

Bci Weekly



EE.UU. modera su inflación en septiembre, impulsando expectativa de recorte de tasa Fed Funds durante la próxima semana. En Chile, caída en tarifas eléctricas prevista en enero, motivaría nuevamente al Banco Central a continuar reduciendo la TPM hacia fin de año.

Sergio Lehmann
Economista Jefe
Corporación Bci

Francisca Pérez
Economista
Principal

Antonio Moncado
Economista
Senior

Daniel Navarrete
Economista
Senior

María Isidora
Undurraga
Economista

1

Las cifras de China abrieron los fuegos en la semana, dando cuenta de una actividad algo más dinámica de lo previsto. Detrás de ello se reconoce, una vez más, un crecimiento elevado de la producción manufacturera. Esto ha venido de la mano de subsidios en sectores específicos, con evidentes ineficiencias, tal como el FMI lo destaca en su último informe World Economic Outlook. Ello no sería sostenible en igual magnitud hacia los próximos trimestres, por lo que la economía china irá gradualmente perdiendo tracción, para converger gradualmente hacia tasas de crecimiento más cercanas a 3 a 3,5% en el mediano plazo.

2

En el ámbito global destacó, además, un nuevo capítulo en la tensión entre EEUU y Rusia. Buscando sentar a Putin en una mesa de negociaciones que dé espacio para terminar la guerra en Ucrania, Trump anunció sanciones a las principales empresas petroleras rusas. Ello llevó a un salto en torno a 6% en el precio del petróleo. De cualquier manera, esto sería una cuestión más bien transitoria, entendiendo que el mundo ha ido moviéndose hacia una matriz energética más limpia, al tiempo que el uso de combustibles fósiles es cada vez más eficiente. Por factores estructurales, entonces, el precio del petróleo debería retomar una trayectoria bajista en los próximos meses.

3

Del lado local, el sobreprecio pagado por la electricidad sigue siendo un dolor de cabeza para las autoridades. Aún no es claro cuándo se va a corregir el precio y cómo se devolverán los montos extra pagados por los hogares y empresas. Se suma al bochorno inicial, el hecho de que Transelec también habría cobrado un sobreprecio por su servicio, aunque hace un año la propia empresa habría levantado el error. Existe un daño irreversible, entendiendo que la inercia inflacionaria hace que otros precios se hayan también ajustado al alza. Esperemos que esta lamentable experiencia nos lleve a ser técnicamente más rigurosos, no solo en el área de la energía, sino en que en todos los ámbitos en donde la capacidad técnica es un piso para las buenas políticas.

