

LA ECONOMÍA CHILENA DE CARA A 2023¹

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile
20 de diciembre de 2022

Muy buenos días. Estamos en este tradicional seminario organizado por SOFOFA y la Universidad del Desarrollo. En esta oportunidad, daré algunas pinceladas sobre los principales desafíos que enfrentamos de cara a 2023 y los años que vienen.

Nuestro país y nuestra economía han enfrentado momentos complejos en los últimos años. El estallido social de octubre de 2019 expuso de manera radical la crisis de confianza en las instituciones y también dio paso a una discusión que hasta hoy nos acompaña, sobre cómo enfrentar esa desconfianza de manera efectiva y construir un mejor país para todos, desafío que requerirá lo mejor de cada uno de nosotros. Este episodio fue un *shock* desde varios aspectos, incluido el económico, con una caída abrupta de la actividad, pérdida de empleos y una elevada volatilidad en los mercados financieros.

A inicios de 2020, cuando la economía se recuperaba de los efectos de corto plazo del estallido social, sobrevino la pandemia del Covid-19. Sus impactos fueron también múltiples y muy significativos, tanto en términos sociales, como emocionales y económicos. La forma cómo enfrentamos los meses iniciales de la pandemia es un buen ejemplo de cómo el trabajo conjunto del sector privado y público, y el alineamiento de todas las políticas, puede ayudar a mitigar el impacto de una situación inédita y compleja. A la luz del paso del tiempo siempre se pudo haber hecho algo distinto, pero podemos decir que se logró el objetivo país de que el sistema de salud no colapsará y la economía no sufriera daños aún mayores y más difíciles de reparar. Nuestra capacidad de adaptación fue fundamental en esto. En este período, una demanda débil neutralizó los efectos inflacionarios de la contracción en la oferta.

2021 también fue un año complejo. La esperanza por una vacuna se vio ensombrecida con nuevas olas de contagios y la necesidad de volver a los confinamientos. Sin embargo, la respuesta de la economía fue muy distinta de la observada en 2020, destacándose su resiliencia. Las empresas y hogares habían aprendido a operar bajo las nuevas condiciones sanitarias, por lo que la economía y el empleo observaron golpes menos significativos.

¹ Presentación efectuada en el Seminario Visión Económica 2022 – 2023: ¿Punto de inflexión? organizado por Sofofa y la Universidad del Desarrollo.

Así, para el segundo trimestre de 2021 la actividad ya había recuperado prácticamente por completo el impacto negativo de inicios de la pandemia, momento en el que el gasto recibió un impulso extraordinariamente elevado. La suma de los tres retiros de fondos previsionales y las transferencias fiscales significaron del orden de 30 puntos del producto. Esto le otorgó un estímulo inédito al gasto interno y provocó un desbalance muy significativo en la economía, convirtiéndose en la principal causa de la elevada inflación que se ha acumulado desde el año pasado. Otro factor interno que determinó esa alza de la inflación fue la fuerte depreciación del peso, ocasionada por el impacto de la mayor incertidumbre local en el tipo de cambio.

2022 completa este complejo trienio. Enfrentamos una inflación elevada, que ha alcanzado niveles no observados hace tres décadas. Hoy las generaciones más jóvenes conocen de manera directa el fenómeno de la inflación, algo que parecía una historia del pasado. Este fenómeno inflacionario, de origen inicialmente local, ha sido agudizado por un escenario externo que se ha deteriorado, convirtiéndose en la principal fuente de riesgos para nuestra economía en lo venidero. Las complicaciones que dejó la pandemia en las cadenas de producción y distribución, la guerra en Ucrania y las consecuencias cambiarias tras el alza generalizada de las tasas de interés, en el mundo desarrollado, están entre las principales razones que explican la mayor inflación que hemos observado en 2022. Además, su impacto se ha amplificado, pues se instalan sobre niveles de inflación altos, expectativas inflacionarias sobre la meta y un contexto de mayor persistencia inflacionaria.

En todo caso, el cierre de 2022 también nos muestra algunos elementos positivos. La economía ya está en una senda de ajuste, la inflación llegó a su *peak* en agosto y está en un proceso de convergencia a la meta que aún debe consolidarse. Otro factor relevante ha sido la disminución de la incertidumbre interna. Si bien tanto las tasas de interés de largo plazo como los niveles de incertidumbre permanecen por sobre lo que era habitual en nuestra economía previo a octubre de 2019, en las últimas semanas hemos visto un descenso importante (gráfico 1).

En adelante, es vital que mantengamos condiciones que nos permitan ir reduciendo estos niveles de incertidumbre. Debemos ser cuidadosos en no volver a abrir flancos que pueden generar mayor incertidumbre e impactos muy negativos tanto en el mercado de capitales como en la inflación y en la economía en general.

¿Qué nos depara 2023?

