

## DESAFÍOS PARA LA ECONOMÍA CHILENA <sup>(\*)</sup>

Rosanna Costa  
Presidenta, Banco Central de Chile  
18 de abril de 2023

Muy buenos días, agradezco la invitación a participar de este encuentro que anualmente organiza la Sofofa y la Universidad del Desarrollo. Como siempre es un muy buen espacio para discutir acerca de los desafíos que enfrenta nuestro país.

Hace solo unas semanas publicamos nuestro último Informe de Política Monetaria (IPoM), que corresponde al mes de marzo de 2023. En él expusimos nuestra visión sobre cómo ha evolucionado la economía en los últimos meses y las perspectivas a dos años plazo, período de tiempo relevante para la meta de inflación y las decisiones de política monetaria. En el Informe fuimos enfáticos en la transmisión de varios mensajes relevantes.

En primer lugar, señalamos que la inflación sigue siendo muy elevada y está tardando más que lo previsto en disminuir, lo que implica que este problema no está resuelto. También hicimos hincapié en que el proceso de ajuste de la economía aun no logra reducir los efectos del exceso de gasto que se acumuló entre 2021 y 2022. Y señalamos, además, que ante un escenario externo complejo una economía que se encuentra balanceada lograría enfrentar de mejor forma la materialización de escenarios más adversos.

En la oportunidad, el Consejo que presido decidió que mantendrá la Tasa de Política Monetaria — la TPM— en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que la convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado.

Permítanme comenzar esta presentación refiriéndome a algunos de los antecedentes que justifican la visión que presentamos en el IPoM. En primer lugar, al día siguiente de publicado el Informe, conocimos el dato de IPC de marzo. Este se ubicó en línea con nuestras proyecciones y las de mercado. La inflación anual bajó hasta 11,1%, tres puntos porcentuales menos que el máximo que alcanzó en agosto de 2022.

No obstante, la evolución de la inflación total no puede ser mirada con complacencia. Su nivel sigue siendo elevado, reflejando el problema inflacionario que enfrentamos.

De hecho, la variación mensual del IPC subyacente —el IPC sin volátiles que sigue el Banco Central— fue de 1,6% en ese mes. Esta es la cifra más elevada de la que tengamos registro desde

---

<sup>(\*)</sup> Presentación realizada en Seminario Nuevos Vientos de la Economía 2023, organizado por SOFOFA y Universidad del Desarrollo.

2000 a la fecha para este indicador. Coherente con ello, la variación anual del IPC subyacente aumentó hasta 10,8%. En los últimos ocho meses, esta cifra ha oscilado entre 10,5 y 11%.

Al interior del IPC subyacente, se observa un importante aumento de la variación anual de los servicios —que llegó a 9,8% en marzo—, junto con una inflación de bienes que descendió hasta 12,1% (desde 15,6% en noviembre) (gráfico 1). En el comportamiento de los servicios destacan los efectos de la indexación. Estos son especialmente relevantes en la situación actual, en que el ajuste anual de algunos de estos precios recoge una inflación que ha sido inusualmente elevada.

Como destacamos en el IPoM, la demora que está teniendo la inflación en reducirse se da en un contexto en que algunos de sus determinantes muestran una tendencia a la baja. Un caso interesante de analizar es lo que ha ocurrido con el tipo de cambio.

Tanto en términos nominales como reales, el peso ha mostrado una apreciación relevante en los últimos meses (gráfico 2). Comparado con los máximos del año pasado, en promedio, se ha apreciado entre 15 y 20%. Este descenso, sin duda, debe tener un impacto en el comportamiento de la inflación.

Hasta ahora, sin embargo, ese impacto ha sido relativamente menor. La inflación de los bienes incluidos en el IPC subyacente ha bajado, aunque a una velocidad menor a la esperada. De hecho, cuando analizamos nuestras proyecciones desde diciembre a la fecha y las comparamos con los registros efectivos, la mayor parte de las diferencias se concentran en esta parte del IPC subyacente.

