

Gemines[®]
CONSULTORES



INFORME GEMINES N°490

JULIO 2021

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 FRANCAMENTE MUY INCIERTO	5
2.- COYUNTURA NACIONAL	9
2.1 TEMA ESPECIAL: ACTUALIZACIÓN DEL INFORME DE FINANZAS PÚBLICAS AL SEGUNDO TRIMESTRE	9
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: SÓLIDA BALANZA COMERCIAL	13
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: FUERTE RECUPERACIÓN, AUNQUE DESEQUILIBRADA.....	14
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: EMPEORA SITUACIÓN DEL EMPLEO	16
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: UN ALZA DE TASAS ESTRATÉGICA	18

INFORME GEMINES

Nº490

DESTACAMOS

Panorama General

- Observando lo que políticamente ha sucedido en Chile post estallido social, es evidente que pensar que hacia delante todo ira mejor, y que lograremos encausar el descontento social a partir de un buen proyecto de nueva constitución tiene eventualmente una importante cuota de ingenuidad y/o voluntarismo, (Pág. N°5).
- La primera semana de accidentado funcionamiento de la Convención Constitucional no entrega muy buenos augurios. De hecho, a nuestro entender, existe una probabilidad significativa de que el intento de lograr acuerdo en torno a un proyecto constitucional razonable finalmente fracase, (Pág. N°6).
- El escenario político electoral es el más líquido, y por ende incierto, de los últimos 30 años. (Pág. N°6).
- Se puede especular en una serie de cambios que afectarían la regulación de variadas industrias, como consecuencia de mandatos derivados de un eventual nuevo orden constitucional. Ligado a ello, cabe esperar un importante entrapamiento en la inversión mientras la incertidumbre en torno a lo anterior no disminuya en forma relevante, (Pág. N°7).

Coyuntura Nacional

- La revisión de las proyecciones de las finanzas públicas para este año y el mediano plazo ha sido muy significativa respecto de las contenidas en el Informe de Finanzas Públicas del primer trimestre. Tanto ingresos como gastos han sido revisados al alza y, en ambos casos, es probable que las cifras efectivas al cerrar el año sean superiores, lo mismo que el déficit fiscal efectivo, hoy proyectado en 7,1% del PIB, (Pág. N°9).
- La perspectiva de mediano plazo luce extraordinariamente optimista, tanto porque no considera aumentos de impuestos como porque mantiene prácticamente congelado el gasto público entre 2022 y 2025 después de haberlo reducido casi 20% en 2022 respecto de este año. Por lo mismo, la posibilidad de reducir el déficit fiscal efectivo a cero (y a 0,9% el cíclicamente ajustado) parece virtualmente nula. Dado lo anterior, la estabilización de la deuda pública entre 38% y 39% del PIB parece muy difícil de alcanzar, siendo más probable que llegue a 50% a fines del período analizado, (Pág. N°10).
- Las exportaciones acumulan un nivel récord de casi US\$84 mil millones en los doce meses a junio pasado y más de US\$45 mil millones en el primer semestre de 2021. Todo indica que el año cerrará con un nivel de embarques al exterior que puede ser récord histórico, principalmente por el elevado precio del cobre. Las importaciones también han subido de manera importante, pero se encuentran lejos de los niveles máximos de 2013. Es probable que las de bienes de consumo lleguen a superar el nivel récord de 2018 este año, no así las de bienes intermedios y de capital, afectadas por la baja en la inversión, (Pág. N°13).

- La incertidumbre política – institucional se ha reflejado en un alza importante en el tipo de cambio no obstante la mantención de un elevado precio del cobre. Esta incertidumbre se mantendrá mientras no se aclare el rumbo que seguirá la Convención Constituyente, (Pág. N°13).
- La economía muestra una recuperación frágil toda vez que se explica en parte importante por el efecto positivo que sobre el ingreso de los hogares tuvieron los retiros de fondos previsionales y las transferencias del Estado, (Pág. N°14).
- La situación del empleo se ha vuelto más compleja en los últimos meses, toda vez que no sólo se ha desacelerado la recuperación de los empleos perdidos en la fase inicial de la pandemia, sino que se han comenzado a perder de nuevo en los últimos dos meses, no obstante la recuperación de la actividad económica, (Pág. N°16).
- La debilidad en el mercado del trabajo se ha trasladado a las remuneraciones, que registran tres caídas reales en los últimos cuatro meses y bajaron en mayo en términos nominales. Aun así, considerando el crecimiento real de 2,1% en doce meses, se concluye que el escenario de remuneraciones es bastante sólido y, probablemente, refleja el efecto de escasez de mano de obra en algunos rubros, (Pág. N°17).
- El alza en la Tasa de Política Monetaria decretada por el Banco Central puede leerse como un mensaje al mundo político y al gobierno para poner freno a la expansividad de la política fiscal, (Pág. N°18).

1 PANORAMA GENERAL

1.1- Francamente Muy Incierto.

La negación es un recurso psicológico conocido. En el ámbito político institucional, cuando objetivamente la situación empeora y, más aún, existiendo un riesgo real con probabilidad significativa que empeore aún más, surge una suerte de voluntarismo que anuncia que todo retomará un cause razonable y que, finalmente, el epílogo será positivo. ¿Es ello probable? Una forma de asignar probabilidades es revisar el pasado reciente y compararlo con las predicciones que existían con antelación. Si a mediados de 2019 alguien hubiera pronosticado que dos años después estaríamos en la situación actual, probablemente habría sido calificado de temerario y paranoico.

