

Gemines[®]
CONSULTORES



LAECO

INFORME GEMINES N°474

MARZO 2020

COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

Sergio Arancibia P.

ÍNDICE

ÍNDICE.....	2
DESTACAMOS.....	3
1 PANORAMA GENERAL.....	5
1.1 INCERTIDUMBRE, INCERTIDUMBRE...MÁS INCERTIDUMBRE	5
2 COYUNTURA NACIONAL	8
2.1 TEMA ESPECIAL: ¿TIENE SENTIDO UN IMPUESTO A LA RIQUEZA?	8
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: ¿REACCIÓN DESPROPORCIONADA?	12
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: SITUACIÓN INTERNA MEJOR, PERO COVID-19.....	14
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: SEGUIMOS SIN BUENA INFORMACIÓN SOBRE MERCADO LABORAL	16
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: PRESIÓN PARA BAJAR LA TPM	18
3 COMENTARIO POLITICO	20
3.1 Contexto.....	20

INFORME GEMINES

Nº474

DESTACAMOS

Panorama General

- Aunque sin poder descartar una evolución peor, dado que el escenario económico interno y externo aún están muy "líquidos", prevemos que el crecimiento económico el presente año se situaría en un rango de entre -1,0 y 1,0 %.(Pág. N°5).
- Es bastante probable que la incidencia del coronavirus en nuestro país se incremente en forma relevante a lo largo de las próximas semanas, lo que en el extremo puede llevarnos a una evolución similar a la observada en países como España o peor aún Italia. De ser así, es poco probable que estén las condiciones para que se efectúe el plebiscito agendado para el 26 de abril, (Pág. N°6).
- La idea de buscar argumentos para inhabilitar al Presidente, de manera que no termine su mandato, muestra que una parte importante de los políticos aún no sopesa en su real magnitud el descrédito en que se encuentran frente a la sociedad civil. Vuelven a caer en la tentación de "tirar el mantel" a ver si se benefician de algo en la pasada..... parte muy relevante de la crisis institucional que enfrentamos tiene que ver con la mala calidad de la política y los políticos.(Pág. N°7).

Coyuntura Nacional

- En Chile, la crisis del 18-O y las presiones por un mayor nivel de gasto permanente han llevado a la consideración de aplicar un impuesto de esta naturaleza en el país. De hecho, en la reforma tributaria aprobada recientemente se incorpora una forma de impuesto a la riqueza que consiste en una sobretasa al valor de las viviendas que superan los \$400 millones de tasación fiscal. Más allá de esta forma de gravar la riqueza, se ha propuesto avanzar hacia un impuesto a los activos netos de los contribuyentes que incluye toda forma de acumular riqueza, (Pág. N°8).
- Hay muchas diferencias entre la situación tributaria de Suiza y Chile lo mismo que, seguramente, en las características específicas que podría asumir un impuesto a la riqueza en Chile, pero lo que es claro que, tratándose de un país pequeño y teniendo presente la capacidad de movilizar el patrimonio internacionalmente, un gravamen sobre la riqueza puede ser difícil de controlar y puede que recaude poco. Las consecuencias indeseadas de la aplicación de un impuesto de esta naturaleza (fuga de riqueza, menor inversión y emprendimiento) pueden ser mayores a los beneficios que se obtengan de su aplicación, (Pág. N°10,11).
- Tanto a partir de una comparación histórica, usando como referencia la crisis sub prime, como incorporando perspectivas más negativas para el desempeño de nuestra economía en una mirada de largo plazo, llegamos a la conclusión de que la escalada que registra el tipo de cambio en esta crisis no representa una sobre reacción sino, más bien, es consistente con los nuevos fundamentos, (Pág. N°12).

- Si bien la economía chilena ha mostrado una buena capacidad de ajuste y reacción a los efectos de las movilizaciones y la violencia, la posibilidad de una crisis global por la epidemia de coronavirus y su extensión a Chile, puede traducirse en una recesión durante este año, (Pág. N°14).
- Las nuevas estadísticas del INE para el Mercado Laboral no son consistentes con lo que se observa en materia de actividad en nuestra economía. Sólo se puede rescatar la nueva información referida a la formalidad o informalidad del empleo, donde sí se observa una evolución consistente con la realidad que vive el país, (Pág. N°16).
- El agravamiento de la crisis global provocado por la expansión de la pandemia de coronavirus está generando nuevas demandas sobre los instrumentos de política económica. La política monetaria en Chile no es una excepción. La presión para que el Banco Central reduzca la TPM no es necesariamente algo adecuado y conveniente en el momento actual. La situación inflacionaria y del tipo de cambio debe tenerse en cuenta, lo mismo que la posibilidad de que otras medidas puedan tener un impacto mayor. Con todo, es evidente que la probabilidad de una rebaja en la TPM ha crecido claramente en las últimas semanas, (Pág. N°18).

Comentario Político

- El escenario ha cambiado con esa rapidez e inexorabilidad que sólo la Naturaleza puede regalarnos. Las avalanchas empiezan suavemente hasta que son exponenciales en su crecimiento y potencial destrucción. Esta vez llegó en forma de pandemia, algo muy distinto a los para nuestros habituales terremotos o aluviones,(Pág. N°20).
- Y en el contexto – político y comunicacional- de este análisis, algunos comentarios para debatir, (Pág. N°20).

1 PANORAMA GENERAL

1.1 Incertidumbre, Incertidumbre...más Incertidumbre

Es muy desafiante realizar predicciones sobre el futuro de nuestra economía en un escenario tan complejo e incierto como el actual. A los efectos, plenamente vigentes, de la crisis político-social que ha vivido el país los últimos meses, se suma ahora una evolución inesperadamente negativa del Coronavirus, con un tremendo impacto para la economía mundial, situación que está en pleno desarrollo. Dado lo incierto de la evolución de ambos factores negativos, el interno y el externo, parece razonable usar escenarios, de manera de anticipar, de ser posible, el rango en el cual debería situarse la trayectoria de nuestra economía a lo largo del presente año.

En el plano interno, la evolución de la crisis social y política ha comenzado marzo en forma relativamente favorable, toda vez que la violencia ha sido más bien focalizada, con algunos episodios más graves, pero con una escala que, al menos hasta ahora, no alcanza a afectar seriamente el normal funcionamiento de las distintas actividades económicas. Paralelamente, aunque a cuenta gotas y en forma aún insuficiente, se observan algunos gestos provenientes del mundo político tendientes a buscar mayores grados de acuerdo de manera de contener una eventual escalada de violencia. Ello concuerda con lo que esbozamos en este informe el mes de enero último, en el sentido que al grueso del mundo político, excluidos el PC y otros extremos, le conviene encausar políticamente la crisis, de manera de viabilizar el plebiscito de abril.

