



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE
SENADO DE LA REPÚBLICA***

Rosanna Costa
Presidenta
Banco Central de Chile
5 de abril de 2023

*El *Informe de Política Monetaria* de marzo de 2023 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Ricardo Lagos Weber.
Senadores miembros de esta Comisión, Senadoras y Senadores.

Agradezco la invitación que la Comisión hace al Banco para presentar nuestra visión sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, así como sus perspectivas e implicancias para la política monetaria. Esta visión es la que se presenta en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo de 2023, que publicamos esta mañana. Estos antecedentes son, además, el fundamento tras la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria de ayer martes.

La presentación de este Informe se sitúa en un momento en que la inflación sigue en niveles muy elevados. Si bien ha descendido respecto del valor máximo que alcanzó en el tercer trimestre del año pasado, sigue estando cuatro veces por sobre la meta de 3%. Aún más, la parte subyacente del IPC se ubica en torno a 11% desde hace un tiempo, acumulando una sorpresa importante al alza en los últimos meses. Es una situación que no puede desatenderse, pues sabemos el costo que ello significa para las familias de nuestro país, especialmente las más vulnerables.

Varios factores explican por qué la inflación está tardando en bajar. El más importante es que la economía no ha logrado reducir los impactos del exceso de gasto que acumuló entre 2020 y 2021. La revisión de las cuentas nacionales muestra que el nivel de consumo en los últimos tres años fue mucho mayor de lo que pensábamos; casi 4.300 millones de dólares más. Pero, además, la velocidad de ajuste de la economía ha sido más lenta que la prevista.

En el escenario de proyecciones que presentaré a continuación, el mejor desempeño de inicios de 2023 lleva a revisar al alza la proyección de crecimiento del PIB de este año. No obstante, la economía continuará con su proceso de ajuste en los trimestres venideros. Por ello, en 2024 la proyección se corrige a la baja. Con esto, el crecimiento acumulado entre 2023 y 2024 no dista mayormente de lo previsto en el Informe de diciembre.

La inflación total seguirá reduciéndose en los próximos trimestres. De acuerdo con nuestras proyecciones, volverá a cifras de un dígito dentro del segundo trimestre. Sin embargo, quiero ser enfática en señalar que eso no significa que el problema inflacionario se haya resuelto, ni menos que la convergencia inflacionaria esté asegurada. Nuestra meta es que la inflación baje al 3% en dos años. Una inflación más alta es muy costosa para todos.

El panorama económico global se ha vuelto más difícil desde inicios de marzo. Para la economía chilena, esto implicará una menor demanda externa y condiciones financieras globales más restrictivas.

Con todo, el escenario actual tiene asociado un grado de incertidumbre mayor a lo habitual. Por un lado, destaca el riesgo de un deterioro más abrupto del escenario externo, con mayores

implicancias para Chile. Por otro, el lento descenso del consumo interno podría resultar en una dinámica inflacionaria más compleja.

Como lo comunicamos tras nuestra Reunión de ayer, consideramos que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado. De acuerdo con el escenario central del IPoM, que les presentaré enseguida, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre.

La inflación se ha mantenido elevada por mucho tiempo, lo que aumenta los riesgos de escenarios en que su descenso sigue retardando. El Banco Central no cederá en su esfuerzo por llevarla a la meta y actuaremos con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran.

Permítanme ahora pasar al contenido del Informe.

Escenario macroeconómico y proyecciones

Como acabo de señalar, la inflación anual sigue en niveles muy elevados. En febrero, la variación anual del IPC se ubicó en 11,9%, cifra que, si bien es inferior a los máximos observados en el tercer trimestre de 2022, sigue estando muy por sobre la meta definida por el Banco.

La variación mensual de febrero fue negativa —cayendo 0,1%—, por primera vez en varios trimestres. Sin embargo, ese resultado respondió principalmente al descenso de los precios volátiles. De hecho, la parte subyacente del IPC tuvo un alza relevante en ese mes (+0,7%) (gráfico 1).

Cabe destacar que la variación anual del componente subyacente del IPC se ha mantenido en torno a 11% desde hace varios meses. Esto ocurre pese a que gran parte de los determinantes de la inflación han ido cediendo.

Por un lado, el peso se ha apreciado en torno a 11,5% respecto del cierre estadístico del IPoM previo. Por otro, las presiones de costos a nivel global han disminuido. Los precios de las materias primas, incluido el petróleo, han descendido, las cadenas de suministro se han normalizado y los costos de transporte han bajado. Todo esto se da en un contexto en que la política monetaria ha mantenido una posición claramente contractiva (gráfico 2).

Se suma que, comparado con la proyección del último IPoM, el componente subyacente del IPC acumula una importante sorpresa a alza, alrededor de un punto porcentual. La mayor parte de la diferencia se concentra en los precios de los bienes no volátiles. En todo caso, la inflación de servicios también muestra incrementos mayores a los previstos. De hecho, su tasa de variación anual ha aumentado, situándose en sus niveles máximos (gráfico 3).

Un factor relevante tras la mantención de la inflación en niveles significativamente altos ha sido la lenta corrección de los elevados niveles de consumo privado alcanzados en años previos. La

revisión de las Cuentas Nacionales que publicamos el 20 de marzo arrojó que entre 2020 y 2022 el consumo de los hogares fue cerca de US\$4.300 millones mayor a lo previamente estimado. Con esto, las cifras de ahorro nacional se revisaron a la baja y el déficit de la cuenta corriente aumentó, dando cuenta de que los desequilibrios macroeconómicos eran mayores. Por otro lado, los datos de fines de 2022 y comienzos de 2023 muestran que la velocidad de reducción del consumo privado ha sido menos intensa que lo previsto (gráfico 4).

La lenta reducción del consumo es coherente con un empleo que ha repuntado en lo más reciente y una incertidumbre político-económica local que se ha reducido. Los desarrollos de la economía global, previo a las turbulencias bancarias, contribuían en igual dirección. Es así como, descontada la estacionalidad, en los últimos meses se ha observado un aumento del empleo, especialmente asalariado, que ha ayudado a un leve repunte de la masa salarial. Los indicadores de incertidumbre interna han descendido de forma relevante, hasta niveles comparables a los que se observaban previo a octubre de 2019. El menor ajuste del consumo también coincide con un aumento de los flujos de crédito de consumo rotativo, que corresponde a un mayor uso de las líneas y tarjetas de crédito (gráfico 5).

En contraste con el comportamiento del consumo, la inversión muestra un débil desempeño desde hace varios trimestres. La revisión de las Cuentas Nacionales también muestra que, descontada la estacionalidad, el nivel de la formación bruta de capital fijo se mantiene estancado desde mediados de 2021. Esto es coherente con un escenario en que el costo del crédito aumentó; durante algunos trimestres se restringió fuertemente el acceso al financiamiento de largo plazo; las expectativas de los empresarios se deterioraron; y la incertidumbre político-económica local fue elevada. Algunos de estos factores han reducido su importancia en los últimos meses (gráfico 6).

En cuanto al déficit de la cuenta corriente, en el último trimestre de 2022, este tuvo un descenso relevante y los datos parciales del primer trimestre de este año apuntan a que esa tendencia continuaría. Considerado el dato de fines de 2022, el déficit acumulado en los últimos cuatro trimestres se redujo a 9% del PIB (10% en el tercer trimestre). En este resultado incidió en forma relevante el saldo positivo de la balanza comercial, tanto por mayores exportaciones como por menores importaciones. En la balanza de servicios destacó la reducción de los costos de transporte y el alza transitoria de las importaciones de servicios (gráfico 7).

En el plano externo, hasta inicios de marzo se configuraba un entorno de mayor crecimiento y preocupación por la inflación. Por un lado, el alza del crecimiento global esperado para este año se fundaba en sorpresas al alza en la actividad de varias economías relevantes, como Estados Unidos, China y la Eurozona. Por otro lado, en las economías desarrolladas los indicadores de inflación subyacente mostraban niveles elevados, pese a la caída de la inflación total. Todo esto aumentó la preocupación por la inflación y la necesidad de alzas de tasas de interés por parte de los principales bancos centrales. En este entorno, se observó un aumento de los precios de las materias primas y una menor aversión al riesgo. En general, las tasas de interés subieron producto de las mayores perspectivas de inflación (gráfico 8).