Un recuadro de nuestro último Informe indaga en las razones que pueden explicar por qué este traspaso está siendo más lento que lo previsto. Antes de describirles los resultados, quisiera destacar que este análisis es fruto del trabajo que el Banco ha venido realizando en los últimos años con el uso intensivo de microdatos.

Como ya hemos explicado en otros foros, esta información corresponde al detalle de registros administrativos, entre ellos las distintas transacciones que realizan empresas y personas a nivel individual. La riqueza de esta fuente de información es muy grande, tanto como los desafíos para administrarla en términos de tamaño y protección del anonimato. Ambos factores han sido cubiertos por convenios que el Banco ha firmado con diversas instituciones públicas.

Volviendo a los resultados que presentamos en el IPoM, el recuadro ya mencionado muestra el análisis que se realiza a partir de los datos de empresas. Para ello, se utilizan datos de las facturas electrónicas y el formulario 29, entre 2014 y febrero de 2023. Los resultados arrojan varias conclusiones interesantes.

Primero, en promedio el coeficiente de traspaso está dentro del rango de las estimaciones que se realizan con datos agregados. En este caso, se estima que una variación de 1% en el tipo de cambio nominal, genera una variación de 0,1% en los precios al cabo de un año. Segundo, la

temporalidad del traspaso de una depreciación es distinta a la de una apreciación. Cuando el tipo de cambio sube, las empresas traspasan más rápido el movimiento a los precios que cuando baja.

No obstante, al cabo de un año, el traspaso es el mismo. Esto quiere decir que la respuesta que estamos observando hoy en los precios ante la baja del tipo de cambio no es anormal. Por lo mismo, debemos esperar unos meses más para que se vea completamente reflejada en la inflación (gráfico 3).

Otra conclusión importante que obtenemos a partir de los microdatos, y que está descrita en otro recuadro del último IPoM, dice relación con la evolución de los márgenes de las empresas. Primero, debo aclarar que, cuando me refiero a márgenes, me refiero a la diferencia entre el precio de venta y el costo unitario de producción de insumos variables. Esta es una definición que no considera otros factores que podrían alterar los resultados de las empresas, por lo mismo, no se debe entender como una aproximación al comportamiento de las utilidades.

El fin de esta evaluación es simplemente entender qué impacto han tenido las fuertes alzas de costos que han enfrentado las empresas y cómo ello podría estar afectando los precios de venta. Los resultados muestran que durante 2021 y parte de 2022 se observó una importante caída de los márgenes respecto de su tendencia. Parte de ella se ha recuperado en los últimos meses, de la mano de una reversión de los costos. Con todo, los márgenes aún no logran volver a su tendencia, lo que también reduce la capacidad de las empresas para pasar las menores presiones de costos a precios. Esto significa que en una primera etapa los márgenes cayeron bastante, atenuando el impacto inflacionario de los mayores costos. En la etapa del ciclo actual, en la cual los márgenes se recuperan, este proceso demora el traspaso a precios (gráfico 4).

Un tercer elemento que quisiera destacar es el hecho que la economía no ha logrado revertir completamente los efectos que tuvo el excesivo aumento del gasto en 2021 y 2022. Esto provocó varios desbalances que aún nos acompañan, como la elevada inflación, el abultado déficit de la cuenta corriente y una significativa caída del ahorro nacional. La tasa de ahorro de la economía chilena alcanzó a 16,4% del PIB en 2022. Cuando se compara con 2021, la cifra resulta solo 0,6 puntos porcentuales menor. No obstante, la diferencia aumenta de forma significativa cuando se le compara con las cifras de la década pasada.

