GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Martes 30 de enero de 2024

GRUPO DE
POLÍTICA MONETARIA

EUGENIA ANDREASEN, CARLOS BUDNEVICH, TOMÁS IZQUIERDO, JUAN PABLO MEDINA Y ANDREA TOKMAN

El mundo avanzado está preparándose para comenzar su proceso de recorte de tasas habiendo confirmado las tendencias hacia niveles menores de inflación que hemos ido monitoreando en los meses previos. La actividad económica y el mercado laboral en EEUU están sólidos, sin revertir la tendencia hacia niveles menores de inflación. Europa, en cambio sigue con su economía más resentida. Así como la gran mayoría de los países del mundo, las principales economías están en el proceso táctico estratégico de definir el momento y el impulso que dar al retiro del estímulo monetario. La principal preocupación recae en la debilidad de la economía China y los efectos en cadenas globales, demanda y costos de los crecientes conflictos geopolíticos. La economía chilena empieza tímidamente su proceso de recuperación y más fuertemente la confirmación de la convergencia de la inflación a la meta. En este contexto, el GPM recomienda rebajar la TPM en 100pb.

El contexto mundial en el que se tomarán las próximas decisiones de política monetaria se ha vuelto más benigno, particularmente por lo buenos registros y expectativas de actividad, empleo e inflación, especialmente en EEUU. La Eurozona sigue viendo un proceso de desaceleración de precios, con indicadores de actividad bastante débiles, componiendo un escenario natural para bajar las tasas, pero está en modo espera por riesgos externos que comentaremos más abajo. Por último, paquetes relevantes de estímulo en China, podrían suavizar su desaceleración y deflación, acotando el principal riesgo a la economía global para este año.

En EEUU se ha mantenido un nivel de crecimiento económico robusto, bastante más fuerte de lo esperado. La medición del cuarto trimestre muestra un sólido 3,3% y para el primer semestre de 2024 se anticipa que seguirá una desaceleración muy suave. Las últimas mediciones del PMI auguran escenarios positivos tanto en bienes como en servicios. Las tasas de desempleo, estabilizadas en torno a sus niveles de pleno empleo, reflejan la buena salud de la economía. Complementando este escenario positivo, los precios se han desacelerado en los últimos meses, pasando de sus máximos sobre 7% en 2022 a niveles de PCE core bajo 2%, en tasas anualizadas, ya por varios meses, terminando el año en 2,6%, mejor de lo anticipado. Las expectativas de inflación se han moderado y se estacionan en la meta. La bolsa terminó el año con un alza del 24% y los bonos han caído significativamente, ambos reflejo de estas mejores condiciones financieras actuales y esperadas. Ante este contexto de demanda suavemente ajustándose, sin presión inflacionaria, la atención está puesta

en cuándo comenzará la rebaja de tasas de la FED. El nivel actual de tasa de 5,25 a 5,5% es el más alto en décadas y debe transitar a su nivel neutral, la pregunta ahora es cuando y a qué velocidad.

Es probable que la FED prefiera esperar para bajar las tasas y así asegurar que no tendrán que tomar decisiones en la dirección contraria una vez comenzado el ciclo de bajas, como ocurrió en los 70´s, arriesgando su credibilidad y efectividad. En este sentido, el comunicado debiera ser cada vez menos halcón, preparando el camino para el inicio del retiro del estímulo monetario, pero sin apuro y con la vista puesta en los posibles riesgos de rebote, especialmente asociados a las nuevas disrupciones en cadenas globales por el recrudecimiento de las acciones bélicas en medio oriente.

El BCE también está en una posición de altísima restrictividad de su política monetaria con un nivel de 4% que se mantuvo nuevamente sin cambios en la reunión de la semana pasada y donde la discusión es parecida a la del resto del mundo, en cuanto a la decisión de cuándo comenzar a retirar el estímulo y a qué velocidad. Hay claros signos de desaceleración de la inflación subyacente, aunque un rebote en la general en diciembre, y las expectativas se han alineado con la meta. Sin embargo, los precios siguen creciendo más de lo esperado, a pesar de la debilidad en la actividad económica de la zona y en particular de Alemania. El sector de producción de bienes sigue en recesión y el de servicios se ha ido desacelerando, por lo que el mercado ve que será necesario comenzar las bajas pronto, pero el BCE se mantiene fiel a la “prudencia” y suma al diagnóstico los sesgos al alza en inflación de los eventos geopolíticos más recientes.

