre octubre y noviembre pasado. En ese lapso, por diversas razones,

³/ Esto contrasta con una mediana en torno a 16% en los países desarrollados. Más detalles sobre el sector inmobiliario chino en [Bertinatto et al. \(2023\)](#).

se observó un aumento significativo de las tasas de interés de largo plazo a nivel mundial, una apreciación global del dólar, una caída de las bolsas y, en general, un sentimiento de mayor aversión al riesgo (gráfico 12). Aunque transitorio, el episodio fue relevante y ocurrió en medio de dos instancias importantes para el Banco, la Reunión de Política Monetaria de octubre y la Reunión de Política Financiera de noviembre. Habida cuenta de la volatilidad que se observaba y para preservar el buen funcionamiento de los mercados y la correcta transmisión de la política monetaria, en estas instancias el Banco decidió disminuir a 50 puntos base el ritmo al cual estaba recortando la TPM y suspender el programa de acumulación de reservas y de cambio en la posición NDF.

Gráfico 12

Variables del mercado financiero (1)(2)



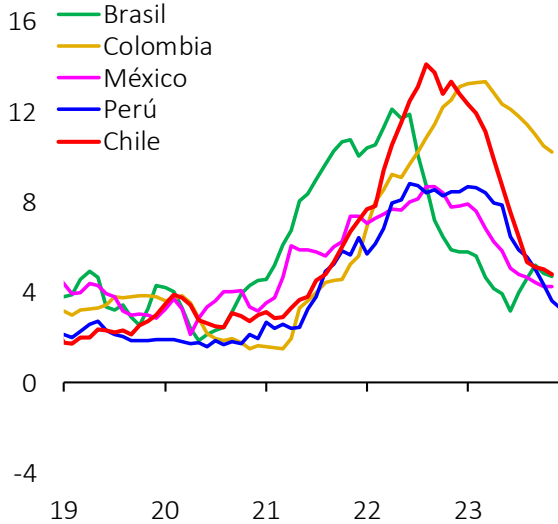
(1) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IPoM de septiembre 2023. (2) Para América Latina considera el promedio simple entre Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE.UU. se utiliza el tipo de cambio multilateral. (4) Para América Latina corresponde al eje derecho. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Unas palabras finales en esta acotada revisión del escenario externo son para América Latina. Sin duda que compartimos varios desafíos con nuestros países vecinos. Reducir la inflación, mejorar nuestras posibilidades de crecimiento, aumentar el bienestar de la población, entre muchos otros. Todo esto en un contexto global desafiante. En lo que respecta a la inflación, con bemoles, su control ha avanzado en las principales economías y la mayoría de los bancos centrales ya está en un proceso de reducción de sus tasas de interés (gráfico 13).

Gráfico 13

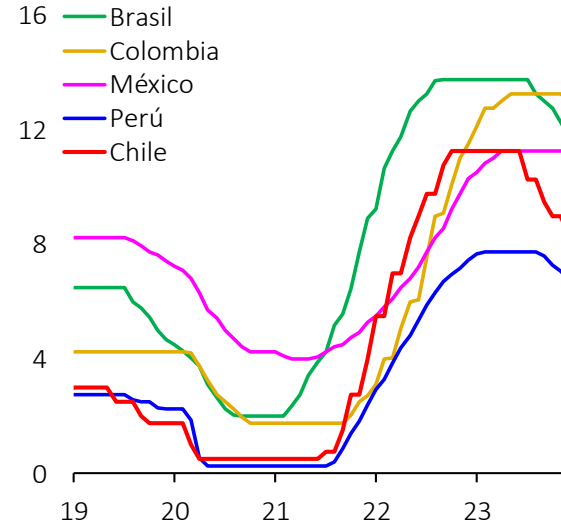
Inflación en América Latina

(variación anual, porcentaje)



TPM en América Latina

(porcentaje)



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

Lo que viene para 2024

2024 parte con un tono más positivo que 2023. Hemos logrado reducir significativamente la inflación y nuestras proyecciones indican que alcanzaremos la meta de 3% en la segunda mitad del año. Sin duda, una buena noticia para las familias, las empresas y la economía en general.

Sin embargo, como destacamos en el IPoM, aún no hemos completado el trabajo. Debemos seguir analizando atentamente la evolución de la economía, para no poner en riesgo el logro de la meta de inflación, pero tampoco causar costos innecesarios a la economía. La TPM seguirá reduciéndose, a un ritmo que analizaremos reunión a reunión, evaluando apropiadamente la información que vayamos conociendo y sus implicancias para la convergencia inflacionaria.

Ya cerrando, 2023 fue un año dominado por eventos y noticias inesperadas que generaron reacciones importantes en los mercados. En algunos de ellos, ha sido fundamental la reacción oportuna y coordinada de las autoridades a nivel global. Esta mayor volatilidad de los mercados es un fenómeno nuevo, pero que no debiese extrañar tanto tras shocks de la magnitud que la economía global ha debido enfrentar en el último tiempo. En nuestro caso, los mercados financieros también han dejado en evidencia los efectos de una menor profundidad. En este entorno, hemos conducido la política monetaria a través de una trayectoria que ha seguido los corredores delineados en los sucesivos Informes, todos ellos bastante similares entre sí, y con una trayectoria inflacionaria también con tendencias bastante parecidas y, que apuntan a una disminución de la inflación hasta alcanzar la meta de 3% hacia la segunda mitad de este año.

Muchas gracias.