

RIESGOS Y OPORTUNIDADES PARA LA ECONOMÍA CHILENA ⁽¹⁾

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile
25 de noviembre de 2022

Introducción

Muy buenos días. Quiero partir por agradecer la invitación a presentar en esta actividad del *Chile Investment Forum*, también saludar a los otros expositores, José de Gregorio, recordado ex Presidente del Banco Central, y Jorge Selaive quien también fue parte del Banco. Dedicaré esta exposición a repasar los avances, riesgos y oportunidades que enfrenta nuestra economía. Déjenme partir con un breve análisis de lo que ha ocurrido en lo más reciente.

El estado actual de la macro chilena

La economía chilena ha ingresado en una fase de ajuste tras los importantes desequilibrios que acumuló en trimestres previos. Los datos de los últimos meses dan cuenta de dos fenómenos relevantes. Por un lado, la inflación anual ha dejado de aumentar y, acorde con lo esperado, muestra un leve retroceso. Es importante notar que si bien el último dato —el IPC de octubre— sorprendió a la baja tras varios meses de significativas diferencias al alza, es solo una observación y, sin duda, por sí sola, no constituye una pieza de información suficiente para sacar mayores conclusiones. Por otro lado, el gasto, y especialmente el consumo privado, ha empezado a deshacer los fuertes incrementos que mostró en 2021.

El Banco Central ha efectuado un ajuste significativo de la política monetaria, llevándola a una instancia claramente restrictiva. En nuestra última Reunión de Política Monetaria, que realizamos en octubre, elevamos la Tasa de Política Monetaria hasta 11,25%, totalizando un aumento muy relevante respecto del mínimo técnico de 0,5% en que se encontraba en julio de 2021.

Como mencionamos en el comunicado de esa Reunión, estimamos que la TPM ha llegado al nivel máximo del actual ciclo. Asimismo, señalamos que la tasa se mantendría en 11,25% por el tiempo necesario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política de dos años. Del mismo modo, enfatizamos que los riesgos del escenario macroeconómico son muy elevados y sus implicancias de corto y mediano plazo deben ser evaluadas cuidadosamente.

Las preguntas inevitables son ¿cómo ha evolucionado nuestro escenario central y los riesgos desde el IPoM hasta ahora? Y, por supuesto, ¿cuáles son sus implicancias para la política

⁽¹⁾ Presentación realizada en el Seminario del Chile Investment Forum “Una mirada a los principales desafíos económicos y financieros para el 2023”. Santiago, Chile.

monetaria? En lo que sigue voy a revisar la evolución reciente de las principales variables, no obstante, el análisis profundo de las mismas y el grado de incidencia de cada una corresponderá desarrollarlo en el IPoM de diciembre.

Para comenzar es importante recordar cómo llegamos hasta la situación inflacionaria que enfrentamos hoy. Para esto, es útil revisar la evolución de las proyecciones de inflación en algunos de nuestros IPoM y qué esperábamos ocurriera con la brecha de actividad (gráfico 1). En marzo de 2021, cuando la inflación estaba en 3% y proyectábamos que se mantendría en torno a ese nivel por los próximos dos años, veíamos una brecha que más adelante tendría una ampliación debido a la reimposición de restricciones sanitarias durante esa época. Ese deterioro, en todo caso, se estimaba transitorio. De hecho, lo que nos mostraron los datos con posterioridad fue una economía que se adaptó de mucho mejor forma a las cuarentenas, con efectos en la actividad que fueron menores a lo esperado.

En el segundo trimestre de 2021 se añadió un impulso muy significativo a la economía, a través de un tercer retiro de fondos previsionales y transferencias fiscales universales que se extendieron durante la segunda mitad de ese año. Es importante notar que estamos hablando de un tercer retiro y, por tanto, su efecto y el de las transferencias en la capacidad de gasto de los hogares era acumulativo sobre la liquidez que ya habían recibido a partir de los dos retiros anteriores.

Esta suma de recursos provocó un impacto muy significativo en el gasto, con una brecha que, lejos de ir hacia el equilibrio, se tornó significativamente positiva hacia el tercer trimestre del año pasado. A ello se sumó el efecto en el tipo de cambio, que incorporaba factores de incertidumbre local, que hasta hoy lo mantienen en términos reales bastante sobre sus niveles históricos, sumando que su coeficiente de traspaso a precios internos fue mayor dado el origen de su depreciación.

En la medida que avanzaron los meses, la evolución de la demanda dio cuenta que el efecto de la liquidez de los hogares en el consumo fue incluso mayor al inicialmente esperado. Se añadió la evaluación de que la persistencia inflacionaria iba en aumento, en medio de constantes y significativas sorpresas al alza de la inflación y expectativas que se incrementaban a distintos plazos

En varios IPoM del último año hemos identificado la relevancia de la suma de los factores locales que acabo de mencionar sobre el alza de la inflación, indicando que del orden de dos tercios del incremento que hemos acumulado se ha relacionado con ellos.