El tono del escenario externo tuvo un cambio importante en el último mes, producto del surgimiento de dudas sobre la salud financiera de la banca internacional. Los problemas de varios bancos en Estados Unidos y Europa abrieron un escenario de mayor incertidumbre global. Esto ha generado volatilidad en los mercados financieros, lo que redujo el apetito por riesgo y dio paso a una apreciación del dólar y una disminución del rendimiento de los bonos de gobierno, anticipando un menor ritmo de alzas de tasas de los principales bancos centrales. Llama la atención que el mercado anticipa una trayectoria de la *fed funds rate* menor de lo que la propia Reserva Federal ha comunicado. En estas semanas también se han observado descensos en las bolsas y reducciones en el precio de algunas materias primas (gráfico 9).

El grado de incertidumbre respecto de la evolución de la situación financiera global es significativo. Las autoridades de los países involucrados rápidamente adoptaron decisiones para contener el impacto de estos episodios. Destacan las acciones coordinadas entre los bancos centrales para cautelar la provisión de liquidez en los mercados. La banca privada también ha realizado esfuerzos, particularmente en Estados Unidos. Sin embargo, persiste el nerviosismo en los agentes de mercado y una alta volatilidad.

El sistema bancario chileno está sometido a una regulación y supervisión robusta, las que previenen que se produzcan situaciones como las que detonaron el actual episodio de incertidumbre en la banca internacional. El modelo de negocio bancario predominante en Chile es de carácter tradicional. Está focalizado en el otorgamiento de crédito sobre una base más diversificada de financiamiento y una adecuada gestión de descargos de plazos. El marco regulatorio ha sido actualizado y considera estándares de Basilea III en capital y liquidez para todos los bancos. Todos ellos están sujetos a continuos procesos de supervisión de gestión de riesgos, y de suficiencia de capital, liquidez y transparencia. Además, tanto el Banco Central como la CMF realizan un seguimiento permanente de la capacidad de la banca para resistir eventos adversos a través de pruebas de tensión.

De cualquier forma, el cambio en el escenario externo tendrá efectos sobre la economía local. Como lo prevé el escenario central de este IPoM, el crecimiento proyectado para Estados Unidos y Europa se verá afectado negativamente por una menor expansión del crédito y la mayor incertidumbre global. Este efecto será mayormente visible hacia la segunda mitad de 2023 e inicios de 2024. Para estos años, se espera que el crecimiento de las economías desarrolladas que son socios comerciales chilenos promedie 0,4%, que se compara con el 0,7% previsto en diciembre (gráfico 10). Las economías emergentes enfrentarán condiciones financieras más restrictivas, lo que también afectará la demanda externa relevante para Chile.

Las mejores perspectivas para China tras su reapertura, junto con la evolución de los balances de mercado del cobre y el petróleo, han estado detrás de la mejora en los términos de intercambio, los que se revisan al alza respecto del IPoM anterior. En ello se combinan las mejores perspectivas para el precio del cobre y menores precios proyectados para los alimentos y combustibles.

Para el precio del cobre, aumentan el nivel proyectado para este y los próximos dos años. En 2023, se prevé un precio promedio de 3,85 dólares la libra. En 2024, uno de 3,65 dólares la libra y, en 2025, un precio de 3,5 dólares la libra.

El precio del petróleo ha presentado bastante volatilidad a raíz de las tensiones en los mercados financieros de las últimas semanas y sus posibles implicancias para el crecimiento mundial. A ello se suma un aumento de los inventarios y el reciente anuncio de recortes de producción por parte de la OPEP. En el escenario central, se proyecta que el precio promedio Brent-WTI vaya descendiendo paulatinamente desde 73 dólares el barril en 2023 hasta 67 dólares en 2025. Con todo, el menor crecimiento de socios comerciales irá mermando la demanda externa que enfrenta Chile de forma más notoria a partir de la segunda mitad de este año (tabla 1).

El mercado financiero chileno ha seguido las tendencias de los mercados globales. Particularmente, el mercado de renta fija local presentó caídas importantes de las tasas de los títulos soberanos, además de permitir la colocación de deuda bancaria y corporativa.

Si bien estos desarrollos son positivos, es importante notar que la profundidad del mercado de capitales chileno se vio reducida de forma significativa en los últimos años. Por la misma razón, un factor relevante en aras de la resiliencia de la economía chilena es que este mercado no vuelva a ser afectado.

Proyecciones

En el escenario central, se proyecta que la inflación total seguirá reduciéndose en los trimestres venideros y convergerá a la meta de 3% en la última parte de 2024. La inflación finalizará 2023 en 4,6% anual, cifra un punto porcentual mayor a la prevista en el IPoM anterior.

La corrección se origina en los mayores niveles de inflación de los últimos meses — particularmente su componente subyacente—, la menor velocidad de ajuste del consumo y una brecha de actividad que se cierra más tarde que lo previsto. En este escenario, la inflación subyacente supera a la estimación previa y alcanzará variaciones anuales del orden de 3% solo hacia fines del horizonte de proyección (gráfico 11).

Para 2023 y 2024, la proyección considera un tipo de cambio real que, en promedio, es menor a lo estimado en diciembre. En buena parte, esto responde a la apreciación nominal del peso desde diciembre. Hacia adelante, incorpora el impacto en el dólar de un escenario de condiciones financieras globales más restrictivas.

En todo caso, se espera que el traspaso del menor tipo de cambio a la inflación sea relativamente lento. Este es un fenómeno que habitualmente se da en episodios de apreciación de la moneda, especialmente considerando que los márgenes de las empresas no han recuperado toda la caída estimada para los años previos. Para el período 2023-2025, la proyección considera un precio del petróleo del orden de 8% menor al previsto en diciembre, lo que reduce la variación del componente volátil del IPC.

La convergencia de la inflación a la meta de 3% sigue considerando que la economía debe ajustar los elevados niveles de gasto que alcanzó en 2021 y 2022. El PIB no minero acumuló tres trimestres de contracción durante 2022. En el escenario central, esta trayectoria se verá transitoriamente interrumpida en el primer trimestre de 2023. Hacia el segundo trimestre de este año, la brecha de actividad volverá a reducirse y se ubicará en valores negativos durante la segunda mitad de 2023 y todo 2024 (gráfico 12).

En el escenario central, la actividad acumulará un crecimiento del orden de 1,5% entre 2023 y 2024, cifra similar a la prevista en el IPoM anterior. Para 2023, el rango de crecimiento se corrige al alza, hasta -0,5 y +0,5% (entre -1,75 y -0,75% en diciembre). Esto responde principalmente a la menor velocidad de ajuste del consumo a fines de 2022 y las sorpresas al alza de inicios de 2023. Para 2024, el rango de crecimiento se reduce en una magnitud equivalente, entre 1 y 2% (entre 2 y 3% en diciembre). Para 2025, se proyecta que la economía crecerá entre 2 y 3% (tabla 2).

Se proyecta que el consumo privado continuará ajustándose en lo venidero. Comparado con diciembre, esta parte del gasto tendrá una caída menos marcada en 2023 y un alza más moderada en 2024. La proyección considera mayores holguras en el mercado laboral, coherente con el desempeño previsto para la economía. También contempla una mayor incertidumbre producto de la situación externa y una política monetaria local que se mantendrá restrictiva por más tiempo.

El acceso al crédito implicará una restricción al consumo superior a la de trimestres previos, en línea con una carga financiera y morosidad de las familias que ha aumentado con rapidez en los últimos trimestres, especialmente en hogares de menores ingresos. Esto se dará en un contexto de condiciones financieras internacionales más restrictivas. La información de la Encuesta de Crédito Bancario de marzo de 2023 ya reporta una menor percepción de demanda por créditos de consumo y condiciones más restrictivas en su oferta (gráfico 13).

La inversión seguirá mostrando un débil desempeño este año y el próximo. Esta estimación incorpora un escenario externo más deteriorado, una mayor incertidumbre global y condiciones financieras que seguirán siendo restrictivas. La información de los catastros —previa a las turbulencias en el sector bancario externo— mostraba bajos niveles de inversión para los trimestres venideros (gráfico 14).

El déficit de la cuenta corriente seguirá disminuyendo, con lo que llegará a valores del orden de 4% del PIB para fines de este año. La continuación del reequilibrio entre ahorro e inversión será determinante en este resultado. Para 2024 y 2025 se anticipan déficits de similar magnitud.

