

SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL Y PERSPECTIVAS (*)

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile
22 de marzo de 2023

Muy buenos días, quiero agradecer la invitación a este encuentro y saludar a los asistentes, especialmente al Presidente del Banco Central de Reserva del Perú, don Julio Velarde. Como ha sido la tónica desde hace ya varios trimestres, años a estas alturas, nos enfrentamos a un escenario macroeconómico desafiante, en el que hemos observado hechos muy relevantes y, en varias ocasiones, poco usuales.

En los últimos días, la atención se ha concentrado en la situación de algunos bancos en Estados Unidos y Europa. Las importantes dificultades que han enfrentado entidades de estas economías implicaron movimientos significativos en los mercados financieros, la intervención de las autoridades económicas y, a nivel más global, un aumento de la incertidumbre sobre los posibles impactos de esta situación.

En Chile, hemos seguido con atención estos acontecimientos. El Banco Central, junto con la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y el Ministerio de Hacienda hemos estado monitoreando en detalle la situación desde los distintos ángulos que a cada uno le competen. Por ahora, más allá de las tensiones en los mercados financieros, no hemos observado impactos a nivel de instituciones financieras locales. En todo caso, es un fenómeno en desarrollo que debemos seguir vigilando atentamente.

De forma más prospectiva, sin duda que un aspecto muy importante será evaluar qué efectos podría tener esta situación a nivel local. En nuestro país, la totalidad de los bancos están sujetos a los estándares de Basilea III, tanto de liquidez como de solvencia, sin que existan excepciones como las aplicadas en Estados Unidos a bancos de menor tamaño. Adicionalmente, tanto nosotros en el Banco Central como la CMF realizamos un seguimiento permanente de la capacidad de la banca para resistir eventos de estrés. No obstante, la interconexión global de la economía no evita que el deterioro del mercado financiero estadounidense pueda repercutir en el impulso externo relevante para Chile, ya sea por condiciones financieras más estrechas, caídas en la actividad mundial y/o el deterioro de las confianzas, entre los principales canales de transmisión.

(*) Presentación realizada en el Panel de banqueros centrales de Chile y Perú, en la Conferencia One on One de Larraín Vial 2023.

Por ahora, es prematuro anticipar cómo evoluciona el escenario, y por tanto es difícil anticipar con certeza cuáles serán los impactos en la economía chilena. Sin embargo, partamos por revisar en qué pie se encuentra el escenario macroeconómico en este momento, previo a los eventos antes mencionados.

Escenario macro de corto plazo

Esta semana dimos a conocer el cierre de las Cuentas Nacionales para el cuarto trimestre de 2022. En la práctica, esto representa la primera estimación sobre cuál fue la evolución del gasto en el último cuarto de 2022, así como la revisión de las cifras de los tres trimestres anteriores y de 2020 y 2021. Para la actividad, ya teníamos una estimación del desempeño en 2022 a partir de los Imacec, que mostraban un crecimiento anual algo superior al que ahora informan las Cuentas Nacionales. Permítanme mencionar algunos detalles sobre estos datos.

Un primer antecedente que arroja la revisión de las cifras de 2020 y 2021 es que los niveles del consumo privado fueron superiores a los previamente estimados. En segundo lugar, las cifras de fines de 2022 muestran que el ajuste del consumo privado se dio a una velocidad menor a la esperada. Es así como el nivel de consumo para fines del año pasado es del orden de 2,5 puntos porcentuales mayor a lo previsto en el IPoM de diciembre (gráfico 1a).

Por su lado, los datos para la Formación Bruta de Capital Fijo —parte de la inversión— muestran un panorama opuesto. Tanto las cifras coyunturales como las revisiones de trimestres previos informan de una situación mucho más débil, con niveles que están básicamente estancados desde mediados de 2021 (gráfico 1b).

¿Qué factores podrían explicar este desempeño del consumo y la inversión? Podemos pensar en varios elementos para explicar esta evolución. Por un lado, es probable que el impacto de las condiciones financieras más estrechas haya sido más evidente en la inversión. Ello es coherente con un escenario en que no solo el costo del crédito aumentó, sino que también atravesamos por un período en que se restringió fuertemente el acceso al financiamiento de largo plazo y la incertidumbre político-económica fue elevada. Como mostramos en el análisis de nuestro IPoM, durante varios trimestres este factor explicó buena parte del incremento que tuvieron las tasas de los préstamos de largo plazo ([Recuadro II.1, IPoM sept. 2021](#)).

En el caso del consumo, su mayor nivel de 2020 y 2021 reafirma la relevancia que tuvo el alto nivel de liquidez disponible y la elevada propensión al consumo de los hogares. En la última parte de 2022, su menor velocidad de ajuste coincide con varios desarrollos que van en la misma dirección. Entre ellos, que, previo a los problemas recientes, se observaba una reducción en los niveles de incertidumbre local y mejores condiciones externas, al mismo tiempo que se apreciaba un mayor espacio de endeudamiento y/o un alza de la morosidad. Por último, el mercado laboral ha mostrado una capacidad de generar empleos asalariados que no se observaba desde hace algún tiempo.