El tercio restante se asocia a diversos *shocks* de índole externa. Entre estos, los problemas en las cadenas de distribución global, que se han ido prolongando mucho más allá de lo inicialmente pensado, la falta de inventarios y los impactos de la guerra en Ucrania sobre los precios de los *commodities*. Se agrega la apreciación del dólar a nivel global, fenómeno más reciente, motivado por la mayor aversión al riesgo en un contexto de elevada inflación global, condiciones financieras

que se han ido estrechando en el mundo y una alta volatilidad en los mercados financieros. Con todo, los efectos inflacionarios de mediano plazo de este último factor mitigan los impactos de corto plazo.

De este modo, llegamos a nuestro último IPoM, el de septiembre, donde estimamos que la inflación anual alcanzaría su *peak* en el tercer trimestre de este año. Si bien los datos de septiembre y octubre están alineados con esa proyección, la inflación anual sigue siendo muy elevada y es demasiado pronto para hablar con claridad de un cambio de tendencia. Estos datos estarían dando cuenta de que el problema no siguió agravándose, pero están aún muy lejos de los niveles de inflación que la economía requiere. De hecho, cuando comparamos la inflación proyectada para fines de año en el IPoM, que era de 12%, ella sigue estando por debajo de lo que consideran hoy los precios de mercado y las encuestas a expertos, pese a la sorpresa a la baja de octubre.

Yendo a los datos más recientes, la inflación anual ha descendido, llegando a 12,8% en octubre. A nivel de agrupaciones, es interesante notar que el IPC subyacente —medido por el IPC sin volátiles— también descendió, el que es algo más evidente en los precios de los bienes. Por el contrario, el precio de los alimentos sigue aumentando en términos anuales (gráfico 2).

Detrás del comportamiento reciente de la inflación hay un conjunto de factores. Por un lado, es importante mencionar que algunos elementos que estaban presionando los costos han comenzado a aliviarse, destacando la baja de los costos de transporte y la gasolina. El precio de los alimentos en los mercados globales también ha comenzado a ceder, aunque, como comenté recién, aún no se observa su traspaso a los precios locales, que siguen aumentando (gráfico 3). De cualquier forma, si bien todos estos factores de costos no han vuelto a niveles que podrían considerarse normales, al menos están dejando de presionar con tanta fuerza. Por otro lado, aunque de forma incipiente, asoma una leve tendencia a la baja en la inflación subyacente, particularmente en bienes, pese a la depreciación que ha acumulado el peso en el año.

Más allá del comportamiento reciente de estos elementos, la evolución de la inflación se fundamenta en una política monetaria que ha hecho un ajuste significativo y está propiciando la resolución de los desequilibrios presentes en la economía. Se añade una política fiscal que también ha realizado un ajuste relevante del gasto.

En cuanto a las expectativas de inflación, estas siguen siendo elevadas. En particular, las medidas a dos años plazo persisten por sobre 3%, con expectativas de empresas bastante por sobre ese valor. A un año plazo, las expectativas de expertos han tenido un descenso algo más marcado (gráfico 4).

Respecto de la resolución de los desequilibrios acumulados en 2021, los datos del tercer trimestre confirman, en general, que la economía ya está en una fase de ajuste. Como es habitual, siempre

existen algunas diferencias respecto de lo proyectado, aunque la evaluación preliminar da cuenta de un ajuste en marcha, no obstante reconocer un mejor desempeño de la inversión.

En el caso del consumo privado, resaltan dos hechos. Primero, la continuación de la corrección del consumo de bienes durables. En el momento de mayor disponibilidad de liquidez por parte de los hogares —alrededor del tercer trimestre de 2021—, esta parte del consumo llegó a aumentar por sobre un 50% respecto del nivel que mostraba en el tercer trimestre de 2019 (gráfico 5). Al ser en gran medida concentrado en bienes importados, la fuerte alza de este consumo tuvo un impacto en la cuenta corriente. Al tercer trimestre de este año, se ha deshecho una parte relevante de esa alza. Un segundo hecho a resaltar es la trayectoria del consumo de servicios, que tras el levantamiento de las limitaciones a la oferta —por las restricciones sanitarias— muestra una recuperación gradual hacia niveles sobre los alcanzados previos a la pandemia, y en torno a lo que parecen ser más coherentes con una extrapolación de su tendencia.

La evolución del consumo se ha dado en un contexto en que se ha ido agotando la liquidez recibida durante 2021, el empleo se ha estancado y los salarios reales muestran caídas desde hace varios meses (gráfico 6). En este último caso, destaca que la variación anual de los salarios reales ha sido negativa durante casi un año.