En China en tanto, si bien el año 2023 cerró con algo más de actividad de lo esperado (5,2% vs 5%), los problemas de su economía están lejos de haberse resuelto. El sector inmobiliario, emblema de los principales problemas del país, ha seguido empeorando. En lo más reciente ha habido nuevos paquetes de ayuda, a la vez que un sinceramiento con liquidación de importantes empresas que se han vuelto insolventes, lo que podría indicar un cambio en este frente. La creciente deuda pública, especialmente impulsada por los gobiernos locales, sigue siendo un problema y fundamento suficiente para la reciente rebaja de las perspectivas de riesgo soberano. La deflación continua y amenaza con convertirse en un problema de largo plazo como ha sido el caso en Japón, también con una población en edad de trabajar que se achica a ritmo acelerado. Por último, en las semanas más recientes se ha generado una agenda fiscal más potente en China para hacer frente a la menor actividad económica, los problemas en el mercado inmobiliario, y los demográficos incluyendo el alza de la edad de jubilación y estímulos para el empleo de jóvenes que han salido del mercado laboral. Está por verse si logrará suavizar la desaceleración.

Con todo, las últimas estimaciones de crecimiento mundial apuntan a un año de resiliencia en crecimiento, convergencia en inflación, y riesgos en ambos frentes balanceados. La actualización de proyecciones del FMI que se acaba de conocer refleja este escenario más benigno que el esperado hace unos meses, con una mejora en el crecimiento esperado para este año, igualándolo al de 2023 en 3,1%, dos décimas mejor de lo esperado, pero de todos modos bastante magro en comparación con el crecimiento global de décadas pasadas. Un aterrizaje suave parece hoy posible y las noticias positivas se encuentran tanto en países emergentes como desarrollados, lo que nos aleja del escenario de mundo divergente que enfrentábamos hace algunos meses.

Algunos riesgos que hay que seguir monitoreando son los geopolíticos. En 2024 tendremos elecciones en más países que nunca en la historia, incluyendo a posiblemente los más relevantes como EEUU.

Las tensiones geopolíticas suelen acentuarse en periodos eleccionarios y los discursos y acciones populistas proliferan. Los efectos del cambio climático en la actividad económica y en los precios no descansa. Hacerles frente requiere compromiso global, algo más difícil de lograr en un mundo polarizado. Las tendencias estructurales demográficas y de productividad apuntan a que volveremos a hablar de estancamiento secular en los próximos años.

En Chile, cerramos el año 2023 mejor de lo anticipado hace algunos meses, sin contracción de la economía e inflación bajando a niveles dentro del rango meta.

La suave recuperación de la demanda agregada, sobre todo por la vía de mejoras en el consumo, refleja el fin del ciclo de ajuste macro luego de los excesos de gastos post pandemia. La inversión no sigue el patrón positivo y seguirá contrayéndose. Ello a pesar costos de financiamiento menores, incertidumbre política más acotada y el avance en algunas de las agendas pro-inversión del ejecutivo.

Este año debiéramos crecer en torno al 2%, bastante menos de lo visto en décadas previas, pero en línea con nuestro reducido potencial. A diferencia de lo observado en otros ciclos, no se vislumbra un período de brechas negativas en esta parte del ajuste y por lo mismo no debieran generarse presiones inflacionarias que dificulten el objetivo del Banco Central.