La evolución de la economía proyectada para los próximos tres años pone de manifiesto la necesidad de resolver los desbalances acumulados en años anteriores. Destaca que el consumo ha alcanzado niveles muy elevados en comparación a su historia, lo mismo que el fuerte descenso del ahorro nacional y el mayor déficit de la cuenta corriente.

Respecto de la política monetaria, consideramos que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a

la meta de 3% se ha consolidado. De acuerdo con el escenario central de este IPoM, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre.

Para la consolidación de la convergencia inflacionaria, entre otros factores, se debe considerar la resolución de los desbalances que han afectado a la economía en los últimos años, incluyendo una desaceleración relevante del consumo, una brecha de actividad que transite hacia valores negativos y una inflación subyacente que muestre una clara tendencia a la baja.

El corredor de la TPM nos indica un área que contiene los movimientos más probables para la Tasa de Política Monetaria, el cual envuelve el escenario central, que acabo de describirles y las sensibilidades en torno a éste. Sus bordes reflejan escenarios de sensibilidad donde la velocidad del proceso de convergencia inflacionaria da paso a ajustes más tempranos o tardíos de la tasa respecto de lo considerado en el escenario central. Particularmente relevantes serán la ocurrencia y signo de nuevas sorpresas en la inflación, la evolución del consumo y el desarrollo del escenario externo.

El borde superior del corredor refleja situaciones donde la inflación sigue elevada por más tiempo, el consumo mantiene una baja velocidad de ajuste y el escenario externo es más favorable que lo previsto. En esa eventualidad, la TPM se mantendría en su nivel actual por un tiempo más prolongado que en el escenario central.

El borde inferior del corredor representa un escenario en que el contexto internacional empeora más que lo previsto, lo que provoca un mayor riesgo global y afecta con mayor fuerza las condiciones financieras, la actividad mundial y el precio de las materias primas. En ese contexto, un ajuste más rápido de la economía local podría llevar a una reducción algo más temprana de la inflación y de la TPM (gráfico 15).

Los riesgos que enfrenta la economía chilena siguen siendo muy relevantes. Por sus características, de concretarse alguno de ellos, implicaría cambios muy significativos. Estos cambios, probablemente, ubicarían el crecimiento económico por fuera de los rangos considerados en el escenario central. Por esta razón, no forman parte del corredor de TPM que acabo de presentarles.

En esta ocasión vemos dos grandes riesgos. Por un lado, la evolución del escenario externo requiere de un monitoreo constante. En un escenario de disrupción significativa de las condiciones financieras globales, es de esperar un deterioro importante de la economía mundial y local, lo que conllevaría una convergencia más rápida de la inflación y sería coherente con reducciones de la TPM más abruptas que las señaladas por el borde inferior del corredor de la TPM.

Por otro lado, el problema inflacionario sigue presente. El proceso de convergencia de la inflación no se ha consolidado. La inflación sigue siendo muy elevada, con un componente subyacente que no ha mostrado descensos en los últimos meses. El ajuste del gasto privado se ha dado a una velocidad menor que la esperada. Algunas medidas de expectativas de inflación permanecen por sobre 3% a dos años plazo.

Un escenario donde el consumo privado retome tasas de crecimiento muy elevadas comprometería la convergencia de la inflación a la meta y requeriría de una reacción significativa de la política monetaria para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.

Reflexiones finales

Estimados senadores y senadoras. Sin duda estamos ante circunstancias desafiantes. El momento que vive la economía chilena es complejo y el entorno global suma desafíos adicionales. Hace un año, me correspondió hacer mi primera presentación ante ustedes en calidad de Presidenta del Banco Central. Mi mensaje contenía los desafíos inflacionarios que enfrentaríamos en 2022, dado un extraordinario desbalance de nuestra economía, escenario al cual se sumaba en ese momento los aún presentes costos en las cadenas productivas que dejaba la secuela económica del Covid, y la recién iniciada invasión de Rusia a Ucrania.

Entre las complejidades que enfrentaríamos se reconocía el desafío de conducir el ajuste macroeconómico en las economías desarrolladas. Esto era especialmente válido en Estados Unidos, cuya tarea de contención inflacionaria estaba aún pendiente y sobre la cual la historia nos enseña que nunca ha sido un proceso fácil.

De hecho, en las últimas semanas se han hecho presente parte de los riesgos que identificábamos ante un proceso de alzas de tasas de interés en el mundo desarrollado. Las dudas sobre la situación financiera de algunos bancos en Estados Unidos abrieron un canal de incertidumbre significativo.

Por ahora, sus impactos se han contenido. De hecho, el escenario central de este Informe considera que habrá efectos en el crecimiento del mundo desarrollado y esto tendrá repercusiones en nuestra economía. Pero son impactos de una magnitud bastante menor comparados con episodios como la Crisis Financiera Global de 2008. Se trata de un efecto asociado a una menor confianza y, por tanto, de una contracción en los niveles de crédito y condiciones financieras más estrechas, consecuencia de la búsqueda de activos seguros a nivel global.

Debido a que el foco de incertidumbre más reciente se originó en el sector bancario de otras economías, es importante revisar qué ocurre en nuestro país. Lo primero, es reiterar, que el sistema bancario chileno está sometido a una regulación y supervisión adecuada, las que hacen muy difícil que se produzcan situaciones como las que detonaron el actual episodio de incertidumbre en la banca internacional.

Esto no implica que la economía chilena, incluido el sistema bancario, esté inmune ante un mayor deterioro del escenario externo. Tal como reconocemos en los escenarios de sensibilidad y de riesgo de este IPoM, esa es una opción posible y sus implicancias en la economía deben ser monitoreadas cuidadosamente.

Si bien esta es una materia en evolución que debemos seguir atentamente, la inflación se ha mantenido elevada por un largo período de tiempo y sigue siendo un problema complejo y de alto

impacto. Los costos de esta situación son evidentes. Todos hemos podido sentir el efecto del alza de precios en nuestro diario vivir y una parte de la población lo ha sufrido con mayor dureza. La inflación introduce riesgos, distorsiona la información que contienen los precios, con lo cual se afecta la inversión, el crecimiento y el empleo. No es posible contemplar crecimiento sostenido del empleo y la actividad si la inflación no se mantiene controlada. De ahí que sea una tarea irrenunciable lograr que la inflación vuelva a la meta de 3%.

Quiero reiterar que, más allá de que la inflación total vaya en una tendencia decreciente y pronto vuelva a cifras de un dígito, eso no significa que el problema esté resuelto. La convergencia de la inflación a 3% aún no se ha consolidado y mientras siga en niveles por sobre esa cifra la tarea del Banco Central no estará completa.

Sobre las causas de la inflación se ha discutido con largueza. En lo principal, el excesivo aumento del gasto que ocasionó la liquidación de los ahorros previsionales y las transferencias fiscales universales. Se sumaron la pandemia y sus secuelas a nivel local y en las cadenas productivas globales y los efectos de la guerra en Ucrania.

Lo cierto, es que transcurridos varios trimestres desde que esos *shocks* se produjeron y habiendo hecho el Banco Central un ajuste muy significativo de la política monetaria, la inflación continúa en niveles muy elevados. Más aún, la inflación subyacente, aquella que recoge mejor las tendencias y presiones locales, se ha estabilizado en niveles altos y, debo decirlo, sorprendiendo en forma relevante a las proyecciones. La pregunta que surge natural es ¿Por qué ocurre esto? ¿Por qué la inflación está demorando tanto en bajar?

Por un lado, es evidente que la sucesión de *shocks* que tuvimos fue muy inusual. Tuvieron magnitudes muy grandes y con una concatenación que exacerbó sus efectos. Por otro lado, se suman las presiones acumuladas de costos en las empresas, la volatilidad de distintas variables macroeconómicas, como el tipo de cambio, y un escenario donde la incertidumbre fue elevada por un largo período de tiempo. A estos elementos debe agregarse la indexación y otros factores de segunda vuelta que adicionan persistencia a los efectos inflacionarios de los *shocks* mencionados, como se ha destacado en informes previos.

