

JORGE SELAIVE,
 ECONOMISTA JEFE
 DE SCOTIABANK CHILE:

“Sin el shock de las tarifas eléctricas, es probable que el Central corrigiera a la baja su proyección de IPC”



■ El experto ve margen para una apreciación del peso y cree factible que la formación bruta de capital fijo eluda una baja este año.

POR CATALINA VERGARA

En el último año, el economista jefe de Scotiabank Chile, Jorge Selaive, ha sido parte del grupo de los optimistas del mercado sobre el curso previsto para los precios internos y, en lo más reciente, también se unió a quienes ven a la actividad con un mayor vuelo y con la posibilidad de expandirse 3% en 2024.

Prueba de lo primero es que durante gran parte del año pasado, el también académico de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile preveía que la meta de inflación de 3% a que apunta el Banco Central se lograría en marzo de este año, lo cual finalmente no ocurrió debido al alto nivel del tipo de cambio y un nuevo factor que entró a escena: el alza en las tarifas eléctricas.

Con dicha incidencia en juego, el instituto emisor asumió en el Informe de Política Monetaria (IPoM) que presentó el miércoles pasado que la meta recién se lograría en la primera parte de 2026.

Pero ni el incremento de las cuentas de la luz y su efecto en los precios cambian el estado de ánimo de Selaive.

El especialista prevé que un peso

chileno más fortalecido –incluso mayor a lo que prevé el propio instituto emisor– durante el segundo semestre ayudará a contener el inesperado impacto del valor de la electricidad en el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

El economista jefe de Scotiabank Chile hace una lectura del mensaje de la entidad presidida por Rosanna Costa en su último reporte, con el que parece estar alineado en la mayoría de sus términos.

– **¿Qué sensación le dejó el IPoM de junio? El reporte tuvo como dos caras: más inflación, pero también más crecimiento.**

– Un moderado optimismo. Se mejora la proyección de déficit de cuenta corriente y se mejora la proyección de crecimiento gracias al consumo y la inversión.

Efectivamente, se aumenta inflación, pero altamente vinculada a tarifas eléctricas cuya magnitud se puede asimilar a un aumento en el precio del petróleo de más de 30% en los próximos meses. Es un shock de oferta no subyacente, pero de tamaño mayúsculo. Se puede asimilar en varias dimensiones a tener el petróleo de vuelta a los niveles del inicio de la guerra de Ucrania-Rusia.

– **¿Comparte entonces el cam-**

“La TPM se recortará poco o nada durante el segundo semestre”.

“Una economía que regresa al crecimiento potencial este mismo año se merece una moneda más fuerte”.

bio de escenario en materia de inversión?

– Sí. Por nuestra parte tenemos hace ya un tiempo un nulo crecimiento de la inversión, toda vez que hemos visto entrada de nuevos proyectos en el sector energía, una materialización de la inversión privada adecuada y una excelente ejecución de la inversión pública que probablemente será incluso sobreejecutada este 2024, aportando a la formación bruta de capital fijo.

Quizás el gran problema es que tiene un alto componente de maquinaria y equipos importados y mucho menos de construcción y obras, pero aún así es bienvenida.

– **¿Hay margen para eludir una caída de la inversión este año?**

– Sí. Incluso podríamos ver una leve alza de la inversión total muy dependiente de la ejecución de la inversión pública y la rapidez en los procesos de asignación de concesiones en trámite.

– **¿Y cree que lo que ocurra con el precio del cobre podría llevar a una mejora en el PIB potencial o tendencial del país?**

– No vemos impactos en el PIB potencial, que está más determinado por la capacidad de producción de la economía en el corto plazo y donde la productividad juega un rol crucial. Asimismo, la capacidad de producir mucho más cobre es bastante acotada.

Sí vemos un impacto en los in-

gresos estructurales del Gobierno, que se verán favorecidos por un incremento muy probable en el precio referencial del cobre y del PIB tendencial que fija el comité de expertos respectivo.

Lo anterior se debe a las mejores perspectivas del precio del cobre y la mayor inversión que debería sucederla.

En el escenario del Banco Central, se aumenta la inversión para todo el período de proyección justamente por la mayor inversión en sectores primarios.

Inflación sobre 3% hasta fines de 2025

– **¿Le hacen sentido las proyecciones de mayor inflación? Ahora habrá que esperar hasta 2026 para el retorno a la meta de 3%.**

– Sí. Es posible que nos mantengamos en niveles de inflación sobre 3% hasta fines de 2025.

Sin embargo, aún está por verse el efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre los precios.

El regreso a los equilibrios macro, con un déficit de cuenta corriente totalmente sostenible y un déficit fiscal efectivo acotado, son muy bienvenidos por la moneda.

Asimismo, un mejor alineamiento con la política monetaria de la Reserva Federal y ojalá señales positivas de acuerdos políticos en las reformas de pensiones y tributaria en el corto plazo, también deberían



FOTO JULIO CASTRO

el próximo movimiento en el cuarto trimestre. Estamos a menos distancia de la TPM neutral y la política monetaria no está entre las más contractivas del mundo, como fue el caso a mediados de 2023.

Lo que sí veo es mayor dificultad del mercado para anticipar el próximo movimiento de la TPM dada justamente esta mayor flexibilidad, a lo que suma un corredor de tasas que no descarta un alza en la TPM de concretarse un escenario de riesgo relacionado a las mismas tarifas eléctricas.

Insisto: por razones diversas, la política monetaria se ha hecho algo más impredecible en este nuevo IPoM.