Como contrapartida de la caída del ahorro nacional, el déficit de la cuenta corriente ha tenido un aumento significativo en los últimos años. En 2022, llegó a 9% del PIB, la cifra más alta en varios años. Además, con la particularidad de que fue un déficit mayormente destinado a financiar un alza del consumo y no mayor inversión. Lograr que la economía vuelva a mostrar tasas de ahorro mayores es un desafío significativo, coherente con la necesidad de que la economía vaya ajustando sus niveles de gasto (gráfico 5).

En el Banco hemos insistido largamente en la necesidad de un ajuste de la economía, el que en parte se ha realizado. Los indicadores de consumo y de actividad muestran descensos importantes respecto de los máximos que alcanzaron en 2021 y 2022. Sin embargo, dicho ajuste aún no permite que se reviertan los efectos de esos desbalances, como lo muestra lo que ha ocurrido con

el ahorro. La economía debe transitar por un período en que el gasto crezca menos, de forma tal de ir resolviendo estos desequilibrios y sus efectos sobre la economía.

El desafío de resolver estos desbalances se torna mucho más relevante cuando enfrentamos riesgos que son muy significativos. Por un lado, como ya lo he expresado a lo largo de esta presentación, la inflación sigue siendo muy elevada. Ha estado por un período prolongado en valores muy por sobre la meta. Todos hemos sido afectados por el alza del costo de la vida, pero esto está siendo especialmente apremiante para las familias más vulnerables.

Por otro lado, enfrentamos un escenario global que se ha tornado más difícil. La semana pasada asistimos, junto al Ministro de Hacienda, a las reuniones de primavera que organiza el Fondo Monetario Internacional. Estas son instancias donde podemos reunirnos con autoridades económicas de diversos países y expertos en economía y mercados financieros. En ellas tenemos la oportunidad de compartir visiones sobre lo que está ocurriendo y puede ocurrir con la economía global.

Por supuesto también hay interés por lo que ocurre en Chile, y se reconocen favorablemente sus esfuerzos por revertir los efectos de los desbalances y reducir la inflación con una política monetaria adecuada y una política fiscal coherente.

Volviendo a los asuntos globales, dos grandes factores recorren las preocupaciones. Uno es la elevada inflación que está afectando a muchos países y su impacto en la población. Todo esto acompañado del hecho que reducir la inflación está siendo más complejo de lo que inicialmente se pensaba. El otro factor son los efectos que las políticas monetarias necesarias para controlar la inflación están teniendo en el sector financiero de algunas economías. Este era un riesgo del cual se venía hablando desde hace largo tiempo, y que ahora ha tomado relevancia a partir de lo ocurrido en Estados Unidos a inicios de marzo.

Una conclusión importante de los análisis que presentó el FMI en el Informe de Perspectivas de la Economía Mundial —WEO, por sus siglas en inglés— es que los riesgos para la economía mundial están sesgados a la baja. Por un lado, la incertidumbre ha aumentado en los mercados financieros a partir de marzo. Si bien las autoridades de los países involucrados han tomado acciones rápidas y significativas, no pueden descartarse escenarios de riesgo con nuevos episodios de turbulencia. Estos, sin duda, tendrán repercusiones a nivel mundial. Un deterioro abrupto de las condiciones financieras globales no forma parte de las proyecciones más probables. No obstante, no es posible descartar que algo así ocurra, con consecuencias mayores para la economía mundial.

Las proyecciones del FMI muestran que este año el desempeño de la economía mundial será menos favorable que en 2022, particularmente en el mundo desarrollado. De hecho, en el trienio 2023-2025 el crecimiento del mundo desarrollado será menor al de 2022. Además, el FMI indicó que la incertidumbre es alta y las proyecciones tienen un sesgo negativo. Comparadas con las proyecciones del escenario central del IPoM, las cifras del FMI son algo más optimistas, aunque se debe tener presente que la comparabilidad no es directa (gráfico 6).

Por otro lado, el FMI también alerta que lograr que la inflación vuelva a niveles bajos y estables sigue siendo un desafío en desarrollo para muchos países. Especialmente importante es que los bancos centrales no claudiquen en su tarea de reducir la inflación. Tal como lo describe el FMI, renunciar a aquello solo traería costos para las economías.