Así, se ratifica que un elemento muy importante tras esta resistente inflación es que la economía no ha logrado reducir el impacto de los excesos de gasto que se acumularon en años anteriores. Como mostré hace unos minutos, los datos de fines de 2022 e inicios de 2023 dan cuenta que el consumo privado se reduce, pero a una velocidad menor a la prevista. Esto tiene efectos relevantes en la dinámica de la inflación y mientras no logremos completar el ajuste de la economía, la inflación no bajará.

¿Significa esto que al Banco Central no le preocupa que haya un bajo crecimiento o aumente el desempleo y solo se preocupe de la inflación? Muy por el contrario. La política monetaria se orienta siempre a la consecución de una inflación baja y estable, lo que se logra atenuando los ciclos económicos, de forma que la economía pueda sostener un crecimiento sin generar presiones sobre los precios en ninguna dirección.

El problema que debemos resolver es que, durante varios trimestres, el crecimiento de la economía superó sus posibilidades. Ello provocó desequilibrios muy relevantes, generando una elevada inflación. Por lo mismo, la corrección de estos desequilibrios es una condición necesaria para que vuelva a la meta de 3%.

En nuestras proyecciones, el crecimiento acumulado en los próximos dos años no dista mayormente de lo que preveíamos en el Informe que presentamos ante esta Comisión en diciembre pasado. Sin embargo, hay un cambio en las proyecciones para 2023 y 2024, las que suben para este año y bajan para el próximo. Esto sigue considerando que la economía tendrá un ajuste, lo que significa que aún quedan algunos trimestres donde la actividad se contraerá.

Para lograr niveles de crecimiento sostenidamente más altos con inflación estable en el largo plazo, como país debemos aplicar políticas que amplíen la capacidad de crecimiento de la economía. Desde hace largo tiempo, nuestra economía está enfrentando desafíos muy relevantes en esta materia, como aumentar la productividad, incrementar el ahorro y la inversión, trabajar en la incorporación de nuevas tecnologías y desarrollar nuevos polos productivos, entre otros. Todas estas son materias en las que es muy importante que el país pueda avanzar, pero que van más allá de los instrumentos que maneja el Banco Central. El Banco Central solo puede contribuir al bienestar y al crecimiento precisamente estabilizando los precios y el ciclo, lo cual reduce la incertidumbre y favorece la mejor asignación de recursos.

Permítanme señalar que el esfuerzo de bajar la inflación tiene una clara orientación en el bienestar de los hogares. Las familias han perdido poder adquisitivo; con el mismo dinero, su canasta de consumo es cada vez más reducida. Es importante controlarla, estabilizar la economía y ofrecer un ambiente estable para crecer y aumentar el empleo y que los salarios no se vean afectados por este fenómeno.

En las circunstancias actuales, que la inflación converja a 3% también implica mejorar nuestra capacidad de enfrentar un escenario externo más adverso. Como señalé, no es posible afirmar que un escenario de mayor deterioro externo no pueda darse. Por lo mismo, debemos estar preparados para enfrentarlo y mitigar sus impactos.

Tener una economía sana y sin desbalances significativos es clave para esto, pues nos ofrece mayor espacio de política para enfrentar escenarios adversos. Por lo mismo, reducir el exceso de gasto y lograr que la inflación vuelva a la meta de 3% es prioritario si queremos que nuestra economía logre soportar adecuadamente los efectos de un deterioro significativo del escenario externo.

Una adecuada mitigación de los efectos adversos de un *shock* externo también requiere de un mercado de capitales local profundo. Por lo mismo, es muy importante que logremos recuperar los amortiguadores que en el pasado nos han permitido mitigar los *shocks* externos. La estabilidad macroeconómica es uno de ellos. La profundidad del mercado de capitales, afectada en los últimos años por los retiros de fondos previsionales, es otro. No volver a debilitar este amortiguador es muy relevante.

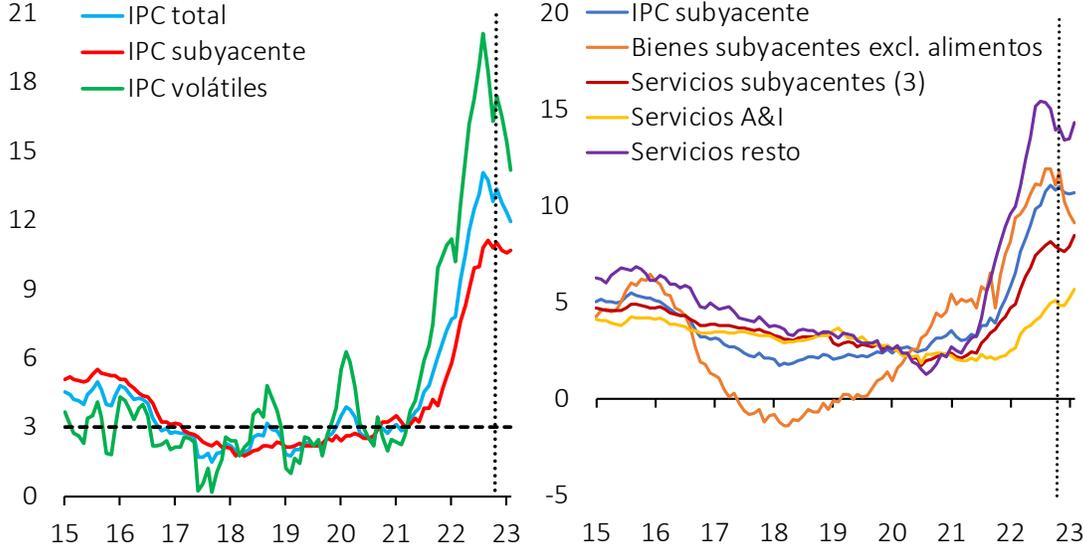
Estimados Senadoras y Senadores. La economía chilena enfrenta un momento complejo. La inflación se ha mantenido elevada por un largo período, el exceso de gasto no se ha corregido y el escenario externo se ha vuelto más incierto. Reducir la inflación es una condición ineludible para que el desempeño económico mejore de forma sostenible y la economía sea capaz de hacer frente de la mejor forma posible a los impactos de los *shocks* provenientes del exterior. La inflación total seguirá reduciéndose en los próximos trimestres, para, de acuerdo con nuestras proyecciones, volver a cifras de un dígito dentro del segundo trimestre. Sin embargo, eso no significa que el problema inflacionario se haya resuelto, ni menos que la convergencia inflacionaria esté asegurada. Nuestra meta es que la inflación baje al 3% en dos años. Una inflación más alta es muy costosa para todos.

El Banco Central no cederá frente a la inflación, pues está provocando elevados costos para las personas, especialmente las más vulnerables.

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

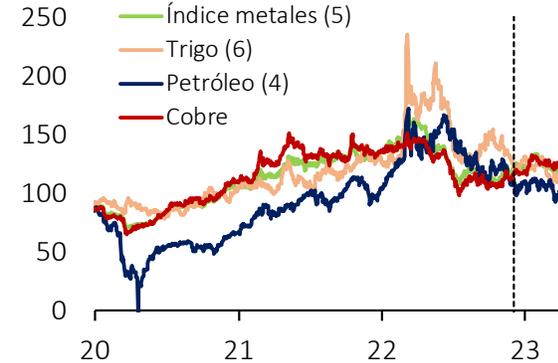
Tipo de cambio real (TCR) (1)(2)

(índice promedio 1986=100)



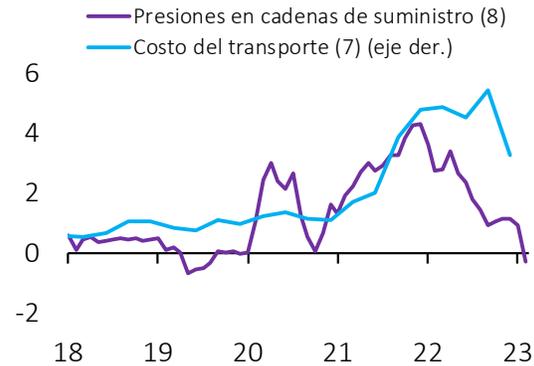
Precios de materias primas (3)

(índice, promedio 2010-2023=100)



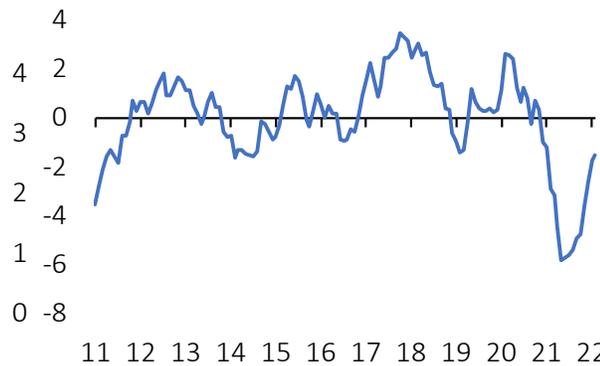
Costos de transporte y cadenas de suministro

(desviación estándar del prom. histórico, mensual; porcentaje del PIB, trimestral)



Componente cíclico de los márgenes agregados

(porcentaje, promedio móvil de tres meses)



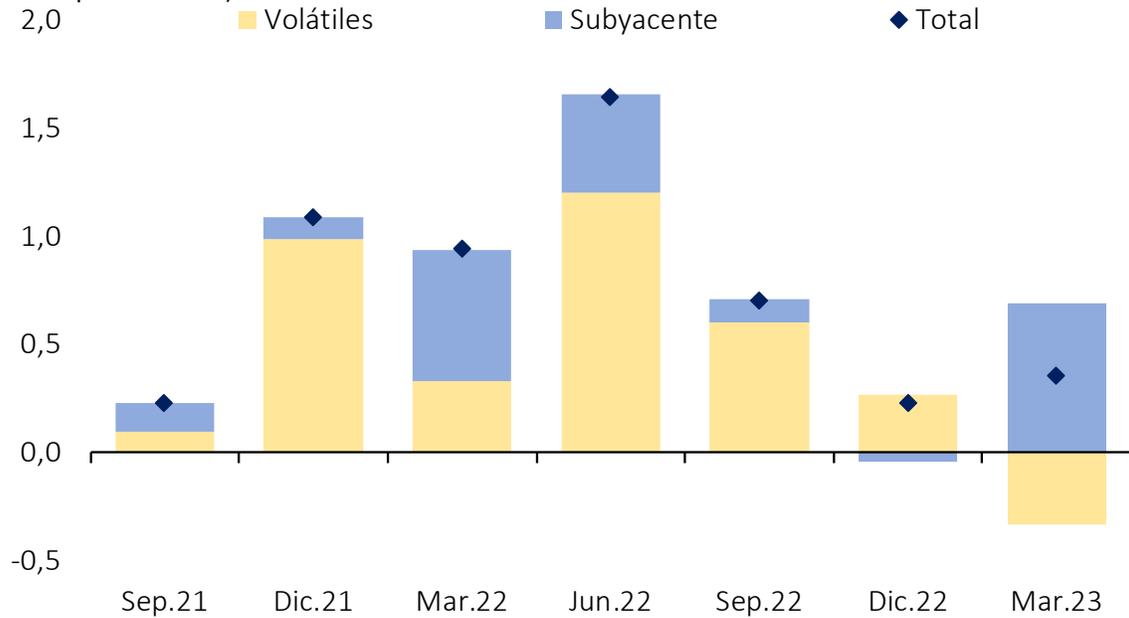
(1) Dato de marzo 2023 corresponde al promedio preliminar del mes. (2) Promedio de los últimos 15 años. Corresponde al período mar.08-feb.23 (3) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022. (4) Promedio WTI-Brent. (5) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (6) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes. (7) Calculado como la diferencia entre importaciones CIF y FOB. (8) Para mayor detalle, ver Global Supply Chain Pressure Index.

Fuentes: Banco Central de Chile, Barrero et al. (2023), Acevedo et al. (2023) y Fed Nueva York.

Gráfico 3

Sorpresas inflacionarias por componentes (1)

(puntos porcentuales)



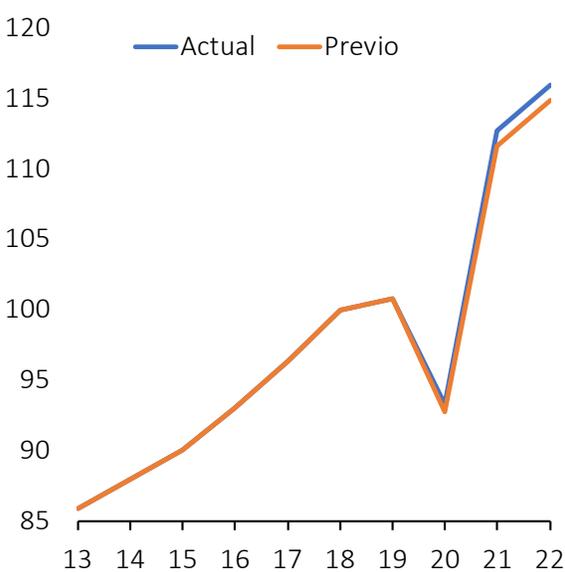
(1) Sorpresas acumuladas en cada IPoM.

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

Gráfico 4

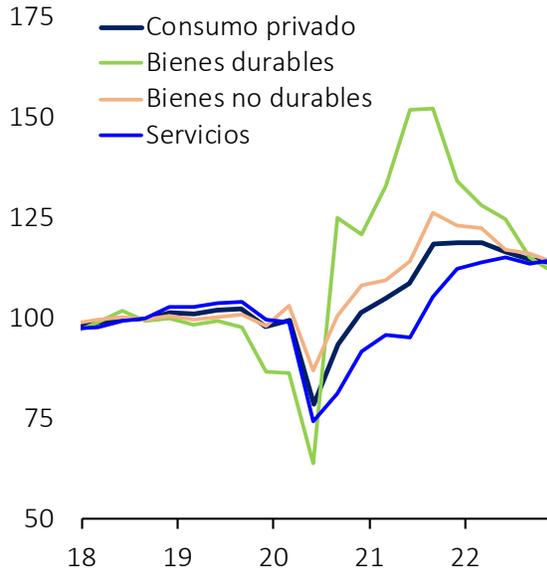
Consumo privado (*)

(índice 2018=100, serie real original)



Consumo privado de bienes y servicios

(índice 2018=100, desestacionalizado)



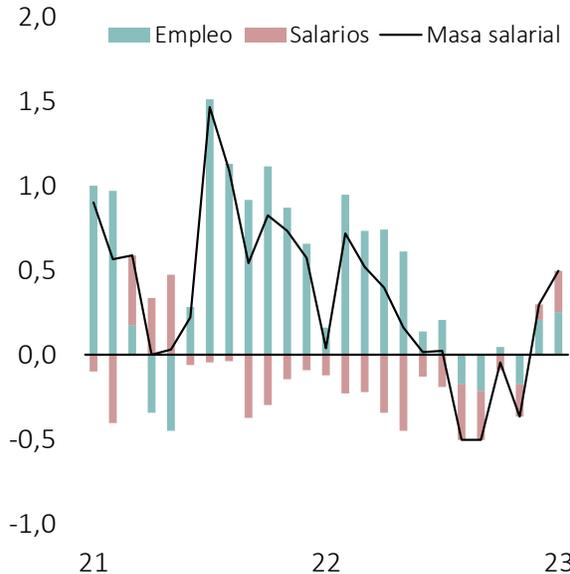
(*) Para el cuarto trimestre de 2022 de la serie previa se utiliza variación anual de la serie actual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

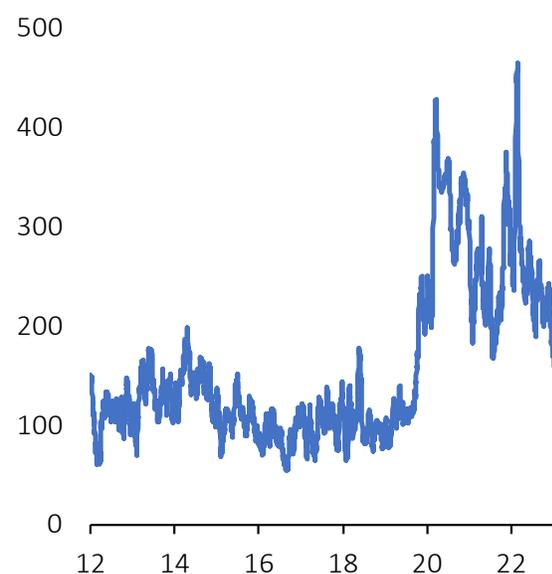
Masa salarial real (*)

(porcentaje, contribuciones a la variación mensual, desestacionalizado)



Índice diario de incertidumbre económica

(índice)

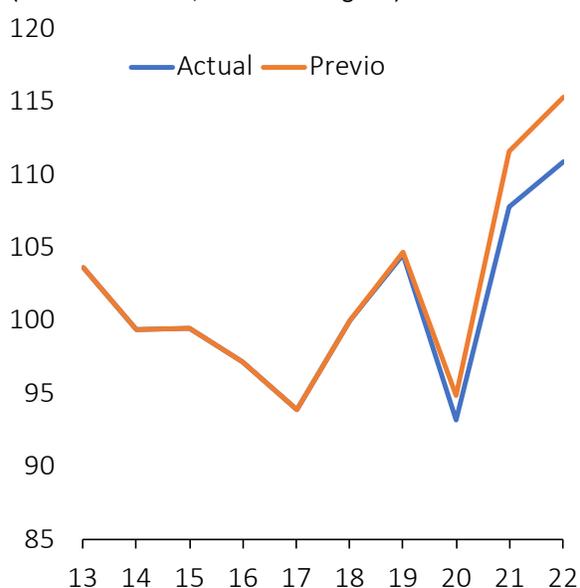


(*) Cálculo en base a series desestacionalizadas de CMO real, horas habituales trabajadas y ocupación. Fuente: Banco Central de Chile, Becerra y Sagner (2020) e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 6

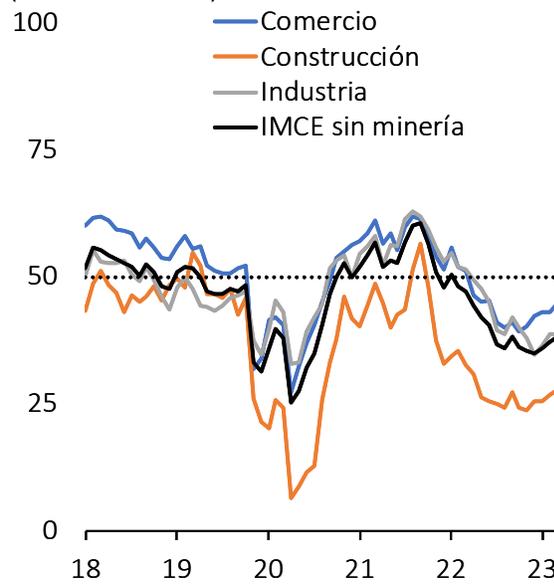
Formación bruta de capital fijo (1)

(índice 2018=100, serie real original)



IMCE (2)

(índice de difusión)



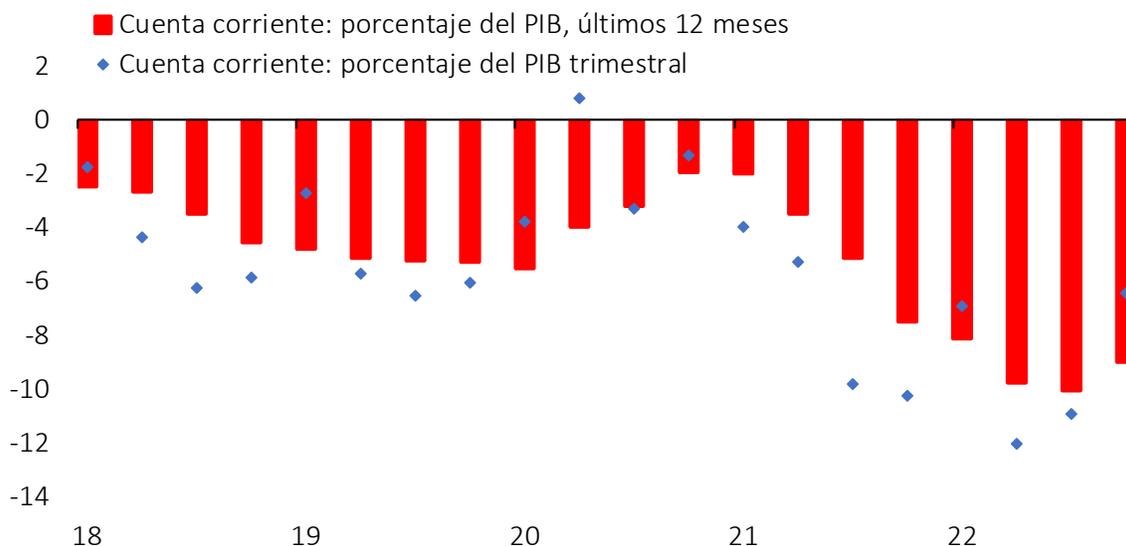
(1) Para el cuarto trimestre de la serie previa se utiliza variación anual de la serie actual. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Banco Central de Chile y UAI/ICARE.

Gráfico 7

Déficit de la cuenta corriente

(porcentaje)



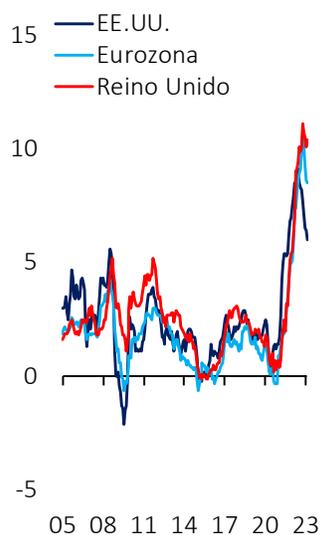
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

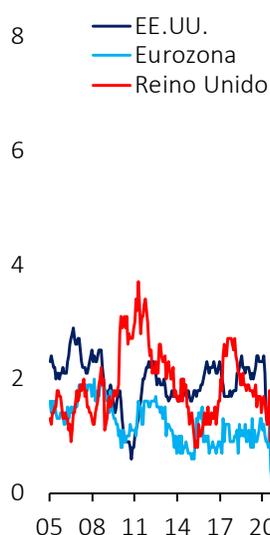
Inflación en economías desarrolladas

(variación anual, porcentaje)

Total

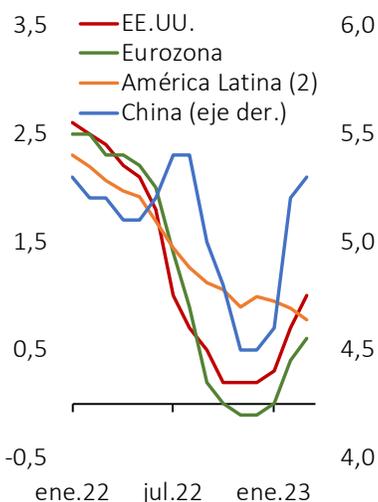


Subyacente



Proyecciones de crecimiento para 2023 (1)

(porcentaje)



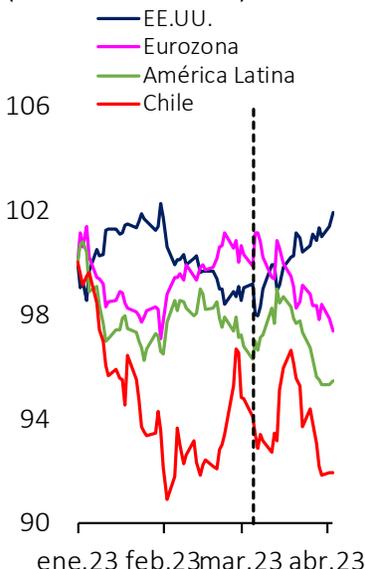
(1) Proyecciones de marzo 2023 fueron realizadas en distintos momentos del mes y, por ende, en algunos casos contienen información parcial respecto a los desarrollos financieros recientes. (2) Considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).

Fuentes: Bloomberg, Consensus Forecast y FMI.

Gráfico 9

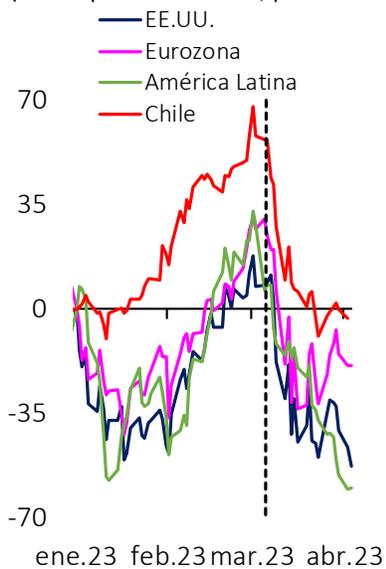
Monedas (1)(2)(3)

(índice 02.ene.23=100)



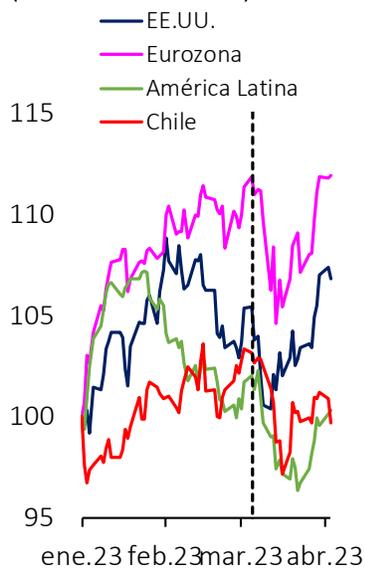
Tasas a 10 años nominales (1)(2)

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



Mercados bursátiles (1)(2)

(índice 02.ene.23=100)



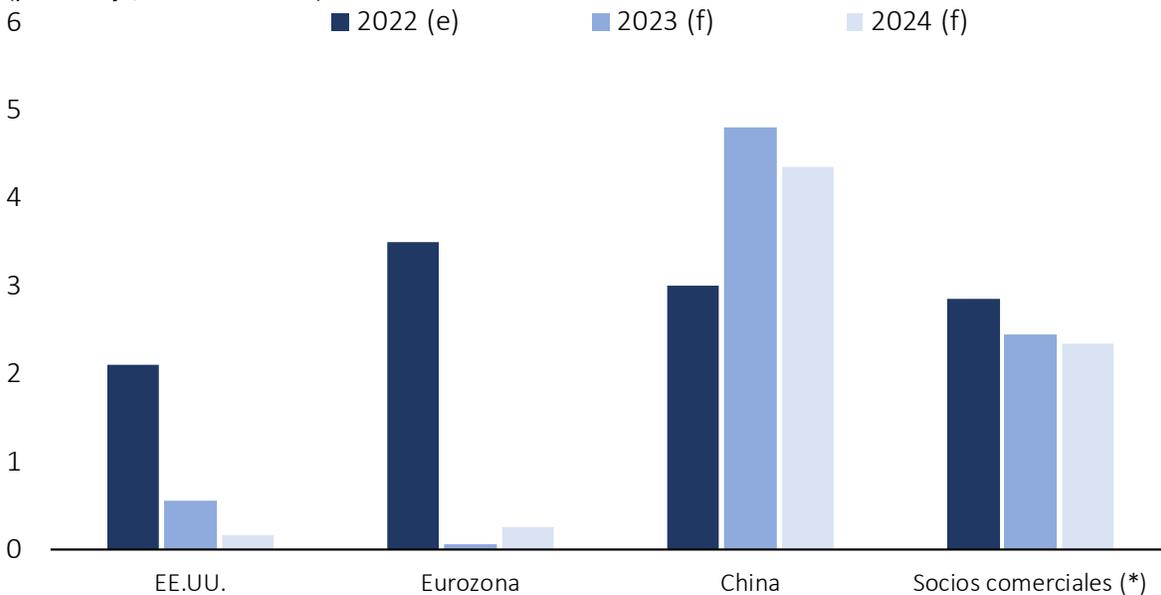
(1) Línea vertical punteada corresponde al 7 de marzo de 2023. (2) Para América Latina, considera el promedio simple entre Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Un aumento (descenso) indica una depreciación (apreciación) de la respectiva moneda.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 10

Proyecciones de crecimiento economías seleccionadas

(porcentaje, variación anual)



(e) Estimación. (f) Proyección.

(*) Para definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario internacional

	2021	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Dic.22	Mar.23	Dic.22	Mar.23	Mar.23
	(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	11,9	-7,7	-1,1	2,3	0,4	-1,6	-2,2
PIB socios comerciales	6,6	2,8	2,1	2,4	2,7	2,3	3,0
PIB mundial PPC	6,5	3,3	1,9	2,1	2,8	2,2	3,1
PIB desarrolladas PPC	5,2	2,7	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,8
PIB emergentes PPC	6,6	3,7	3,1	3,2	3,7	3,3	3,9
	(nivel)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	423	400	355	385	345	365	350
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barril)	69	97	81	73	76	70	67

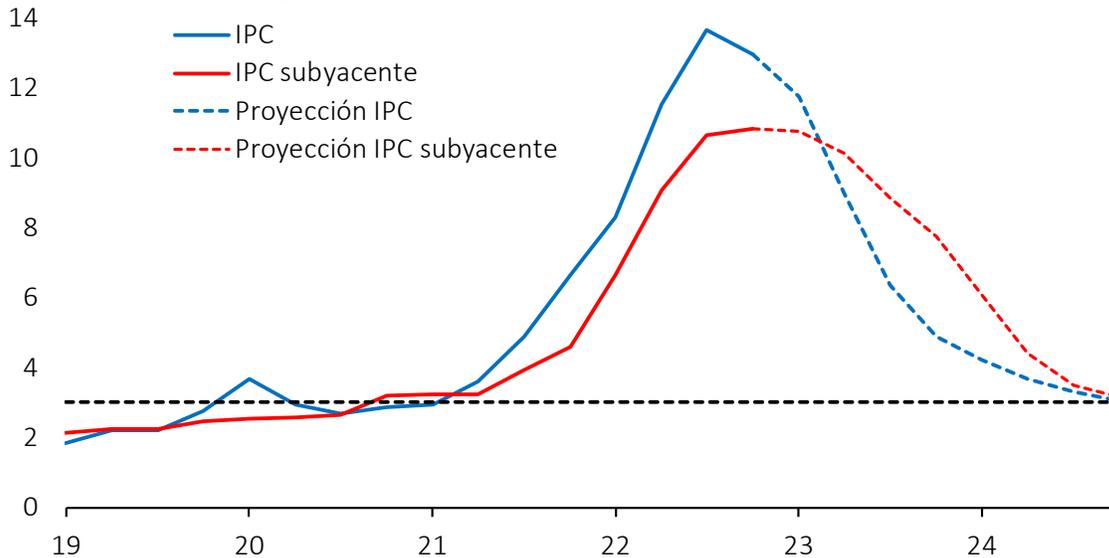
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

Inflación efectiva y proyectada (*)

(variación anual, porcentaje)



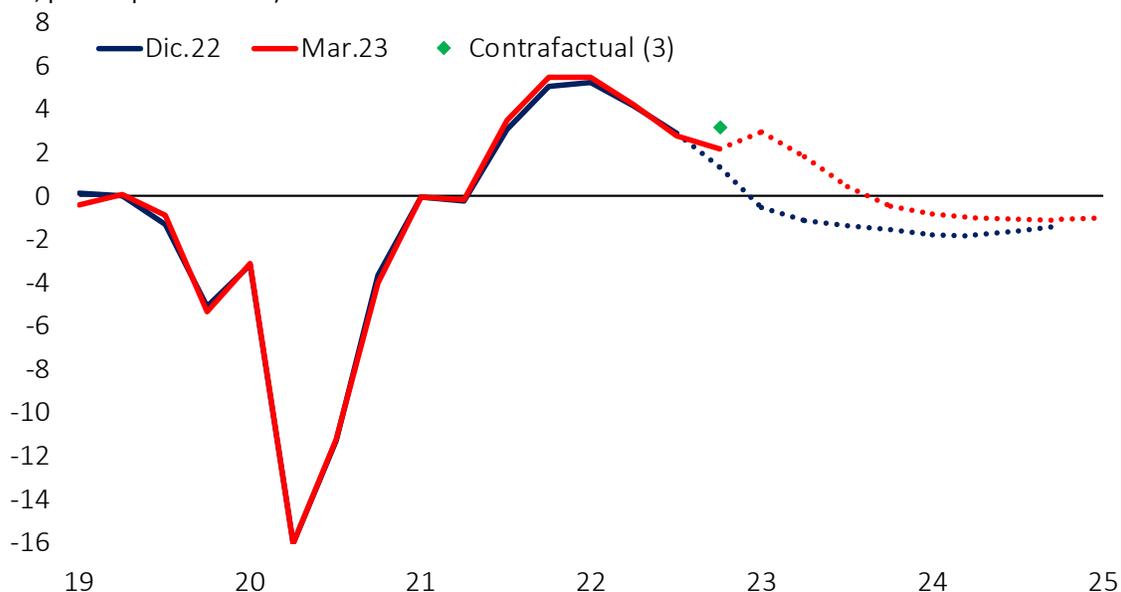
(*) Proyecciones del IPoM de marzo 2023.