Así, en los últimos meses la economía ha tendido a mostrar un ajuste menos intenso que el previsto. Los datos de Imacec muestran niveles de actividad que se han ido reduciendo respecto de mediados de 2022, aunque en lo más reciente llama la atención el mejor desempeño de sectores ligados al consumo, como el comercio y diferentes rubros de servicios^{1/} (gráfico 2). Esto sigue contrastando con el menor dinamismo por el lado de la construcción, que es coherente con el débil desempeño que se observa de la inversión.

Junto con los datos de Cuentas Nacionales, esta semana también publicamos la primera estimación de la evolución de la Balanza de Pagos en el cuarto trimestre de 2022. Los datos nos muestran un saldo de la cuenta corriente que se redujo desde el máximo que alcanzó en el tercer trimestre. Así, considerando el último año móvil, el déficit acumulado de la cuenta corriente pasó desde 10 a 9% del PIB, entre el tercer y cuarto trimestre de 2022. Esto significó un resultado algo más negativo del que preveíamos en el IPoM de diciembre, con una incidencia relevante del saldo de rentas al exterior. En este ítem, tuvo un impacto significativo el efecto del mayor precio del cobre en los resultados de las empresas del sector. También se revisaron a la baja las cifras de ahorro nacional de 2020 y 2021, en línea con el mayor consumo observado, lo que implicó un saldo de cuenta corriente más deficitario en esos años. En todo caso, es importante destacar el mejor desempeño de la balanza comercial, donde se conjuga la contracara del mayor precio del cobre y el efecto que el paulatino ajuste del gasto ha ido teniendo en las importaciones (gráfico 3).

¿Qué implicancias tiene esta información para la convergencia inflacionaria y la política monetaria? Esta es materia propia del próximo IPoM, informe que se dará a conocer el miércoles 5 de abril. En todo caso, puedo adelantar que este mayor nivel de consumo aparece coherente con una inflación que, si bien ha descendido, sigue en niveles muy elevados y que supera nuestras proyecciones del IPoM de diciembre. Así, tanto la inflación total como subyacente persisten en cifras de dos dígitos (gráfico 4).

Si bien la cifra más reciente de inflación, el IPC de febrero dio cuenta de una variación mensual negativa, esta respondió a caídas en la parte volátil del indicador. De hecho, los componentes subyacentes —no volátiles— mostraron variaciones mensuales elevadas, con incrementos anuales que incluso aumentan cuando se observan los precios de los servicios y los ítems administrados e indexados. Como hemos señalado previamente, esto es un reflejo de la importante persistencia inflacionaria que enfrentamos (gráfico 5).

Las expectativas de inflación a plazos más cortos han respondido a este panorama de inflación subyacente más elevada. Más allá de un descenso en los últimos días, se observa un aumento de

^{1/} Se debe tener presente que las cifras de cuentas nacionales de fines de 2022 incorporan información de comisiones financieras que se pagaron a no residentes en el contexto de la salida del proceso de reorganización financiera de una empresa de transporte aéreo, que se había acogido al Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de Estados Unidos en 2020. El efecto de este hecho se concentra en el sector servicios, particularmente en la actividad de transporte, e impacta la velocidad de expansión tanto a fines de 2022 como a inicios de 2023 (más detalles en [Revisiones a las cifras de actividad económica: PIB e Imacec](#)).

la inflación esperada para fines de año si se compara con lo que veíamos en diciembre, especialmente al tomar en cuenta la evolución de los precios de activos financieros. Esto se da en un contexto donde, incluso considerando sus movimientos más recientes, el peso se ha apreciado respecto de fines de 2022. A dos años plazo, algunas medidas aún persisten por sobre 3% (gráfico 6).

En el plano externo, creo relevante poner en perspectiva lo que veníamos observando previo a los sucesos más recientes. Hasta inicios de marzo, en general, teníamos un escenario marcado por dos factores. Por el lado de la actividad, un mejor panorama, con sorpresas positivas en China, Estados Unidos y Europa, y proyecciones de crecimiento al alza para este año (gráfico 7). Por otro lado, una renovada preocupación por la inflación, con indicadores de precios subyacentes que dan cuenta de una elevada persistencia, pese a la disminución de los registros de inflación total (gráfico 8). Todo esto ocurría en un contexto donde el precio del cobre había vuelto a ubicarse por sobre los US\$4 la libra y, en general, el apetito por riesgo había ido recuperándose en los mercados globales, aunque con tasas de interés que de todos modos recogían las preocupaciones relativas a la inflación.