Convengamos en una premisa inicial: quienes esperábamos que primaría la racionalidad y, en consecuencia, que la crisis político social desatada a partir del 18 de octubre se encausara políticamente, de manera de acotar en forma significativa el riesgo de un deterioro mayor, hoy podemos sentirnos algo frustrados. Si bien el acuerdo firmado el 15 de noviembre de 2019 fue clave para contener un muy probable desborde institucional aún mayor, lo cierto es que, conocida la composición de la electa convención constituyente y sus primeras iniciativas, es razonable tener serias dudas respecto a su capacidad y voluntad para llegar a un proyecto constitucional razonable.

Parece razonable esperar un tiempo, hasta que la convención cuente con un reglamento y comience a abordar las distintas temáticas del proyecto constitucional, antes de apresurar conclusiones. Sin embargo, es evidente que su primera declaración, referida a la necesaria liberación de los supuestos presos políticos de la revuelta, además de los del Wallmapu, aprobada por amplia mayoría, no entrega buenos augurios sobre el futuro del proceso. La declaración escapa completamente a los objetivos y atribuciones de la convención constitucional, la involucra en la contingencia política del momento, y la expone a una pérdida de relevancia, en la medida que su llamado no sea recogido por los otros poderes del estado.

En la misma línea, aunque sin la posibilidad de conseguir el respaldo mayoritario de la instancia, el llamado a desconocer los acuerdos que dieron origen a la propia convención, como es el de exigir mayorías de 2/3 para la redacción del proyecto, es una muestra más de provocación al marco institucional que nos rige. Sobre esto no hay que ser ingenuos, tal cual fueron los llamados a la renuncia del presidente de la república, a las pocas horas de iniciado el llamado estallido social, hoy el Partido Comunista intenta destruir la normativa a través de la cual logró, junto con sus aliados naturales, una importante representación en la convención constitucional. Es decir, estar simultáneamente dentro y fuera de la institucionalidad, de manera de destruirla desde ambos frentes.

Una convención extraordinariamente fragmentada, con sobre representación de los grupos más rupturistas que quieren re-fundar el país, hace difícil imaginar que logre avanzar en la construcción de acuerdos en torno a un proyecto razonable. La sub representación de los partidos políticos tradicionales, que deberían jugar un importante rol en dar forma y consistencia al proyecto, tampoco ayuda. En este contexto, ante la dificultad de construir acuerdos, es probable que la respuesta de la convención sea, a partir de una mayoría simple, presionar para que el reglamento que debe regirla incorpore la opción de plebiscitar todos aquellos temas que no logren los quórumos requeridos. Es decir, buscar una forma de “bypasear” la reforma constitucional que dio origen a la propia convención, por la vía de “rodearla” con la presión de la calle. En ese contexto, propuestas voluntaristas o abiertamente populistas, podrían fácilmente contar con aprobación popular mayoritaria.

Con todo, podemos imaginar tres escenarios, dos malos y uno bueno. El primero, que se construya un mal proyecto constitucional, utilizando resquicios para sortear la exigencia de los acuerdos por dos tercios, y que dicho proyecto sea aprobado en el plebiscito de salida. Ese sería el peor escenario. El segundo, no mucho mejor, que se construya un mal proyecto y que sea rechazado por un margen relativamente estrecho, lo que nos dejaría en una situación extraordinariamente delicada, en la medida que mantendríamos la vigencia de una constitución, la actual, que por razones más o menos atendibles, no se encuentra validada por la sociedad civil. El tercer escenario es el único positivo. Que se redacte un proyecto razonable y que sea aprobado en el plebiscito de salida. ¿Qué probabilidad de ocurrencia tiene cada escenario? Aunque es pronto aún para asignarla, si fuera 1/3 para cada uno significa que nos encontramos en una situación extraordinariamente expuesta.

Disputa Parlamentaria-Presidencial: Inusualmente Líquida

No hay recuerdo de un escenario tan abierto en la carrera presidencial a menos de 6 meses de que se celebre la primera vuelta electoral. No tenemos claro quienes llegarán como candidatos a dicha instancia. El próximo domingo 18 de julio conoceremos sólo dos cartas, una de la izquierda y una de la centro-derecha, pero falta por definir quién irá por la centro-izquierda, además de Carlos Maldonado, del Partido Radical, que anuncia que irá directamente en la papeleta. Agreguemos a José Antonio Kast, por parte de la derecha más dura, y otros eventuales outsiders, desde potenciales candidatos de la lista del pueblo, o populistas como Franco Parisi. En definitiva, no es descartable que a la papeleta de la primera vuelta lleguen 6 o más candidatos, lo que deja espacio para todo tipo de elucubraciones respecto a quienes pasarían a un seguro balotaje.

Aunque las encuestas mantienen un apoyo relativamente estable para algunas alternativas, como la del alcalde Daniel Jadue o la de Joaquín Lavín, lo cierto es que aún la inmensa mayoría de los potenciales electores no tiene una preferencia definida. No resulta para nada evidente quienes pasarían a una segunda vuelta, y al menos al día de hoy no se puede descartar que finalmente sea electo un candidato de centro izquierda, eventualmente Yasna Provoste, que aún no es oficialmente candidata, Joaquín Lavín, por la centro derecha, o incluso Daniel Jadue del Partido Comunista.

