

UNA ECONOMÍA QUE CIERRA BRECHAS SIGNIFICATIVAS Y AVANZA EN LA NORMALIZACIÓN DE SU POLÍTICA MONETARIA (*)

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile
29 de abril de 2024

Muy buenos días. Les agradezco la invitación a esta conversación con un actor relevante del sector minero chileno. La minería representa una parte importante de la economía chilena y conocer de primera fuente su evaluación respecto del momento actual y perspectivas es relevante para nosotros.

Permítanme partir esta instancia con un breve resumen de nuestra visión sobre el desempeño que tendrá la economía en los próximos trimestres, la que está plasmada en nuestro último Informe de Política Monetaria (IPoM). Habiendo pasado solo unas semanas desde su publicación, y habiéndose presentado y discutido en diversos foros, no me extenderé en la totalidad de sus contenidos.

Dicho lo anterior, creo importante comenzar por describir el contexto en que este IPoM se enmarca. Este es uno en que la economía chilena ha avanzado en la resolución de los grandes desequilibrios macroeconómicos de años anteriores, en que la inflación ha disminuido —alcanzando 3,2% anual en marzo— y donde las expectativas de inflación se han mantenido en torno a 3% por varios meses. Este escenario difiere de lo que observábamos hace un año, cuando la inflación total se ubicaba en cifras de dos dígitos y aún nos restaba ajustar los excesos de gasto de años previos (gráfico 1).

Por el lado de la actividad, los últimos meses han mostrado un mejor desempeño. La economía chilena retomó tasas de crecimiento trimestral positivas a partir del segundo semestre de 2023, cerrando ese año con un crecimiento del 0,2% del PIB. En enero y febrero, el Imacec también fue mejor que lo esperado, con tasas de expansión anual por sobre lo que se observó en meses anteriores.

Como mencionamos en el IPoM, en ello se combinan varios elementos: una mayor demanda externa, reflejada en el crecimiento de algunas líneas industriales y agrícolas; factores de oferta, como el mayor valor agregado de la generación eléctrica; y algunos elementos asociados a un mayor impulso local, como se observa en los servicios. Dada la transitoriedad de algunos de los elementos mencionados, el escenario central de proyección anticipa menores velocidades en los próximos meses.

(*) Presentación realizada en desayuno con la Sonami. Santiago.

Al contrario de la actividad, la demanda ha sido algo más débil que lo proyectado, particularmente en sus componentes transables. En la segunda parte de 2023, el consumo privado tuvo una tenue recuperación, después de un prolongado ajuste. La inversión tuvo un mejor comienzo de año, pero cayó significativamente en el segundo semestre, afectada principalmente por el componente de maquinaria y equipos, su parte más volátil (gráfico 2).

En lo externo, las principales noticias de los últimos meses se concentran en torno a la resiliencia de la economía estadounidense y sus implicancias para la inflación y la política monetaria de la Reserva Federal (Fed). El crecimiento de la actividad en este país ha sorprendido por su dinamismo, y los indicadores de empleo han superado las expectativas, dando cuenta de un mercado laboral estrecho. Esto, en un contexto de continuo aporte del gasto público y un mejor desempeño de la inversión en el margen. Si bien el crecimiento de la actividad del primer trimestre estuvo por debajo de lo esperado por parte del mercado, la demanda dio cuenta de un consumo e inversión que siguen sólidos.

El mayor dinamismo de la economía, junto con registros de inflación recientes algo mayores que lo previsto, han hecho a la Fed reforzar un tono más cauto respecto de cuándo comenzará a reducir su tasa de referencia. El mercado ha hecho eco de estos datos y de la comunicación de la Fed, atrasando de forma relevante el momento en que se prevé que comience la reducción de la *Fed Funds Rate* (gráfico 3).

La postergación de la baja de tasas en Estados Unidos y el lento proceso de reducción en otros bancos centrales han influido en el diferencial de tasas de Chile con otras economías, en línea con el desfase de sus ciclos económicos (gráfico 4). Estas divergencias han ido agregando presiones sobre el desempeño del peso, más allá del movimiento que han tenido otros de sus fundamentos, como el precio del cobre. Comparado con inicios de año, el peso ha tenido una depreciación significativa. Todo ello en un marco de tensiones geopolíticas en varios frentes y con mercados globales más reactivos ante noticias económicas inesperadas.