Cada fin de año, nos tomamos un respiro para hacer un balance del año que termina y revisar qué proyectamos para el que comienza.

Como señalé, 2022 completó un trienio complejo. *Shocks* inéditos, elevada incertidumbre, inflación en niveles muy altos y la percepción de que vivimos en un mundo donde los riesgos han aumentado.

El Banco Central comenzará 2023 con una política monetaria de tono restrictivo, motivado por los desbalances que acumuló la economía y su impacto en la inflación. La Tasa de Política Monetaria —TPM— se ubica en 11,25% y se mantendrá en ese nivel hasta que el estado de la macroeconomía indique que se ha consolidado el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3%.

Una pregunta recurrente es qué significa esto, cuáles son las variables que determinan el momento en que se inicie el ciclo de recortes de la tasa y qué magnitud tendrán dichos recortes.

Creo importante señalar que no existe “la” variable determinante para esa decisión. Lo que siempre observa el Banco es el proceso completo de la macroeconomía y, en la medida que estimemos que ese proceso da certeza suficiente de la convergencia de la inflación, tomaremos las decisiones que corresponda.

Un aspecto fundamental será monitorear que la economía complete el necesario e ineludible ajuste de los desequilibrios macro que acumuló en trimestres pasados. Si lo vemos desde el punto de vista del equilibrio entre oferta o demanda o entre ahorro e inversión, ese proceso está inconcluso. La brecha de capacidad sigue siendo positiva y el déficit de cuenta corriente muy elevado. Por lo demás, la misma inflación está en niveles muy altos y las expectativas de inflación a dos años plazo superan el 3%.

La política monetaria y fiscal han hecho un ajuste muy relevante, que está cooperando a que estos desequilibrios se resuelvan, pero aún falta camino por recorrer. Como hemos reiterado en varias oportunidades, hoy más que nunca se requiere que todos nuestros esfuerzos se dirijan en la misma dirección. El comportamiento que está teniendo la economía no es producto de un *shock* que nos movilice bajo nuestras capacidades. Por el contrario, tuvimos un *shock* de demanda que nos llevó temporalmente a consumir más que lo que era posible sostener en el tiempo y más que lo que podíamos producir. Esto generó presiones inflacionarias significativas, como recién les comentaba.

Por esto, si la economía no se ajusta, no lograremos vencer a la inflación. Por lo tanto, retomar niveles de producción y gasto sostenibles, acordes con la capacidad productiva del país, es una condición ineludible para que la inflación retorne a la meta de 3% en un horizonte de dos años. Eso significa que aún veremos caídas en el producto trimestre a trimestre y aún veremos ajustes por el lado de la demanda y particularmente del consumo. Esto implica que la economía transitará

hacia brechas negativas durante gran parte de los próximos dos años. Reitero que este es un ajuste necesario e ineludible. No enfrentarlo solo nos traerá más problemas.

El escenario externo en 2023

Permítanme ahora referirme a la visión que tenemos para el mundo en 2023. El resumen más claro es que el mundo no será una ayuda relevante para la economía chilena durante el próximo año.

El escenario internacional se ha ido deteriorando durante los últimos trimestres. El fuerte *shock* de costos a nivel global producto del impacto de la pandemia sobre las cadenas de suministro es un problema al que aún le falta para resolverse del todo, pese a los importantes avances en meses recientes. Esta situación ha golpeado transversalmente a las empresas.

La invasión rusa a Ucrania ha sido una fuente de incertidumbre permanente. Esto se asocia, por ejemplo, a su duración y desenlace, lo que tiene como contrapartida la evaluación de sus costos económicos directos e indirectos. Ello, por supuesto, sin dejar de lado el drama humano que significa este conflicto.

Cuánto impactará en el desempeño de Europa, qué efectos tendrá en los mercados de alimentos, energía y materias primas siguen siendo preguntas de difícil respuesta.

Se suma la situación de China. La economía asiática ya no tiene la tracción que mostraba hasta hace unos años. Los problemas de su mercado inmobiliario y la política de cero Covid han provocado impactos importantes. De hecho, las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo tuvieron un sostenido deterioro por varios meses. Hace poco, el gobierno chino anunció la flexibilización de la política cero Covid y habrá que ver sus efectos concretos. En principio, deberían ser positivos, teniendo presente la experiencia de otras economías cuando se levantaron las restricciones sanitarias.

A todo lo anterior se debe agregar otro problema relevante, quizá el más importante desde el punto de vista económico. En los últimos trimestres, el fenómeno inflacionario se ha generalizado a nivel mundial. Los bancos centrales han reaccionado y hoy nos enfrentamos a un mundo con tasas de interés más altas, en un contexto donde el endeudamiento soberano y corporativo aumentó en los últimos años. Todo esto eleva la carga financiera y expone a que cambios abruptos en las condiciones financieras puedan tener efectos severos en la economía global.