Este ajuste en el crecimiento no se ha reflejado de igual forma en el mercado laboral. La tasa de empleo sigue bajo los niveles prepandémicos y la velocidad de creación de empleo es cada vez más lenta. Si bien logramos recuperar la cantidad de empleos (107mil empleos más que finales de 2019), hoy contamos con 751mil personas más en edad de trabajar que en esa fecha. Por lo mismo, la tasa de ocupación es todavía 3 puntos bajo lo esperado en una recuperación completa. Si comparamos con el peak prepandémico, la creación de empleo ha sido lenta, 1,2%, y con un fuerte componente de asalariados públicos que han crecido 9,4%, versus 2,2% de los privados y una caída de independientes de 1,3%.

Los sueldos reales han recuperado en parte lo perdido por el brote inflacionario con un crecimiento en 12 meses de 3,3%, pero este ajuste es cada vez menor y en comparación con el mes previo cae 0,6% en términos reales. En este sentido, tampoco se vislumbran presiones de costos relevantes desde el mercado laboral, más allá de las relacionadas con cambios en el salario mínimo e implementación de algunas nuevas leyes laborales como las 40 horas o de conciliación familiar.

El tipo de cambio sigue bastante volátil y respondiendo a eventos externos más que internos luego del cierre de importantes flancos de incertidumbre local con el rechazo de la segunda propuesta constitucional. Desde la última RPM el peso se ha seguido deprenciado (otros 6,5%), en línea con el fortalecimiento del dólar por las noticias positivas desde EEUU. El traspaso del tipo de cambio a precios es un tema relevante, pero en una economía que se recupera lentamente y siempre por debajo del potencial, este no debiera ser significativo. Adicionalmente, es esperable que la excesiva volatilidad del TC empiece a volver a sus niveles históricos apaciguado el frente político interno más incierto de los últimos años y que el castigo a la moneda nacional se vaya corrigiendo.

La inflación ha ido retrocediendo. Luego de la sorpresa al alza de noviembre con el 0,7%, diciembre tuvimos una fuerte baja de 0,5%, para terminar el año con una inflación de 3,9%, muy por debajo del 14% que alcanzamos en el peak y del 4,5% que esperaba el BC hace tan sólo 3 meses (5,4% vs 5,8% en subyacente). Esta tendencia a la baja de la inflación se constata ya por varios meses y en todos los

indicadores analíticos, a diferencia de algunos meses previos de rezago del ajuste en la inflación subyacente (“pegajosa”).

Estos datos, su consistencia en el tiempo y entre mediciones, han permitido que las expectativas de inflación se hayan ido ajustando y se encuentran en torno al 3% en el horizonte de política hace un tiempo, e incluso algunos la sitúan levemente por debajo del 3%. Hay temas puntuales que harán que los próximos meses sean volátiles, particularmente por ajustes esperados en precios de la electricidad según el decreto de la CNE y el proyecto de regularización de tarifas hoy en el congreso. También habrá volatilidad en precios de combustibles, como respuesta al alza en conflictos bélicos. Se puede esperar más dispersión en las proyecciones de inflación mensual por el cambio de la canasta del IPC, que puede demorar algún tiempo en ser bien calibrada en los modelos de proyección privados, pero no debieran desviar la trayectoria desinflacionaria.

Considerando los mejores datos externos y la incipiente recuperación interna con inflación a la baja es deseable continuar el proceso de rebaja de tasa de política monetaria comenzado hace algunos meses. Luego de sorpresas de meses previos, con respuestas en volatilidad cambiaria, la velocidad de retiro de estímulo monetario ha sido algo más lenta para ir sopesando riegos, pero el escenario actual, si bien no exento de riesgos parece adecuada una rebaja de 100pb de la TPM esta semana. En la siguiente reunión en abril, tendremos nueva información de la evolución de la economía chilena y china, a la vez que podremos ir dimensionando el impacto en precios y actividad global de los conflictos en medio oriente, resultados electorales y otras tendencias más estructurales.

Teniendo en cuenta los antecedentes anteriores, el GPM recomienda realizar una nueva baja en la TPM, en este caso de 100 puntos básicos, para situarla en un nivel de 7,25%. El ritmo de futuros recortes estará condicionado a la evolución de la inflación, de las expectativas de inflación, y al comportamiento observado de sus determinantes de corto y mediano plazo.