En términos de actividad y empleo, los números para el comienzo de este año han sido menos malos de lo que se esperaba, por lo que, en ausencia del agravamiento del coronavirus, y en la medida que la situación política interna mejorara, habría sido posible tener un 2020 con un crecimiento de entre 1,0 y 2,0 %. Sin embargo, lamentablemente, el escenario se deteriora significativamente con el impacto del coronavirus sobre el entorno externo, y muy probablemente también sobre el normal funcionamiento de nuestra economía.

En lo externo, parece razonable pensar que el presente año la economía mundial entrará en recesión, la que puede ser más profunda que la del 2009 provocada por la crisis sub prime, a pesar que en el transcurso de los próximos meses el impacto de la pandemia debería reducirse significativamente en el hemisferio norte. Una economía pequeña y muy abierta como la nuestra, históricamente se ha visto seriamente impactada cuando el entorno económico mundial se deteriora, más aún cuando dicho deterioro afecta seriamente a nuestros principales socios comerciales.

En lo interno, es bastante probable que el contagio del virus se incremente en las próximas semanas y llegue a tener una alta incidencia en el otoño y el invierno, lo que evidentemente afectará el normal funcionamiento de una parte relevante de la economía. Así, el sector servicios, con particular impacto sobre Turismo, restaurantes y hoteles, recreación, transportes, educación y comercio, bajaría significativamente su nivel de actividad, llevando a una contracción del PIB durante el segundo y tercer trimestre. La intensidad de dicha caída dependerá de la evolución de los contagios en los próximos meses. Si, en el extremo, pasamos a una fase 4, con obligación de permanecer en las casas, el impacto económico será mayúsculo, con una caída de PIB muy intensa en el segundo y probablemente en el tercer trimestre.

Las combinaciones de la evolución de la situación económica externa, y la situación política y de contagio del virus interna, nos pueden llevar a un gran número de escenarios. Sin embargo, por lo que vemos hasta ahora, nos parece razonable pensar en un rango de crecimiento para el año de entre -1,0 y 1,0 % para el presente año. Evidentemente si la situación externa se agrava más allá de lo esperado, y el impacto negativo del coronavirus se alarga hasta el segundo semestre, es factible pensar en una caída del PIB más pronunciada, la que podría ser superior a la registrada el 2009 (-1,6%) producto de la crisis sub prime.

Para tener una referencia, es importante trabajar con órdenes de magnitud en el crecimiento trimestral. Para que en el año el crecimiento sea cero significa que el segundo y tercer trimestre se observen caídas consecutivas del orden de 2,0 %, lo que sería compensado por el primer trimestre, que ya casi termina, que crecería del orden de 1,5 %, y por el cuarto, que aunque sea malo, es difícil que muestre un crecimiento por debajo del 3 %, dada la muy baja base de comparación que representa el último trimestre del año pasado.

Desde el punto de vista de los componentes de la demanda, un crecimiento en el rango antes señalado se sustentaría a partir de una fuerte caída de la inversión (+/- 8 %), un crecimiento cercano a cero en el consumo privado, un importante impulso del gasto público, acorde con el presupuesto aprobado, y un sector externo levemente positivo, gracias a que la caída en las importaciones sería bastante más pronunciada que la de las exportaciones.

- **¿Tendremos Plebiscito?**

No parece en absoluto descabellado que el plebiscito de entrada no pueda celebrarse en la fecha convenida del 26 de abril. Si la evolución del corona virus en el tiempo fuera similar a la de Italia o de España, en esa fecha el nivel de incidencia sería muy significativo, por lo que cuesta imaginar que existiría factibilidad de celebrar un acto electoral con todas las aglomeraciones que ello implica. Por más voluntad política que hubiera, y con todos los resguardos posibles, evidentemente sería muy irresponsable por parte de la autoridad el seguir adelante con la elección. De celebrarse en esas condiciones, el nivel de participación sería bajísimo, simplemente por el razonable temor de la gente al contagio, lo que en la práctica restaría legitimidad al proceso.

Incluso las manifestaciones masivas, el vandalismo y la violencia, tan presentes los últimos meses, disminuirían significativamente en un escenario de incremento en la incidencia del virus. Es decir, probablemente tendríamos un plebiscito postergado y un significativo restablecimiento del orden público, lo que comparado con el momento actual, significa un cambio muy relevante en el escenario político.

- ¿Inhabilitar al Presidente?

Una vez más la oposición se da un gusto de "mirada corta". Aunque evidentemente no prosperará, el que el Senado, con recursos públicos, encargue un informe técnico para conocer cuáles son las condiciones que se requieren para inhabilitar al presidente en ejercicio, apelando a razones de incapacidad, demuestra que aún una parte relevante de los políticos no están entendiendo la magnitud de la crisis que atravesamos. Siguen intentando sacar ventajas políticas pequeñas, que con suerte pueden "rentar" en el corto plazo, al costo de agravar aún más la crisis institucional que vive el país. La idea no sólo aparece como irresponsable sino, además, miope y carente de la más mínima vocación republicana.

Al parecer una parte importante de los políticos aún no sopesa en su real magnitud el descrédito en que se encuentran frente a la sociedad civil, con una muy escasa capacidad de representarla, y vuelven a caer en la tentación de "tirar el mantel" a ver si se benefician de algo en la pasada. En definitiva, parte muy relevante de la crisis institucional que enfrentamos tiene que ver con la mala calidad de la política y los políticos. No sólo no son capaces de ponerse de acuerdo de manera de aportar en forma activa a restituir el orden público y encausar políticamente la crisis, muchos siguen en la lógica pequeña de dificultar aún más la gobernabilidad, incluso apelando a entrapar la aprobación legislativa de los proyectos claves en su impacto social, como el de pensiones o el de ingreso mínimo garantizado.

Esperemos que la magnitud de esta crisis, que ya ha generado un costo enorme sobre la población, y que de seguro se extenderá por bastante tiempo con muchos costos adicionales, actúe como un real aliciente para renovar a nuestra clase política. Con todo, el riesgo es grande. La incapacidad que han mostrado los partidos políticos tradicionales para encausar políticamente la crisis, incrementa la probabilidad de que emerjan nuevos actores, de corte populista, que eventualmente podrían capturar a un electorado que ha dejado de confiar y de creer en la capacidad de nuestra actual clase política.