Si bien estas conclusiones tienen un carácter más global, sus implicancias para Chile son muy claras. La economía mundial atraviesa por una fase compleja. Para estos efectos contamos con la ventaja de haber encaminado el proceso de ajuste en nuestra economía. Todo esfuerzo por reconstruir los amortiguadores y fortalecer nuestra capacidad de reacción frente a shocks sigue siendo importante. En efecto, ante un marco de incertidumbre global, lo que se requiere es fortalecer las condiciones macroeconómicas y contar con todas las herramientas posibles para hacer frente a los shocks externos y mitigar sus efectos.

Una tarea prioritaria es lograr la convergencia de la inflación a la meta de 3%. El Banco Central ha sido claro en señalar que mantendrá la TPM en 11,25% hasta que tengamos señales claras de que ese proceso se ha consolidado. En nuestro reporte señalamos que ello podrá visualizarse a través de una serie de variables que en su conjunto configuren ese escenario, entre otras una evolución de la actividad y el consumo acorde con lo proyectado, una brecha que transite hacia valores negativos, y una tendencia inflacionaria que recoja esos efectos.

Quisiera detenerme un momento en cómo opera nuestra política monetaria basada en una meta de inflación que no se mide en cada momento sino a dos años. La meta es prospectiva, mira la evolución de los precios a dos años plazo. Por ello, la política monetaria toma decisiones en base al escenario más probable, teniendo presente que el objetivo es a mediano plazo y la transmisión de los cambios en la TPM toma tiempo. Por esto, es que es tan importante rescatar a tiempo las tendencias.

El hecho que la meta sea a dos años permite que el ajuste de la economía se desarrolle en un tiempo prudente, sin elevar los costos de la reducción de la inflación más allá de lo necesario. Por ello, lo que se requiere es una tendencia indicativa de que la inflación va a ser 3% en dos años, lo cual hace necesario que observemos que la economía está resolviendo los desbalances que la han afectado y que la inflación subyacente muestre una clara tendencia a la baja.

La política monetaria se orienta a lograr que la inflación sea baja y estable. Ello se consigue con una economía que sea capaz de sostener un crecimiento sin generar presiones sobre los precios en ninguna dirección. Esto tiene como limitación la capacidad de crecimiento que tenga la economía. La política monetaria es capaz de generar las condiciones para un mayor crecimiento, pero no tiene las capacidades para que ello se haga efectivo.

Para que la economía crezca sostenidamente a niveles más altos se necesitan de otras acciones. Se necesitan enfrentar los desafíos en cuanto a productividad, ahorro, inversión o tecnología, entre varios otros. Solo cuando resolvamos estas materias lograremos que la economía vuelva a mostrar un desempeño como el que todos deseamos.

La inflación total ha bajado y seguirá reduciéndose en lo que viene. De hecho, tanto en nuestras proyecciones como en las de mercado, la variación anual del IPC descenderá de 10% en el curso del segundo trimestre. Esta sin duda es una noticia positiva. Pero no significa que el problema inflacionario se haya resuelto, ni que la tarea de reducir la inflación esté completa.

La labor del Banco Central solo estará completa cuando la inflación vuelva a ubicarse en la meta de 3%. Y ello requiere resolver los efectos de los desajustes que se generaron en nuestra economía. A casi dos años de haberse producido un shock de grandes magnitudes sobre la demanda —la acumulación de los retiros y las transferencias fiscales universales—, las estimaciones siguen mostrando que este shock tiene un rol significativo en el comportamiento de la inflación. Ciertamente sobre este shock se han sumado otros, como el alza de costos y los efectos de la guerra en Ucrania, pero los impactos del excesivo aumento del gasto en la inflación aún no se han revertido.