Lo cierto es que, a diferencia de lo que estábamos acostumbrados en los procesos electorales de los últimos 30 años, en que faltando tan poco tiempo para la elección teníamos sólo dos cartas factibles, en esta oportunidad el escenario sigue estando muy abierto.

En materia parlamentaria también tenemos mucha incertidumbre, más de la habitual, en la medida que producto de los cambios a la ley electoral, una gran cantidad de diputados y varios senadores no podrán postular a la reelección. Se suma que aparecerán candidatos de la lista del pueblo, mientras otros partidos con amplia representación en las últimas décadas, como el PPD, se encuentran en profunda crisis de identidad. Con todo, lo más probable es que en materia parlamentaria, como ha sido la tradición, los cambios sean más graduales, con leves aumentos o pérdidas relativas en la representación parlamentaria para los distintos partidos políticos tradicionales, a lo que se sumarán nuevos movimientos o partidos, que incrementarán aún más la ya fragmentada clase política.

Los Agentes Económicos son Racionales y Actúan en Consecuencia

Acorde con lo reseñado en los puntos anteriores, se hace evidente que el nivel de incertidumbre respecto al futuro entorno político institucional de nuestro país es muy superior al observado en cualquier momento de los últimos 30 años. Con todo, hay ciertos cambios que tienen alta probabilidad de ocurrencia, los que a su vez impactarían en forma directa a algunas actividades económicas. Algunos son materia de Ley, y no del texto constitucional, sin embargo los mandatos de una eventual nueva carta fundamental pueden inspirar posteriores cambios legales.

Entre los positivos, a nuestro juicio, es muy probable que se avance hacia más descentralización, dándose más atribuciones, recursos y autonomía a las regiones y municipios. Esto es una demanda histórica por parte de las regiones, y la composición de la convención constitucional, con alta representación regional, hace altamente probable que se avance en esa línea. Acercar las decisiones de inversión y gasto a la comunidad que será favorecida, hace más probable que se tomen decisiones más pertinentes y que se alcance mayor eficiencia en el uso de los recursos.

Es probable también que, junto con definirse como derecho constitucional el acceso a salud gratuita y de calidad, la nueva constitución promueva que las leyes específicas avancen hacia un sistema único, al estilo canadiense, dejando la opción de la salud privada a través de seguros de salud adicionales a las cotizaciones legales, que con alta probabilidad irían a un fondo común. Ello evidentemente tendría un alto impacto en la industria de la salud, desde la existencia, el rol y cobertura de las actuales ISAPRES, hasta la oferta de servicios de salud en general.

Se revisará la legislación en torno a los derechos de agua. No es factible saber cómo quedará la regulación, pero es altamente probable que derive en un encarecimiento en su uso industrial. Ello tendría efectos en la industria agro-alimentaria, que explica una parte relevante de nuestras exportaciones, y en la minería, además de otros sectores donde dicho recurso es un insumo relevante.

Muy probablemente se incrementará la carga impositiva a la explotación de concesiones mineras, tema que de hecho ya está en discusión con proyectos en el parlamento. También es posible que se afecte el marco regulatorio para todas aquellas industrias sujetas a tarificación, desde los servicios básicos, como electricidad o agua potable, hasta el uso de carreteras concesionadas.

La regulación urbana y los mecanismos de acceso a otro derecho, que con alta probabilidad quedará plasmado en la constitución, a saber el derecho a la vivienda digna y a precio justo, podría incidir en forma relevante en cambios regulatorios. Éstos podrían ser virtuosos, como generar incentivos correctos a través de la regulación urbana para alcanzar mayor integración social y acotar el incremento en el precio del suelo, hasta otros muy disruptivos, como fijar precios de arriendo por Ley, como sucede hoy en otros países.

En el ámbito de la regulación medio ambiental, también es altamente probable que se produzcan cambios inducidos por mandatos constitucionales, lo que no necesariamente será negativo en la medida que el actual esquema regulatorio es altamente ineficiente, genera mucha incertidumbre sobre el resultado de la evaluación e implica plazos inciertos y normalmente muy largos. Se podría especular, también, con impactos adversos que los cambios regulatorios en ésta y otras materias tendrían sobre acuerdos que ha celebrado Chile a nivel internacional, lo que podría ser muy costoso de no aplicarse los acuerdos de invariabilidad que aplican para la inversión extranjera, y/o la irretroactividad de la ley.

En definitiva, lo anterior es sólo un poco de ficción respecto de en qué áreas podrían producirse cambios, sin embargo el grueso de los lectores estarán de acuerdo que son áreas donde con alta probabilidad los observaremos. Con todo, es evidente que la reseña anterior es una muestra suficiente como para poder predecir, con certeza, que mientras la incertidumbre no disminuya o se disipe en forma significativa, observaremos un importante freno a la inversión en un variado número de industrias potencialmente afectadas. Ello, por lo demás, lo recoge fielmente el Informe de Percepción de Negocios que publica el Banco Central, a partir de entrevistas a diversas actividades económicas a lo largo de todo el país.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2 COYUNTURA NACIONAL