En este contexto, la política monetaria chilena ha reducido su nivel de restricción de forma relevante. La Tasa de Política Monetaria —la TPM— ha bajado 475 puntos base desde julio de 2023, hasta un nivel actual de 6,5%. Esta reducción se ha ido traspasando a las tasas de interés de corto plazo, en línea con la normal transmisión de la política monetaria.

Proyecciones

En cuanto a nuestras últimas proyecciones, el escenario central del Informe de marzo considera que el crecimiento del PIB se situará entre 2 y el 3% este año. Para 2025 y 2026, la proyección se ubica en un rango entre 1,5 y 2,5%, lo que supone que la economía irá convergiendo hacia tasas de expansión coherentes con su nivel potencial. Por el lado de la demanda, proyectamos que el consumo crecerá a tasas del orden de 2% anual entre 2024 y 2026, mientras que la formación bruta de capital fijo se contraerá 2% este año y crecerá 3% en 2025 y 1,9% en 2026 (tabla 1).

Entre otros elementos, estas proyecciones consideran el impacto positivo del repunte que ha mostrado la masa salarial tras superar los efectos de la pandemia y el shock inflacionario; que en la partida de 2024 la inversión en maquinaria y equipos tendrá un comportamiento menos negativo que lo observado a fines del año pasado; y que el desempeño de las obras de ingeniería impulsará la inversión en construcción y obras. Además, contempla que las condiciones financieras irán agregando estímulo a la economía, por el impacto positivo de la baja de la TPM.

Respecto del entorno externo, el escenario central del IPoM considera que en 2024 la economía de Estados Unidos crecerá 1,9%, por sobre el 0,6% anticipado en el último IPoM. Esto se basa en el desempeño que este país ha tenido en los últimos trimestres. Dicha corrección explica cerca de dos tercios del ajuste de las perspectivas para los socios comerciales de Chile este año, que pasan de 2,7 a 3%.

De hecho, para el resto de esos países, las proyecciones reiteran un bajo crecimiento. En China, se mantiene un panorama de crecimiento acotado para este y los próximos dos años, con expansiones de 4,8% en 2024, 3,9% en 2025 y 3,8% en 2026. Estos pronósticos responden a la debilidad que exhibe el gasto de los hogares, una confianza de los consumidores deprimida, los bajos niveles de los préstamos a los hogares en términos históricos y perspectivas para el empleo que continúan débiles. Todos fenómenos que, en buena parte, están relacionados con el relevante ajuste del sector inmobiliario. En contraposición, destacan la resiliencia de la producción industrial y la implementación de una serie de medidas para estimular la actividad (tabla 2).

Respecto de los precios de las materias primas, nuestra estimación para el precio del cobre y del petróleo son algo mayores respecto del Informe de fines de 2023. Nuestras proyecciones tuvieron como cierre estadístico el 26 de marzo, cuando el precio del metal se ubicaba en torno a los 4 dólares la libra, por debajo de los valores en que ha fluctuado más recientemente. Con la información de la que disponíamos entonces, proyectamos precios promedio de 3,85 dólares la libra para el período 2024-2026.

No es evidente estimar cuánto se modificarían estas proyecciones incluyendo la evolución más reciente del precio. En parte porque se debe evaluar cuidadosamente los factores de oferta y demanda que sustentan su comportamiento y cuál será su persistencia en el corto y mediano plazo. Esa será una tarea para el IPoM de junio. En todo caso, creo importante rescatar un dato que mostramos en el Informe de marzo, en particular la mayor intensidad de uso del cobre en el sector de transportes en China, lo que en el marco de la creciente demanda por electromovilidad puede estar incidiendo en su mayor precio (gráfico 5).

En lo que dice relación con la inflación, la variación anual del IPC total y subyacente subirá hasta 3,8% en diciembre de 2024. Esta cifra es mayor a la proyectada previamente, cambio que se asocia con la depreciación del peso, el deterioro de los factores de costo global y una mayor inflación a principios de año. En el mediano plazo, la convergencia de la inflación a la meta será impulsada por

una economía que se expandirá en torno a su potencial y un tipo de cambio real que se proyecta se apreciará a medida que otros países se pongan al día en la normalización de su política monetaria.