Otra tarea muy significativa es recomponer las holguras que nos permitieron afrontar momentos complejos en el pasado. El gobierno realizó un esfuerzo muy importante de reducción del gasto público durante el año pasado. Hacia adelante, tal como el mismo Ministro lo ha señalado en muchas oportunidades, es necesario que continuemos en una senda de consolidación fiscal.

Por cierto, también es muy importante que recuperemos la profundidad de nuestro mercado de capitales. La capacidad de financiar inversión de largo plazo que permita mayor crecimiento, más empleos y mejores salarios depende de esto. También lo es la capacidad de absorber y mitigar cambios abruptos en las condiciones financieras externas, reduciendo su impacto en nuestra economía.

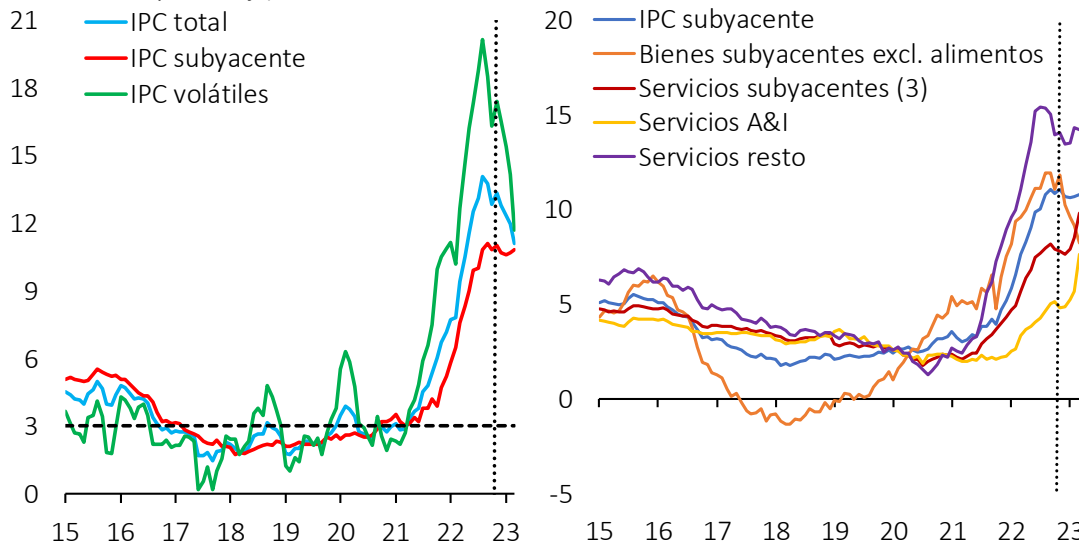
Cualquier política que atente contra este objetivo de recuperar la profundidad del mercado de capitales tiene efectos macroeconómicos muy importantes sobre el gasto y la inflación. Pero también afecta de forma relevante nuestra capacidad de hacer frente a escenarios más adversos a nivel global.

Tenemos desafíos muy relevantes. Debemos lograr que la inflación vuelva a la meta de 3% y deje de ser una carga para las familias y las empresas. También es necesario que nos preparemos adecuadamente para enfrentar un escenario global incierto y cuyos riesgos están sesgados a la baja. En el Banco Central estamos firmemente comprometidos con nuestros objetivos. Hemos trabajado y seguiremos trabajando para que la inflación vuelva a la meta de 3%. Quiero reiterar el compromiso de nuestra Institución con un ambiente macroeconómico que propicie el crecimiento y el desarrollo de nuestro país.

Muchas gracias.