En este contexto, el crecimiento de nuestros socios comerciales será bajo en 2023. De hecho, algunas de las economías más relevantes a nivel global tendrán una recesión el año que viene, entre ellas Estados Unidos (gráfico 2).

La “persistente” volatilidad

Este deterioro del escenario ha hecho que a mediados de año se haya comenzado a observar un período de elevada aversión al riesgo, que afectó las tasas de interés, las bolsas y las monedas. De hecho, el dólar tuvo un fortalecimiento significativo a nivel global, llegando a niveles que no se observaban desde hace varias décadas. En las últimas semanas, vimos un quiebre parcial en esta tendencia, con un aumento del apetito por riesgo que se tradujo en bajas de tasas y un debilitamiento del dólar (gráfico 3).

Los vaivenes en la percepción de riesgo de los mercados financieros nos llevan a un elemento con el que hemos tenido que aprender a convivir: la elevada volatilidad.

La disparidad en la velocidad de reacción de los distintos bancos centrales provoca que nos encontremos en momentos distintos del ciclo monetario. Algunas economías, principalmente emergentes, partieron más temprano con las alzas de tasas y ya completaron el ciclo o están cerca de hacerlo. Otras, principalmente desarrolladas, iniciaron el ciclo más tarde y aún tienen alzas de tasas por delante (gráfico 4).

Este último punto es especialmente importante para Estados Unidos. La Reserva Federal comenzó recién en 2022 a ajustar sus tasas y ha ido moviéndose hacia tasas más restrictivas de las que la misma Fed y el mercado preveían hace un tiempo. Pero aún hay dudas de hasta dónde llegará la tasa de fondos federales y por cuánto tiempo se mantendrá en ese nivel. Un ejemplo interesante es ver cómo se han movido los *dots* de la Fed y la diferencias que conserva con las expectativas de mercado. Incluso en su reunión de la semana pasada, ambas variables mostraban discrepancias relevantes (gráfico 5).

Los mercados financieros se han vuelto especialmente sensibles a cualquier dato o declaración que estimen pueda modificar la trayectoria de tasas de la Fed. Ello puede ser una cifra de inflación, empleo, PMI u otro.

En Chile tampoco escapamos a este fenómeno. Si bien la mayor parte del tiempo la volatilidad del mercado financiero local se acopla a lo que ocurre en los mercados globales, hemos tenido episodios en los cuales ha tenido fuerza propia. Basta recordar lo que ocurrió a comienzos de julio en el mercado cambiario y que llevó a que el Banco decidiera intervenir ese mercado a mediados de dicho mes (gráfico 6).

La volatilidad de las cifras macroeconómicas es otro tema relevante. Si bien proyectar la economía siempre ha sido una tarea compleja, en los últimos años ha sido un trabajo especialmente desafiante. Ciertamente los shocks que hemos enfrentado son inéditos en su origen y magnitud, y ello sin duda ha afectado las estimaciones sobre las perspectivas de la economía. Nuestras proyecciones han debido ajustarse a los sucesivos cambios del entorno, en no pocas oportunidades con diferencias sustantivas de un IPoM a otro, particularmente respecto de la inflación. Lo mismo ocurre con las proyecciones del sector privado, observándose una importante alza en la magnitud de los errores en los pronósticos de la Encuesta de Expectativas Económicas que levanta el Banco. En el caso de la inflación, estos siguen siendo mayores que en el pasado (gráfico 7).

Más allá de los errores de proyección, que como dije siempre ocurren, lo importante es tratar de extraer las tendencias. La política monetaria se decide en base a las perspectivas, y para ello no es bueno basarse en cifras marginales desconociendo el encuadre macroeconómico general y las tendencias más permanentes.

El dato de inflación de noviembre es importante analizarlo en este contexto. Esta información, que conocimos el mismo día que publicamos el IPoM, fue una sorpresa tanto para nosotros como para el mercado. Si bien la magnitud de la diferencia fue relevante, no modifica el hecho que observamos una tendencia decreciente de la inflación en adelante y que proyectamos su convergencia a 3% en un plazo de dos años. Además, también representa un llamado a no adelantar conclusiones favorables a partir de un dato, como pudo haberse hecho con la inflación de octubre, que había sorprendido en la dirección opuesta. Con ello no quiero decir que no sea un antecedente relevante, sino que se debe analizar en contexto más amplio.

Toda esta volatilidad, reafirma, que las decisiones de política monetaria estarán determinadas por las implicancias que el estado de la macroeconomía tenga en la consolidación de la convergencia inflacionaria. En ese contexto, reitero, las tendencias y el encuadre macroeconómico son mucho más relevantes que la cifra de un mes o de una variable en particular.

Los desafíos de mediano plazo

Sin duda que estamos viviendo momentos desafiantes y 2023 no será la excepción. Pero eso no debe ser obstáculo para pensar en los retos de mediano plazo que enfrenta nuestra economía.