En cuanto a la política monetaria, tal como señalamos en nuestra última Reunión de Política Monetaria, prevemos que, en línea con el escenario central del IPoM de marzo, la TPM seguirá reduciéndose. Como siempre, la magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Sensibilidad de las proyecciones

Quisiera aprovechar este espacio para hacer un breve recordatorio sobre qué significa nuestro escenario central y cuál es su rol en las decisiones de política monetaria. Cada vez que construimos un IPoM, debemos evaluar la evolución futura de la economía y sus implicancias para la inflación y la política monetaria. Esto se plasma en un escenario de proyecciones, que llamamos escenario central, y que contiene una serie de juicios y supuestos sobre lo que consideramos el escenario más probable.

Estos juicios y supuestos abarcan una serie de ámbitos. Entre varios, cómo evolucionará la actividad, la demanda, la economía mundial, el precio de las materias primas, las condiciones financieras — incluido el tipo de cambio real— y cómo será su transmisión hacia la economía. En la construcción de este escenario se utiliza un sofisticado conjunto de modelos y mantenemos una valiosa discusión en torno a las implicancias de cada uno de los juicios y supuestos. Sin embargo, es evidente que todos ellos están sujetos a un grado elevado de incertidumbre.

Por esta razón, para no solo dar cuenta de aquellos que creemos más probable y sus implicancias, nuestros informes también consideran escenarios alternativos o de sensibilidad. Estos escenarios no tienen una representación numérica en nuestros informes, en términos de cuál sería el crecimiento o la inflación de no cumplirse lo esperado. No obstante, sí tienen una representación cuantitativa y cualitativa de cuál sería el impacto en la TPM de darse situaciones distintas de las esperadas. Esto es lo que llamamos el corredor de TPM.

A partir de escenario central —o más probable—, este corredor refleja situaciones donde la política monetaria podría tener una trayectoria distinta si se va conformando una evolución de la economía distinta o si el Consejo considera que por razones tácticas es mejor adoptar otro camino. En el IPoM de marzo, los escenarios de sensibilidad, que definen los límites del corredor, consideran situaciones en las que la evolución de la demanda interna difiere de las proyecciones del escenario central.

Por ejemplo, el borde superior incorpora un mejor desempeño del gasto que incentivaría alzas de precios y una recomposición de márgenes en las empresas, configurando un panorama más inflacionario. El borde inferior plantea un deterioro adicional de la demanda interna. Por ejemplo,

podría darse el caso de una recuperación más lenta de algunos sectores económicos, con sus respectivas consecuencias en el ámbito laboral, que atenuarían las presiones sobre la inflación (gráfico 6).

En este IPoM, también analizamos un escenario de sensibilidad intermedio, en el cual la inflación en Estados Unidos es más persistente que lo previsto. Una situación como esta llevaría a la Reserva Federal a retrasar algo la normalización de su política monetaria, aunque para efectos de los escenarios que evaluamos mantendría la TPM dentro de los márgenes del corredor.

Nuestros informes también evalúan —cualitativamente— escenarios más extremos. Estos los definimos como situaciones en las que los cambios que se provocarían en la trayectoria de la inflación llevarían a que la política monetaria reaccionará más allá de los límites que considera el corredor de TPM.

En este ámbito, un escenario que mencionamos en el IPoM son las tensiones geopolíticas en distintas regiones del planeta. Estas podrían dar paso a escenarios más extremos, por ejemplo, si conflictos como el de medio oriente escalan significativamente y tienen impactos relevantes en el precio de las materias primas u otras variables del escenario macro. Entre otros efectos, ello podría colocar presiones adicionales a los balances fiscales y las condiciones financieras a nivel global. En un contexto donde las tasas de interés de largo plazo han aumentado, esto podría suponer inconvenientes para la concreción de inversiones de gran tamaño.

Reflexiones finales

Permítanme completar esta introducción con un par de reflexiones. La economía chilena ha cerrado sus importantes desequilibrios macroeconómicos de años anteriores, y la inflación está cerca de la meta de 3%, con las expectativas de inflación bien ancladas. La situación en que nos encontramos hoy le otorga al Banco mayor flexibilidad para acomodarse a shocks que puedan aumentar la inflación, siempre y cuando estos se disipen dentro del horizonte de política monetaria de dos años.