Por el lado de la inversión, los datos del tercer trimestre muestran un desempeño claramente mejor al esperado. Tanto la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipos como en construcción y obras dieron cuenta de un resultado positivo en el trimestre, especialmente la primera de ellas (gráfico 7). En esta parte del gasto destacó la inversión en maquinaria y equipos para proyectos de generación eléctrica. Contribuyó también al resultado la inversión en camiones y buses. En la FBCF en construcción y otras obras llamó la atención el incremento en la inversión asociada a servicios y edificación habitacional.

Con todo, las perspectivas para la inversión siguen siendo débiles. El último catastro de la Corporación de Bienes de Capital muestra montos de inversión a la baja para el período 2022 – 2025 y las expectativas de las empresas siguen en valores pesimistas. En todo caso, los niveles de incertidumbre se han reducido en los últimos meses, lo que podría ayudar algo en el comportamiento de la inversión en adelante (gráfico 8).

Continuar con este proceso de ajuste de la economía es vital, entre otros elementos, para reducir el elevado déficit de la cuenta corriente. En el último año móvil, ésta acumuló un déficit de 9,9% del PIB, la mayor cifra en muchos años. Por componentes, muestra un bajo nivel del saldo de la balanza comercial de bienes, junto con saldos negativos en servicios y rentas (gráfico 9).

Es importante recordar que el déficit observado desde 2021 responde en buena parte al menor ahorro nacional. Como expliqué hace unos minutos, las medidas fiscales en medio de la pandemia más los retiros de fondos previsionales provocaron una inédita expansión de la demanda interna. Tanto el ahorro del gobierno como de los hogares cayó significativamente en 2021, efecto que aún

persiste en el déficit acumulado anual al tercer trimestre de 2022. Se suma la recuperación de la inversión desde 2021 —incluido su mejor desempeño en el tercer trimestre— y menores ventas, todo lo que ha contribuido a que el ahorro de las empresas vuelva a valores negativos.

En todo caso, los factores tras la pérdida del ahorro nacional han ido en retirada. Las ayudas fiscales no tienen la envergadura de las del año pasado y se ha moderado el consumo privado. Otros factores tras el déficit de la cuenta corriente son la caída en los términos de intercambio y los altos costos de transporte. Estos últimos explican gran parte del deterioro de la balanza de servicios y como mencioné hace unos minutos, están corrigiéndose.

Sin duda que el elevado nivel del déficit de la cuenta corriente es un hecho que nos preocupa. Lo seguimos atentamente y estimamos que en lo venidero comenzará a reducirse. En el marco del régimen de metas de inflación, las alzas de la TPM y la depreciación del peso contribuirán al aumento del ahorro privado y la reducción de los desequilibrios de demanda y oferta. También colaborará el mayor ahorro público y la devolución de otros factores, como los altos costos de transporte. Así, esperamos que 2023 y 2024 vuelva a niveles sostenibles.

Riesgos y oportunidades para la economía chilena

Permítanme finalizar con algunas reflexiones sobre los riesgos y oportunidades que enfrenta nuestra economía. Sin duda que estamos en un momento complejo y resolverlo es tarea prioritaria. Reducir la inflación no puede esperar, las familias necesitan recuperar su capacidad de compra y dejar atrás la preocupación por los cambios en los precios.

En el Banco Central estamos comprometidos con la reducción de la inflación a 3%. La acción de la política monetaria está cooperando al ajuste de la economía, lo que encamina los precios en esa dirección. Como hemos mencionado, estamos haciendo lo necesario para que este proceso sea ordenado, breve y lo menos costoso posible.

Pero hay riesgos importantes. La evolución del escenario económico mundial se ha transformado en una fuente significativa de preocupación. Tanto el mundo emergente como el desarrollado se ha vuelto más sensible a cambios abruptos en las condiciones financieras globales. El aumento del endeudamiento de gobiernos y empresas es un factor relevante en este punto, especialmente en un ambiente en que el alza de la inflación y la reacción de los bancos centrales ha ido elevando los costos de la deuda y la aversión al riesgo (gráfico 10).

El impulso externo que recibirá nuestra economía se ha ido reduciendo en los últimos trimestres. De hecho, las perspectivas de crecimiento mundial se han deteriorado de forma progresiva a lo largo de este año y la probabilidad de una recesión en las economías desarrolladas se empina a 60%. Las proyecciones más recientes de mercado —*Consensus Forecasts* de noviembre 2022—

consideran que el PIB de la Eurozona se contraerá 0,2% en 2023, mientras el de EE.UU. tendrá una variación levemente positiva (+0,2%) (gráfico 11).

Este panorama nos enfrenta a una elevada volatilidad, cuyos impactos en la economía pueden llegar a ser significativos. Los mercados han estado reaccionando con inusual fuerza tanto a datos inesperados como a declaraciones. Por ejemplo, no podría descartarse que, ante sorpresas en la inflación, especialmente en EE.UU., observemos movimientos bruscos en el tipo de cambio, tasas o premios por riesgo. Si bien estos movimientos pueden ser pasajeros, su magnitud podría provocar impactos de magnitud importante o introducir mayores grados de incertidumbre en los mercados locales.