Tomás Izquierdo Silva

@tizquierdosi

2 COYUNTURA NACIONAL

2.1 Tema Especial: ¿Tiene Sentido un Impuesto a La Riqueza?

La creciente desigualdad observada en muchos países desarrollados y, en particular, en Estados Unidos ha llevado a que varios de los candidatos más importantes en la primaria por la candidatura del partido Demócrata tengan, en su programa de campaña, la propuesta de instaurar un impuesto a la riqueza en caso de ser electos. El partido Social Demócrata de Alemania, por su parte, ha incorporado en su plataforma programática la introducción de un impuesto de esta naturaleza. Entre las propuestas académicas existentes se postula combinar el impuesto a la riqueza con impuestos a la herencia y las donaciones en vida a los herederos.

En Chile, la crisis del 18-O y las presiones por un mayor nivel de gasto permanente han llevado a la consideración de aplicar un impuesto de esta naturaleza en el país. De hecho, en la reforma tributaria aprobada recientemente se incorpora una forma de impuesto a la riqueza que consiste en una sobretasa al valor de las viviendas que superan los \$400 millones de tasación fiscal. Más allá de esta forma de gravar la riqueza, se ha propuesto avanzar hacia un impuesto a los activos netos de los contribuyentes que incluye toda forma de acumular riqueza.

Es sabido que la riqueza financiera es muy líquida y fácilmente se puede mover a través de las fronteras, por lo que cualquier propuesta de esta naturaleza, especialmente en un país pequeño como Chile debe evaluarse con mucho cuidado, sobre todo considerando que la experiencia internacional no es muy favorable a este tipo de impuestos. De hecho, solo tres países en la OECD cobran este impuesto (Noruega, España y Suiza).

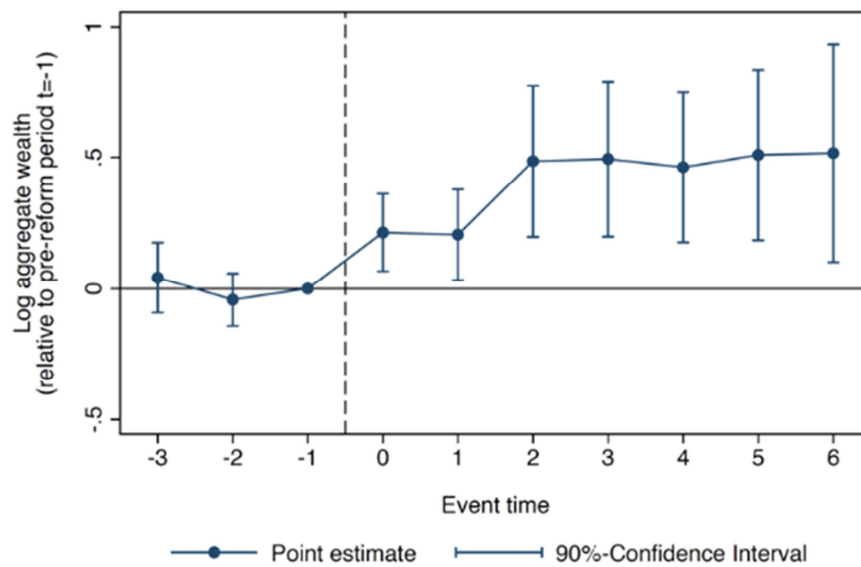
Uno de los temas centrales en la literatura sobre el tema del impuesto a la riqueza ha sido estimar la elasticidad de aquella susceptible de ser gravada ante un cambio marginal en el impuesto aplicado. En general, estas estimaciones revelan una elasticidad muy alta, lo que hace desaconsejable el uso de este impuesto.

En Suiza el impuesto a la riqueza recauda el 3,6% del total de impuestos, siendo el más alto entre todos los países que lo aplican y tiene dos características distintivas: por una parte, el monto exento de riqueza es muy bajo y, por otra, el impuesto se aplica a nivel municipal y cantonal, no federal, lo que se traduce en una gran variedad de características del impuesto entre localidades y a lo largo del tiempo. El estudio al que hacemos referencia en esta nota¹ estudia la riqueza gravable por cantón en el período 2003-2015 y encuentra que las tenencias de riqueza declaradas en Suiza son muy sensibles a los impuestos sobre la riqueza.

¹ Marius Brülhart, Jonathan Gruber, Matthias Krapf y Kurt Schmidheiny, "Behavioral Responses to Wealth Taxes: Evidence from Switzerland", CEPR discussion paper 14054, 2019.

El Gráfico N° 2.1 muestra cómo evoluciona la riqueza gravable en un cantón en respuesta a una caída en la tasa del impuesto a la riqueza. Según la estimación de referencia, una caída de 1 punto porcentual en la tasa impositiva máxima sobre la riqueza aumenta la riqueza reportada en un 43%. Esta estimación se identifica por todos los cambios impositivos en los datos, muchos de los cuales son pequeños. Cuando el análisis se centra en las reformas impositivas a nivel de cantón más grandes, se encuentran semi-elasticidades aún mayores, de cerca del 100%.

GRÁFICO N°2.1
RESPUESTA ACUMULADA DE LA RIQUEZA IMPONIBLE A UNA DISMINUCIÓN DEL IMPUESTO SOBRE LA RIQUEZA



Fuente: Brülhart et al. (2019).

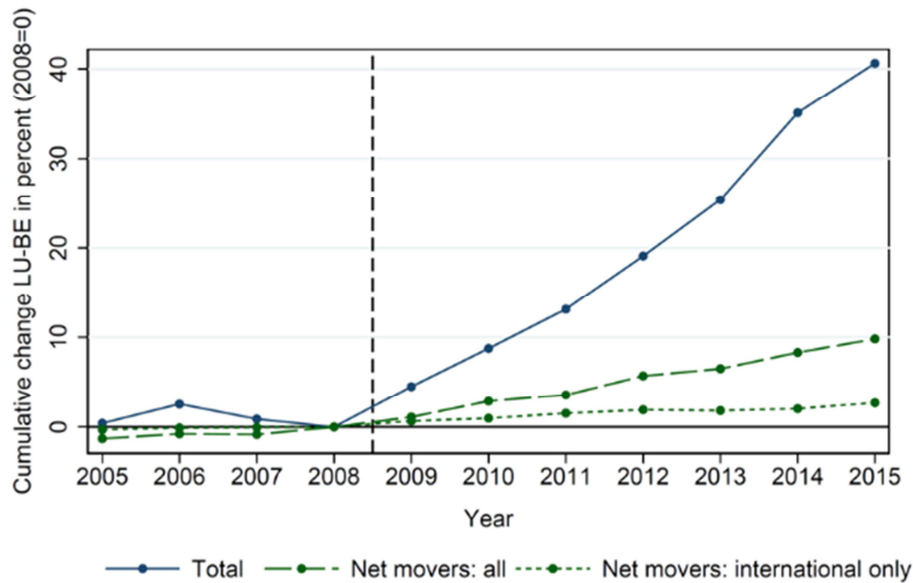
Estos resultados de respuestas fuertes son robustos a las variaciones del modelo empírico y parece bastante constante en toda la distribución de la riqueza. Sin embargo, incluso las respuestas más grandes observadas no parecen haber implicado los efectos de Laffer sobre los ingresos: elevar las tasas de impuesto sobre el patrimonio aún aumenta los ingresos.

La riqueza del entorno institucional suizo permite, además, diseccionar las respuestas agregadas. Para ese fin, los autores analizan los registros de impuestos a nivel individual de dos cantones: Lucerna y Berna y explotan el hecho de que Lucerna redujo su impuesto a la riqueza a la mitad en 2009, mientras que Berna solo adoptó una reforma modesta. La diferencia entre las políticas de los dos cantones se puede considerar cuasi aleatoria, ya que depende de una decisión marginal en contra de una reforma más amplia en Berna que fue posible gracias a un instrumento democrático directo que existe en Berna pero no en Lucerna.

El Gráfico N°2.2 muestra el crecimiento acumulado de la riqueza en Lucerna en relación con Berna antes y después de la reducción de impuestos de 2009. Si bien no hay una tendencia previa antes de la reforma, el crecimiento de la riqueza en Lucerna claramente excedió el crecimiento de la riqueza en Berna después de la reducción de impuestos de Lucerna.

Para 2015, el crecimiento acumulado de la riqueza en Lucerna había superado el crecimiento de la riqueza en Berna en un 40%. El Gráfico N°2.2 también muestra que casi una cuarta parte de este exceso de crecimiento de la riqueza se explica por las inversiones netas en Lucerna, y aproximadamente una cuarta parte de este margen móvil se debe a movimientos internacionales.

GRÁFICO N°2.2
RESPUESTA ACUMULADA DE LA RIQUEZA IMPONIBLE A UNA DISMINUCIÓN DEL IMPUESTO SOBRE LA RIQUEZA



Fuente: Brülhart et al. (2019).

Teniendo en cuenta el tamaño de Lucerna, más pequeño en área y población que Luxemburgo o cualquiera de los estados de EE. UU., Tal vez sea sorprendente que solo una cuarta parte de la respuesta de la base imponible sea atribuible a la movilidad, con la mayor parte del aumento en la base imponible contabilizada por respuestas de contribuyentes ya residentes.

En otros análisis, se puede descomponer el resto de la respuesta agregada de la siguiente manera: hasta el 6% de la respuesta puede atribuirse al aumento de los ahorros (incluido un efecto mecánico de una menor tributación del patrimonio), aproximadamente el 20% puede atribuirse a la capitalización en los precios de la vivienda, y alrededor del 50% puede atribuirse a los cambios en los activos financieros imponibles de los contribuyentes inmóviles.

Es razonable creer que gran parte, si no toda la respuesta del aumento de los activos financieros declarados por los que no se mueven está relacionada con el comportamiento de elusión y evasión. La riqueza financiera en Suiza es auto informada, y el secreto bancario frente a las autoridades fiscales nacionales es muy fuerte.

Cuando se utilizan otras metodologías, comparables con las empleadas en estudios de otros países, también se encuentran respuestas más fuertes en Suiza que las reportadas en otros lugares. Esto es consistente con un comportamiento de evasión más frecuente.

El estudio sugiere que los impuestos a la riqueza tienen más fugas en Suiza que en otros lugares, por dos razones plausibles. Primero, los cantones suizos son pequeños. Esto facilita la movilidad de los contribuyentes. Alrededor del 25% de la respuesta agregada a cambios en los impuestos sobre el patrimonio se debe a la movilidad de los contribuyentes. Otro 20% de la respuesta se debe a la capitalización en los precios de la vivienda, un efecto indirecto de la movilidad. Considerando que una cuarta parte del efecto de movilidad es internacional, se puede concluir que aproximadamente el 34% de la respuesta agregada se debe a la movilidad intranacional.

En segundo lugar, la aplicación de los impuestos en Suiza es relativamente laxa, especialmente porque la riqueza financiera es auto informada. Aproximadamente el 50% de la respuesta agregada se debe a cambios en los activos financieros informados de los que no se mueven. La evidencia complementaria no sugiere que este efecto se pueda atribuir a cambios en la conducta de ahorro o en las utilidades recibidas.

A primera vista, hasta el 85% de las grandes respuestas de riqueza imponible observadas en los cantones suizos podrían ser el resultado del pequeño tamaño de los cantones y de la aplicación laxa. Si, en consecuencia, se ajustan las respuestas estimadas en un 85%, se obtienen elasticidades que son inferiores a las encontradas en otros lugares. Como consecuencia, el supuesto de Saez y Zucman de una semi-elasticidad del 8% para dimensionar un impuesto a la riqueza de los Estados Unidos, resulta ser consistente con las estimaciones del estudio sobre Suiza, siempre que las oportunidades de evasión en los Estados Unidos sean tan limitadas como suponen.

Sin embargo, no se sabe si las opciones de elusión disponibles en Suiza mitigan las respuestas "reales" a través del ahorro y la oferta de trabajo. La elusión podría, en cierta medida, actuar como un sustituto de respuestas reales. También existe una considerable incertidumbre sobre las posibles respuestas a los impuestos sobre el patrimonio de hasta el 6%, como se propone en los Estados Unidos. La tasa impositiva máxima sobre el patrimonio en Suiza es del 1%, y la reducción a la mitad de los impuestos sobre el patrimonio en Lucerna se traduce, en las estimaciones de descomposición, en una caída en la tasa impositiva de 0,28 puntos porcentuales.

La investigación muestra que las fallas en el diseño del impuesto a la riqueza pueden conducir a grandes respuestas de evasión y elusión. Considerando lo anterior, la capacidad de hacer cumplir la ley es la clave.

Hay muchas diferencias entre la situación tributaria de Suiza y Chile lo mismo que, seguramente, en las características específicas que podría asumir un impuesto a la riqueza en Chile, pero lo que es claro que, tratándose de un país pequeño y teniendo presente la capacidad de movilizar el patrimonio internacionalmente, un gravamen sobre la riqueza puede ser difícil de controlar y puede que recaude poco. Las consecuencias indeseadas de la aplicación de un impuesto de esta naturaleza (fuga de riqueza, menor inversión y emprendimiento) pueden ser mayores a los beneficios que se obtengan de su aplicación.

Alejandro Fernández Beroš

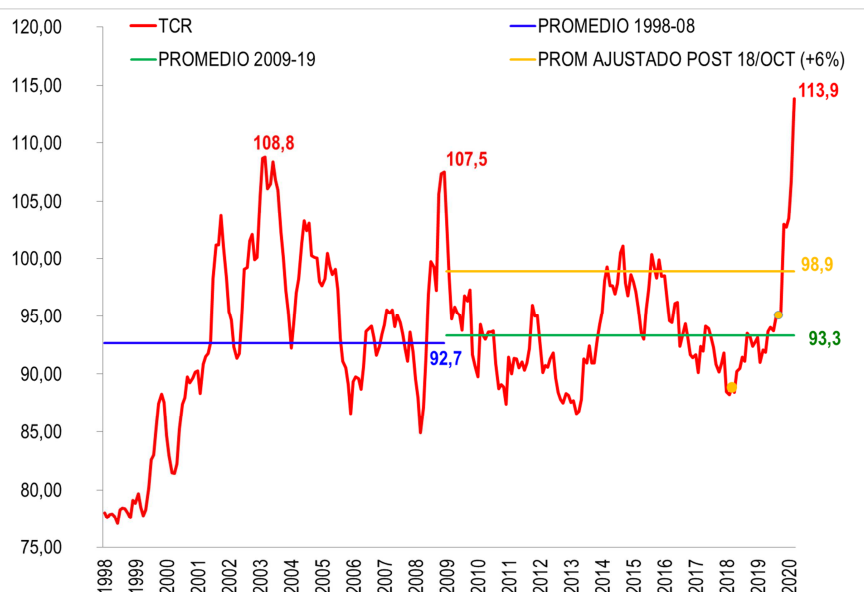
@Alfb40261031

2.2 Cuentas Externas y el Tipo de Cambio: ¿Reacción Desproporcionada?

Ante la escalada del precio del dólar durante las últimas jornadas, surgen cuestionamientos respecto a si es una tendencia que se ajusta a los fundamentos o es abiertamente una sobre reacción. Lo primero que podemos afirmar es que los inusuales grados de incertidumbre respecto a la evolución futura de la economía mundial y local, hacen muy difícil definir un escenario con alta probabilidad de ocurrencia, por lo que por ahora, la trayectoria futura de los fundamentos es desconocida.

Una forma de mirar en perspectiva es comparar la evolución del tipo de cambio con la observada en crisis anteriores, donde la referencia más razonable, por cercanía en el tiempo, es la crisis sub prime. En esa oportunidad el nivel más alto alcanzado por el tipo de cambio real, como promedio mensual, fue de 107,5 en el índice del Banco Central con base 1986 igual A 100. Ese nivel se ubicó un 16,0 % por sobre el promedio histórico de 10 años a esa fecha. En la actual crisis, el nivel de tipo de cambio real alcanzado, tomando como referencia un tipo de cambio observado de 850 pesos, es de 113.9 en el mismo índice, lo que significa un 22,0 % superior al promedio del período 2009-2019. Sin embargo, es razonable hacer un ajuste, consecuente con nuestro análisis de un nuevo nivel de equilibrio para el tipo de cambio real post estallido social.

GRÁFICO N°2.3
TIPO DE CAMBIO REAL
(ÍNDICE 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile y Estimación Gemines.

Hemos estimado que post 18 de octubre el tipo de cambio real de equilibrio debería ser mayor por varias razones. Primero, la economía chilena es más riesgosa, porque el país tiene una fragilidad institucional mucho mayor a la que teníamos internalizada antes de la crisis. Esta debilidad se manifiesta, entre otros factores, en la incapacidad de garantizar el orden público y el estado de derecho, que es un mandato prioritario para el Estado. El mayor riesgo también se relaciona con la incerteza regulatoria, desde la más relevante, referida a una desconocida nueva Constitución Política, hasta las de impacto más directo, como futuros cambios en el régimen tributario o en la regulación laboral. Segundo, es un país que crecerá menos en forma tendencial, dada una mayor carga tributaria, que resta rentabilidad a la inversión, un mayor tamaño de un Estado bastante ineficiente, que disminuye la productividad y el potencial de crecimiento de la economía.

En definitiva tenemos una economía más riesgosa y menos atractiva por cuanto tiene menor potencial de crecimiento. Eso nos ha llevado a estimar que post estallido social tendríamos un nuevo nivel más alto de tipo de cambio real de equilibrio, que lo situamos entre 5 y 10 % mayor al previo a la crisis. Si realizamos ese ajuste, el nuevo nivel de tipo de cambio de equilibrio, que incorpora un incremento de 6,0 %, es el que muestra la línea naranja en el gráfico. Si tomamos ese nivel como referencia, el tipo de cambio real equivalente al observado a 850 pesos estaría un 15,1 % por sobre dicho nuevo nivel de referencia.

Lo anterior permite entender que el nivel de castigo que ha tenido nuestra moneda en esta crisis no parece desproporcionado, dado el deterioro que se ha internalizado para el futuro de nuestra economía en una perspectiva de corto, mediano y largo plazo. Sin embargo, así como en la crisis sub prime se llegó a ese nivel muy alto del tipo de cambio real, para luego caer a niveles más normales, en esta oportunidad sucederá algo parecido. Una vez que el pánico sobre el impacto de la crisis comience a disminuir, lo lógico es que el valor del dólar retroceda hasta niveles más razonables. ¿Cuándo habrá más claridad? Aún no sabemos, por ahora la percepción de riesgo sigue incrementándose, por lo que no sería de extrañar que el dólar siga su tendencia al alza en el corto plazo.

En el mediano y largo plazo, en la medida que la evolución de la situación político institucional interna sea más favorable, evidentemente podremos revisar a la baja el “castigo” que incorporamos a la economía, lo que sería consistente con un tipo de cambio real de equilibrio más bajo también. Sin embargo, lo contrario también es válido, si la evolución político institucional es más negativa que lo que hoy tenemos proyectado.

Tomás Izquierdo Silva

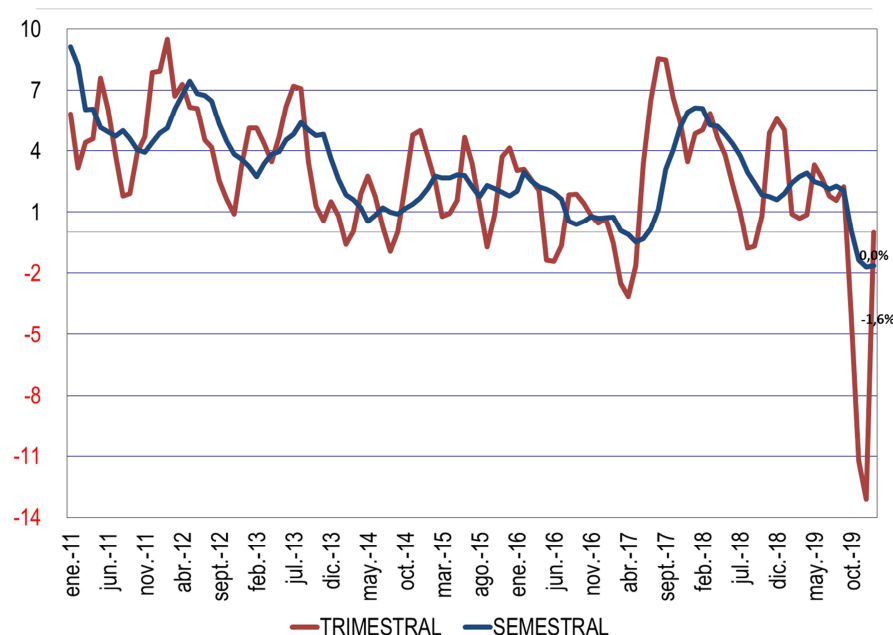
@tizquierdosi

2.3 Actividad y Gasto: Situación Interna Mejor, pero Covid-19...

Por segundo mes consecutivo, en enero, los resultados de los sectores económicos y del IMACEC resultaron mejores a lo previsto. La disminución en los hechos violentos y en la interrupción del funcionamiento del transporte público explica, en parte, este resultado, algo que, ya sabemos, se habría repetido en febrero. Por otro lado, la adaptabilidad del ser humano a entornos cambiantes es muy grande, lo que le ha permitido, a lo largo del tiempo, dominar su entorno y la naturaleza en su beneficio. Si bien la incertidumbre y la violencia imponen un costo inaceptable sobre la salud física y mental de la población, así como sobre las actividades económicas, estas pueden desarrollarse, y lo hacen, en contextos aparentemente muy adversos e inapropiados.

Dado lo anterior y con la perspectiva que da el tiempo, vemos que el IMACEC se ha recuperado rápidamente del bimestre negro de octubre-noviembre (Gráfico N°2.4), como resultado de la disminución de las manifestaciones y actividades violentas y la adaptación a las nuevas condiciones.

**GRÁFICO N°2.4
CRECIMIENTO DESESTACIONALIZADO MOVIL
ANUALIZADO 2011- 2020**



Fuente: Banco Central y Elaboración Gemines.

El gráfico es elocuente en mostrar el colapso de la actividad que, en el trimestre octubre-diciembre del año pasado, exhibió una caída a una tasa anualizada de 13,1%, para pasar a un 0% en el trimestre móvil noviembre-enero. Evidentemente, no puede esperarse que en los próximos meses esta recuperación continúe, para que el crecimiento vuelva a ubicarse en niveles similares a los existentes antes de octubre, pero sí que se mantenga claramente por sobre lo sucedido en los meses más negativos y sostenga una expansión débil.

El problema que ha surgido ahora proviene del exterior y se asocia a la expansión de la epidemia de COVID-19 a la mayor parte del mundo, luego de su aparición en China. La aparición de numerosos casos de la enfermedad en Corea y Europa, especialmente Italia, y su expansión a todos los continentes, así como la percepción de una preparación inadecuada en Estados Unidos para enfrentar una emergencia de esta naturaleza, ha provocado un colapso en las bolsas, el precio del petróleo (y otras materias primas, en menor medida) y en las tasas de interés, que se ubican en niveles históricamente bajos.

Si es que esta crisis se transforma en una desaceleración profunda en el crecimiento global o en una recesión, no cabe duda que el crecimiento interno se resentirá mucho más y se podría producir una recesión en Chile, escenario que, desgraciadamente, no puede descartarse. Este resultado está condicionado a la severidad con que se desarrolle la epidemia en Chile.

Alejandro Fernández Beroš

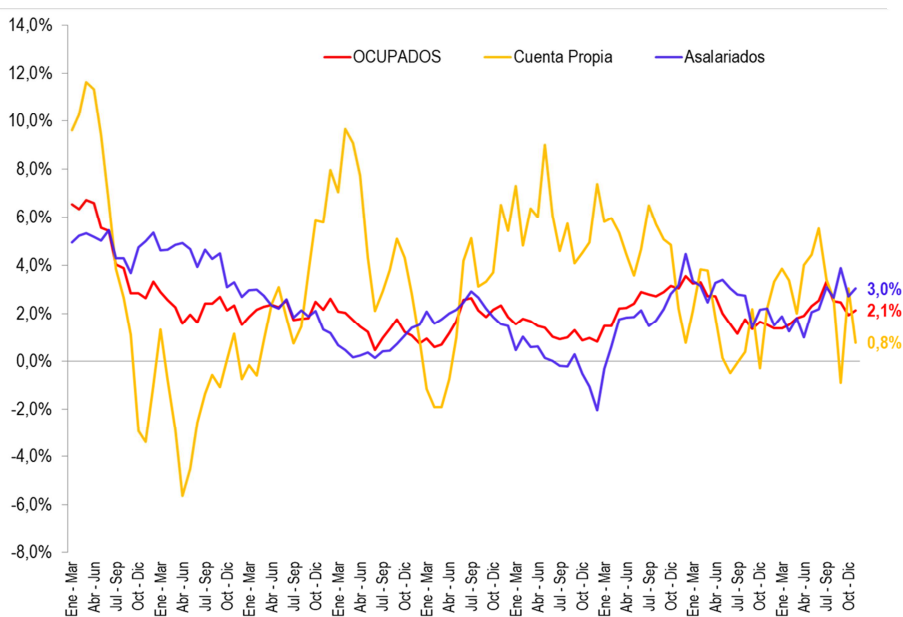
@Alfb40261031

2.4 Empleo y Remuneraciones: Seguimos sin Buena Información sobre Mercado Laboral

Teníamos cierta expectativa sobre la mejor información que podrían entregar las nuevas estadísticas laborales del INE, construidas en base a cifras revisadas a partir del Censo 2017. Lamentablemente no aportan información adicional relevante, y entregan correcciones muy menores respecto a cuál habría sido el desempeño del desempleo durante el año pasado. Es decir, el indicador de desempleo sigue estando muy desvinculado con lo que se observa en materia de actividad. Más aún, cuesta entender que en los últimos datos entregados, referidos al trimestre móvil noviembre-enero, aparezca un importante crecimiento en la ocupación total, lo que abiertamente va en contra sentido con lo que se observa con los diversos indicadores de actividad sectorial.

Según el informe del INE, el empleo habría registrado un crecimiento de 2,1 % en doce meses, variación mayor a la registrada en el trimestre móvil inmediatamente anterior, donde registraba una variación de 1,9 % en el mismo lapso. De hecho la cifra de enero se sitúa por sobre el crecimiento promedio de la ocupación de los últimos 5 años, es decir, cuesta entenderlo. Si revisamos la trayectoria del empleo asalariado es aún más difícil de entender, toda vez que registra un crecimiento de 3,0 % en doce meses a enero, con el empleo asalariado privado creciendo a un ritmo de 2,7 %. Por su parte el empleo por cuenta propia, que debió aumentar su dinamismo relativo dada la crisis, aparece creciendo menos que en meses anteriores.

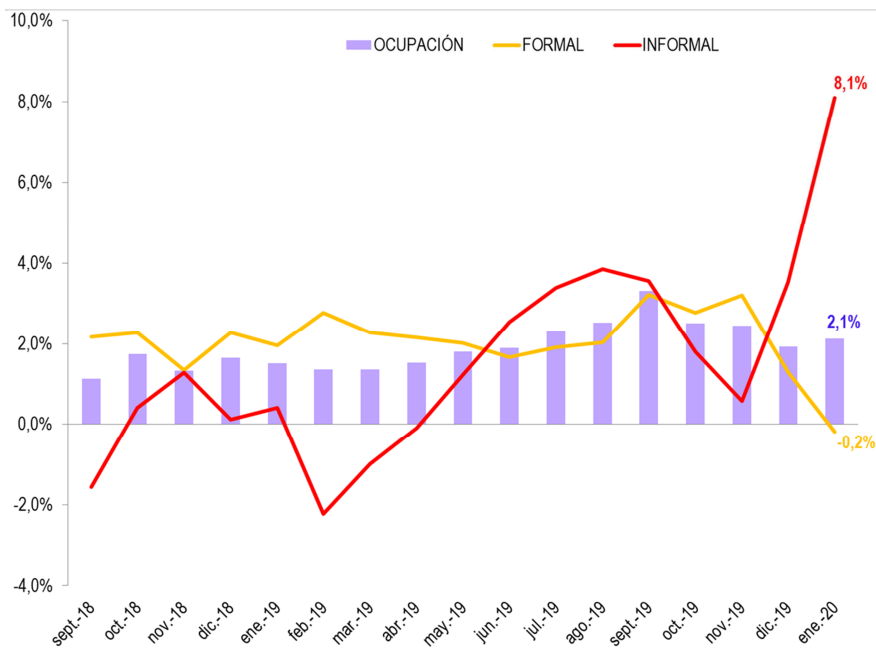
**GRÁFICO N°2.5
CRECIMIENTO DEL EMPLEO**



Fuente: Confeccionado por Gemines con cifras del INE.

Lo que sí resulta interesante, y hace más sentido con lo que se observa en la economía, es la apertura entre empleo formal e informal, serie que publica en INE por primera vez. En el transcurso de los últimos meses se observa un fuerte incremento en el empleo informal, lo opuesto de lo que sucede en el formal. Esto es consistente con las nuevas actividades de fuerte crecimiento a lo largo de los últimos años, como es el caso de servicios de transportes como Uber, y varias más que le compiten, o el de los repartidores de comida rápida o los servicios como Cornershop. Como se aprecia en el gráfico, el empleo informal crece a una tasa de 8,1 % en doce meses, mientras el formal registra una caída de 0,2 % en el mismo período.

**GRÁFICO N°2.6
EMPLEO FORMAL E INFORMAL**



Fuente: Confeccionado por Gemines con cifras del INE.

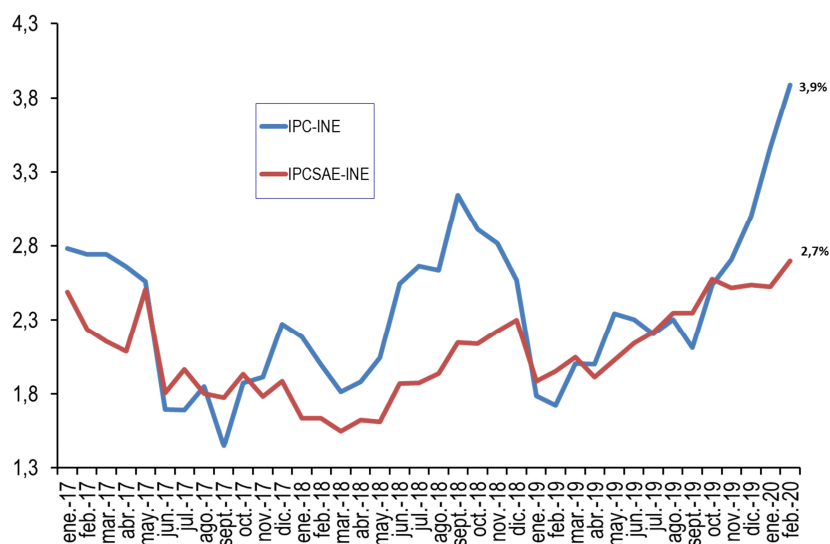
Veremos si las cifras que se vayan entregando para los próximos meses reflejan en mejor forma la realidad del mercado laboral, donde se debería registrar una ralentización en la generación de empleos, un incremento en la tasa de desocupación y una tendencia a la precarización del empleo, con más empleo informal y, a diferencia de lo observado hasta ahora, una brusca caída en el dinamismo del empleo asalariado.

Tomás Izquierdo Silva
@tizquierdosi

2.5 Inflación y Política Monetaria: Presión para Bajar la TPM

Como resultado de la violenta devaluación del peso la inflación se ha acelerado rápidamente en Chile, duplicándose en el último año. En efecto, en el primer bimestre de 2019 la inflación se ubicaba bajo 2% de acuerdo a las cifras oficiales, mientras que en febrero pasado, último dato disponible, la variación del IPC se elevó a 3,9% (Gráfico N°2.7). La razón tras esta elevación en la inflación es la aceleración en el alza de los precios de los bienes transables que, en los últimos doce meses, exhiben un alza de 4,9%, a su vez explicada por la devaluación del peso. Con tasas de devaluación anual por sobre el 20%, es fácil anticipar que la inflación transable seguirá subiendo, tal vez, hasta niveles de 6% a 7%, lo que llevará al IPC a mostrar alzas que podrían superar el 5% en algún momento del año.

GRÁFICO N°2.7
INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE 2017 – 2020
(Variación en 12 Meses)



Fuente: INE

Es este escenario no parece aconsejable que el banco central reduzca la TPM, que ya se encuentra en una instancia expansiva y puede acentuar la debilidad del peso y el rebote inflacionario. De hecho, la perspectiva, luego de la reunión de política monetaria de enero pasado, era que la TPM se mantendría en 1,75% todo el año. Sin embargo, las probables consecuencias de la pandemia de coronavirus han impulsado a varios bancos centrales, incluyendo la reserva Federal a bajar agresivamente las tasas de política monetaria, situación que se espera, reiterar en la reunión que concluye el 18 de marzo, después de la publicación de este informe.

No obstante lo anterior, la posibilidad de una o varias bajas en la TPM ahora no se puede descartar. Tal vez no en la próxima reunión (31 de marzo), pero sí en la siguiente (5 y 6 de mayo), cuando haya más claridad respecto de la evolución de la pandemia en el mundo y en Chile. Sin embargo, lo más importante es que el Banco Central asegure la existencia de suficiente liquidez en el mercado, que no se produzcan interrupciones en la cadena de pagos y que la empresas que enfrentan una caída en la demanda por los efectos del corona virus y tienen problemas de caja no se vean enfrentadas a la quiebra ni afectado su funcionamiento por esta razón.

Es evidente que la política monetaria no puede revertir el impacto negativo de la pandemia en el turismo, la hotelería y u otros sectores damnificados pero, junto a la política fiscal puede contribuir a atenuar sus efectos, especialmente aquellos que podrían ser permanentes y no relacionados con la interrupción coyuntural de la demanda. Con todo, la política monetaria tiene que mantener el foco en su objetivo de largo plazo, que es la mantención de la estabilidad de precios. Desde esta perspectiva, si una rebaja en la TPM ayuda a alcanzar los objetivos de corto plazo, se justifica implementarla, pero la evidencia de lo sucedido en Estados Unidos indica que el momento y la magnitud del ajuste son importantes.

Alejandro Fernández Beroš

@Alfb40261031

3 COMENTARIO POLITICO

3.1 Contexto.

El escenario ha cambiado con esa rapidez e inexorabilidad que sólo la Naturaleza puede regalarnos. Las avalanchas empiezan suavemente hasta que son exponenciales en su crecimiento y potencial destrucción. Esta vez llegó en forma de pandemia, algo muy distinto a los para nuestros habituales terremotos o aluviones.

Y en el contexto – político y comunicacional- de este análisis, algunos comentarios para debatir:

1. Al darse a conocer la noticia del coronavirus, surgieron dudas muy fuertes sobre su veracidad, tanto en términos de alcance como de peligrosidad, especialmente en la oposición y los partidarios del Apruebo en el plebiscito del 26 de abril.
Se planteaba, desde esa mirada, en una exageración comunicacional mal intencionada desde el Gobierno para suspenderlo, frente a la evidencia de todas las encuestas, que daban a esa opción como ganadora prácticamente segura.
2. Obviamente, esto refleja el nivel de desconfianza entre las partes de este proceso y se hace eco de los bajísimos niveles de popularidad y credibilidad del Gobierno y concretamente del Presidente. Esto puede compensarse en la medida que se empodere a un equipo técnico liderado por el Ministerio de Salud y que involucre a todas las carteras que tienen mayor incidencia en esta coyuntura.
3. Manejar estratégicamente una crisis de este nivel inédito no es fácil para ningún gobierno. Se debiera esperar mucho profesionalismo y una autoridad central con un gran liderazgo, basado en al menos dos pilares: conocimiento y credibilidad. Esperemos avanzar rápidamente en esa dirección.
4. El Gobierno comenzó a ordenarse y tomar las medidas correctas, dadas la experiencia de países donde el virus atacó antes. Eso nos permitiría no cometer los mismos errores y lograr, en el mejor de los casos, lo que se ha llamado “aplanar la curva” de crecimiento.
5. Sin embargo, no es posible que las medidas correctas funcionen sin la colaboración de la ciudadanía. Esto no se ve tan obvio en sectores de la población. el Gobierno y Carabineros que parecen privilegiar las diferencias entre ellos sobre cualquier otra consideración.

6. Hay momentos en que hay que dar una tregua a las diferencias por grandes que estas sean y alinearse frente a las decisiones de la autoridad correspondiente. Esto no implica perder la capacidad de crítica ni de ser oposición en lo político, pero el juego debe cambiar y ajustarse mientras sea necesario. El Gobierno, políticamente, tuvo mucha suerte y recibió un respiro que se refleja en la nueva agenda de noticias.
7. No olvidemos que en estos meses la gente ha demostrado una inmensa capacidad de auto gestión y desarrollo de muchas iniciativas ciudadanas, alejada del control político habitual. Hoy los partidos no son quienes canalizan esa enorme energía que será necesaria para superar esta crisis.
8. Tenemos que resolver esta enorme crisis sanitaria sin generar en el camino una crisis de legitimidad de nuestra democracia. No hay otra opción que remar todos juntos.

Guido Romo Costamailère

@guidoromo

