

## FACTOR ECONÓMICO

# Jorge Selaive, economista: "Chile ya no tiene liquidez propia suficiente para enfrentar escenarios de estrés local o internacional de manera convinciente"



El economista jefe de Scotiabank advierte la mayor vulnerabilidad del país ante los bajos ahorros fiscales y un nivel "subóptimo" de reservas del Banco Central. Alerta, además, que hoy existe una mayor "sensibilidad" de la deuda pública al tipo de cambio.

POR DAVID LEFÍN

Para este año proyecta un crecimiento del PIB de 2,7% y para 2025 una expansión entre 2,5% y 3%. En opinión del economista jefe de Scotiabank, Jorge Selaive, la economía sigue creciendo al mismo ritmo que en los últimos meses, por lo que comparte las estimaciones de Hacienda, al tiempo que resalta la desviación en los pronósticos del Banco Central.

"Para 2025, me acerco más a la proyección de 2,7% de Hacienda que a la proyección en torno a 2% del Banco Central. Hay que decir que el Banco Central no ha sido particularmente asertivo en una perspectiva de mediano plazo, por lo que, en escenarios donde las aguas están moviéndose tan fuerte, trabajar con que el escenario del Banco Central

es el más asertivo, no sería lo más juicioso", afirma.

Recuerda que en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre y diciembre de 2023, el Banco Central apuntaba a que la economía crecería 1,7% este año, "pero vamos a cerrar cerca de un punto por arriba".

En ese contexto, sus preocupaciones para la economía chilena son más bien financieras. El crecimiento de gasto público que estimó el Gobierno, en cerca de 3,5% este año y 4% en 2024, no le parece particularmente expansivo, pero sí plantea que debió ser más "ambicioso" para reducir el déficit estructural, desde la meta de -1,9% del PIB este año a -1,1% del PIB en 2025. Sostiene que "una señal de convergencia más rápida del déficit hubiera ayudado a una mayor convicción por parte de los observadores internacionales y locales

que miramos

la estabilidad de deuda sobre PIB".  
-Para el próximo año Hacienda proyecta que la deuda se estabiliza en 41,3% del PIB. ¿Qué le preocupa?

-Hoy el ratio de la deuda soberana sobre PIB es más sensible al tipo de cambio que en el pasado. Eso se debe a que actualmente tenemos cerca de 36% del stock de deuda soberana denominado en moneda extranjera. Por eso, que se cumplan los supuestos de tipo de cambio de Hacienda implícitos en el Informe de Finanzas Públicas (\$865 a diciembre de 2025) es crucial para la estabilidad de la deuda sobre PIB. Y eso puede ocurrir, pero también podría no ocurrir y que el tipo de cambio se quede en los niveles actuales. Si, por ejemplo, el tipo de cambio se fuera a \$955, en un contexto en que más de un tercio de la deuda soberana está denominada en moneda extranjera, probablemente generaría notables cuestionamientos a la estabilidad y a la convergencia de la deuda sobre PIB.

-¿Se podría ir sobre el 45% del PIB que se considera prudente?

-Nos comenzaríamos a acercar

rápidamente al techo del umbral prudente. Hoy día, en la medida que la deuda se acerca a lo considerado prudente, ha aumentado la sensibilidad de los analistas sobre las proyecciones, por ejemplo, de gasto público o recaudación fiscal. Eso tiene mucho sentido dado que estamos en una situación menos holgada para equivocaciones. Los analistas están más pendientes de la asertividad en las proyecciones.

**"Hoy el ratio de la deuda soberana sobre PIB es más sensible al tipo de cambio que en el pasado. Y eso se debe a que hoy día tenemos cerca de 36% del stock de deuda soberana denominado en moneda extranjera".**

Lo que yo estoy señalando es que, junto con eso, hoy la deuda tiene mayor sensibilidad al tipo de cambio.

Además, Chile ya no tiene liquidez propia suficiente para enfrentar escenarios de estrés local o internacional de manera convincente. Hacienda acaba de anunciar el retiro de US\$ 1.000 millones del FEES, con lo que quedaría en 1% del PIB, y las reservas internacionales propias del Banco Central están en un nivel subóptimo, y solo llegan a un nivel razonable gracias a la línea de crédito flexible que tiene con el FMI.