En este escenario tan complejo, es importante que hagamos todos los esfuerzos posibles por mejorar nuestra capacidad de mitigar los *shocks*. Por un lado, debemos seguir avanzando en el proceso de convergencia de la inflación. Como lo dije, nuestra economía ya está en una fase de ajuste de los desbalances acumulados en 2021, proceso que no está exento de costos, pero es necesario e inevitable.

Por otro lado, es importante que la economía logre recomponer los *buffers* que le han permitido amortiguar los *shocks* externos en el pasado. Nuestro mercado de capitales se vio fuertemente afectado en los últimos años, y no ha logrado recuperar su profundidad y rol estabilizador frente a las presiones financieras externas.

Particularmente relevante es que se prioricen medidas y políticas orientadas a favorecer un ahorro estable de largo plazo. Más allá de los desafíos que impone esta coyuntura, un mercado de capitales sólido y profundo es un aporte significativo al desarrollo económico, porque, entre muchas cosas, permite además disponer de financiamiento para proyectos públicos y privados.

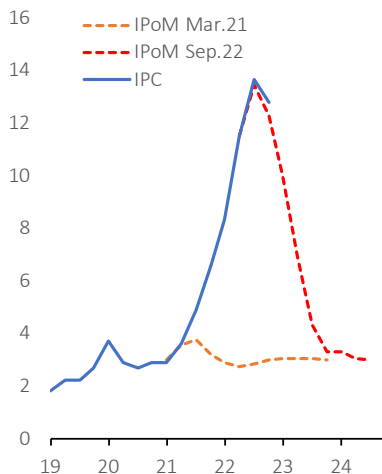
Del lado de las políticas económicas, recuperar los equilibrios y aumentar nuestra capacidad de resiliencia depende de que todos nuestros esfuerzos apunten en la misma dirección. De otra forma, solo lograremos dificultar el proceso, alargarlo y terminar generando mayores costos. La economía se ajustará de un modo u otro, pero de nosotros depende que el proceso sea lo más fluido posible.

Para finalizar, solo quisiera reiterar el compromiso del Banco Central con el proceso de reducción de la inflación. Entendemos que esta es una tarea prioritaria para todas las familias y estamos realizando nuestros mejores esfuerzos para que esto ocurra pronto y signifique el menor costo posible para todos.

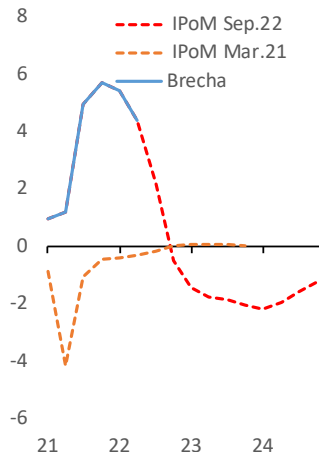
Muchas gracias.

Gráfico 1

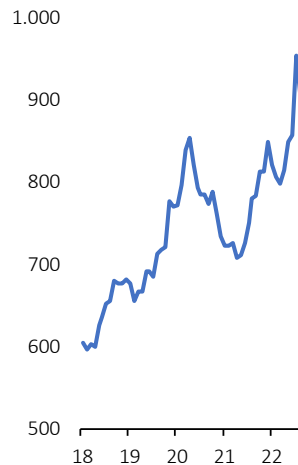
Proyecciones de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



Brecha de actividad (1)
(nivel, puntos porcentuales)



Tipo de cambio nominal
(pesos por dólar)

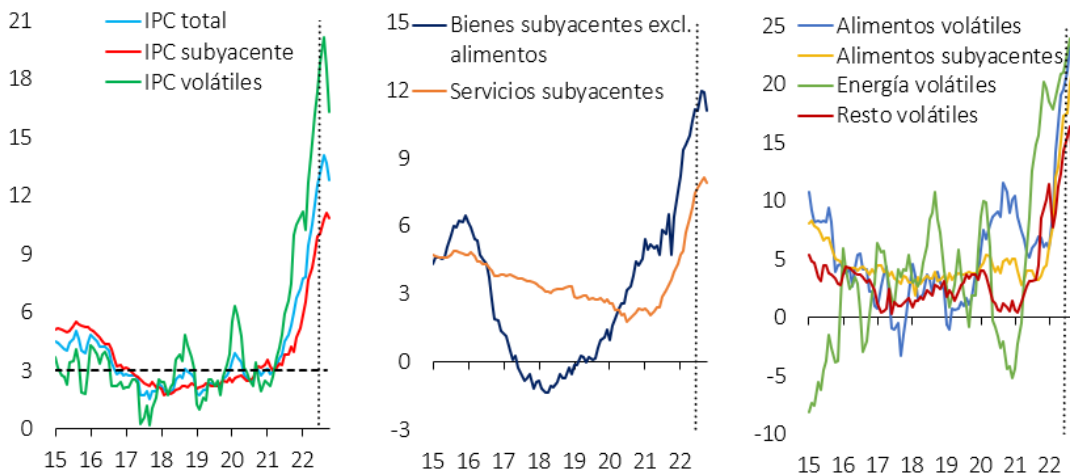


(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones contenidas en cada IPoM. (2) La inflación del cuarto trimestre del 2022 considera solo el dato de octubre 2022.