En el IPoM de diciembre, planteamos dos grandes desafíos que me gustaría reiterar en esta oportunidad. El primero dice relación con el crecimiento tendencial de nuestra economía, que se ha ido reduciendo en las últimas décadas y las estimaciones que presentamos para el período

2023-2032 anticipan que esta tendencia continuará. De hecho, para inicios de la década siguiente, el crecimiento tendencial será menor a 2% (gráfico 8).

Esta tendencia decreciente del crecimiento de mediano plazo no es una noticia nueva. En nuestra estimación de junio de 2021 ya la anticipábamos. En esa oportunidad, también dábamos cuenta del problema de productividad que nos aqueja como economía, de la necesidad de aumentar el stock de capital y, en general, propiciar condiciones que permitan elevar nuestras posibilidades de crecimiento futuro. Este es un problema que debemos enfrentar de forma prioritaria.

El segundo desafío, apunta a la necesidad de que nuestra economía recomponga su capacidad de mitigar el impacto de los *shocks* externos en el pasado. Uno de los efectos de los retiros de ahorros previsionales fue quitarle profundidad al mercado financiero e incrementar la incertidumbre económica local, lo que ha contribuido a que la volatilidad del tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo haya aumentado respecto de períodos previos, reduciendo la capacidad de mitigar *shocks* externos. El acceso al financiamiento de largo plazo, tan importante para financiar proyectos de inversión o la compra de una vivienda, también se ha deteriorado (gráfico 9). Insistir en políticas que vuelvan a deteriorar el ahorro de nuestra economía no solo tiene efectos relevantes en la inflación, sino que también provocarían impactos muy importantes en el mercado de capitales. Nuestra capacidad de crecer, generar empleos y mejorar el bienestar puede verse seriamente afectada.

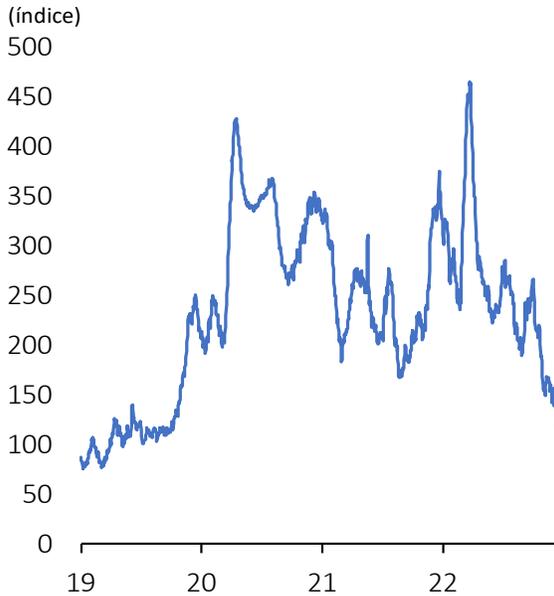
En el Banco Central también tenemos desafíos importantes que enfrentar. En el corto plazo, sin duda, llevar la inflación a la meta de 3%. En el mediano plazo, seguir adaptándonos a una economía y una sociedad en constante cambio. En los últimos años, hemos ido realizando avances en distintos ámbitos.

Sin duda, en los últimos años nuestro país ha enfrentado momentos difíciles, de los que hemos sabido salir adelante, con paciencia, con trabajo, pero también con la convicción de que tenemos todas las condiciones para seguir desarrollándonos y lograr el anhelado bienestar para todos los que vivimos en Chile. De parte del Banco Central, reafirmamos nuestro compromiso con una inflación baja y estable, lo mismo que con el normal funcionamiento del sistema financiero. Ambos objetivos contribuirán a que este anhelo se vuelva una realidad.

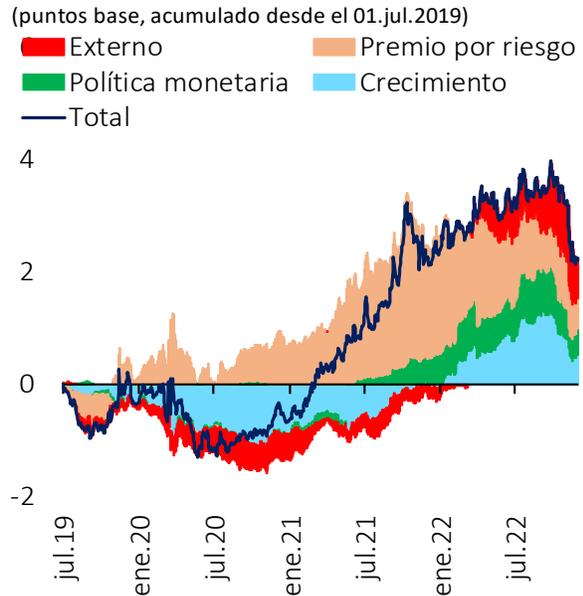
Muchas gracias.

Gráfico 1

Incertidumbre económica (DEPUC)



Descomposición estructural de la tasa cero a 10 años (*)



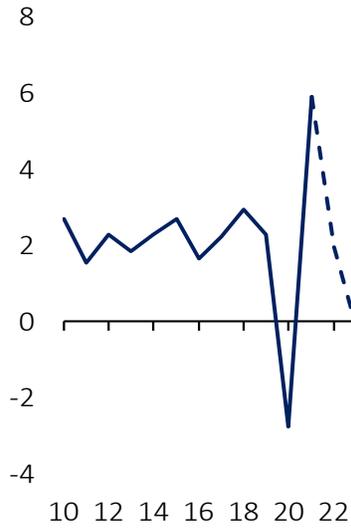
(*) Descomposición histórica de la tasa larga proveniente de un BVAR basado en la estrategia de identificación propuesta por Eterovic y Eterovic (2022), incorporando un bloque externo. El bloque exógeno engloba todos los shocks de EE.UU. (política monetaria, crecimiento, aversión al riesgo y riesgo puro), los que se han agregado por simplicidad. Fuentes: Becerra y Sagner (2020), y Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

Gráfico 2

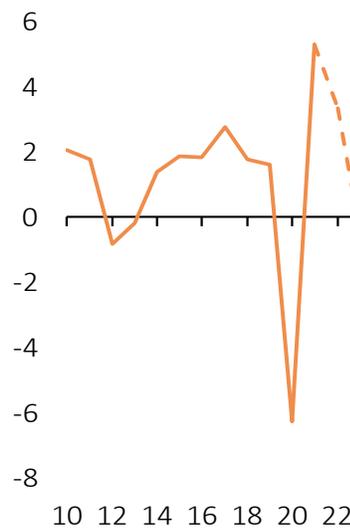
Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

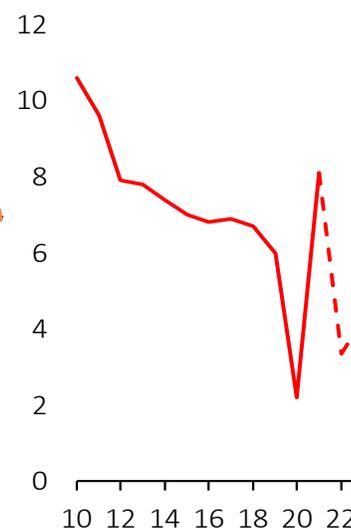
(a) Estados Unidos



(b) Eurozona



(c) China

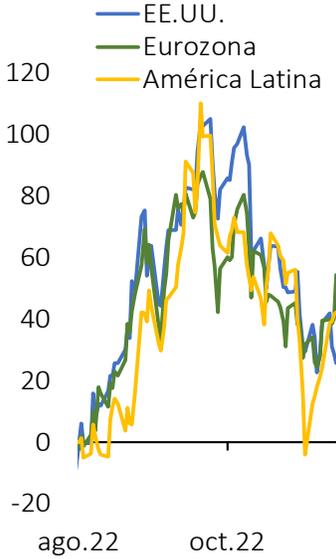


(*) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones para 2022 y 2023 contenidas en el IPoM de diciembre de 2022. Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

Gráfico 3

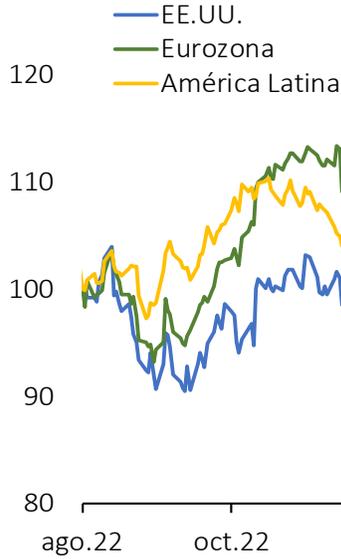
Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (1) (2)

(diferencia respecto del 31.ago.22, puntos base)



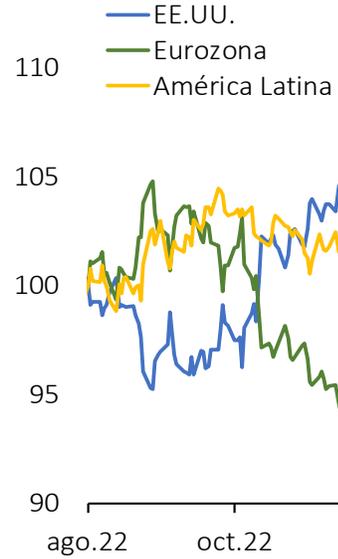
Mercados bursátiles (1) (2)

(índice 31.ago.22=100)



Monedas (1) (2)

(índice 31.ago.22=100)