**Gráfico 1**  
**Indicadores de inflación (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)

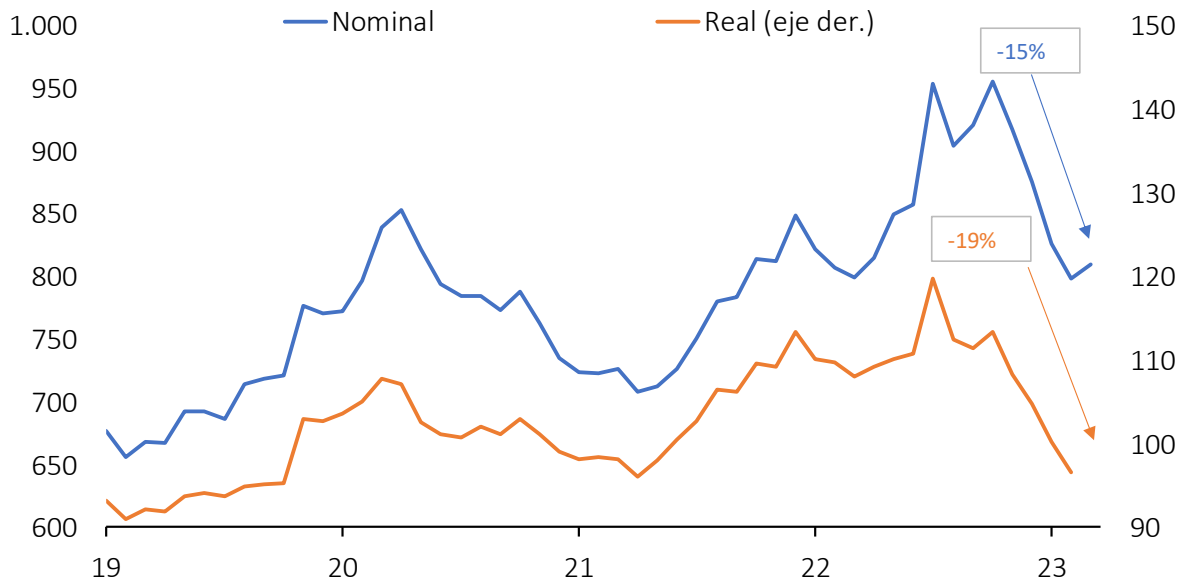


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico. (3) Considera la suma de Servicios administrados e indexados y Servicios resto.

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

**Gráfico 2**  
**Tipo de cambio nominal y real**

(pesos por dólar; índice 1986=100)