En el último par de semanas, coherente con la mayor incertidumbre, se ha observado un aumento de la aversión al riesgo, principalmente con caídas de las tasas libres de riesgo, a lo que se agrega una apreciación del dólar y descensos en las bolsas y los precios de las materias primas. Me referiré a estos movimientos en unos momentos.

Perspectivas para la inflación, la política monetaria y los riesgos en el horizonte

Permítanme continuar con algunas reflexiones sobre el panorama que enfrentamos y los desafíos que nos esperan. Nuestra comunicación sobre qué ocurrirá con la Tasa de Política Monetaria ha sido clara en señalar que se mantendrá en su nivel actual, de 11,25%, hasta que tengamos señales claras de que se ha consolidado el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3%. Las implicancias de los desarrollos económicos recientes sobre esta convergencia es un tema que abordaremos con detalle en nuestro próximo IPoM. De todas formas, quisiera hacer un par de alcances.

Por un lado, sin duda que afrontamos un escenario de riesgos complejo en lo externo. Aunque con mejores perspectivas de crecimiento, hasta antes del *shock* en curso, se había consolidado la visión de un mayor ajuste monetario ante la persistencia de la inflación. En la última semana, se materializó el riesgo de que la normalización monetaria causara disrupciones mayores en la parte del sistema financiero que presentaba flancos de vulnerabilidad. Qué consecuencias tenga este escenario para la economía mundial y para Chile es una cuestión en desarrollo.

Por ahora, es importante dar cuenta de algunas características que está teniendo este fenómeno. Por ahora, la suma de las medidas adoptadas en las economías afectadas ha permitido contener una mayor extensión de los potenciales impactos. Con todo, persiste la incertidumbre, lo que

tiene como resultado natural una mayor aversión al riesgo y un aumento en la demanda por títulos más seguros. En este contexto es que, como ya mencioné, observamos una apreciación general del dólar, una caída en las tasas libres de riesgo y un rendimiento negativo en las bolsas (gráfico 9).

¿Qué efectos podríamos esperar de una situación como esta? Es probable que observemos algún estrechamiento de las condiciones financieras globales, con consecuencias adversas en la disponibilidad de crédito y mayores dificultades de bancos y empresas para levantar recursos en el exterior. Por cierto, esta no es una situación que hayamos observado hasta ahora para las entidades chilenas, pero es un riesgo que monitorear. En el lado real, estos fenómenos financieros es probable que se traduzcan en una menor demanda externa y peores términos de intercambio, aunque ello dependerá de la magnitud del estrechamiento de las condiciones financieras globales, su impacto en las confianzas y, por supuesto, por cuánto tiempo se prolongue.

Hasta el momento, no es evidente la relevancia o magnitud de ninguno de los canales a través de los cuales la situación externa podría transmitirse a nuestra economía. Los hechos han sido recientes, las autoridades han tomado medidas importantes y los mercados muestran una elevada sensibilidad ante noticias en una u otra dirección. Como mencioné hace un momento, seguiremos atentos a los desarrollos y sus implicancias para nuestro país.

No quisiera terminar esta sección de mi presentación sin destacar la notoria mayor incertidumbre que se ha impuesto sobre la evolución futura de la política monetaria en Estados Unidos. La Reserva Federal ha ido realizando un ajuste relevante de su tasa de referencia en los últimos trimestres, con un mensaje que, especialmente en los últimos meses, se enfocó en la necesidad de ajustar la política monetaria lo necesario para bajar la inflación. El mercado ha tenido distintas lecturas al respecto, resaltando en los últimos días el aumento de la volatilidad implícita en las opciones de *Fed Funds Rate* y la fuerte caída en el nivel esperado para fines de 2023 (gráfico 10).

Por último, si bien la situación externa es llamativa y obliga a dirigirle toda nuestra atención, no debemos dejar de lado el escenario local. Como mostré al comienzo, la inflación sigue siendo muy elevada y, aunque sus implicancias aún están por verse, los datos más recientes apuntan a una economía que se está ajustando a una velocidad algo menor a la esperada. En el Banco Central hemos sido categóricos en señalar la necesidad de que la economía se ajuste para bajar la inflación. Esa exigencia no ha cambiado, pues la economía aún viene transitando desde un período en que el gasto creció muy por sobre sus posibilidades.

Más que nunca es importante tener presente los significativos costos que implica mantener una inflación elevada, costos que se incrementan en la medida que el fenómeno persiste en el tiempo. Los efectos negativos sobre los ingresos de las familias, sobre todo las más vulnerables, son más que evidentes. Las estadísticas del mercado laboral muestran que los salarios reales llevan 16 meses con tasas de variación anual negativas, lo que sin duda impacta en la capacidad que las personas tienen de satisfacer sus necesidades.