-¿A qué se refiere con una liquidez convincente?

-Un nivel de liquidez convincente implica que nos haga menos vulnerables a escenarios de shocks internacionales.

Hoy el FEES tiene 1% del PIB, vamos a llegar a cerca de US\$ 3.600 millones a fin de año y estaba sobre US\$ 20.000 millones el año 2008. Y las reservas internacionales propias también se han deteriorado en todo tipo de comparación: respecto del PIB, de las importaciones, de deuda de corto plazo...

De ahí la importancia de cerrar las fuentes de incertidumbre política y económica idiosincráticas, como la reforma de pensiones y la reforma tributaria. Porque en la medida que se cierran esas válvulas de incertidumbre, se disminuye esta mayor vulnerabilidad en que deja al país un escenario de menor liquidez internacional.

**–En ese escenario, ¿el Gobierno debiera ahorrar en el FEES y el Banco Central retomar su programa de acumulación de reservas que suspendió hace un año?**

–Sí. Primero, hubiera sido muy valioso que el Fisco hubiese empezado desde ya una mayor convergencia del déficit estructural. Desde el 1,1% proyectado a un 0,5% del PIB habría sido un tremendo mensaje de consolidación fiscal, especialmente ante la mayor incertidumbre de los nuevos ingresos provenientes de las medidas de cumplimiento tributario.

Y, segundo, espero que el Banco Central en algún momento retome la acumulación de reservas internacionales para llegar a niveles similares a los que tienen países de la región. Hoy estamos en niveles menores a los de Perú, Colombia y Brasil en reservas internacionales sobre deuda de corto plazo, PIB o importaciones.

Pero insisto que si nos vemos más vulnerables porque no tenemos estos elementos que mitigan los impactos del escenario internacional más volátil, necesitamos tener menos volatilidad idiosincrática política y económica.

**–Con un tipo de cambio que sigue en torno a \$930, ¿cuándo sería el momento para que el Banco Central retome la compra de dólares para acumular reservas?**

–Probablemente en ese momento habrá una combinación de tipo de cambio más apreciado que el actual, acompañado de inflaciones particularmente más bajas. Por lo tanto, yo no diría que eso se vaya a

retomaren el corto plazo, pero, definitivamente, necesitamos recuperar los niveles de liquidez internacional.

**–¿Y cuál es su proyección para el tipo de cambio?**

–Se va a apreciar, creo que vamos a llegar a niveles de \$870 durante los próximos meses. Mi visión es que el reciente anuncio de estímulo de China podría no ser el único. La estabilidad y proposición doctrinaria de China depende de dar estabilidad económica, creación de empleo y bienestar económico a sus ciudadanos. Y hoy tiene un problema de desempleo juvenil. Por lo tanto, este podría no ser el último de los estímulos fiscales si es que la economía china no se estabiliza. En ese contexto, veo probable que el precio del cobre vuelva a visitar los US\$ 5 la libra durante los próximos dos a tres trimestres. Eso también supone una apreciación del peso.

Pero más allá de lo que uno proyecte respecto del tipo de cambio, porque uno se puede equivocar, es importante tener una estimación de la elasticidad, del impacto del tipo de cambio en la deuda a PIB.



**Si el tipo de cambio se fuera, por ejemplo, a \$955, en un contexto donde más de un tercio de la deuda soberana está denominada en moneda extranjera, probablemente generaría notables cuestionamientos a la estabilidad y a la convergencia de la deuda sobre PIB”.**

**–Dado este escenario de mayor vulnerabilidad, ¿ve probable que las clasificadoras de riesgo bajen la calificación a Chile?**

–Por ahora no veo ese riesgo. Porque acabamos de dar una señal con el cierre parcial de la reforma tributaria, lo que es una buena noticia para una clasificadora de riesgo. Y, además, yo no considero particularmente optimistas las proyecciones de ingresos tributarios de Hacienda. Una expansión estimada de los ingresos de otros contribuyentes de 6,4% no parece desalineada de una proyección de crecimiento de la demanda interna de 3,4%, porque comparto una expansión del PIB en 2025 entre 2,5% y 3,0%. Y dentro de esas proyecciones, una expansión de la inversión total entre 5% y 10% parece totalmente alcanzable el 2025, aunque no repetible en años posteriores lamentablemente.