- ¿Qué implicancias o complicaciones puede tener que se vuelva más impredecible?

- Aumenta la volatilidad de las tasas de interés nominales de corto plazo y se incorpora un castigo en ellas asociado a esa volatilidad.

La predictibilidad de la política monetaria tiene valor en sí misma y, por lo mismo, es siempre preferida por las autoridades monetarias en el mundo.

- ¿Esto también implicará una tasa de interés neutral más alta?

- Podríamos ver nuevos ajustes al alza en la tasa neutral, debido principalmente al alza en las tasas externas y a mejores perspectivas de crecimiento.

Sin embargo, el ajuste eventual en la TPM neutral debería ser muy acotado -no más de 25 puntos base- y lo conoceremos a fines de año en el IPoM de septiembre o diciembre.

- ¿Volveremos a tener tasas de interés más bajas que las vistas en la prepañemía para empresas y personas?

- Aún estamos viendo el traspaso de las bajas en la TPM reciente, incluida la de junio.

Hacia lo que queda de 2024, no trabajaría con bajas sustantivas en el costo de crédito de corto plazo -menor a uno o dos años- toda vez que, si se da esta baja, será menor.

Para el costo de crédito de me-

“Espero una apreciación del peso que podría incluso ser alimentada por agentes externos. No me sorprendería ver el tipo de cambio entre \$ 850 y \$ 870 este segundo semestre”.

“Estamos a menos distancia de la TPM neutral y la política monetaria no está entre las más contractivas del mundo, como fue el caso a mediados de 2023”.

diano y largo plazo -superior a dos años-, resulta crucial la evolución de las tasas externas, donde esperamos que la Fed y la economía americana nos entreguen más luces hacia fin de este año.

Tipo de cambio: “Necesario ajuste”

- En este escenario, ¿qué se puede esperar para el precio del dólar? ¿Será un factor a favor o en contra?

- Espero que el tipo de cambio haga el necesario ajuste en una economía más sana y con una TPM más alineada al escenario más probable de las tasas externas.

En ese contexto, espero una apreciación del peso que podría incluso ser alimentada por agentes externos. No me sorprendería ver el tipo de cambio entre \$ 850 y \$ 870 este segundo semestre.

De llegar a esos niveles, será más difícil para el Banco Central reiniciar el proceso de acumulación de reservas internacionales dado este incremento de tarifas eléctricas que se sentirá hasta iniciado en 2025.

- ¿Qué tanto puede alterar todo este escenario un eventual nuevo retiro de fondos de pensiones, que el banco volvió a decir que es muy negativo?

- El impacto sería absolutamente negativo para la economía. Si bien aumentaría los ingresos disponibles en el corto plazo, rompería nuevamente todo lo logrado desde el último retiro de fondos de pensiones en 2021. Ha costado tres años retomar algunos equilibrios, no todos, a un costo altísimo para los hogares.

Un nuevo retiro no solo generaría los mismos o similares costos, sino que también vendría acompañado de una percepción de deterioro institucional permanente: “En Chile se hacen retiros de fondos previsionales cada cierto tiempo”.

El mercado de capitales daría un peldaño hacia atrás con consecuencias directas negativas sobre empresas y personas.

ser premiados por inversionistas extranjeros.

Finalmente, una economía que regresa al crecimiento potencial este mismo año se merece una moneda más fuerte. Espero que el peso chileno siga apreciándose respecto a otras monedas y contenga parcialmente el shock inflacionario de las tarifas eléctricas.

En ese contexto, vemos algo menos de inflación en 2024 y 2025 de la proyectada por el instituto emisor. Este 2024 proyectamos no más de 4% y en 2025 en torno a 3,5%.

- Las tarifas eléctricas se entienden como el gran factor detrás de la persistencia de precios más altos. ¿Qué tan complicado cree que puede ser este escenario?

- Efectivamente. Sin el shock de tarifas eléctricas, probablemente el Banco Central hubiera corregido marginalmente a la baja su proyección de IPC para este año y el próximo.

Con eso, queda bastante clara la importancia de las tarifas eléctricas. Es un shock de tamaño significativo como señalé anteriormente. Es como volver a tener el petróleo en los niveles de inicios de 2022 o tener las mayores alzas que permite el Mepco de las gasolinas por 10 meses consecutivos.

Dado el shock, su impacto directo sobre la inflación será significativo y el efecto indirecto podría mantener la inflación por sobre la meta por

todo el próximo año.

Sin embargo, insisto que el tipo de cambio debería hacer un ajuste automático que puede compensar parcialmente esto, en un contexto de apreciación cambiaría muy superior a la que contempla el Banco Central.

- ¿Por qué ve espacio para ese ajuste automático? ¿Qué factores están detrás de un dólar más bajo, que en los últimos días ha tendido más bien a subir?

- La economía no tiene desbalances macro relevantes, la cuenta corriente es incuestionablemente sostenible, la TPM se recortará poco o nada durante el segundo semestre, la economía crecerá en o sobre su potencial y espero que se llegue a acuerdo en la reforma de pensiones y en la primera parte referente a evasión y elusión del pacto fiscal.

Todas esas son razones de sobra para tener una moneda más fuerte por reducción de incertidumbre política y atractivo a flujos de corto plazo externos.

- Una inflación más alta se traducirá en una Tasa de Política Monetaria más alta y por más tiempo. ¿Qué espera en materia de bajas o pausas del tipo rector?

- El Banco Central tiene flexibilidad. Puede bajar la TPM en julio otros 25 puntos base y luego esperar para el próximo movimiento.

Alternativamente, puede realizar