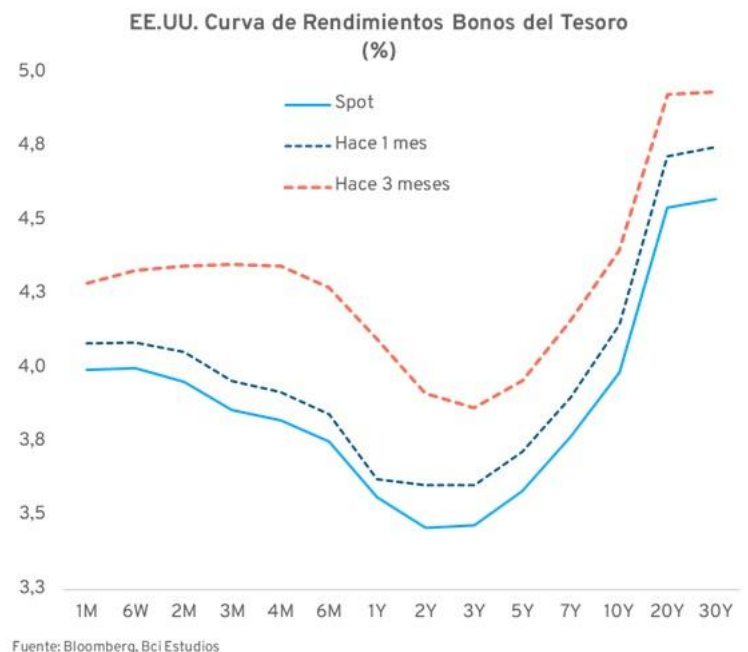
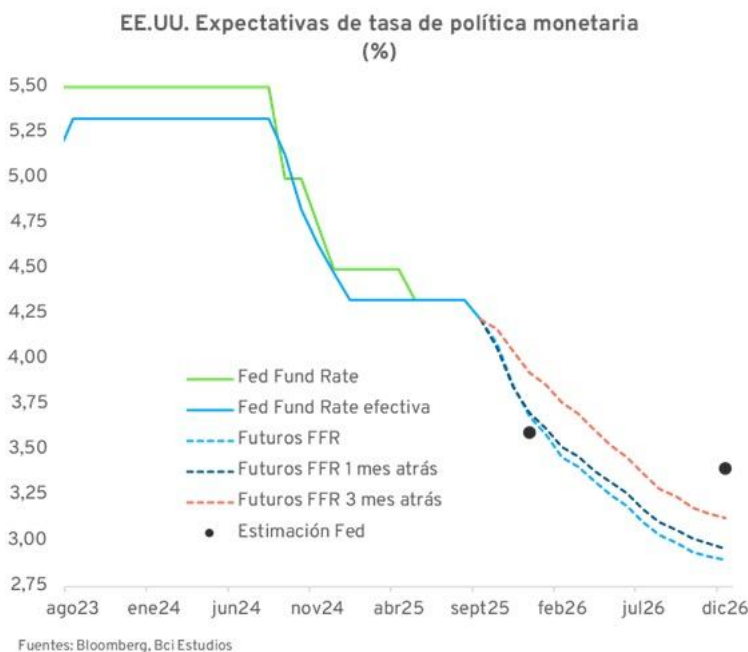
1. Chile. El error en las tarifas eléctrica redefiniría la trayectoria de la inflación y la TPM.

En las últimas semanas hemos conocido el error metodológico en el cálculo del precio nudo de energía. Este error, originado en supuestos técnicos incorrectos aplicados por la autoridad competente, la CNE, resultó en una sobreestimación de los costos reales de generación, lo que se tradujo en un cobro excesivo y sistemático a los consumidores finales. Este desvío no solo afectó directamente el poder adquisitivo, sino que además generó un impacto inflacionario artificial en el componente de electricidad de la canasta del IPC durante los meses en que la tarifa errónea estuvo vigente.

Frente a este escenario, desde Bci Estudios vemos que la solución macroeconómicamente correcta es la recalibración permanente de la tarifa eléctrica a su nivel técnico correcto, en lugar de una devolución de fondos que sólo sería por una sola vez. La corrección tarifaria es un shock de oferta positivo y permanente, reduce la inflación de energía de manera estructural, impactando directamente la trayectoria de la UF, tratando de mitigar así los efectos de segunda vuelta que se generaron por los incrementos erróneos previos. Por el contrario, una transferencia directa a las personas no soluciona el error de indexación base (la tarifa seguiría mal calculada) y, al aumentar el circulante, debido a la propensión marginal a consumir, podría generar presiones inflacionarias de demanda no deseadas. Al consolidarse una menor presión inflacionaria desde el lado de la oferta, que fue el gran argumento que utilizó el Banco Central para aumentar el nivel de la trayectoria de la TPM en el IPoM de septiembre, éste dispondría de mayor holgura para disminuir la trayectoria de la TPM, facilitando la convergencia hacia su tasa neutral, estimada en torno al 4%, hacia 2026.

2. EE.UU. Tasas retroceden ante expectativa de recorte de tasas y escenario más incierto tras tensión comercial y cierre del gobierno federal. IPC de septiembre se ubicó bajo lo esperado.

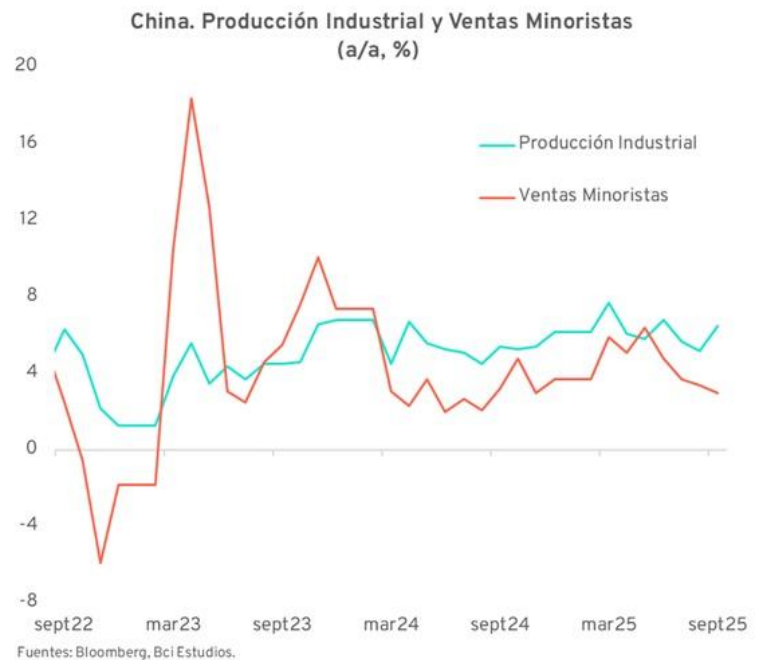
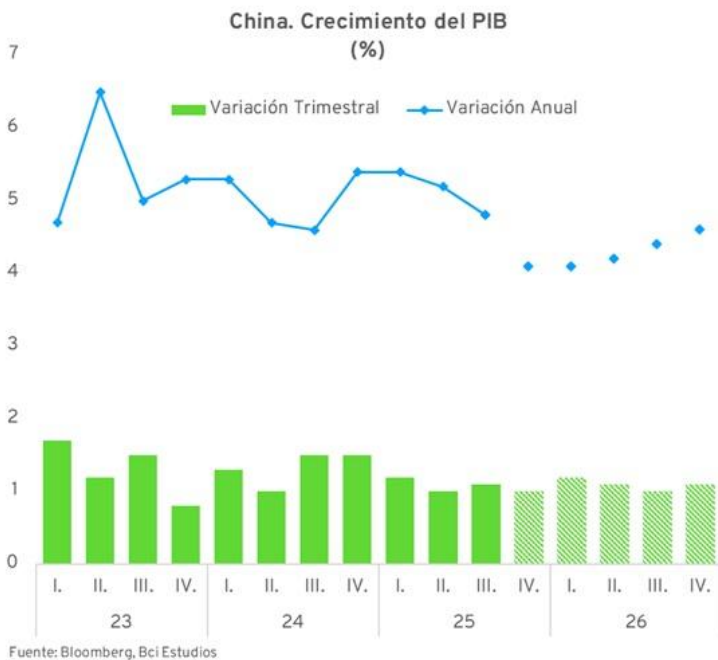
La próxima semana tendremos una nueva reunión de la Reserva Federal, donde el mercado espera la concreción de un nuevo recorte de 25pb en el rango de tasas Fed Funds. Lo particular en esta ocasión es el prolongado cierre del gobierno federal y las implicancias en la publicación de datos oficiales, especialmente en la situación del mercado laboral. Desde inicios de mes, el Congreso no ha podido alcanzar acuerdo en materia fiscal, lo que mantiene a sus oficinas federal cerradas, en lo que se ha extendido como el segundo cierre más prolongado después del ocurrido en 2019. La relevancia de los datos de empleo es crucial en esta coyuntura, especialmente por la preocupación de la Fed respecto del mercado laboral, y constituye la base del argumento detrás de una visión de recortes más profundos señalada en sus proyecciones de septiembre pasado. En esta reunión, se conocerán únicamente los registros de creación de empleo ADP, así como el registro de IPC de septiembre que conocimos hoy, y que dio cuenta de una nueva moderación en las presiones de precios, al anotar un 0,3% m/m y un 3% a/a. Si bien este último dato no es vinculante en las decisiones de política, contribuye a afianzar la expectativa de recortes tanto en la reunión de la próxima semana, como en la de diciembre próximo.



Por otro lado, el Treasury-10 ha tenido en esta coyuntura un ajuste importante. La incertidumbre instalada hace semanas tras el cierre del gobierno y nuevos episodios de tensión comercial entre EE.UU. y China han contribuido a llevar al bono a alcanzar un rendimiento por debajo de 4%. En este contexto, la mayor demanda por activos de refugio ha impulsado su valor, particularmente tras la reversión del alza en el precio del oro, con lo que se vislumbra que este ajuste sería de carácter transitorio. Las proyecciones sobre este instrumento apuntan a un cierre de año en torno a 4,2%, y para fines de 2026 un rendimiento que se ubicaría en torno a 3,7%.

3. China: Crecimiento del PIB del tercer trimestre de 4,8% asegura la meta, pero se agudizan los desbalances.

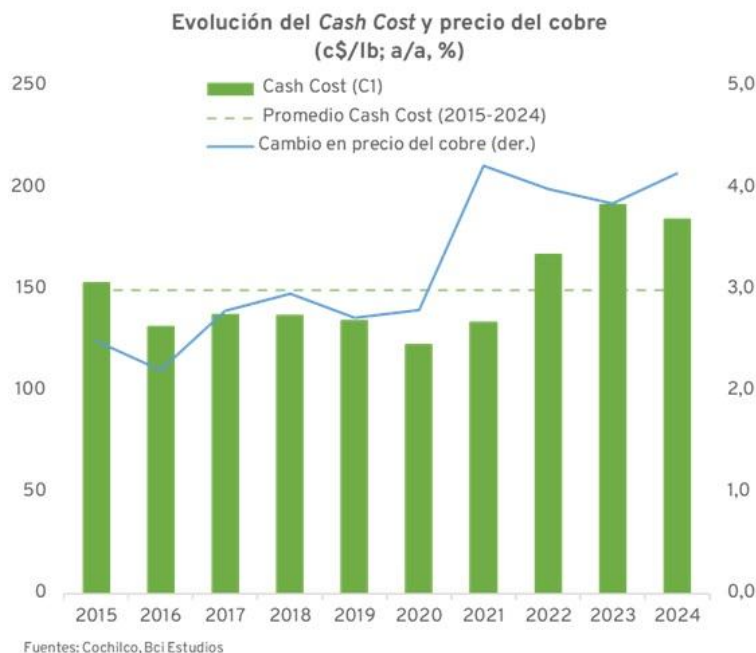
El PIB del tercer trimestre sorprendió al alza con un 4,8% interanual y 1,1% trimestral, una cifra que prácticamente asegura el cumplimiento de la meta oficial de crecimiento de "alrededor del 5,0%". Sin embargo, este sólido dato esconde profundas divergencias. El principal motor, tendencia que se aprecia desde hace unos años, fue el sector externo, las exportaciones acumulan un alza de 7,1%, destacando productos mecánicos y eléctricos, impulsadas por una exitosa diversificación de destinos. En contraste, la demanda interna sigue deprimida, reflejada en una caída de 0,2% en las importaciones y una contracción de 0,5% en la inversión fija acumulada. Esta última cifra se explica por el desplome de 13,9% en la inversión inmobiliaria, que opaca por completo el gasto en otras áreas.



Los indicadores de septiembre confirman esta economía con dos velocidades divergentes. Mientras la producción industrial creció un robusto 6,5%, en línea con el boom exportador, las ventas minoristas, que miden el consumo, avanzaron un débil 3,0%. La solidez del dato principal de PIB, pese a la debilidad subyacente, redujo la urgencia de nuevos estímulos. En línea con ello, el banco central mantuvo sus tasas de referencia sin cambios por sexto mes consecutivo con la tasa a 1 año en 3,0% y la de 5 años en 3,5%. Hacia adelante, la tarea del gobierno se centrará en aplicar medidas para solucionar los evidentes desbalances estructurales entre la sobreoferta industrial y la débil demanda interna. Cabe agregar que durante los últimos años, el crecimiento se ha basado prácticamente en el exceso de subsidios sobre la industria y, entendiendo los rendimientos marginales decrecientes que tiene el capital, el crecimiento basado en este sector no sería sostenible en el largo plazo. Ante esto, las perspectivas a futuro para China no son favorables, dado que se verá un eventual ajuste en el crecimiento, por lo que se anticipa un menor dinamismo.

4. Materias Primas. La industria minera de Chile enfrenta problemas de competitividad, en medio de precios históricos del cobre

El actual ciclo de precios del cobre, en niveles históricos, ha puesto de manifiesto una paradoja central para el futuro minería chilena del cobre: a pesar del favorable entorno de mercado, la competitividad estructural enfrenta presiones crecientes. Un diagnóstico de la eficiencia operativa, medido a través del Cash Cost (C1) –que agrupa los costos directos de producción–, revela una preocupante tendencia al alza. Este indicador ha escalado desde 1,339 USD/lb en 2021 hasta 1,84 USD/lb en 2024, situando a una porción significativa de la producción nacional por sobre el promedio de la industria global. Este deterioro responde a una confluencia de factores: presiones macroeconómicas, donde el reciente episodio inflacionario ha sido un motor principal, impactando directamente las remuneraciones, los costos de la energía y los combustibles, y el valor de los servicios externos, los llamados contratistas. Adicionalmente, la industria chilena enfrenta vientos en contra de carácter estructural, como la persistente disminución de la ley del cobre en los yacimientos, un desafío geológico que obliga a procesar un mayor volumen de material para obtener la misma cantidad de metal, elevando de forma sostenida los costos operacionales. A esto se suman presiones regulatorias, como la implementación de la jornada de 40 horas y el alza del salario mínimo, que inciden en la estructura de costos, especialmente a través de las empresas contratistas.



A pesar de este desafiante escenario de costos crecientes, existen contrapesos significativos que permiten mitigar parte de la presión y son cruciales para sostener la rentabilidad del sector. Hacia adelante, proyectamos que tres factores serán determinantes para los próximos años. Por un lado, el fuerte incremento en el precio de subproductos claves, como el molibdeno –cuyo valor ha experimentado un crecimiento considerable durante el 2025–, tiene un efecto positivo y directo al reducir el costo neto reportado, actuando como un importante generador de créditos. Por otro lado, la transición de la matriz energética hacia fuentes renovables de menor costo, como la solar y eólica, representa una oportunidad estratégica para reducir en el mediano plazo la exposición a la volatilidad de los precios de los combustibles y la dependencia de fuentes tradicionales. Finalmente, la depreciación del tipo de cambio funciona como un alivio automático y de gran impacto para el C1. Al estar este indicador nominado en dólares, un peso chileno más débil reduce implícitamente el peso relativo de los costos locales denominados en moneda nacional –como la mano de obra, la energía y una porción relevante de los bienes y servicios–, aliviando la estructura de costos en la conversión. El balance final entre estas fuerzas opuestas –las presiones al alza de los costos operacionales y regulatorios versus el alivio proveniente de los subproductos, la transformación energética y el tipo de cambio– será el factor determinante para definir el futuro de la competitividad y el posicionamiento de la industria minera chilena en el escenario global.

