



## RECUADRO I.1:

### **Impacto de la guerra en Ucrania en el escenario externo**

---

La invasión rusa a Ucrania tendrá un impacto negativo en la economía internacional, deteriorando el escenario externo que enfrenta la economía chilena. Las principales consecuencias para Chile son un precio significativamente mayor de ciertas materias primas —energía y alimentos— y un crecimiento algo menor de los socios comerciales, particularmente de Europa. Las condiciones financieras relevantes para Chile no se han visto afectadas, aunque el riesgo de reversión se percibe más elevado.

El escenario central del IPoM y las alternativas que se contemplan en los escenarios de sensibilidad del corredor para la TPM, consideran que el conflicto no se expandirá a otros países, y que la situación comenzará a normalizarse a partir de la segunda parte de este año. Las sanciones impuestas a Rusia —entre las que destaca la exclusión de distintos bancos al sistema *Swift* y el congelamiento de parte importante de las reservas de su Banco Central— seguirán teniendo efectos financieros principalmente en Rusia y en algunos países —en general, vecinos— más expuestos a los activos financieros rusos, pero no a nivel global. Sin embargo, la evolución futura del conflicto es aún altamente incierta, y escenarios distintos al descrito podrían generar efectos económicos y financieros mucho más significativos y requerir trayectorias de la política monetaria por fuera de los límites del corredor.

La guerra entre Rusia y Ucrania ha elevado significativamente los indicadores de riesgo geopolítico y de volatilidad financiera (grafico I.6), lo que afectará el consumo y la inversión a nivel global<sup>1/</sup>. Si bien el conflicto podría deteriorar significativamente más las condiciones financieras mundiales, hasta ahora los efectos han sido acotados y concentrados en los países directamente involucrados y sus vecinos más cercanos. En el escenario central, la mayor incertidumbre y las peores condiciones financieras afectarán especialmente a la Eurozona, Rusia y Ucrania. Debido a su mayor lejanía geográfica, el menor involucramiento directo en el conflicto y la menor exposición a activos rusos, EE.UU., China, Latinoamérica y Chile se verían menos afectados por este canal. De todas maneras, dada la elevada volatilidad de los precios de los activos financieros y la posibilidad que el conflicto siga escalando, escenarios de mayor reversión de las condiciones financieras globales han ganado relevancia y deberán ser monitoreados.

Los mayores precios de materias primas, como el trigo y, especialmente energéticos como el petróleo y el gas natural, son un segundo canal que empeora el escenario externo. El alza de estos precios aumentará globalmente la inflación en el corto plazo, disminuyendo el ingreso real e incrementando los costos de las empresas, todo lo cual afecta la demanda y la actividad de los principales socios comerciales de Chile<sup>2/</sup>. Las proyecciones consideran, no obstante, que la mayor parte de las alzas recientes de estos precios tendrán un carácter transitorio. Por una parte, el escenario central supone que el conflicto bélico no escalaría a una confrontación entre más países y, por otra, la menor oferta de petróleo rusa podrá ser, al menos parcialmente, sustituida por otras fuentes en lo venidero. Asimismo, el escenario central de este IPoM no considera una interrupción total del suministro de gas ruso hacia Europa, lo que tendría efectos más significativos en la actividad de ese continente.

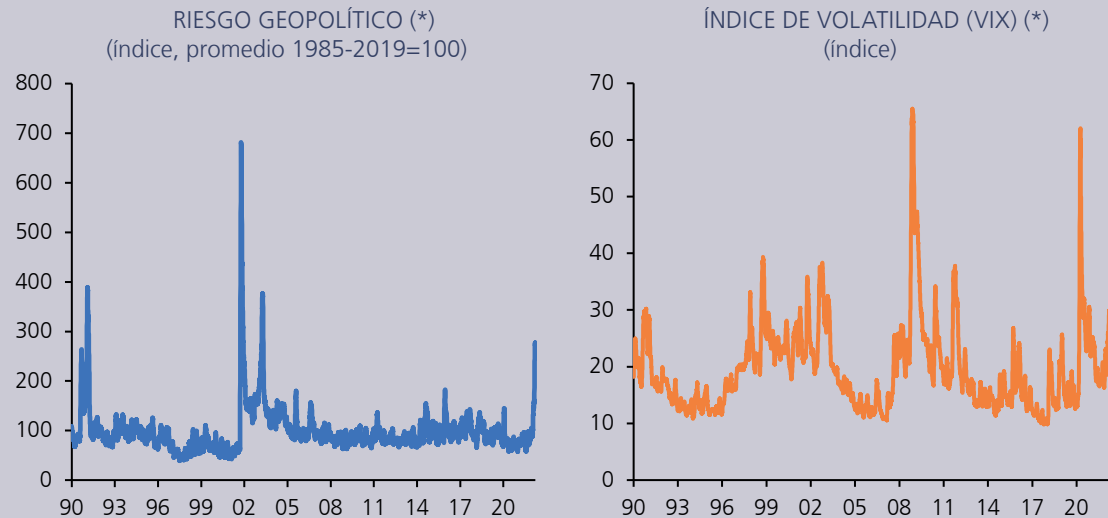
---

<sup>1/</sup> Ver [Caldara & Iacoviello \(2021\)](#) y [Bloom \(2009\)](#).

<sup>2/</sup> Si bien es cierto que los países exportadores de trigo y energía serán beneficiados por estos mayores precios, ellos son menos relevantes como socios comerciales de Chile.



GRÁFICO I.6



(\*) Promedio móvil de 30 días.

Fuentes: [Caldara & Iacoviello \(2021\)](#) y Bloomberg.

El comercio mundial será menos dinámico como consecuencia de la menor demanda inducida por el incremento de la incertidumbre, la caída en la demanda interna de Rusia y Ucrania, y los elevados precios de las materias primas, transmitiendo los efectos del conflicto incluso a los países no directamente involucrados en él. El comercio mundial también será afectado por nuevos cuellos de botella asociados a la escasez de insumos claves para industrias relevantes —paladio en el caso automotriz y gas neón para semiconductores— y el efecto que las sanciones a Rusia podrían tener en la recuperación de las cadenas de suministros. Finalmente, la profunda recesión que sufrirán las economías de Rusia y Ucrania, que representan cerca del 4% del PIB mundial, impactará directamente a sus principales socios comerciales. Chile no es uno de ellos.

Las proyecciones disponibles hasta ahora de bancos de inversión y organismos internacionales son, en lo grueso, similares a las consideradas en este IPoM, pero están sujetas a importantes grados de incertidumbre (tabla I.1 y gráfico I.7). De hecho, algunas de ellas incluyen escenarios de riesgo más pesimistas, donde el impacto de la guerra es más negativo, lo que aumenta de modo importante su impacto económico.

Dependiendo de la exposición al conflicto y las condiciones iniciales de actividad, mercado laboral, inflación y expansividad de los estímulos monetarios, los efectos del conflicto podrían provocar un *trade-off* complejo para las decisiones de política monetaria. Por ello, las autoridades monetarias deberán ponderar entre el riesgo de que el proceso inflacionario se haga más persistente y los posibles efectos deflacionarios de mediano plazo por la menor actividad. En el caso de Chile, el peor escenario externo contemplado en el escenario central no cambia de forma significativa las proyecciones de actividad de los socios comerciales y solo eleva las proyecciones de inflación en el corto plazo, con implicancias acotadas para la política monetaria. En tanto, desviaciones del escenario central como las consideradas en los escenarios de sensibilidad ubican la TPM dentro de los bordes del corredor. En EE.UU. y la Eurozona, que se encuentran más retrasados respecto del proceso de normalización monetaria, tanto la Fed como el Banco Central Europeo —con distinta intensidad y pese a destacar los mayores riesgos del escenario macroeconómico producto de la guerra— han mantenido e intensificado la dirección hacia una política monetaria menos expansiva, ponderando más el impacto positivo sobre la inflación, que el negativo sobre la actividad.



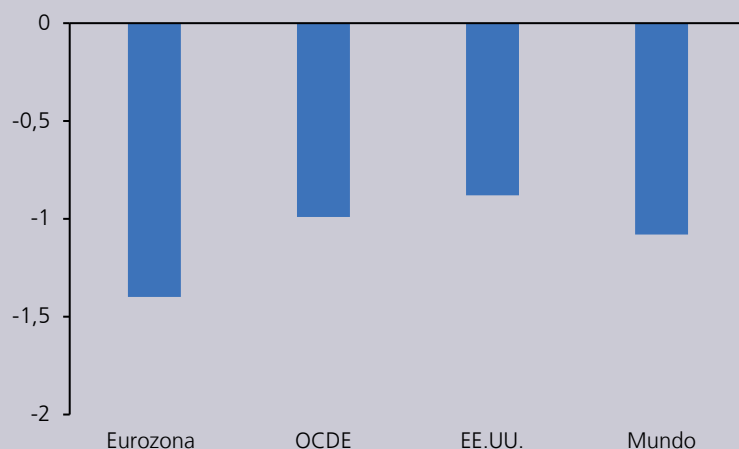
**TABLA I.1 PROYECCIONES DE CONTRAPARTES (1)**  
(porcentaje)

	IPoM marzo 2022		Consensus Forecast		Bancos de inversión (2) (3)	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
<b>Mundo</b>	3,1 (-1,1)	3,4 (=)	3,5 (-0,9)	3,5	3,5 (-0,9)	3,4 (-0,1)
<b>EE.UU.</b>	3,3 (-0,8)	1,9 (-0,4)	3,3 (-0,7)	2,4 (-0,1)	3,3 (-0,6)	2,2 (-0,1)
<b>Eurozona</b>	2,2 (-1,9)	2,1 (-0,3)	3,2 (-1,0)	2,3 (-0,3)	2,7 (-1,4)	2,2 (-0,3)
<b>China</b>	4,7 (-0,1)	5,1 (-0,1)	5,0 (-0,1)	5,2	4,7 (+0,1)	5,1 (+0,1)

(1) Para el IPoM, en paréntesis se indica el cambio respecto de las proyecciones publicadas en el IPoM de diciembre de 2021. Para Consensus Forecast, en paréntesis se indica el cambio respecto a las proyecciones publicadas en diciembre de 2021. Para Bancos de inversión, en paréntesis se indica el cambio respecto de las proyecciones publicadas la semana del 3 de diciembre de 2021. (2) Corresponde al promedio simple de las proyecciones realizadas por Barclays, Bank of America, J.P. Morgan y Goldman Sachs. (3) La composición del PIB del mundo puede variar entre bancos de inversión y no necesariamente es comparable con proyecciones internas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecast, Barclays, Bank of America, J.P. Morgan y Goldman Sachs.

**GRÁFICO I.7 IMPACTO ESTIMADO EN EL PIB, PRIMER AÑO (\*)**  
(porcentaje)



(\*) Basado en simulaciones realizadas por la OCDE que consideran movimiento de precios de materias primas entre el 24 de febrero y 9 de marzo respecto del promedio de enero, una depreciación del rublo de 50% frente al dólar, depreciaciones bilaterales de 5% de las monedas de Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Turquía frente al dólar, incremento de 10% en la tasa de interés y prima de riesgo de Rusia, mayores primas por riesgo en economías emergentes y caídas de 15 y 40% en la demanda interna de Rusia y Ucrania en la primera mitad de 2022.

Fuente: OECD Interim Economic Outlook, marzo 2022.