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

Gráfico 2

Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



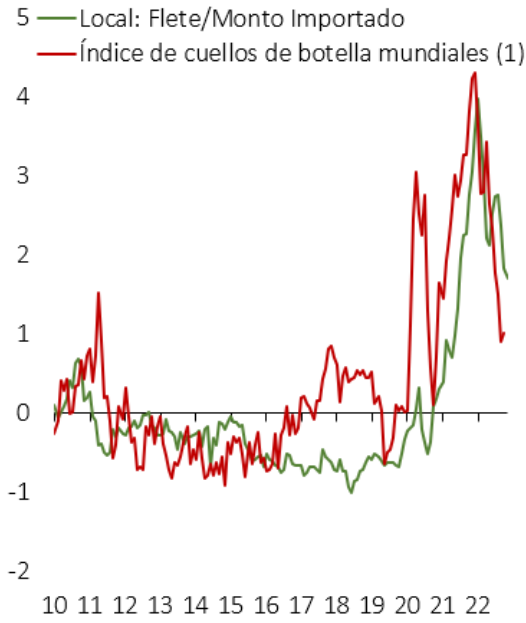
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico.

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

Gráfico 3

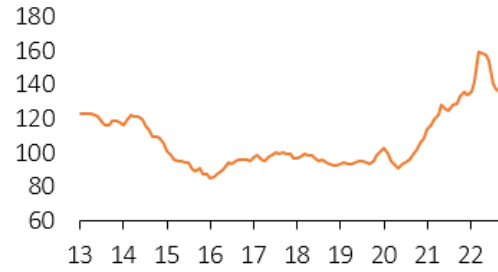
Costos de transporte y cuellos de botella

(desviaciones estándar respecto del promedio)



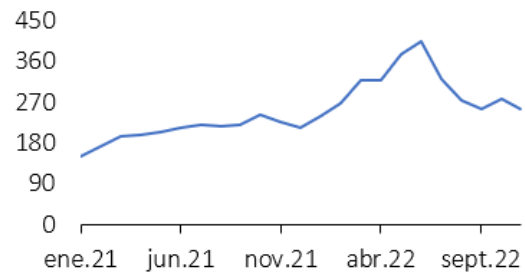
Índice FAO

(nivel, 2014-2016=100)



Gasolina USD (2)

(US\$/M3)

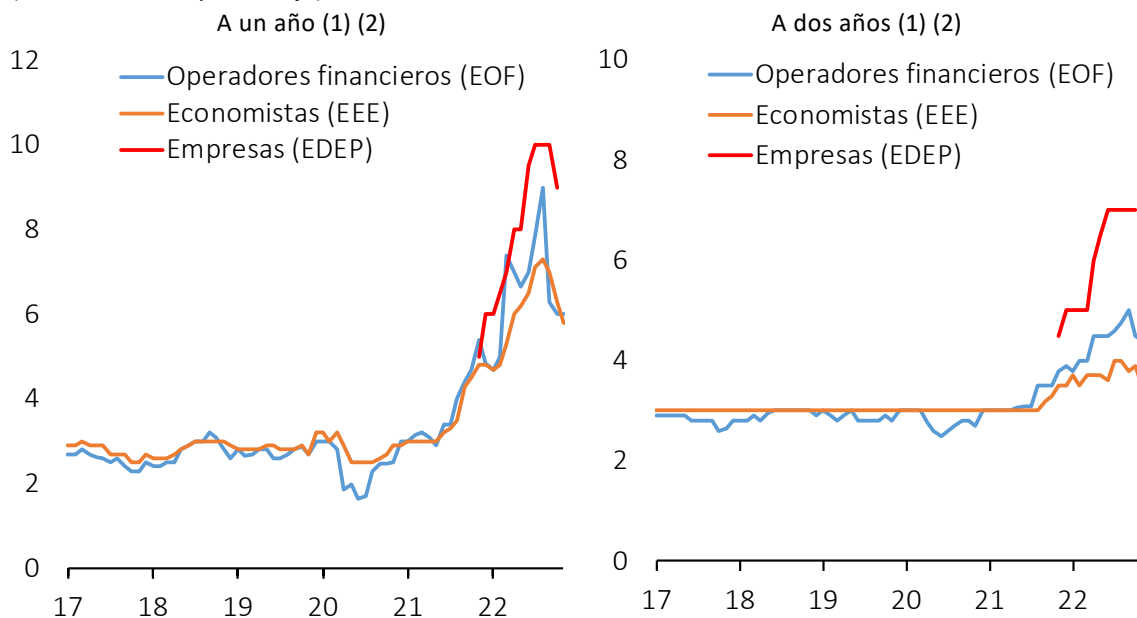


(1) Corresponde al Global Supply Chain Pressure Index. (2) Corresponde a la gasolina de 93 octanos de la Costa del Golfo.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4