2.1 TEMA ESPECIAL: Actualización Del Informe De Finanzas Públicas Al Segundo Trimestre.

Recientemente la DIPRES ha publicado el Informe de Finanzas Públicas (IFP), con la actualización de las cifras y proyecciones de las cuentas del gobierno central para el período 2021-2025. Si bien el panorama para el período 2022-2025 se presenta como bastante razonable en términos de resultados, la verdad es que es casi imposible que se materialice en los términos en que está planteado, considerando que prácticamente todos los (las) candidatos(as) presidenciales están anticipando aumentos de impuestos, algo que no contemplan las proyecciones y aumentos de gasto que no parecen compatibles con las estimaciones del IFP. En lo referente a las proyecciones para este año, el cambio respecto a las presentadas hace tres meses es impresionante y grafica con claridad la escasa estabilidad que existe hoy día en el país y la notable presión sobre el gasto público. La posibilidad, por otro lado, de iniciar la consolidación presupuestaria en 2022, algo que está acordado desde el pacto COVID de junio de 2020 que estableció un nivel de gasto primario para el próximo año no más de 9% superior al de 2019, seguramente se logrará solo de manera parcial, entre otras cosas porque es el último presupuesto del actual gobierno y que será ejecutado por el próximo.

- Los supuestos

La revisión de las proyecciones de las cuentas del gobierno central comienza por los supuestos macroeconómicos (Cuadro N°2.1). El crecimiento se eleva de manera significativa de 6% a 7,5%, cifra que todavía puede ser considerada como conservadora considerando la última proyección del Banco Central (9%) y la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) (8,0%). Similarmente se elevan las estimaciones de demanda interna, inflación, tipo de cambio y precio del cobre, entre las que la de tipo de cambio parece muy baja. Considerando lo anterior, puede afirmarse que el crecimiento de los ingresos fiscales puede estar subestimado.

CUADRO N°2.1
SUPUESTOS MACROECONÓMICOS

	IFP IT 2021	IFP IIT 2021
PIB (var. anual, %)	6,0	7,5
Demanda interna (var. anual, %)	10,7	12,6
IPC (var. anual, % promedio)	3,4	3,7
Tipo de cambio (\$/US\$, promedio, valor nominal)	699	712
Precio del cobre (US\$/lb, promedio, BML)	399	411

Fuente: Ministerio de Hacienda

Por el lado del gasto público la corrección también es significativa, explicada principalmente por el IFE universal (Cuadro N°2.2). En este caso, si se recuerda que el mayor gasto asociado a estos beneficios expira en septiembre, también puede estar subestimado, ya que es probable que el beneficio se extienda hasta fin de año considerando la situación del mercado laboral, que no es probable que mejore significativamente en los próximos meses.

CUADRO N°2.2 GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL 2021

	MM\$2021	% de var. 2021/ ejecución 2020	% de var. 2021/ Ley Inicial 2021
Actualización del Gasto 2020 IFP I Trimestre 2021⁽¹⁾	61.561.484	9,2	9,8
IFE Universal ⁽²⁾	7.051.650		
Medidas de Alivio a las PYMES ⁽³⁾	1.240.560		
Bono retiro de \$200.000 (pensiones)	673.200		
Reforzamiento sanitario	1.440.000		
Otros ⁽⁴⁾	-15.679		
Actualización del Gasto 2020 IFP II Trimestre 2021⁽⁵⁾	71.951.215	27,3	28,4

Fuente: DIPRES.

Como resultado de los ajustes descritos, el déficit presupuestario efectivo es revisado al alza, desde 3,8% del PIB a 7,1% del PIB, es decir, solo marginalmente inferior al 7,3% del año pasado. Además, el déficit cíclicamente ajustado se eleva desde 6% a 9,5% (Cuadro N°2.3). Si el IFE universal se extiende hasta fines de año, el déficit efectivo se acercaría al 10% este año.

CUADRO N°2.3 BALANCE DEL GOBIERNO CENTRAL TOTAL 2021

	Proyección IFP IT		Proyección IFP IIT	
	MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1) Total Ingresos Efectivos	52.902.649	23,5	55.198.912	23,4
(2) Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	47.947.075	21,3	49.500.578	21,0
(3) Total Gastos	61.561.484	27,3	71.951.215	30,5
(1) - (3) Balance Efectivo	-8.658.836	-3,8	-16.752.303	-7,1
(2) - (3) Balance Cíclicamente Ajustado	-13.614.410	-6,0	-22.450.637	-9,5

Fuente: DIPRES.

Como resultado del mayor déficit, la deuda pública bruta en vez de llegar a 33% del PIB a fines de este año, se elevaría hasta 34,1% del PIB, mientras la deuda neta pasaría de 27,2% a 29,2% del PIB.

Por otro lado, también se realizan ajustes a la perspectiva de mediano plazo (hasta 2025). Los supuestos son revisados, especialmente para 2022 en el caso del crecimiento del PIB y hasta 2025 en el del tipo de cambio y, en menor medida, el precio del cobre, que asumen valores más realistas, aunque el tipo de cambio sigue pareciendo muy bajo (Cuadro N°2.4).

CUADRO N°2.4 SUPUESTOS MACROECONÓMICOS 2022-25

	2022		2023		2024		2025	
	IFP IT	IFP IIT	IFP IT	IFP IIT	IFP IT	IFP IIT	IFP IT	IFP IIT
PIB (var. anual, %)	3,5	2,9	3,2	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5
Demanda interna (var. anual, %)	3,4	2,5	3,3	3,3	2,8	3,2	2,7	3,1
IPC (var. anual, % promedio)	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Tipo de cambio (\$/US\$, promedio, valor nominal)	694	713	696	719	698	731	701	738
Precio del cobre (US\$/lb, promedio, BML)	388	395	358	368	335	335	314	314

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Las proyecciones de crecimiento son factibles de ser alcanzadas suponiendo la mantención de un impulso importante del consumo pero que, seguramente, conduciría a un deterioro persistente y significativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

A partir de estos supuestos se proyecta la situación del gobierno central hasta 2025 que parece, más bien, un ejercicio en voluntarismo, por lo poco probable que se materialice en los términos estimados (Cuadro N°2.5).