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

Gráfico 12

Brecha de actividad (1) (2)

(nivel, puntos porcentuales)



(1) Construido a partir de datos en niveles desestacionalizados. Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2022 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial. (3) Contrafactual para cuarto trimestre de 2022 se estima suponiendo que la medida de valor agregado del sector Transporte se mantiene en el nivel alcanzado en el tercer trimestre del 2022 lo que equivale a una velocidad nula. Resto de los sectores no mineros utilizan velocidades publicadas. Para el cuarto trimestre, tanto la brecha efectiva como contrafactual se calculan usando el mismo PIB potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2

Escenario interno

	2022	2023 (f)		2024 (f)		2025 (f)
		IPoM Dic.22	IPoM Mar.22	IPoM Dic.22	IPoM Mar.22	IPoM Mar.22
	(variación anual, porcentaje)					
PIB	2,4	-1,75 / -0,75	-0,5/0,5	2,0-3,0	1,0-2,0	2,0-3,0
Demanda interna	2,3	-5,3	-4,0	1,7	1,1	2,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,0	-4,6	-3,0	1,9	0,7	1,9
Formación bruta de capital fijo	2,8	-5,0	-2,9	-0,2	-0,7	2,3
Consumo total	3,1	-4,5	-3,0	2,5	1,1	1,8
Consumo privado	2,9	-5,9	-3,8	2,5	0,9	1,9
Exportaciones de bienes y servicios	1,4	6,0	4,5	3,2	3,7	2,2
Importaciones de bienes y servicios	0,9	-5,4	-6,5	0,9	2,5	0,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-9,0	-4,9	-4,0	-4,1	-4,1	-4,0
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	16,4	20,2	18,7	19,8	18,9	19,2
FBCF nominal (% del PIB)	24,8	24,3	23,3	23,8	23,2	23,2

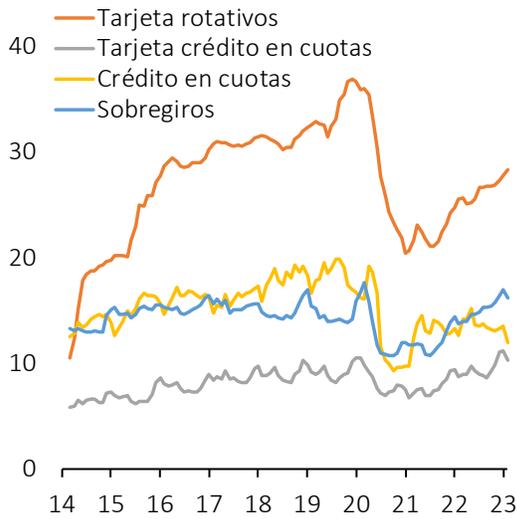
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13

Flujos de crédito de consumo reales

(millones de UF, promedio móvil trimestral)



Carga financiera de los hogares (*)

(porcentaje de los ingresos mensuales, promedio móvil anual)



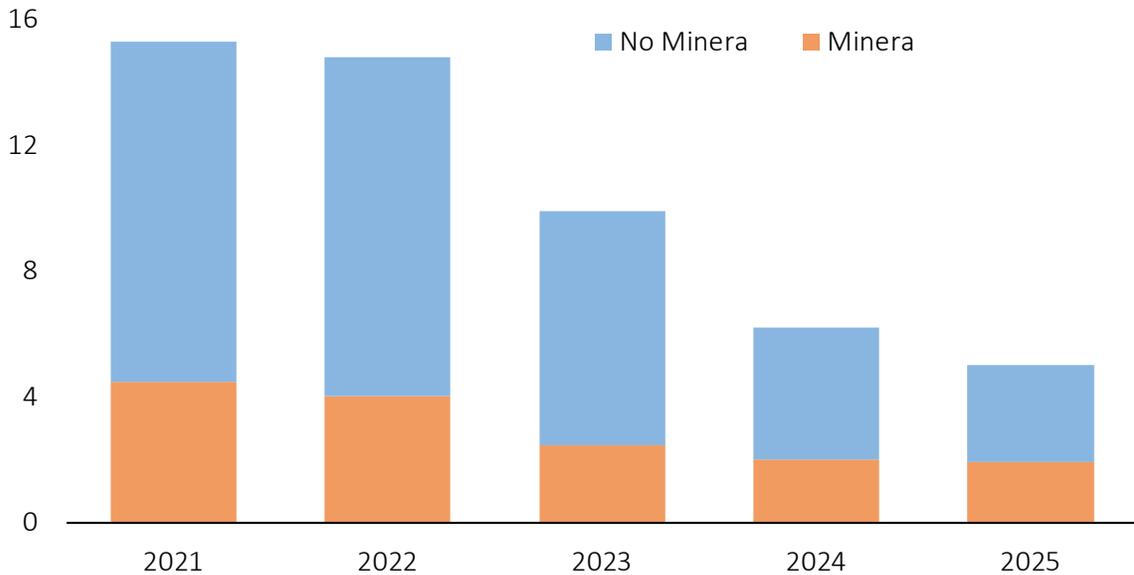
(*) Carga financiera del deudor mediano. Los ingresos mensuales incluyen componente laboral (asalariados formales) y retiros previsionales prorrateados en seis meses desde recibido el pago.

Fuentes: Banco Central de Chile, CMF y SUSESO.

Gráfico 14

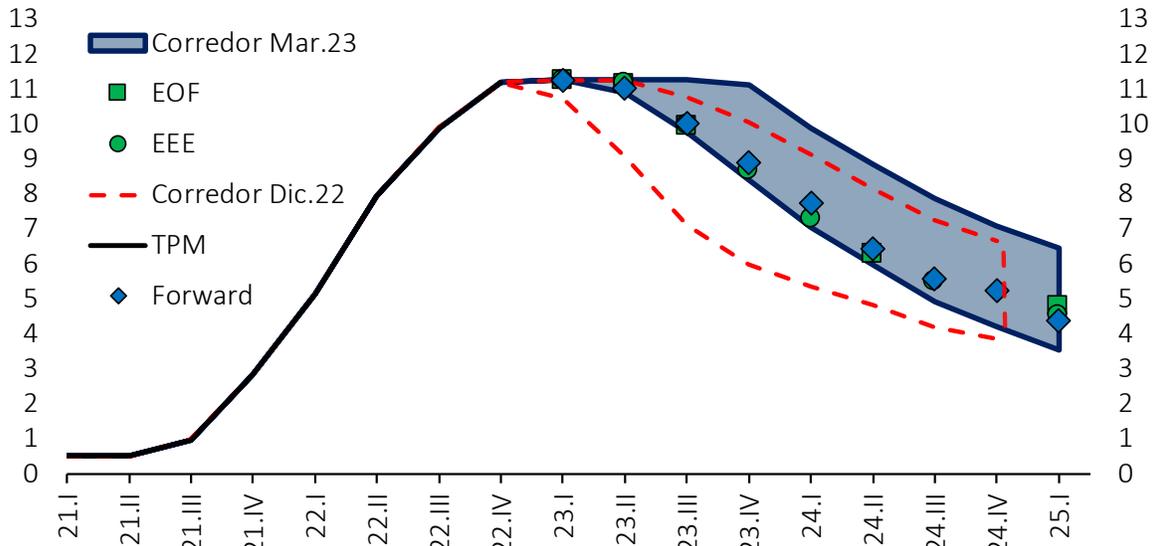
Montos de inversión CBC 4T.22

(miles de millones de dólares)



Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

Gráfico 15
Corredor de TPM (*)
 (promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020 y el Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022. Para mayor detalle, ver nota metodológica (gráfico II.1, Capítulo II, IPoM diciembre 2022).

Fuente: Banco Central de Chile.