También es necesario tener presente las externalidades negativas que la inflación provoca en el crecimiento y el empleo, toda vez que influye en las decisiones de gasto de empresas y hogares. Ya sea por el efecto en las condiciones crediticias de una política monetaria más estricta, el impacto en las confianzas o la dificultad para mantener márgenes que permitan la continuidad de los negocios, una inflación elevada por mucho tiempo tiene efectos importantes en la inversión y, por consiguiente, en la capacidad de crecimiento, la creación de empleos y el bienestar de las personas.

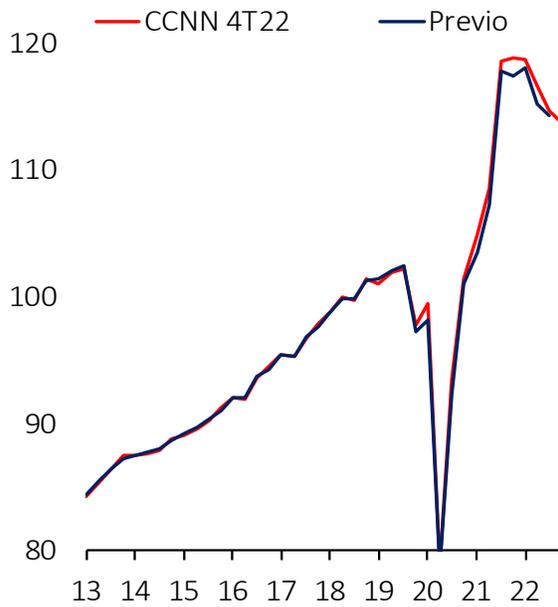
El inevitable proceso de ajuste de nuestra economía está avanzando y debe seguir una senda que nos permita volver a crecer acorde con nuestras posibilidades. Ello no solo nos permitirá resolver el problema inflacionario, sino que también nos dará la posibilidad de enfrentar de mejor forma *shocks* externos y, de ser necesario, poder desplegar todas las herramientas de política de las que disponemos. El Banco Central Europeo ha reafirmado su compromiso con el control de la inflación, más allá del volátil ambiente actual. La Reserva Federal, cuya decisión de tasa conoceremos esta tarde, también tiene desafíos en este ámbito. En el Banco Central de Chile estamos trabajando y lo seguiremos haciendo para reducir la inflación a 3% en el horizonte de política de dos años, pues es el principal aporte que podemos realizar al bienestar de nuestra sociedad.

Muchas gracias.

Gráfico 1

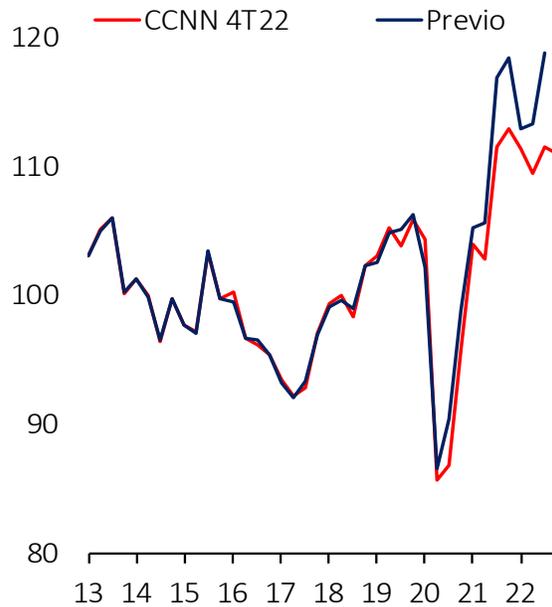
a) Consumo privado (*)

(índice 2018=100)



b) Formación bruta de capital fijo (*)

(índice 2018=100)



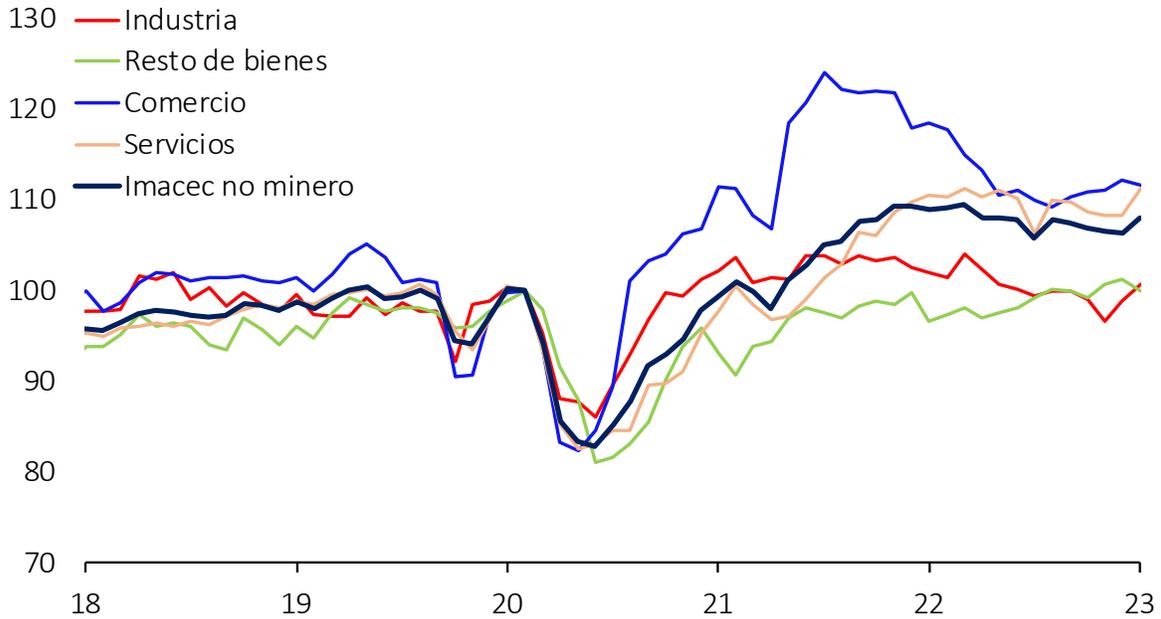
(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