CUADRO N°2.5 BALANCES DEL GOBIERNO CENTRAL TOTAL 2021-2025 (MILLONES DE \$ DE 2021)

	2021	2022	2023	2024	2025
Total Ingresos Efectivos	55.198.912	53.157.646	54.942.714	57.189.454	58.419.000
Total Gastos Comprometidos	71.951.215	55.757.144	55.551.328	55.758.830	56.508.143
Ingresos Cíclicamente Ajustados	49.500.578	48.187.353	50.950.398	54.057.845	56.032.789
Meta BCA (% del PIB)	-9,5	-3,9	-2,9	-1,9	-0,9
Nivel de gasto compatible con meta	71.951.215	57.845.194	58.352.220	59.042.682	58.500.989
Diferencia Gasto / Holgura (5)-(2)		2.088.050	2.800.893	3.283.852	1.992.846
Diferencia Gasto (MMUS\$)		3.023	4.148	4.945	3.072
Diferencia Gasto (% del PIB)		0,9	1,1	1,3	0,8
Balance efectivo compatible con meta (1)-(5) (% del PIB)	-7,1	-1,9	-1,4	-0,7	0,0

Fuente: DIPRES.

Las cifras expuestas asumen que se cumple el acuerdo COVID de junio del año pasado, no obstante que poco de dicho acuerdo se ha cumplido y ha sido superado por la vorágine de los acontecimientos y la debilidad del gobierno. Dicho acuerdo implica que el gasto primario de 2022 no puede ser superior en más de 9% al de 2019 y se traduce en que el gasto real cae casi 20% respecto de 2021 el próximo año. Aunque esta reducción de gasto parece brutal hay que recordar que, respecto del 2019 el gasto total crece 13,5% real, lo que equivale a 4,3% real anual, cifra consistente con la historia reciente del país y que más duplica el crecimiento del PIB del periodo (1,4% promedio según las cifras y proyecciones oficiales). Si bien este ajuste parece razonable, el gasto real permanecería prácticamente constante de 2022 hasta 2025, con lo que su crecimiento promedio desde 2019 se reduciría a 0,2% anual.

En el contexto político – social en que se encuentra el país lo anterior es, evidentemente, imposible de sostener. Por una parte, independientemente de cuál sea el próximo gobierno y la nueva constitución, que probablemente regiría desde 2023, las presiones por más gasto público en, especialmente, pensiones y salud, pero seguramente en muchas cosas más, incluyendo vivienda, va a hacer necesario subir la carga tributaria y seguramente mantener un déficit fiscal más alto por más tiempo.

Dado lo anterior, la evolución prevista para la deuda pública (Cuadro N°2.6) parece imposible de cumplir y, en vez de estabilizarse en torno al 38% a 39% del PIB su nivel a fines del período seguramente se ubicará en torno a 50% del PIB y, eventualmente, más si la economía no crece mucho (muy probable) y la recaudación tributaria tampoco a pesar de las alzas de impuestos.

CUADRO N°2.6
DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL 2021-2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Deuda Bruta saldo ejercicio anterior	67.585.692	80.503.287	89.940.944	96.125.668	99.715.267
Déficit Fiscal Gobierno Central Total	16.752.303	2.599.497	608.614	-1.430.624	-1.910.857
Transacciones en Activos Financieros	-3.834.708	6.838.159	5.576.109	5.020.223	3.834.807
Deuda Bruta saldo final	80.503.287	89.940.944	96.125.668	99.715.267	101.639.216
% del PIB	34,1	36,7	38,1	38,6	38,5

Fuente: DIPRES.

Un punto final respecto del endeudamiento. Este año el gobierno emitirá deuda por un monto que se eleva a los US\$27.000 millones, de los que falta por colocar US\$15.100 millones en la segunda mitad del año. Esto suma a los US\$7.100 millones anunciados el año pasado US\$8.000 millones adicionales que financiarán las medidas anunciadas más recientemente y que se emitirán principalmente en moneda extranjera. Además, durante el año se utilizarán US\$9.157 millones de los fondos soberanos, de los cuales resta por emplear US\$2.447 millones que se retirarán en los próximos meses. De lo anterior se desprende que la Tesorería seguirá liquidando moneda extranjera en el mercado en los próximos meses, lo que puede atenuar un tanto las presiones alcistas del tipo de cambio.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