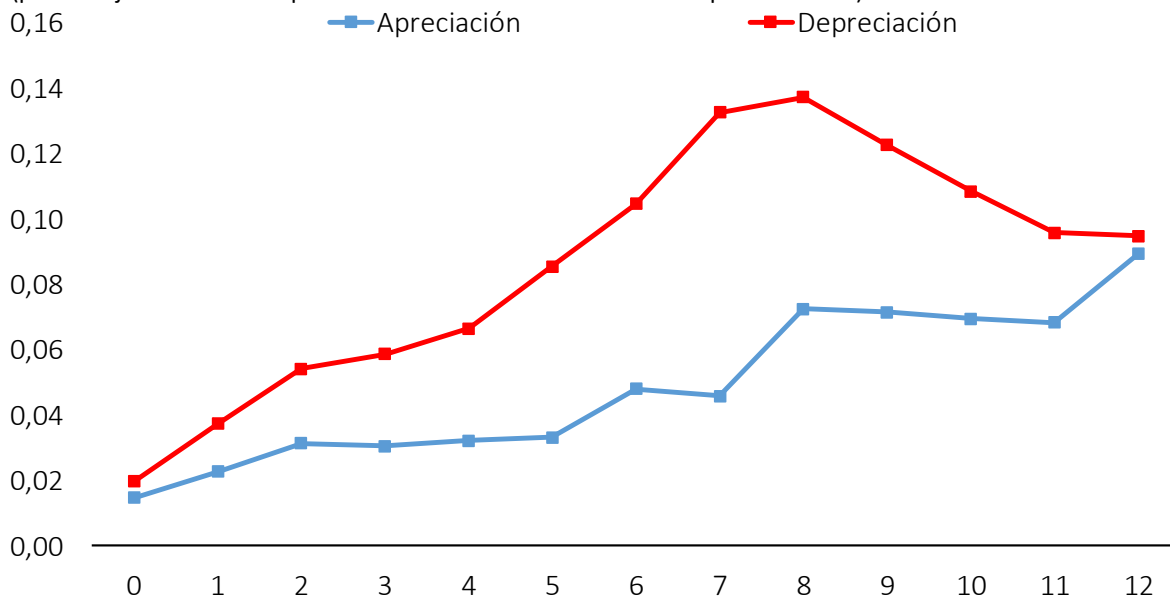


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3

**Estimaciones del coeficiente de traspaso cambiario en base a microdatos (\*)**

(porcentaje de cambio de precios ante un cambio de  $\pm 1\%$  en el tipo de cambio)



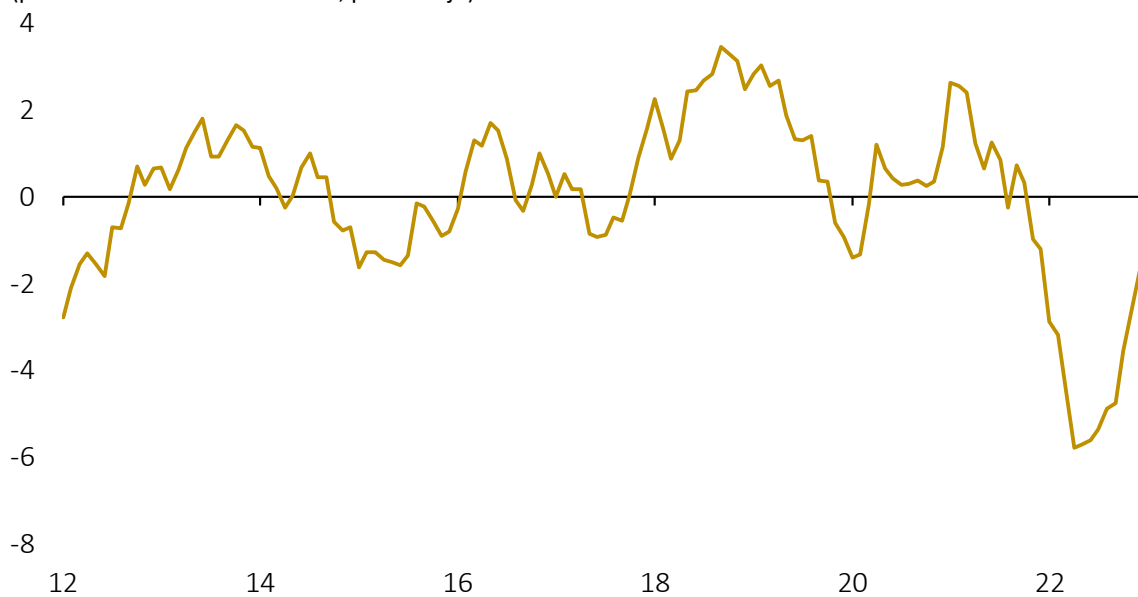
(\*) Para mayor detalle, ver nota metodológica gráfico I.28, IPoM marzo 2023.

Fuente: Arenas *et al.* (2023).

Gráfico 4

**Componente cíclico de los márgenes agregados**

(promedio móvil de tres meses, porcentaje)