**–¿A qué se debe su optimismo**

**con la inversión?**

–El Banco Central está anticipando un crecimiento de la inversión de 5,1% para el próximo año, pero yo creo que esa proyección se va a quedar corta. Vamos a ver no solo un aumento en la inversión minera y en el sector energético, sino que también vamos a comenzar a ver la recuperación en la inversión del sector inmobiliario, que ha estado muy rezagada, una vez que se licuen parte de los stocks disponibles de vivienda. Y finalmente vamos a tener el gran envío de la inversión vinculada a las concesiones.

**–El IPC de 0,1% en septiembre fue más bajo de lo esperado, ¿espera un recorte de la tasa de política monetaria?**

–El IPC de septiembre confirma el espacio para recortar la TPM en octubre, pero nada asegura que tendremos un nuevo recorte en diciembre.

Creo que, si bien puede haber una baja ahora, el mensaje va a ser un poco más conservador. La demanda interna sigue débil, con poco espacio para efectos de segunda vuelta del alza de tarifas eléctricas, pero aún tenemos alzas adicionales que pueden cambiar ese diagnóstico. A esto se suma el escenario internacional más desafiante por el alza de los costos de transporte y del petróleo, por el conflicto en Medio Oriente.

Por lo tanto, esperaré que el Banco Central entregue un mensaje de “todo va en línea con nuestro escenario base, pero han surgido riesgos externos cuya implicancia debe ser evaluada”. Ese mensaje lo interpretaría como “no está asegurada una continuación de los recortes sin pausas”.

**–¿Cuánto cree que bajará la TPM en octubre?**

–Para mí, desde ahora el escenario es de recortes de 25 puntos base, porque estamos con una tasa real de política monetaria en torno a cero, ya que la inflación terminará el año por debajo de 4,5%, que es el escenario del Banco Central.

## Fondos generacionales de reforma previsional impactarían mercado de renta fija

Jorge Selaive confía en que el sistema político logrará un acuerdo para cerrar el tema previsional. Y aunque aclara que la reforma a la que se llegó no será completamente del gusto de la izquierda ni de la derecha, hay un aspecto en que sí hay consenso y respecto del cual le preocupa su implementación: los nuevos fondos generacionales.

Se trata del nuevo sistema que reemplazaría a los actuales multifondos y por lo cual las personas serían asignadas al fondo generacional que le corresponda según su tramo etario.

Advierte que actualmente el 51% de los cotizantes están en fondos que no le corresponde, y de ellos, la mayoría se encuentran en fondos más riesgosos, que invierten en el exterior. Por lo tanto, si se implementan fondos generacionales habría una enorme “nacionalización” de activos y mayor adquisición de instrumentos de renta fija local, ya que deberían aumentar las inversiones con menor riesgo.

“Una implementación de los fondos generacionales requerirá una gran coordinación entre la CMF, el Banco Central y la Superintendencia de Pensiones, porque se necesitarán ajustes en los límites de inversión transitorios en cada uno de los nuevos

fondos. Mi estimación es que si esto se implementara sin ajustes en los límites y de una vez, significaría un movimiento de cerca de US\$ 26.000 millones hacia activos de renta fija local, lo que tendría un enorme impacto”.

**–¿Cuál será el efecto en las tasas y el tipo de cambio?**

–En tasas, claramente a la baja. Creo que incluso ese impacto ya podríamos estarlo viendo, porque puede haber algunos agentes que ya estén colocando alguna probabilidad a la aprobación de la reforma de pensiones y específicamente a los fondos generacionales. Y el impacto cambiario es más difícil de tabular en su magnitud y temporalidad.

**–Si hubiera un flujo de capitales hacia el país habría un efecto a la baja en el dólar...**

–Por supuesto, pero al mismo tiempo habría tasas más bajas. Entonces, no es evidente el efecto cambiario. Pero en cualquier caso esto requerirá mucha coordinación y flexibilidad de parte de las autoridades.