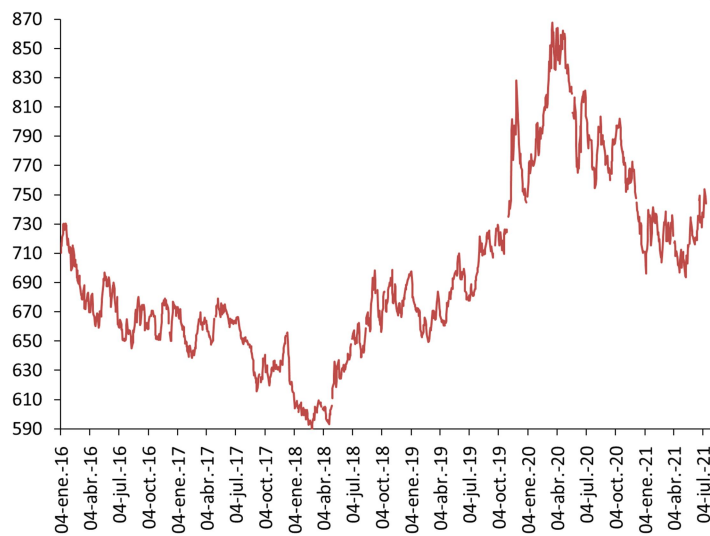
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: Sólida Balanza Comercial

En los últimos doce meses las exportaciones acumuladas se elevaron a poco menos de US\$84 mil millones, superando claramente el record previo de noviembre de 2011 cuando superó levemente los US\$82 mil millones. Lo más probable es que este récord se supere nuevamente en los próximos meses considerando, por una parte, que el primer semestre de este año acumula más de US\$45 mil millones en exportaciones y, por otra, que en el segundo semestre del año pasado hubo algunos meses con un comportamiento débil de los embarques al exterior y que el precio del cobre debería seguir siendo más alto que en toda o la mayor parte de la segunda mitad de 2020. Si bien la mayor parte de este crecimiento en las exportaciones se explica por el precio del cobre, no es el único producto que muestra una expansión interesante ya que también crecen de manera importante los embarques mineros no cobre y los agropecuarios y del mar, aun considerando una fuerte baja en la fruta fresca.

Las importaciones, por su parte, acumulan poco más de US\$66 mil millones en los últimos doce meses y casi US\$37 mil millones en el primer semestre. Con todo, todavía están muy por debajo de los casi US\$77,5 mil millones de compras en el exterior acumuladas en los doce meses a julio de 2013, siendo las de bienes de consumo las que se han recuperado con mayor celeridad. Lo anterior se ha traducido en excedentes de balanza comercial que se aproximaron a los US\$20 mil millones a comienzos de año y que, en los últimos doce meses acumula casi US\$17,5 mil millones.

El tipo de cambio que casi todo el primer semestre se mantuvo bajo los \$740 e, incluso, rompiendo hacia abajo la barrera de los \$700, ha mostrado una tendencia más bien alcista en julio, superando durante varios días los \$750 y promediando sobre \$740 al momento de escribir este comentario, su nivel más alto desde noviembre (ver Gráfico). Aunque la baja en el precio del cobre puede explicar en una muy menor medida esta tendencia al alza, no cabe duda que el factor principal es la incertidumbre política e institucional, el grave deterioro en la certeza jurídica existente y las adversas perspectivas respecto del futuro, algo que irá reduciéndose o agravándose en función del comportamiento de la Convención Constituyente.

GRAFICO N°2.1
TIPO DE CAMBIO 2016-2021
(PESO POR DÓLAR).



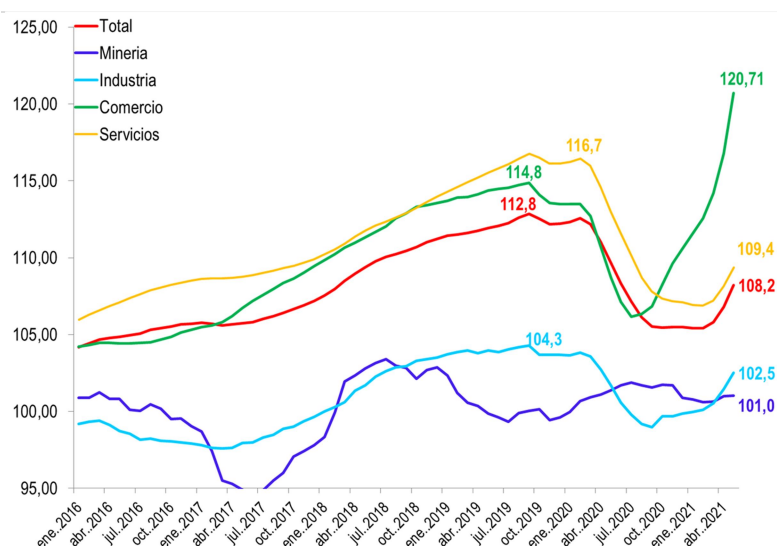
Fuente: Banco Central de Chile.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: Fuerte Recuperación, aunque desequilibrada

Efectivamente la actividad económica de Chile ya recuperó los niveles previos a la pandemia, sin embargo es importante aclarar al menos tres elementos que la hacen bastante frágil, y difícil de proyectar como una tendencia más sostenida. Primero, si no se considera el notable crecimiento del Sector Comercio, estimulado por el efecto que los retiros de las AFP's y las transferencias del Estado a las familias, la economía en su conjunto estaría aún lejos de una recuperación total. Segundo, es evidente que en la medida que el efecto de dichos ingresos transitorios de las familias se vaya diluyendo, el dinamismo del comercio comenzará a mermar, lo que restará al ritmo de crecimiento de la economía en su conjunto. Más aún, si las familias pierden el grueso de las ayudas transitorias, tendrán que financiarse a partir de sus ingresos autónomos provenientes del mercado laboral. En un contexto de alto desempleo sostenido por varios trimestres, es evidente que dichos ingresos autónomos tardarán bastante tiempo en recuperarse, al menos hasta que no se alcance niveles de ocupación como los que se observaban con antelación a la pandemia.