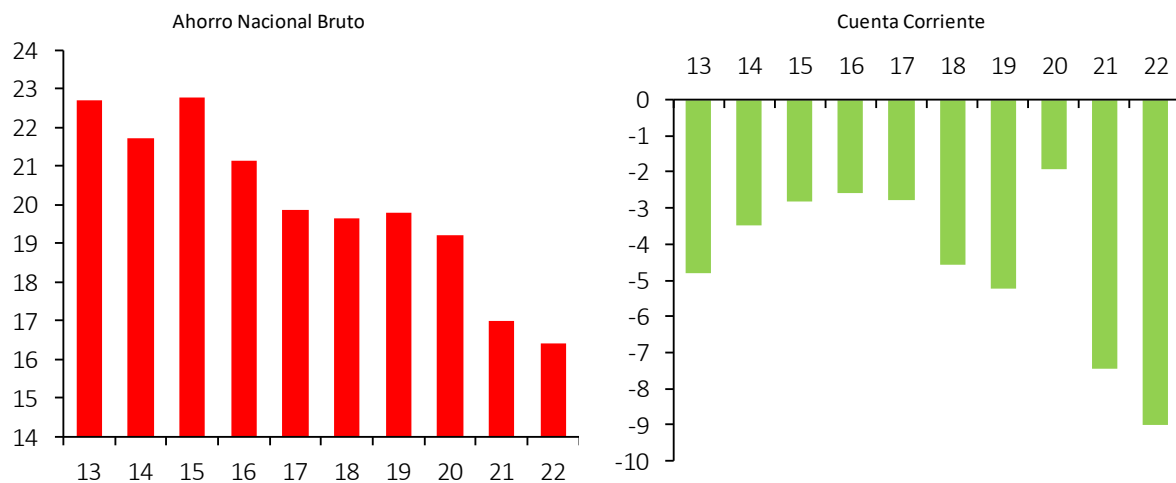


Fuente: Acevedo *et al.* (2023).

Gráfico 5

**Ahorro**

(porcentaje del PIB)

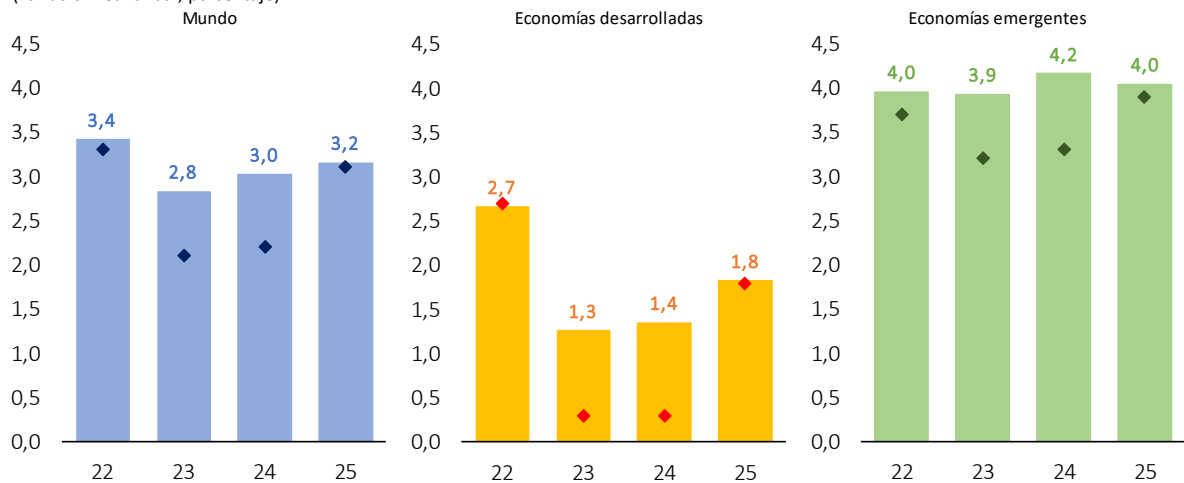


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

**Proyecciones de crecimiento mundial FMI (\*)**

(variación real anual, porcentaje)



(\*) En rombos se muestran las proyecciones del IPoM de marzo 2023. Se debe tener presente que estas cifras no son estrictamente comparables, pues presentan diferencias en las metodologías, composición de cada grupo y la ponderación de los países en cada uno de ellos.

Fuente: World Economic Outlook abril 2023, Fondo Monetario Internacional.