Sin embargo, los mercados y las condiciones financieras globales están especialmente sensibles a factores como la evolución de las tensiones geopolíticas —las que emanan de distintos frentes— y las señales respecto de la evolución de la inflación en Estados Unidos.

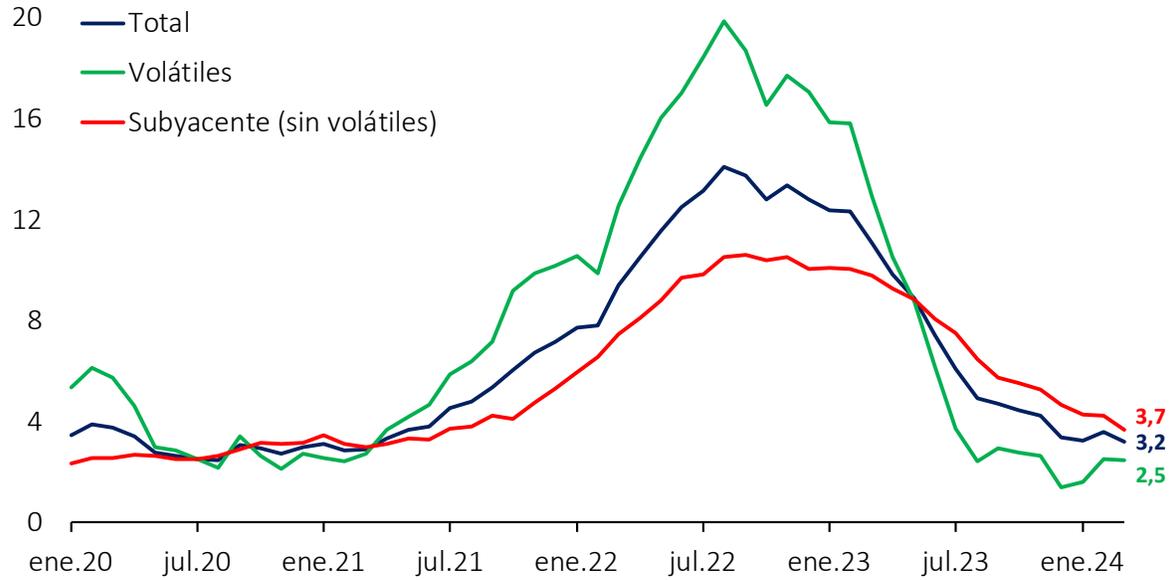
En este contexto, prevemos que la TPM seguirá disminuyendo a lo largo del año. No obstante, debemos ser cautelosos a la hora de evaluar el escenario macroeconómico y la adecuada velocidad de normalización de la política monetaria en nuestra economía. Como hemos resaltado desde hace tiempo, la magnitud y temporalidad de las futuras reducciones de la TPM se evaluará reunión a reunión, teniendo presente la evolución del escenario macro y sus implicancias para la inflación.