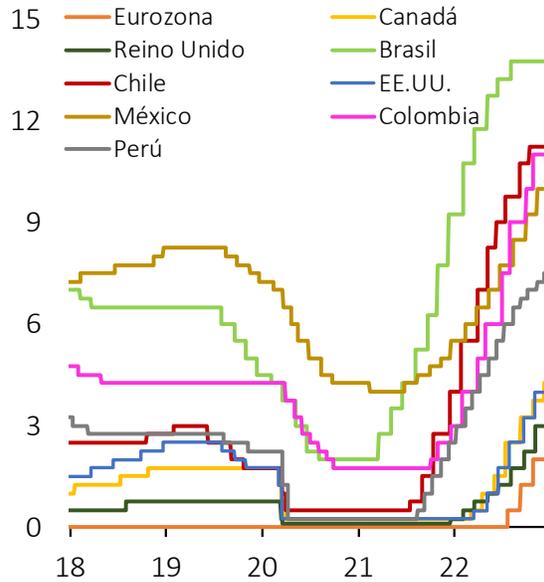
(1) Considera movimientos respecto del cierre estadístico del IPoM de septiembre (31 de agosto). (2) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 4

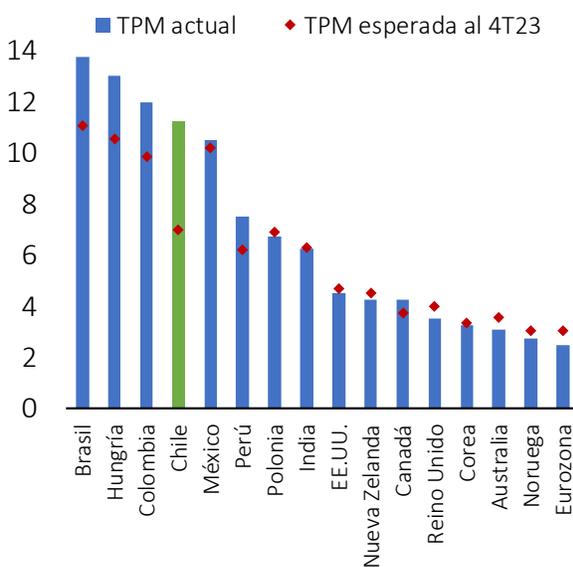
Tasas de política monetaria

(puntos porcentuales)



TPM global y expectativas

(puntos porcentuales)

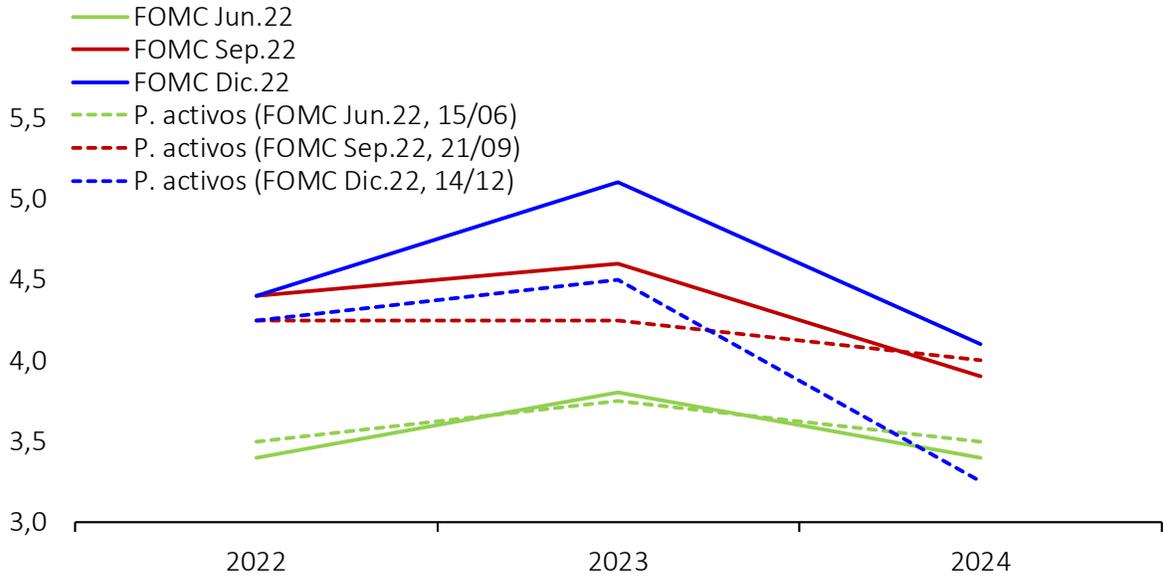


Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

Trayectoria de la tasa Fed funds

(porcentaje a diciembre de cada año, rango medio)

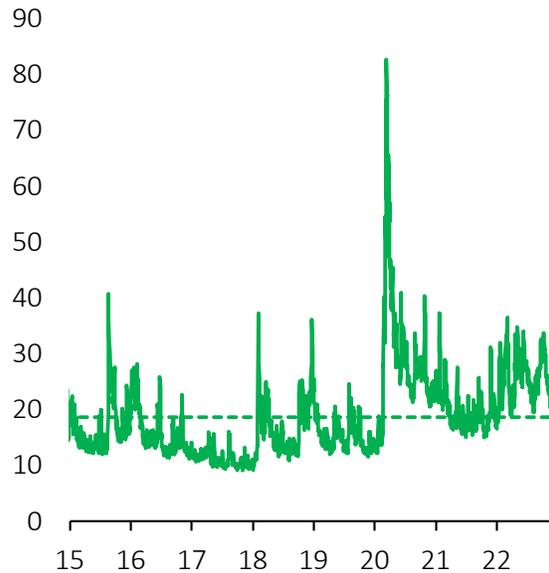


Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

Gráfico 6

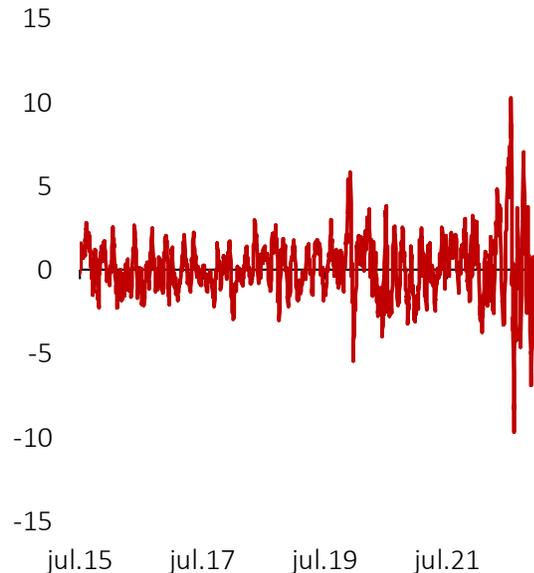
VIX (1)

(índice)



Evolución del tipo de cambio nominal local (2)

(variación diaria de la paridad peso/dólar)

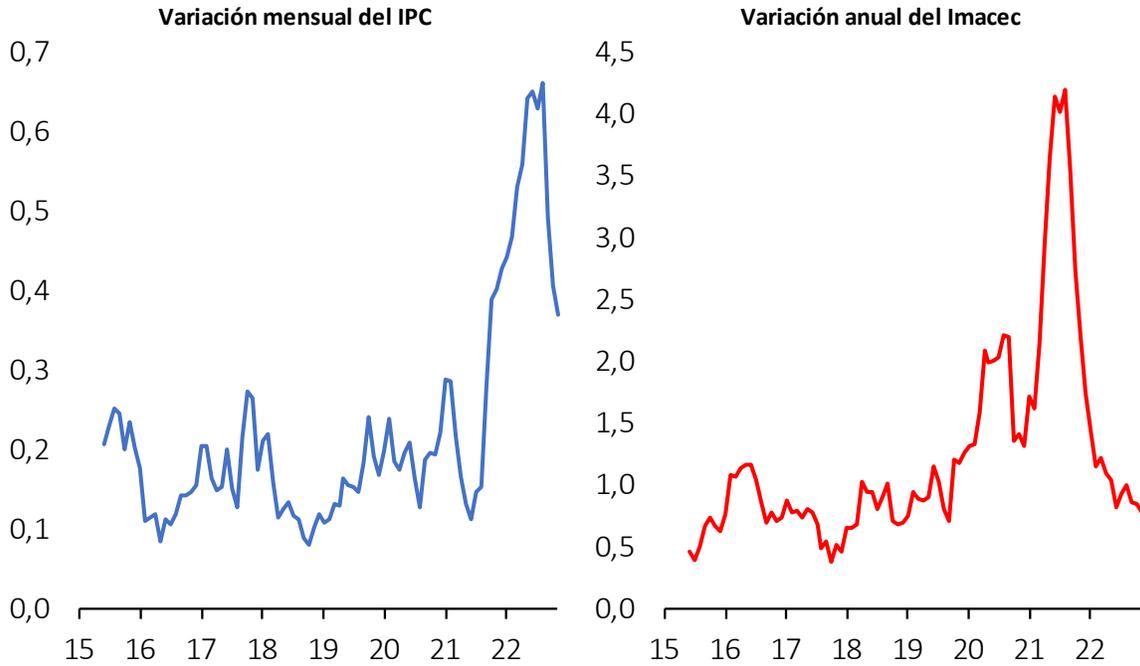


(1) Línea segmentada corresponde al promedio 2010-2022 del VIX. Este índice mide la volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. a un mes. (2) Promedio móvil de 15 días. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 7

Errores de proyección en la EEE (*)

(puntos porcentuales)

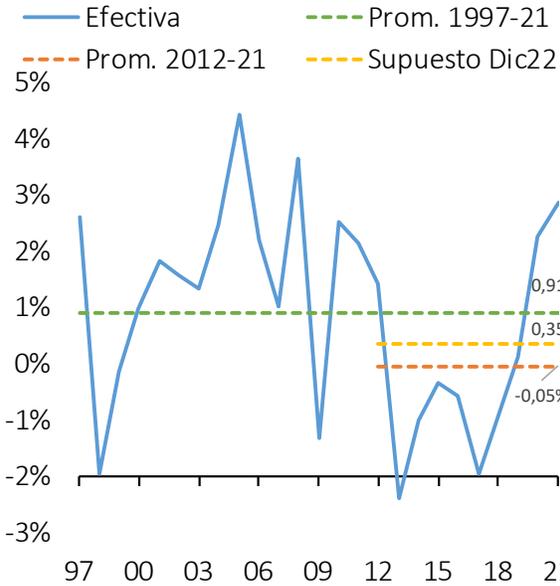


(*) Valor absoluto de la diferencia entre la proyección de la EEE y el dato efectivo. Promedios móviles semestrales. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

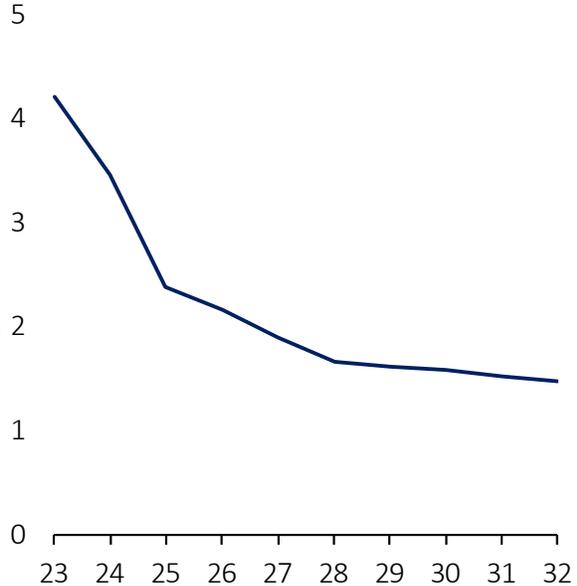
Productividad total de factores

(porcentaje)



Trayectoria de crecimiento tendencial

(porcentaje)

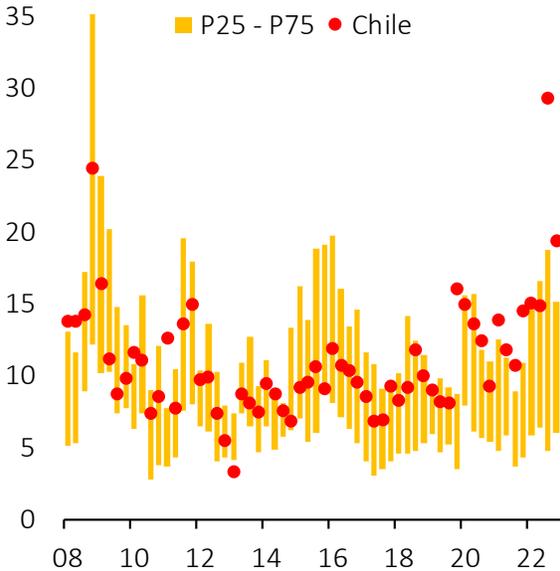


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

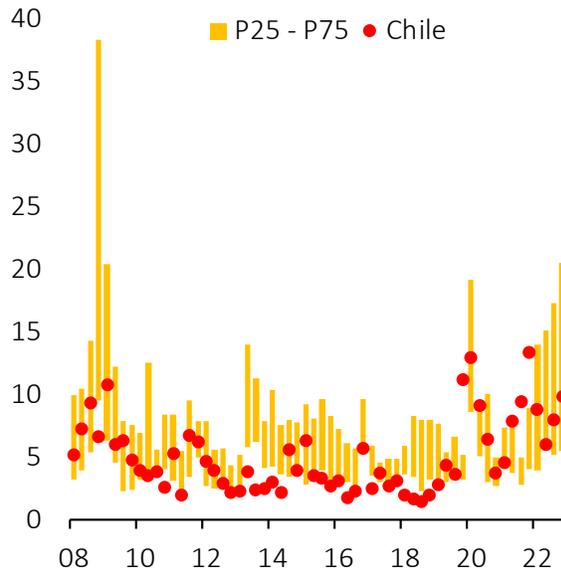
Volatilidad anualizada cambiaria EME (1) (2)

(porcentaje)



Volatilidad tasas soberanas EME (1) (2)

(puntos base)



(1) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. (2) Cuarto trimestre de 2022 considera datos hasta el 16 de diciembre.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