GRÁFICO N°2.2 IMACEC POR SECTORES



Fuente: Realizado con datos del Banco Central de Chile.

El tercer elemento, que dificulta la mantención de un buen ritmo de crecimiento en el tiempo, guarda relación con la lenta recuperación de la inversión, afectada por mucha incertidumbre asociada a la actual y futura situación político-institucional. Diversos sectores se encuentran muy expuestos frente a eventuales cambios regulatorios que se deriven de una nueva constitución (ver sección Panorama General de éste informe), lo que hace pensar que se postergarán muchas decisiones de inversión actualmente en carpeta.

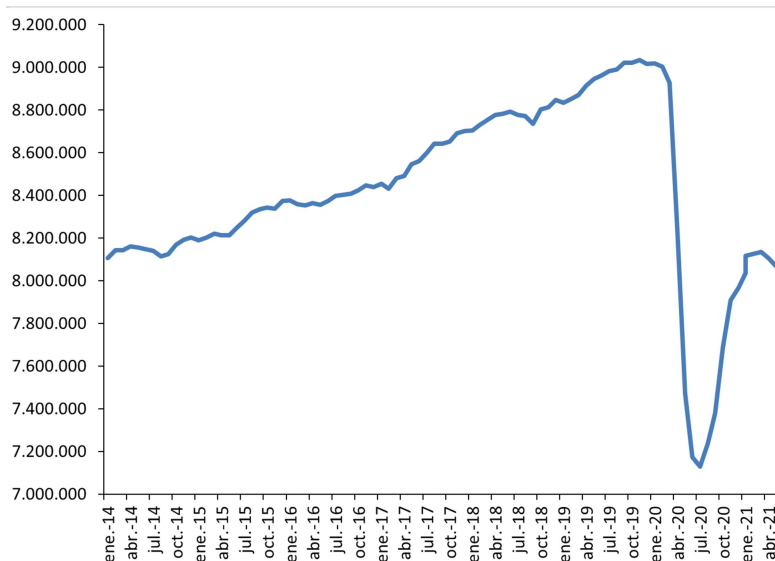
Es cierto que además del comercio también se observa un buen desempeño en la industria exportadora, gracias al buen crecimiento de nuestros principales socios comerciales y de los buenos precios de nuestros productos. Se suma, por ahora, un relativo buen desempeño de la construcción habitacional. Que obedece al buen nivel que registran en general las ventas inmobiliarias.

Con todo, que este año la economía crezca algo por sobre el 8 % y que incluso se acerque al 9 %, punto medio de la proyección del Banco Central, parece perfectamente posible. Sólo un profundo agravamiento de la situación sanitaria, que obligue a echar pie atrás a las menores restricciones a la movilidad, podría impedir que alcancemos números en el rango antes mencionado. La mayor preocupación, sin embargo, se presenta en el potencial de crecimiento para los próximos años, el que se verá seriamente afectado mientras no se disipe parte relevante de la incertidumbre político-institucional, con impacto en el ámbito regulatorio.

2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: Empeora Situación Del Empleo

La evidencia es clara y contundente: aunque la actividad se ha recuperado con bastante rapidez, el empleo estancó su repunte a fines del año pasado, no obstante que alcanzó su nivel más alto en marzo pasado, y prácticamente no ha creado puestos de trabajo en 2021. Antes de la pandemia el nivel de empleo (desestacionalizado) máximo se alcanzó en noviembre de 2019 con poco más de 9 millones de personas (ver Gráfico N°2.3). A partir de allí se estancó y, con el comienzo de la pandemia se produjo la gran destrucción de puestos de trabajo, 1,87 millones entre marzo y julio de 2020. En agosto comenzó la recuperación y se crearon 790 mil empleos hasta noviembre. Otros 227 mil se crearon entre diciembre y marzo de este año, bajando notoriamente el promedio y, en los últimos dos meses. Se han destruido casi 67 mil empleos.

GRÁFICO N°2.3
EMPLEO DESESTACIONALIZADO 2014-2021
(Número de Personas)



Fuente: INE

Si para realizar un análisis sectorial se considera la variación porcentual del empleo (sin ajuste estacional) en mayo de 2021 versus febrero de 2020, se constata una baja de 11,3% en la ocupación (de 14,1% en el caso de las mujeres). Por rama de actividad económica las que reducen su empleo por sobre la baja promedio total son, agricultura (27,5%), suministro de agua (20,8%), comercio al por mayor y menor (12,3%), transporte y almacenamiento (12,2%), actividades de alojamiento y servicio de comidas (33,6%), información y comunicaciones (25,9%), actividades de servicios administrativos de apoyo (18,4%), actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (49,3%) y actividades de los hogares como empleadores (31,6%).

En el caso de las mujeres, que explican algo más de la mitad de los empleos perdidos, a pesar de que explican solo el 41% de la ocupación, las bajas más importantes se dan prácticamente en los mismos sectores, aunque hay algunas excepciones y, en general, con mayor intensidad. Las ramas de actividad donde el empleo de las mujeres baja por sobre la caída promedio del empleo femenino son: agricultura (37,5%), comercio al por mayor y menor (18,2%), actividades de alojamiento y servicio de comidas (33,9%), información y comunicaciones (16,0%), actividades profesionales, científicas y técnicas (18,8%), actividades de servicios administrativos de apoyo (25,2%), administración pública y defensa (15,1%), actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (58,4%), otras actividades de servicios (14,9%) y actividades de los hogares como empleadores (29,8%).