Muchas gracias

Gráfico 1

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

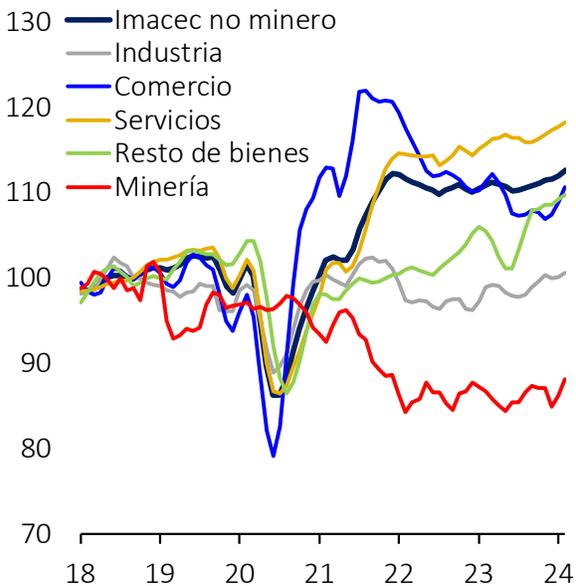


(*) Series consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 2

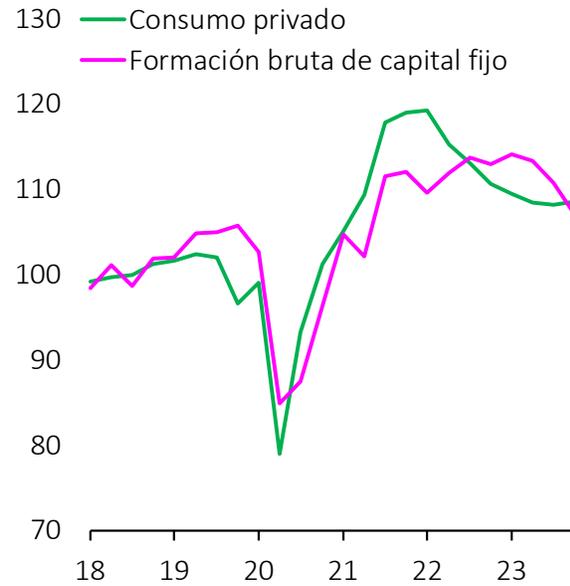
Actividad mensual (Imacec) (*)

(promedio 2018=100, serie desestacionalizada)



Demanda interna

(promedio 2018=100, serie desestacionalizada)



(*) Promedios móviles de tres meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1
Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)
	IPoM Dic. 23	IPoM Mar. 24	IPoM Dic. 23	IPoM Mar. 24	IPoM Mar.24
PIB	1,25-2,25	2,0-3,0	2,0-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
Demanda interna	2,0	1,6	2,7	2,2	2,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,5	1,0	1,9	2,1	2,1
Formación bruta de capital fijo	0,0	-2,0	2,4	3,0	1,9
Consumo total	2,0	2,0	1,8	1,9	2,2
Consumo privado	2,1	2,0	1,8	1,9	2,3
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	4,5	1,9	2,7	1,8
Importaciones de bienes y servicios	4,3	1,3	2,9	3,5	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,0	-3,4	-3,9	-3,4	-3,4
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	18,4	20,0	19,1	20,6	20,3
FBCF nominal (% del PIB)	23,1	23,1	23,0	23,5	23,7

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2
Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

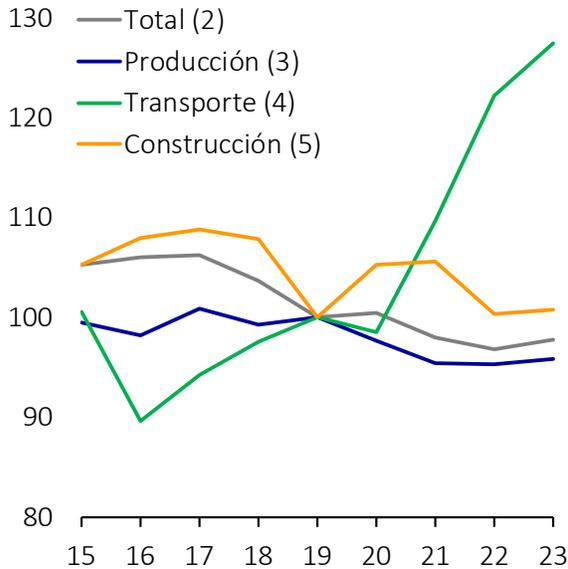
	Prom. 10-19	2022	2023 (e)	2024 (f)	2025 (f)	2026 (f)
Mundo a PPC	3,7	3,3	3,2	3,0	2,9	3,1
Mundo a TC de mercado	3,3	2,9	2,8	2,5	2,4	2,7
Socios comerciales	3,9	2,8	3,3	3,0	2,8	2,9
Estados Unidos	2,4	1,9	2,5	1,9	1,6	2,5
Eurozona	1,4	3,5	0,5	0,2	0,9	1,5
Japón	1,2	0,9	1,9	1,2	1,3	0,5
China	7,7	3,0	5,2	4,8	3,9	3,8
India	7,0	7,2	6,3	6,5	6,4	6,3
Resto de Asia	4,5	4,2	3,2	4,1	3,8	3,7
América Latina (excl. Chile)	1,7	3,9	2,1	0,9	2,1	2,8
Exp. de prod. básicos	2,2	3,2	1,4	1,0	2,0	1,8

(*) Para sus definiciones, ver Glosario. (f) Proyección. (e) Estimación. 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 5

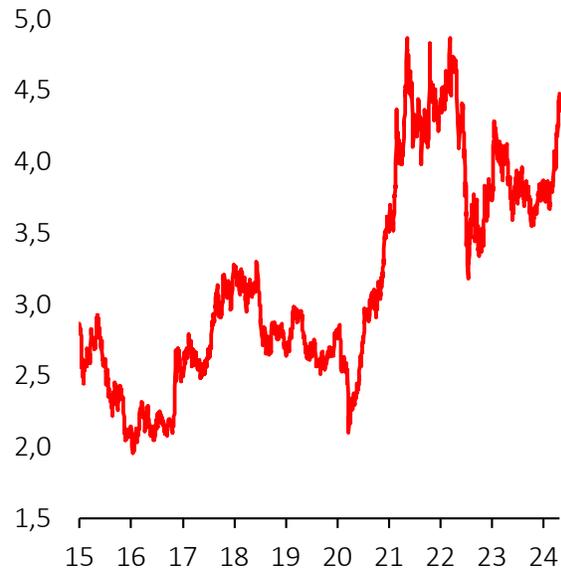
Intensidad de uso del cobre en China (1)

(índice 2019=100)



Precio del cobre

(dólares la libra)

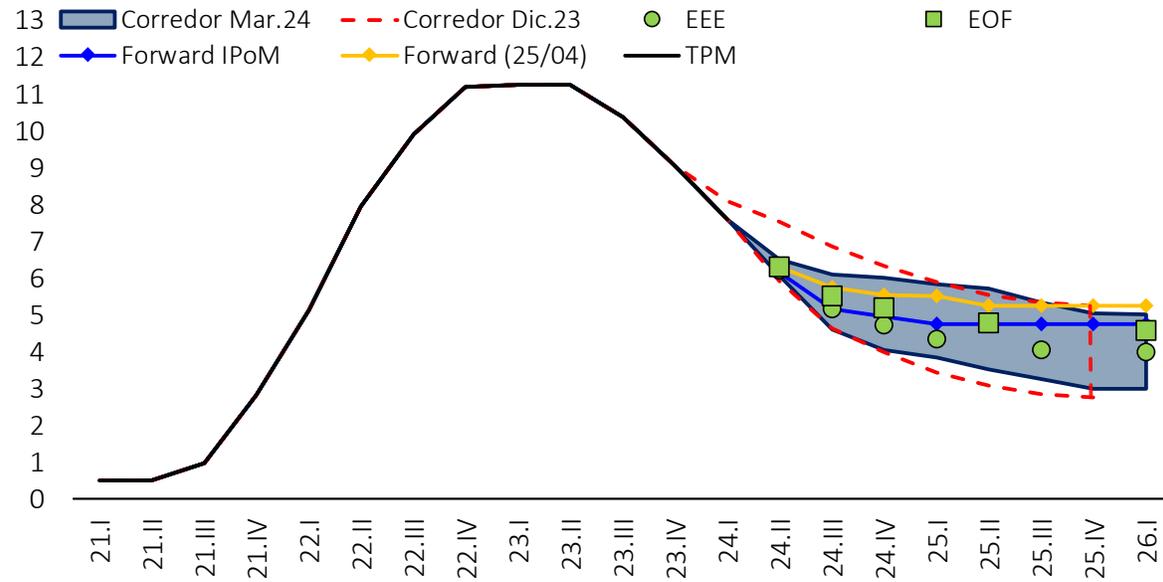


(1) Ratio de consumo de cobre sobre unidad de output. Numerador y denominador (por separado) están indexados a 2019=1, luego el ratio se multiplica por 100. (2) Consumo total de cobre refinado sobre el PIB real. (3) Consumo total de cobre refinado en los distintos sectores industriales sobre la producción industrial total de China. (4) Consumo total de cobre refinado en la industria de transporte sobre la producción total de vehículos. (5) Consumo total de cobre refinado en la industria de la construcción sobre el valor agregado del sector construcción. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CRU Group y Oxford Economics, y Comisión Chilena del Cobre (Cochilco).

Gráfico 6

Corredor de TPM (*)

(promedio trimestral, porcentaje)



(*) Contiene la EEE de abril y la EOF post RPM de abril. 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.10, Capítulo II, IPoM de marzo 2024). Fuente: Banco Central de Chile.