Imacec sectorial (*)

(índice febrero 2020=100)

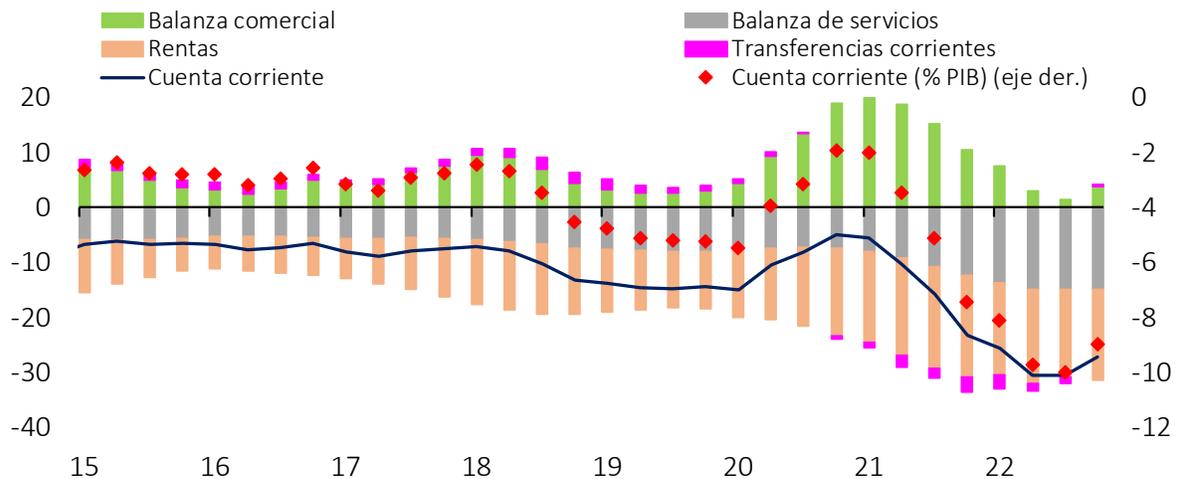


(*) Series desestacionalizadas.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3

Cuenta corriente (*)

(miles de millones de dólares; porcentaje del PIB)

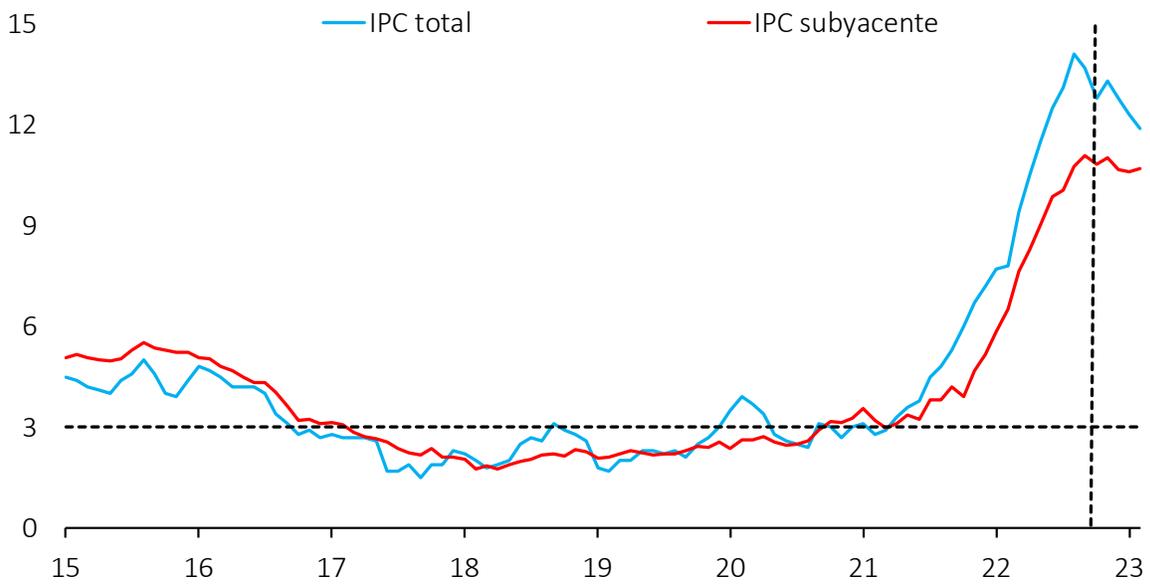


(*) Acumulado en los últimos 12 meses.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

Inflación total y subyacente (*)

(variación anual, porcentaje)



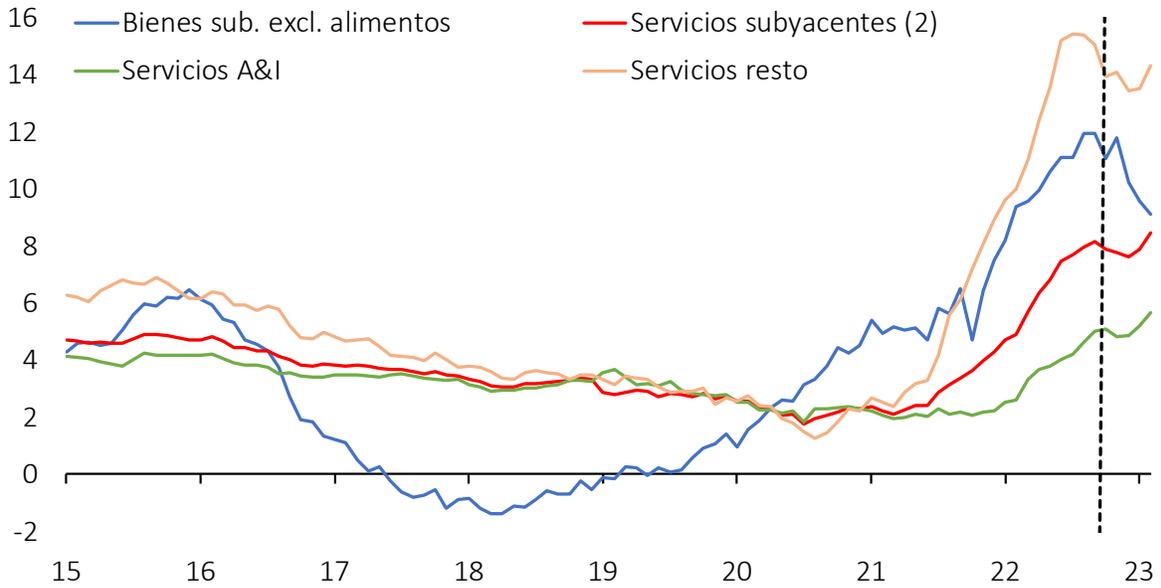
(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022.

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

Gráfico 5

Indicadores de inflación subyacente (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022. (2) Considera la suma de Servicios Administrados e Indexados y Servicios resto.

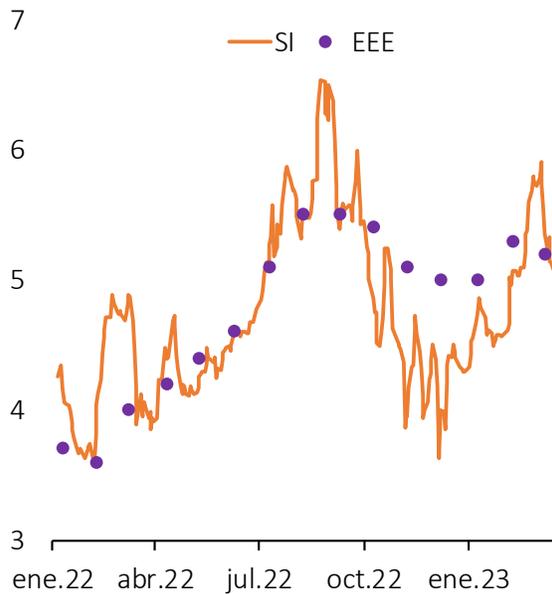
Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 6

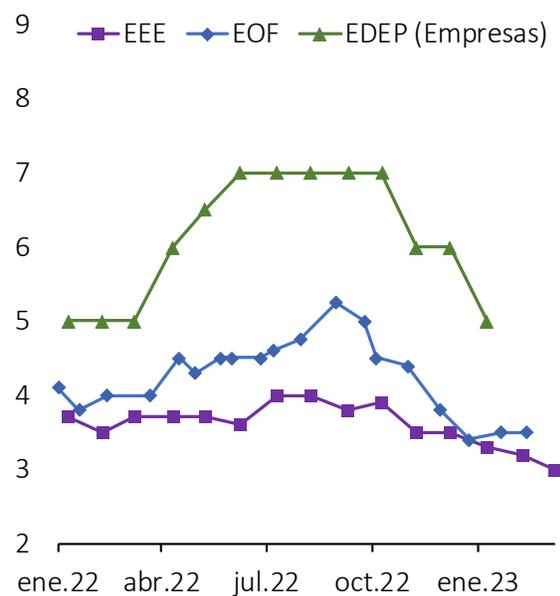
Expectativas de inflación

(variación anual, porcentaje)

a) A diciembre de 2023



b) A dos años plazo

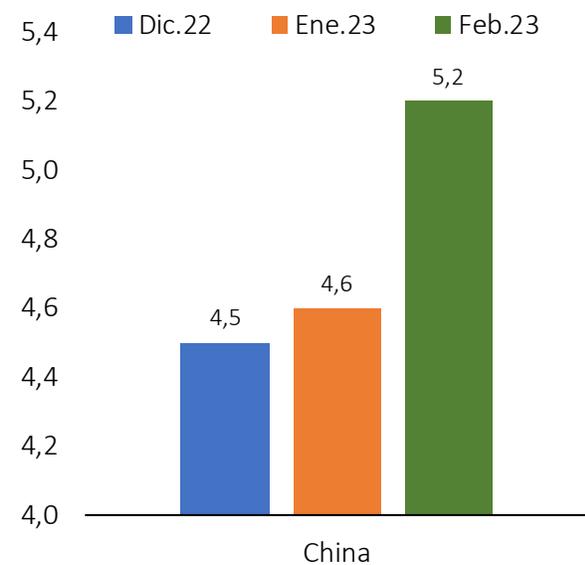
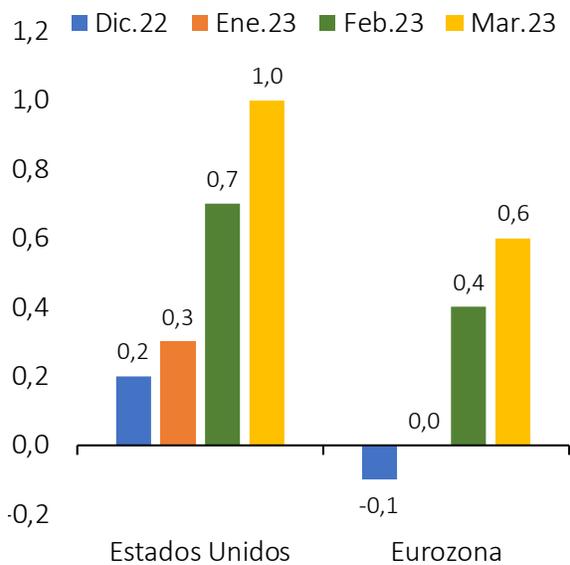


Fuentes: Banco Central de Chile y Tradition Chile.

Gráfico 7

Proyecciones de crecimiento mundial 2023

(variación anual, porcentaje)

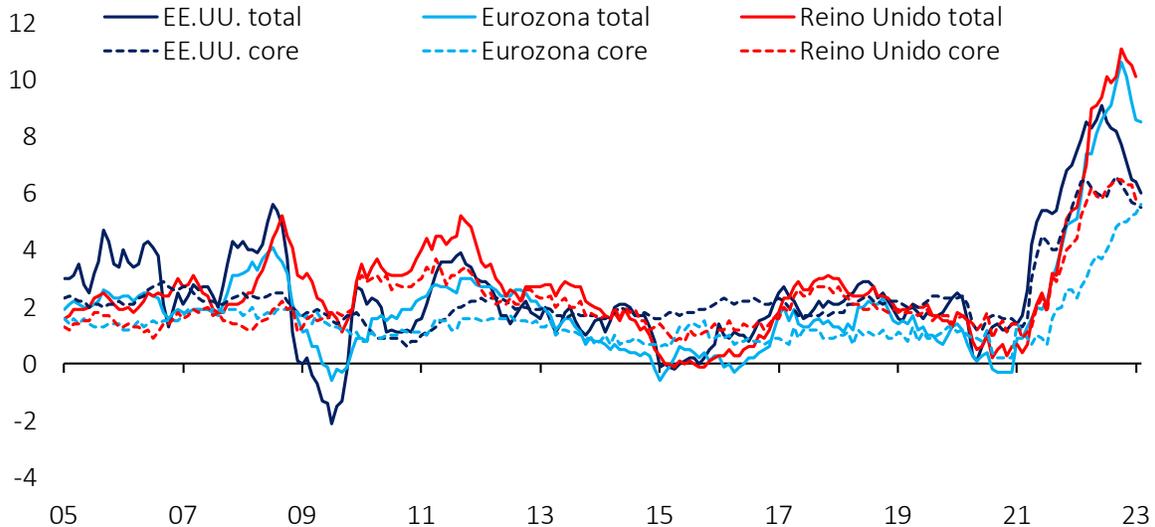


Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 8

Inflación en economías desarrolladas

(variación anual, porcentaje)

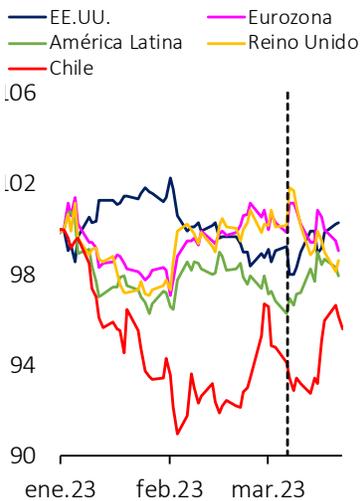


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9

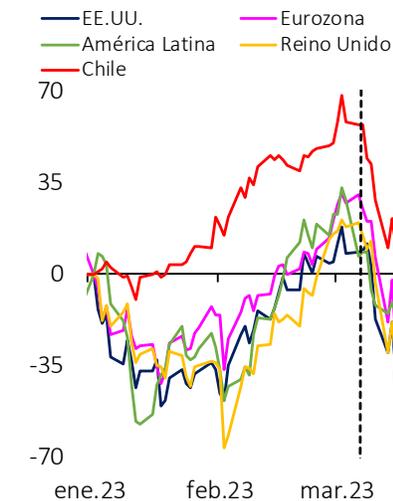
a) Monedas (1)(2)(3)

(índice 02.ene.23=100)



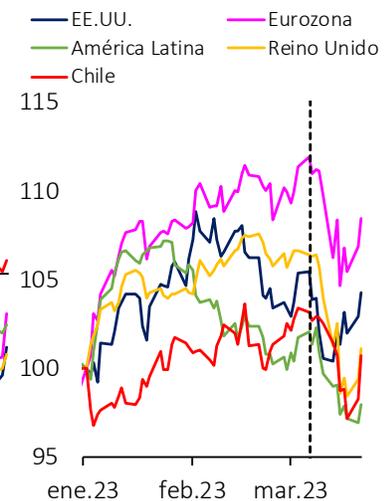
b) Tasas a 10 años nominales (1)(2)

(dif. respecto de 02.ene.23, puntos base)



c) Mercados bursátiles (1)(2)

(índice 02.ene.23=100)



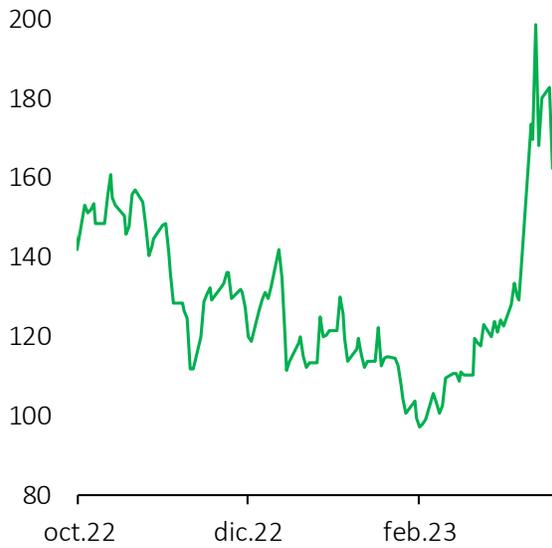
(1) Línea vertical punteada corresponde al 7 de marzo de 2023. (2) Para América Latina, considera el promedio simple entre Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento (descenso) indica una depreciación (apreciación) de la respectiva moneda.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 10

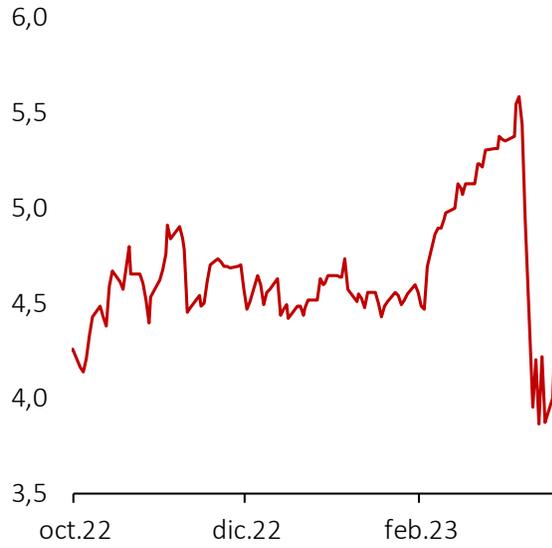
a) MOVE Index (*)

(índice)



b) Futuros Fed funds rate a diciembre 2023

(porcentaje)



(*) Mide la volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes.
Fuente: Bloomberg.