



RECUADRO III.2:

Ajuste de la cuenta corriente durante la crisis del Covid-19

Después de casi una década con saldos negativos, durante el 2020 la cuenta corriente de Chile registró un superávit de US\$3.370 millones, equivalente a 1,4% del PIB^{1/} (gráfico III.12). Esta fuerte corrección respecto del déficit de 3,7% del PIB del 2019 se encuentra entre las más agudas de países emergentes en este período. Este Recuadro examina la composición y las particularidades de este ajuste, mostrando que el aumento del ahorro y la disminución de la inversión que provocaron la reversión de la cuenta corriente estuvieron relacionados, mayormente, con: (i) restricciones a la movilidad que afectaron al consumo; (ii) un comportamiento precautorio asociado a la mayor incertidumbre y rápido deterioro del mercado laboral; (iii) hogares y empresas que enfrentaron restricciones de liquidez significativas durante los primeros meses de la pandemia; y (iv) con el significativo aumento del precio del cobre observado hacia fines del 2020. No hay evidencia que vincule la variación de la cuenta corriente con restricciones de financiamiento externo, algo usual en este tipo fenómenos. Desde una perspectiva comparada, reversiones de la cuenta corriente durante la crisis del Covid-19 fueron menos comunes en países desarrollados, probablemente por la existencia de una red de seguridad social más extendida que ayudó a una expansión más rápida de las transferencias fiscales, contribuyendo a sostener mayores niveles de gasto agregado.

GRAFICO III.12 AHORRO NACIONAL E INVERSIÓN
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

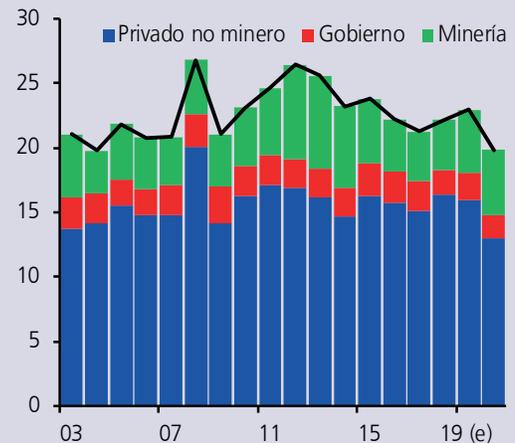
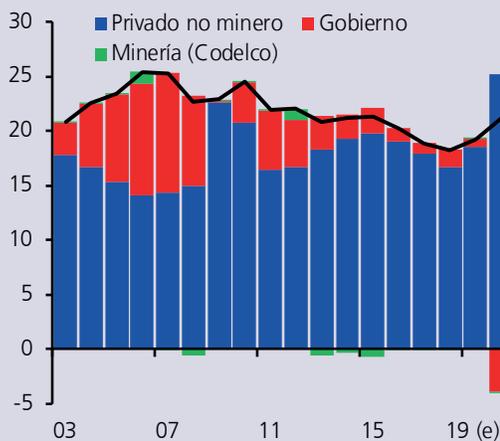
^{1/} A fines del 2019, se preveía una reducción del déficit de la cuenta corriente para el 2020 —a niveles cercanos a cero— basado en la débil demanda interna que se esperaba para el año ([Recuadro V.2 del IPoM de diciembre 2019](#)).



Balance ahorro-inversión

La cuenta corriente es igual a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión. El ahorro nacional, por su parte, es igual a la diferencia entre el ingreso nacional bruto disponible y el consumo. Tanto el ahorro como la inversión pueden desagregarse entre sus componentes privados y públicos. Desde esta perspectiva, el incremento del ahorro nacional responde principalmente a un importante aumento del ahorro del sector privado y a una caída de la inversión de las empresas, sin que fuera acompañado de un incremento equivalente del déficit fiscal (ahorro público menos inversión pública) (gráficos III.13 y III.14). Esto se explica porque las restricciones sanitarias imposibilitaron tanto el consumo de bienes y servicios como el desarrollo de proyectos de inversión, mientras el fuerte aumento de la incertidumbre incentivó un comportamiento precautorio de hogares y empresas. A ello se le suman las dificultades al acceso al financiamiento local y a las transferencias fiscales a inicios de la pandemia. Esta situación se revirtió durante la segunda parte del año, a través de programas de crédito para capital de trabajo^{2/}, el acceso a los ahorros previsionales, y los bonos y subsidios a hogares correspondientes a transferencias de gobierno^{3/}. Aun así, se estima que el ahorro privado aumentó en torno a 6,5 puntos porcentuales (pp) del PIB entre el 2019 y 2020 (gráfico III.13), mientras que la inversión privada no minera disminuyó del orden de 3pp del PIB en el mismo lapso (gráfico III.14).

GRAFICO III.13 AHORRO POR AGENTE ECONÓMICO (1) **GRAFICO III.14** INVERSIÓN POR AGENTE ECONÓMICO (2)
(porcentaje del PIB)



(1) Para Codelco se ocupan las utilidades retenidas, calculadas como la diferencia anual de las ganancias/pérdidas acumuladas en base a sus estados contables. (2) Para la inversión de minería se utiliza la FBCF de minería. En términos anuales, hasta el 2017 corresponde a información publicada en la matriz de inversión por actividad económica. La estimación para el 2018, 2019 y 2020 se basa en estados financieros (planta y equipos). (e) Estimación.
Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} Los ingresos además se vieron favorecidos por transferencias y subsidios del gobierno y rebajas de impuestos.

^{3/} Los retiros parciales de los fondos de pensiones son neutros al ahorro de los hogares ya que solo implican un cambio de un activo ilíquido por uno líquido. Si los hogares motivados por ese cambio de composición deciden consumir más, entonces su ahorro disminuye ya que sus ingresos laborales y rentas de la propiedad netos de impuestos/transferencias no han cambiado.



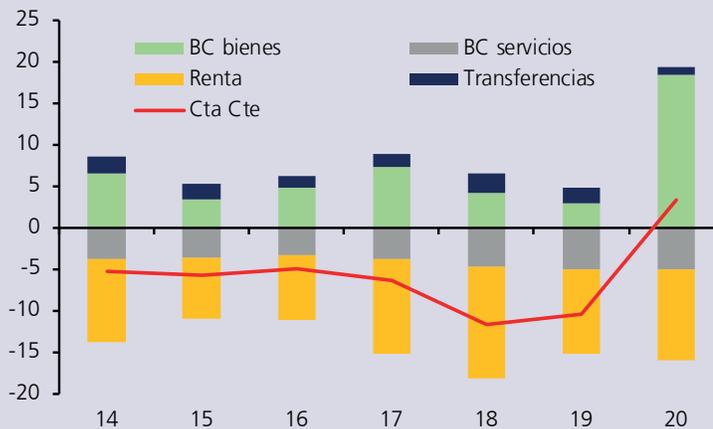
El sector público, por su parte, aumentó su gasto corriente en torno a 14,5% real respecto del año 2019. En un contexto de menores ingresos —pese a la mejoría en el precio del cobre observada hacia fines de año—, esto generó una caída del ahorro de gobierno desde cerca de 0,7% del PIB en el 2019 a -3,9% en el 2020. No obstante, dada la magnitud del crecimiento del ahorro privado y los límites impuestos por el tamaño del sector público en la economía, la caída del ahorro público ejerció una compensación solo parcial⁴.

Balanza comercial y pago neto a los factores externos

Respecto de las transacciones con el resto del mundo, la cuenta corriente del 2020 reflejó, principalmente, un superávit de la balanza comercial de bienes, marginalmente compensado por el déficit asociado a las utilidades devengadas de la inversión extranjera en Chile y la balanza comercial de servicios (gráfico III.15).

Al contrario de lo esperado al comienzo de la pandemia⁵, la demanda mundial por exportaciones de bienes chilenos no se vio significativamente afectada. La industria del cobre enfrentó varios desafíos a lo largo del año debido a las restricciones del Covid-19 y los contagios dentro de las operaciones, pero logró mantener la continuidad y un volumen de exportaciones similar al del año pasado, beneficiada de mayores precios. Los envíos industriales, si bien se redujeron en valor, aumentaron en términos de volumen, por una mayor demanda externa de manufacturas alimenticias desde China, EE.UU. y Europa. Este mejor comportamiento de las exportaciones ayudó a mitigar la significativa caída de los ingresos observada durante el 2020.

GRAFICO III.15 CUENTA CORRIENTE
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

⁴/ El 19 de abril se publicarán las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI) del cuarto trimestre del 2020, junto con las revisiones de cifras anteriores. Ello permitirá una mejor comprensión de las variaciones del ahorro y la inversión de los distintos agentes. Los datos al tercer trimestre muestran que el ahorro privado aumentó tanto para empresas no financieras —impulsado por las rentas de la producción, menores rentas distribuidas y un menor pago de impuestos— como para los hogares. Se espera que los datos del cuarto trimestre muestren una disminución en el ahorro de los hogares, recogiendo el aumento del consumo observado en ese período, financiado por los retiros parciales de los ahorros previsionales.

⁵/ Ver [IPoM de marzo 2020](#).



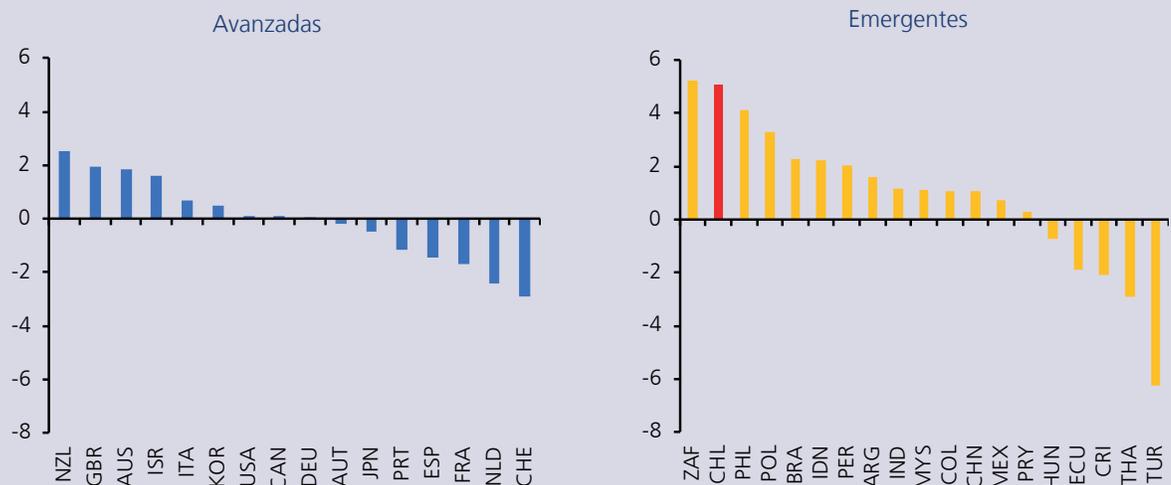
El precio del cobre, por su parte, tuvo una evolución favorable en el curso del año, lo que contrasta con otros episodios recesivos. Es así como tras inicios de la pandemia, el precio retrocedió desde niveles en torno a US\$2,7 la libra, a valores más cercanos a US\$2,2. Luego, en la medida que la recuperación global se fue afianzando, el precio inició una escalada que lo ubica en torno a los US\$4 la libra en lo más reciente.

En línea con las caídas del consumo y la inversión ya comentadas, las importaciones de bienes de consumo durable y semi-durable y de productos energéticos —particularmente petróleo y diésel— se vieron muy afectadas por las restricciones a la movilidad, y la mayor incertidumbre de hogares y empresas. En las internaciones de bienes de capital y resto de bienes intermedios, la caída fue más moderada. Esto reafirma la idea que el descenso se debió a temas de incertidumbre y menor movilidad. La balanza comercial de servicios^{6/} y la renta neta de la inversión directa mantuvo niveles similares a los del año previo.

Comparación internacional

Dentro del contexto internacional, medida como porcentaje del PIB, la reversión de la cuenta corriente chilena se encuentra dentro de las mayores. Esto, considerando que dichas reversiones fueron más frecuentes y de mayor magnitud en países emergentes que en desarrollados (gráfico III.16). Existen múltiples razones que podrían explicar los distintos grados de ajuste en cada país. Se puede destacar la intensidad de las cuarentenas que dificultaron el consumo y la inversión; el acceso a fuentes de financiamiento local para suavizar el impacto de la disminución de los ingresos; el timing e intensidad de las transferencias fiscales a hogares y empresas más afectadas; el peso relativo de los sectores más afectados por las restricciones sanitarias; la composición del comercio exterior; y el comportamiento de los términos de intercambio. Tradicionalmente, el acceso a financiamiento externo ha sido un determinante crucial del ajuste externo, en esta oportunidad, como se discute en el Capítulo I, las condiciones financieras externas han permanecido muy holgadas para la mayoría de los países, en parte importante por la gran expansividad de las políticas monetarias en las economías más desarrolladas.

GRAFICO III.16 CAMBIO EN LA CUENTA CORRIENTE 2019-2020
(porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

^{6/} Las exportaciones e importaciones de servicios cayeron en proporciones similares, incididas, principalmente, por el componente de viajes y, en menor medida, por los servicios de transporte aéreo y arrendamiento operativo de naves aéreas.



Financiamiento externo

El financiamiento externo evolucionó de manera muy diferente respecto de crisis de balanza de pagos o *sudden stops*, como, por ejemplo, la crisis financiera global. Mientras en este tipo de casos las restricciones al crédito externo paralizan el flujo financiero local, obligando a un importante ajuste del gasto, en el 2020 el ajuste respondió a la mayor incertidumbre, a las medidas sanitarias y las restricciones al crédito interno para ciertos grupos. La cuenta financiera de la balanza de pagos, por el lado de los pasivos, muestra que la inversión extranjera directa fue similar al promedio 2017-2019 y obedeció a aportes de capital y reinversión de utilidades, realizados principalmente en el sector empresas. Aunque la inversión en cartera (títulos de participación y de deuda) fue algo menor a su promedio 2017-2019, sobrepasó a la del 2018, fruto de emisiones de bonos tanto de empresas como del gobierno. Más aún, las condiciones financieras fueron, en general, favorables, con un stock de crédito bancario que fue contracíclico, y tasas de interés que se mantuvieron bajas en perspectiva histórica. Además, el tipo de cambio real (TCR) se apreció durante el 2020, contrario a lo que ocurre en episodios de *sudden stops*.

Al cierre del 2020, la [posición de inversión internacional \(PII\) neta](#)^{7/} disminuyó su saldo deudor, principalmente, por la reducción de la posición pasiva de los bancos, producto de los pagos de préstamos a no residentes. El stock de activos de los fondos de pensiones se revalorizó, dado el buen rendimiento de las bolsas internacionales. Este efecto más que compensó los montos liquidados en títulos internacionales producto del retiro de fondos previsionales. Los activos en el exterior aumentaron, por inversiones del sector empresas no financieras y hogares. En sentido contrario, el gobierno registró un deterioro en su posición neta por la venta de activos en el exterior. Cabe resaltar que la cuenta de errores y omisiones presentó un nivel relativamente elevado en el 2020, lo que dificulta un entendimiento más acabado de cómo la contraparte financiera, a nivel de agentes económicos, cuadra con la dinámica observada en la balanza comercial.

Conclusiones

La evolución reciente de la cuenta corriente responde al tipo de *shock* que enfrentó la economía chilena por la pandemia. El importante aumento del ahorro privado más que compensó la caída del ahorro de gobierno. Este comportamiento se explica por el fuerte ajuste del consumo en la primera mitad del año, denotando un comportamiento precautorio, pero también forzado por las restricciones y logística de abastecimiento, así como posiblemente por restricciones al financiamiento interno por la mayor percepción de riesgo de crédito. De todas formas, el ajuste difiere mucho de un episodio de crisis de balanza de pagos, con un TCR que se apreció y una reducción del costo de fondeo. El escenario central de este IPoM prevé una fuerte recuperación del consumo privado y un repunte de la inversión en todos sus componentes para el 2021, lo que redundará en que la cuenta corriente vuelva a mostrar un déficit, estimado en torno a 1% del PIB.

^{7/} La PII es el balance general de los activos y pasivos financieros de la economía frente al resto del mundo, y su diferencia entre un período y otro, no corresponde sólo a las transacciones (cuenta financiera) ocurridas en el intertanto, sino también, a las revalorizaciones (precio y tipo de cambio) y otras variaciones.