Expectativas de inflación en encuestas

(variación anual, porcentaje)



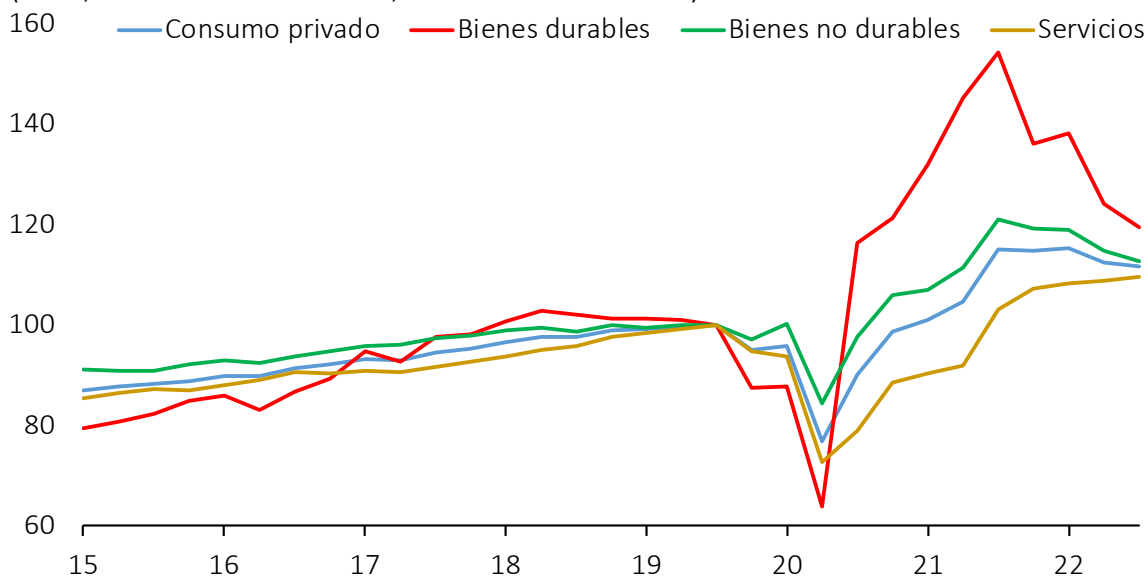
(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de septiembre 2022. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Consumo privado

(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

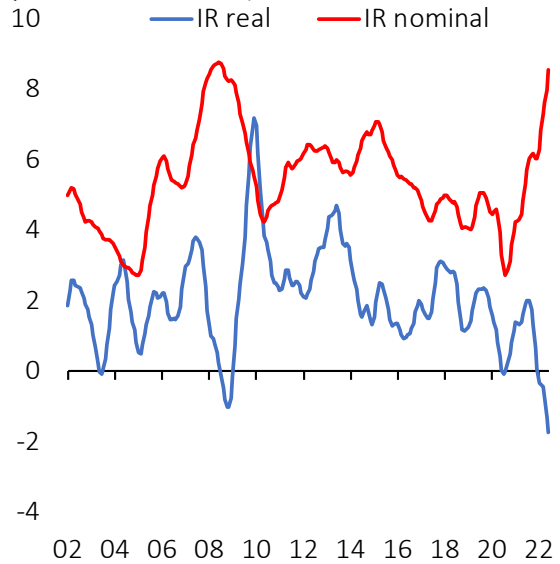
Empleo

(variación t. móvil/t. móvil, porcentaje)



Índice de Remuneraciones

(porcentaje, velocidad trimestral anualizada, promedio móvil anual)

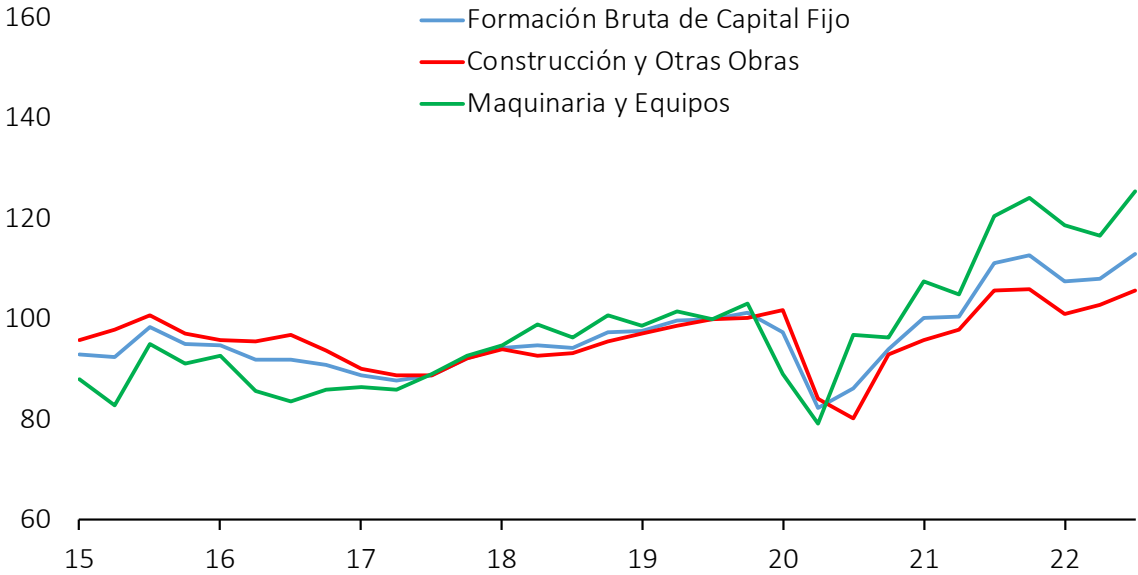


Fuente: Banco Central de Chile en base a Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 7

Inversión

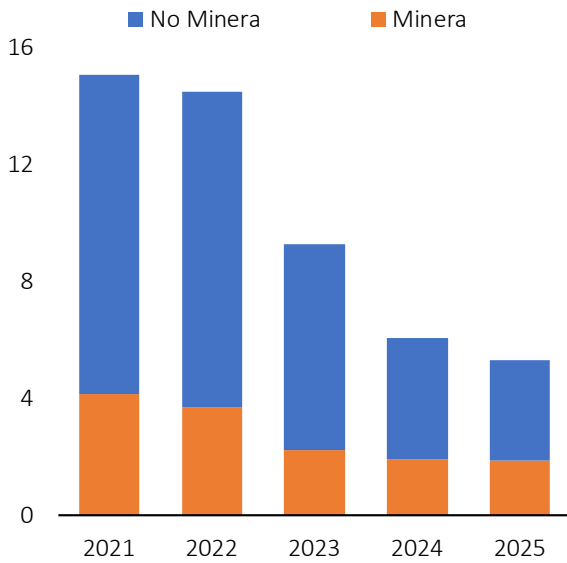
(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



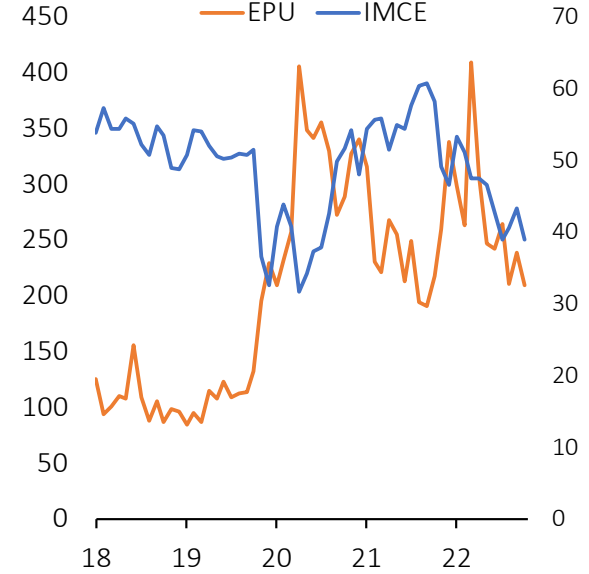
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

Montos de inversión CBC 3T.22
(miles de millones de dólares)



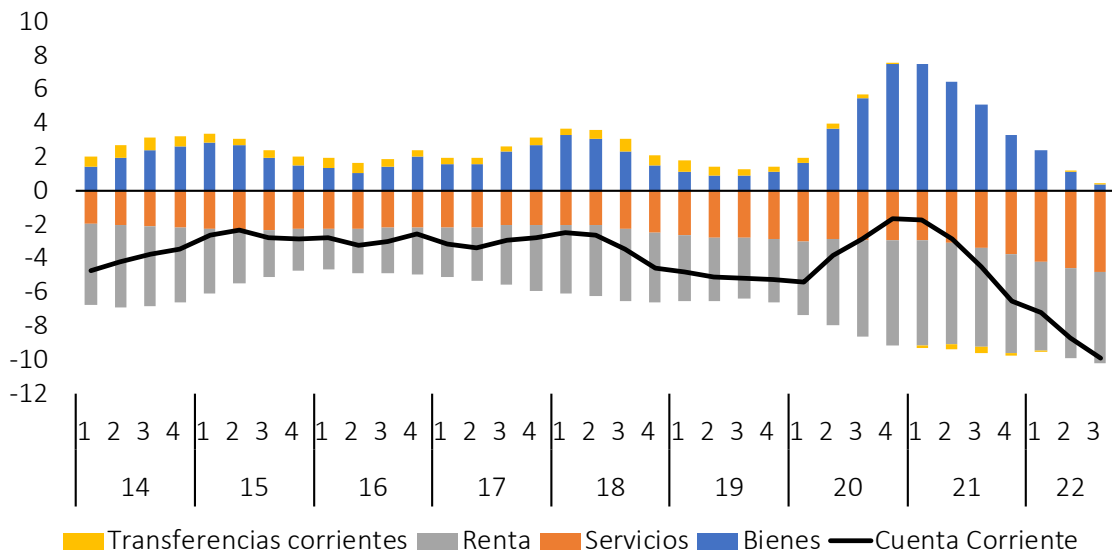
Incertidumbre y confianza empresarial
(índice)



Fuentes: Corporación de Bienes de Capital, ICARE/Universidad Adolfo Ibañez y Banco Central de Chile en base a Becerra y Sagner (2020).

Gráfico 9

Cuenta corriente: Balance de bienes y servicios, rentas y transferencias
(% del PIB)

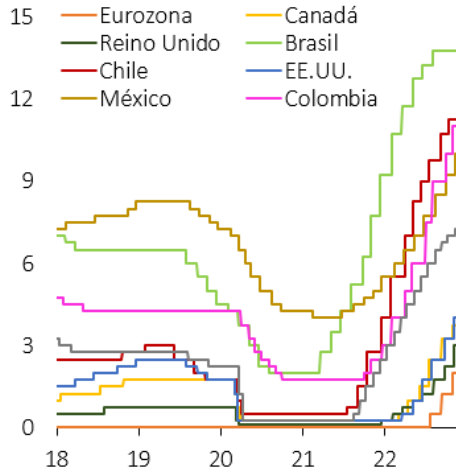


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

Tasas de política monetaria

(porcentaje)



Índices de condiciones financieras (1) (2) (3)

(promedio de series estandarizadas)



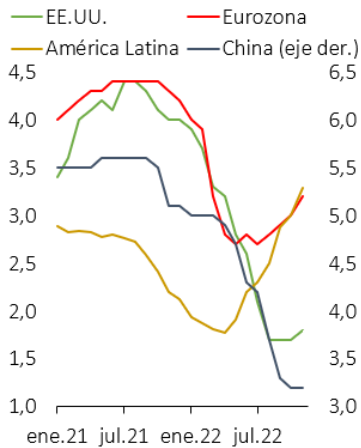
(1) Promedio simple de los índices estandarizados para esos países. Período de estandarización corresponde a 2007-2022. Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2022. (2) Desarrollados considera los índices de EE.UU., Eurozona, Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia. (3) Emergentes considera los índices de Tailandia, Malasia, Indonesia, Sudáfrica, Rep. Checa, Hungría, Brasil, México y Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Goldman Sachs.

Gráfico 11

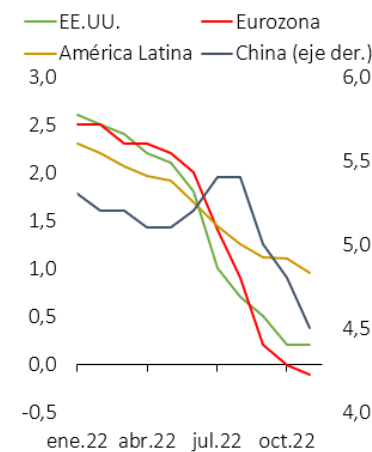
Proyecciones de crecimiento 2022 (1)

(porcentaje)



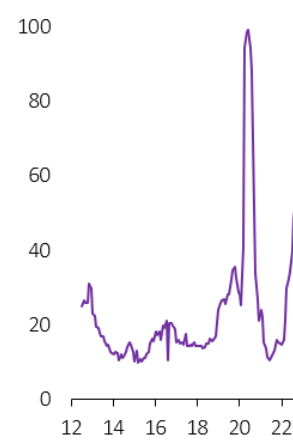
Proyecciones de crecimiento 2023 (1)

(porcentaje)



Probabilidad de recesión a 12 meses en economías desarrolladas (2)

(porcentaje)



(1) Para América Latina considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). (2) Incluye a EE.UU., Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Calculada como el promedio de las respuestas de las encuestas para estos países.

Fuentes: Bloomberg, Consensus Forecast y FMI.