El 73% del empleo perdido por las mujeres se concentra en cuatro sectores: agricultura, comercio al por mayor y menor, actividades de alojamiento y servicio de comidas y actividades de los hogares como empleadores. En el caso de los hombres, el 67% de los empleos perdidos se concentra, también, en cuatro sectores: agricultura, comercio, transporte y almacenamiento y actividades de alojamiento y servicio de comidas.

En el caso de las remuneraciones, a pesar de que bajaron 0,2% en mayo, se mantiene su dinamismo en doce meses (5,8%) y su expansión real se redujo a 2,1% en el mismo lapso. Cabe señalar que las remuneraciones reales han bajado en tres de los últimos cuatro meses, tal vez relacionado con el debilitamiento del empleo, pero que sigue siendo relativamente dinámico en el contexto de desocupación existente.

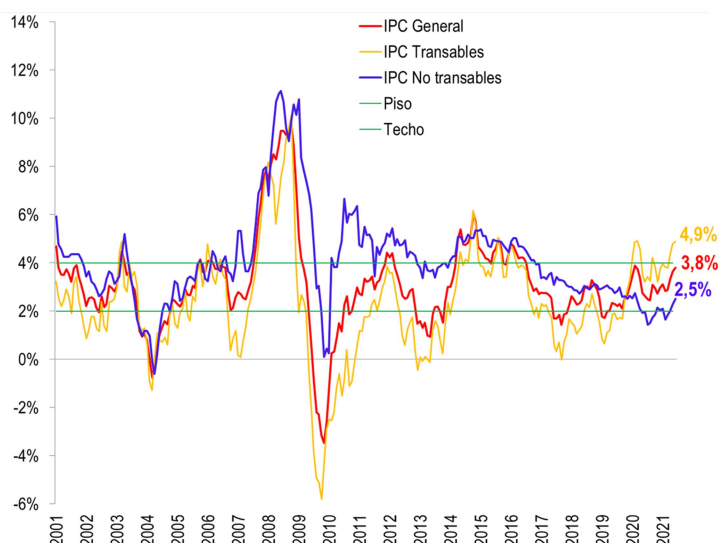
Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: Un Alza de Tasas Estratégica

Si bien la inflación aún se encuentra dentro del rango meta, y de hecho ha mostrado variaciones por debajo de las expectativas del mercado en el último tiempo, el Banco Central ha dado un primer paso en comenzar a disminuir el estímulo monetario, a través del alza de un cuarto de punto acordada por su consejo la presente semana. Esta acción es consistente con las proyecciones que había entregado la autoridad en su último Informe de Política Monetaria, que sorprendió al mercado tanto por el alto crecimiento estimado para este año, con un punto medio de 9,0 %, como para el valor de la inflación a diciembre, cifrado en 4,4 % en su variación en doce meses.

Aunque pensamos que la inflación efectiva se situará por debajo la estimación de la autoridad, y de hecho dentro del rango meta, es cierto que con esta primera alza en su instrumento la autoridad monetaria quiere entregar una señal de cautela. Una lectura entre líneas sería que quiere entregar una señal al mundo político, y al gobierno, en torno a la necesidad de disminuir la expansividad de la política fiscal, particularmente en su componente de transferencias de ingreso a las familias. Ello por cuanto el fuerte crecimiento del consumo, en un contexto de estrechez en la capacidad de respuesta de la oferta, con importantes alzas en el precio de los bienes importados, efectivamente genera un riesgo de presiones inflacionarias que es necesario contener. Podemos agregar un probable segundo objetivo, cual es contener presiones devaluatorias sobre nuestra moneda, lo que de paso contribuye a mantener también contenida la inflación de los bienes importados o transables, que son los que realmente han incrementado su ritmo, como se observa en el gráfico siguiente.

GRÁFICO N°2.4
INFLACIÓN TRANSABLE Y NO TRANSABLE



Fuente: Realizado con Cifras del INE.

Si bien podemos compartir esta decisión del Banco Central, pensamos que hacia delante tiene que ser muy cuidadoso en no retirar demasiado pronto el estímulo monetario. Ello por cuanto, luego de este año de rápida recuperación en la actividad (Ver sección Actividad y Gasto en este informe), hacia delante las perspectivas no son muy alentadoras, con una esperada lenta recuperación en la inversión y el empleo. Además, el efecto del alza de tasas puede ser más importante en la inversión que en el consumo, en la medida que en la actualidad las compras de los hogares está siendo financiado principalmente con recursos propios, lo que queda de manifiesto en la fuerte caída que tienen, en términos reales, las colocaciones bancarias de créditos de consumo.

Se debe tener en cuenta, además, que ésta alza acordada por el Banco Central se da antes que en otras economías que normalmente se usan como referencia, como la Reserva Federal de Estados Unidos, o los Bancos Centrales de Nueva Zelanda y Australia, por mencionar algunos. Más aún, teniendo en cuenta que esta es una crisis atípica, y que parte de las presiones inflacionarias observadas a través del mundo se derivan de shocks transitorios restrictivos de oferta, como consecuencia de la pandemia.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl