

Gemines[®]
CONSULTORES



INFORME GEMINES N°495

DICIEMBRE 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: NINGÚN CAMINO PARECE CONDUCIR A ROMA	5
2.- COYUNTURA NACIONAL	8
2.1 TEMA ESPECIAL: PERSPECTIVAS EN LOS MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS	8
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: PREOCUPANTE EVOLUCIÓN.....	16
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: ¿SE ACABA EL COMBUSTIBLE?	17
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: IMPORTANTE AVANCE AUNQUE AÚN PARCIAL.....	19
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: ROL CLAVE DEL BANCO CENTRAL	21

INFORME GEMINES

Nº495

DESTACAMOS

Panorama General

- La definición de la elección presidencial el próximo 19 de diciembre no resolverá la profunda división que afecta al país si es que no hay una voluntad de cooperación y de enfrentar los problemas urgentes con soluciones técnicamente eficientes y ampliamente apoyadas. El llamado del ex presidente Lagos seguramente no será escuchado, (Pág. N°5).
- Lo más probable es que quién triunfe enfrente un Congreso equilibrado en los números, pero muy polarizado, lo que hace difícil que se puedan aprobar soluciones de fondo a las pensiones, salud, vivienda y otros problemas. La parálisis que puede producirse es el camino más fácil para acentuar la polarización y para que la crisis por la que atraviesa el país se profundice y pueda terminar no institucionalmente, (Pág. N°6).
- El cambio de la Constitución, aunque puede ayudar a resolver algunos de los problemas institucionales del país, puede generar otros o agravar algunos existentes. La posibilidad de que el proyecto de Constitución se rechace genera, también, muchos riesgos y peligros, (Pág. N°7).

Coyuntura Nacional

- Los países y las empresas se comprometen cada vez más a reducir las emisiones de dióxido de carbono a cero para el año 2050. Alcanzar este objetivo requiere una transformación del sistema energético que podría aumentar sustancialmente la demanda de metales. Las tecnologías con bajas emisiones de gases de efecto invernadero, incluidas las energías renovables, los vehículos eléctricos, el hidrógeno y la captura de carbono, requieren más metales que sus contrapartes basadas en combustibles fósiles. Si la demanda de metales aumenta y la oferta tarda en reaccionar, puede seguir un repunte de precios de varios años, posiblemente descarrilando o retrasando la transición energética, (Pág. N°8).
- Un shock de precios positivo inducido por la demanda del 10 % aumenta la producción de cobre del mismo año en un 3,5 %, níquel en un 7,1 %, cobalto en un 3,2 % y litio en un 16,9 %. Después de 20 años, el mismo shock de precios eleva la producción de cobre en un 7,5 %, níquel en un 13,0 %, cobalto en un 8,6 % y litio en un 25,5 %, (Pág. N°12).
- Los resultados muestran que los precios alcanzarían picos históricos durante un período sostenido sin precedentes en el escenario de emisiones cero neto para 2050. Los precios del cobalto, litio y níquel subirían varios cientos por ciento desde los niveles de 2020 y podrían retrasar la transición energética. Por el contrario, el cobre corre menos peligro de sufrir un cuello de botella, ya que se enfrenta a aumentos de demanda menos pronunciados. Los precios estimados alcanzan un peak, aproximadamente como el de 2011, aunque por un período más largo, (Pág. N°13).

- En el resultado de la Cuenta Corriente, que anota un récord histórico absoluto de déficit en el tercer trimestre, encontramos un síntoma más del sobrecalentamiento de nuestra economía. Ello sería mucho más nítido aún, de no ser por el notable precio de nuestras exportaciones, lo que permite aún sostener un superávit en Balanza Comercial de bienes, (Pág. N°16).
- La alta base de comparación, junto con una clara desaceleración esperada para el consumo, la inversión y el gasto de gobierno, dan pie para estimar un bajo crecimiento para el próximo año, que incluso podría significar una recesión en el segundo semestre, (Pág. N°17).
- A nivel sectorial, el agropecuario y silvícola es el más rezagado en términos de recuperación del empleo. Por el contrario, Servicios Públicos, Construcción y Minería registran un mejor desempeño relativo. La tasa de desocupación sigue siendo alta si se realiza el ejercicio de “normalizar” la fuerza de trabajo, (Pág. N°19).
- El Banco Central de Chile ha jugado un rol clave como ancla institucional en nuestro país. Se anticipó en materia de actividad e inflación y actuó en consecuencia con una rápida respuesta de política monetaria. Ello sin duda contribuirá a acotar en intensidad y duración el desborde inflacionario en curso, (Pág. N°21).

1.- PANORAMA GENERAL: NINGÚN CAMINO PARECE CONDUCIR A ROMA

Al momento de publicarse este informe aún no se habrá realizado la segunda vuelta de la elección presidencial pero, independientemente del resultado, el horizonte seguirá nublado por la incertidumbre, la perspectiva de un cambio constitucional radical y la probable persistencia de la aguda polarización que divide al país. El llamado del ex presidente Ricardo Lagos a buscar un entendimiento entre derrotados y vencedores el 19 de diciembre probablemente caerá en el vacío.

El problema es que ninguno de los candidatos presidenciales, los dos que pasaron a segunda vuelta ni los que fueron eliminados, representan lo que, creo, necesita el país. Ni el ultra conservador Kast ni el revolucionario Boric son capaces de liderar proyectos que convoquen a una amplia mayoría del país, más allá de que uno de los dos obtendrá el 50%+1 de los votos el 19 de diciembre. El ganador lo será principalmente porque muchos votaremos por el que, nos parece, es el mal menor y no porque respaldemos sus posturas actuales o las de la primera vuelta. Al respecto basta ver el escaso apoyo que concitaron en conjunto ambos candidatos el 21 de diciembre, el menor desde que se ha requerido llegar al balotaje.

El presidente, el gobierno y el congreso que necesitamos, creo, deben ser liberales en lo valórico o, por lo menos, lo suficientemente flexible como para permitir que las demandas ciudadanas en esta materia, canalizadas a través del parlamento, reflejen las preferencias dominantes en el país y en el mundo occidental en la actualidad. No parece coherente que, en un país que se precia de moderno y acercándose al desarrollo, el divorcio, el reconocimiento legal de los hijos nacidos fuera del matrimonio, el aborto y el matrimonio igualitario sean legales desde hace poco tiempo comparados con la mayoría de occidente. Todo esto ha llevado a que los temas valóricos hayan pasado a ser patrimonio de la izquierda, atrayendo a los jóvenes y, de paso y paradójicamente, acercándolas a visiones retrógradas sobre la economía.

Además, necesitamos un presidente que sea lo suficientemente pro mercado y no pro empresario para generar condiciones de competencia donde ésta es insuficiente, que se compensen las externalidades negativas producidas por la actividad económica y evitar un tratamiento legal blando o favorable para los delitos de "cuello y corbata". Al mismo tiempo tiene que ser lo suficientemente flexible como para reconocer que el Estado es necesario y que debe intervenir más de lo que lo hace actualmente, pero sin caer en regulaciones excesivas ni en promover su crecimiento donde no es necesario, por ejemplo, a través de empresas estatales. Algo que parece increíble es tener que insistir, luego de nuestra desastrosa experiencia de muchas décadas, así como de la de muchos otros países, en la importancia de la estabilidad macroeconómica: control de la inflación y sostenibilidad de largo plazo de las cuentas públicas. Sin estabilidad macroeconómica no hay política redistributiva que funcione y nos empobrecemos todos, pero especialmente los más débiles económica y socialmente.

Lo anterior se puede ilustrar con el ejemplo de algunos de los temas más urgentes en el Chile de hoy: pensiones, vivienda, salud y educación.

En pensiones, en un mundo que envejece rápidamente, la capitalización es imprescindible. El eslogan de "No más AFP" es un absurdo total, lo que ha quedado claro con el impacto sobre el mercado de capitales de los 3 retiros aprobados. Pero también está claro que se necesita más solidaridad para compensar los efectos de la precariedad laboral (baja densidad de cotizaciones, trabajo informal), lo que requiere no solo aumentar las cotizaciones obligatorias y flexibilizar la edad de jubilación, sino que hacerse cargo de pensiones que no llegan a la línea de pobreza con recursos generales de la nación, aunque ello afecte en alguna medida los incentivos al trabajo formal. La última propuesta del gobierno de Piñera aborda este último problema, pero sigue abierto el de la capitalización individual.

En vivienda es necesario que el Estado impulse el uso de los terrenos fiscales para la construcción de viviendas sociales y destinadas a quienes no pueden acceder al financiamiento privado o no tienen capacidad de ahorro y generar incentivos para la inversión privada en viviendas para estos sectores. Controlar los arriendos o las viviendas estatales, aunque populares en otras latitudes no resuelve el problema. Debe legislarse, además, para eliminar las restricciones crecientes para una densificación razonable con la provisión todos los servicios necesarios para evitar grandes desplazamientos. Todo esto implica más intervención del Estado.

En salud se necesita más Estado (y seguramente más actividad privada), no restringiendo la posibilidad de elección, pero si mejorando la eficiencia del gasto y proveyendo servicios de mejor calidad que incentiven su uso por la mayor parte de la población con financiamiento general. Algo similar se podría decir en educación donde la provisión estatal sólo ha asegurado mala calidad.

Muchos de los países que se citan como ejemplos a seguir, efectivamente, tienen un Estado más fuerte y proveedor de beneficios básicos que aseguran un nivel de vida mínimos, pero también son economías, en muchos aspectos, tanto o más capitalistas que Chile, que la caricatura ha identificado con el ejemplo extremo del "neoliberalismo".

Desgraciadamente, es probable que quién sea que triunfe el 19 de diciembre, sea empujado a tratar gobernar esencialmente para su 50% y la oposición responda negándole la posibilidad de hacer cualquier reforma relevante. Se dice que el equilibrio alcanzado en el Congreso es una garantía de que no se harán locuras. Es cierto, pero también puede ser una garantía de que no se haga nada de lo que es urgente o se avance de forma muy insuficiente. Si este es el resultado, lo más probable es que la polarización se acentúe y el riesgo de un quiebre institucional aumentará en el tiempo. La ausencia de avances en las reformas necesarias y un progresivo deterioro económico puede llevar a que la ruptura institucional se transforme en una profecía auto cumplida. Basta recordar que, en un escenario bastante menos tenso, durante el gobierno de Bachelet II, la inversión se contrajo consecutivamente en los cuatro años y el crecimiento fue el más bajo de la historia en ausencia de una crisis externa o interna.

Si la parálisis del gobierno se hace realidad, la sociedad se polariza y ello redundará en bajo crecimiento y poca capacidad de satisfacer las necesidades y expectativas de la gente, el escenario de crisis se retroalimentará, aumentando la posibilidad de una explosión social violenta en algún plazo.

La perspectiva de cambio constitucional, ciertamente, no ayuda considerando que la Convención está dominada por la extrema izquierda y posturas maximalistas. Si bien es probable que la propuesta de nueva constitución permita mejorar el marco institucional actual en algunos aspectos, la incertidumbre y la eventual incerteza legal para el desarrollo de las actividades económicas que producirá durante 2022 es muy grande, contribuyendo a debilitar la marcha de la economía y el desempeño del nuevo gobierno. Si el proyecto de nueva constitución es aprobado, hacia fines de 2022, suponiendo que ello ocurra, puede haber un impacto más permanente sobre los resultados económicos, aunque su rechazo, aparte de la pérdida de tres años que implicaría, podría generar consecuencias similares y, eventualmente, peores. En definitiva, el agotamiento de la Concertación, con el gobierno de Bachelet I, no fue resuelto adecuadamente en los gobiernos posteriores, no obstante la correcta gestión del terremoto de 2010 y de la pandemia actual, lo que ha derivado en la crisis que estamos viviendo y cuya solución parece improbable que se logre a partir del triunfo de cualquiera de los dos candidatos que se enfrentan el próximo 19.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.- COYUNTURA NACIONAL

2.1 TEMA ESPECIAL: PERSPECTIVAS EN LOS MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS¹

En El último World Economic Outlook, publicado a mediados de octubre, el FMI incluyó una sección con un análisis y proyecciones de precios de materias primas que incluye dos que son relevantes para Chile: el cobre y el litio. Considerando el interés que tiene para nuestro país la evolución de los mercados de estos minerales, reproducimos, de manera resumida, el análisis realizado por el FMI.

Los esfuerzos por avanzar hacia una descarbonización que permita reducir las emisiones de CO₂ que están contribuyendo a elevar la temperatura media del planeta, están provocando consecuencias inesperadas en el corto plazo. Dado que es necesario contar con fuentes energéticas a todo evento, al tiempo que las generadas por el viento y la energía solar son intermitentes, la demanda por combustibles fósiles se mantiene elevada, pero la inversión para producir más de estos combustibles se ha reducido, a lo que suma la decisión de la OPEP+ de aumentar la producción solo gradualmente para mantener el precio del petróleo elevado. Así, aunque las perspectivas de precios de combustibles son decrecientes en el tiempo, estos se mantienen elevadas actualmente, situación que persistirá más allá de lo deseable. Problemas de oferta y recuperación de la demanda han tenido el mismo efecto sobre los precios de los alimentos y los metales.

En el caso de estos últimos, la recuperación de la actividad manufacturera, perspectivas de mayores inversiones en infraestructura y perturbaciones por el lado de la oferta debido al COVID-19, explican el fuerte repunte en los precios. A lo anterior se suma la expectativa de un fuerte aumento en la demanda durante la transición energética, que mantendrá los precios elevados en el caso del cobre, el cobalto y otros metales.

Los países y las empresas se comprometen cada vez más a reducir las emisiones de dióxido de carbono a cero para el año 2050. Alcanzar este objetivo requiere una transformación del sistema energético que podría aumentar sustancialmente la demanda de metales. Las tecnologías con bajas emisiones de gases de efecto invernadero, incluidas las energías renovables, los vehículos eléctricos, el hidrógeno y la captura de carbono, requieren más metales que sus contrapartes basadas en combustibles fósiles. Si la demanda de metales aumenta y la oferta tarda en reaccionar, puede seguir un repunte de precios de varios años, posiblemente descarrilando o retrasando la transición energética.

¹IMF, WEO octubre 2021, "Special Feature: Commodity Markets Developments and Forecasts", páginas 31-36.

Los metales necesarios para la transición a energías limpias son bastante diversos. Algunos, como el cobre y el níquel (los principales metales establecidos), se han comercializado durante más de un siglo en las bolsas de metales. Otros, como el litio y el cobalto (metales menores pero en aumento), se negocian escasamente o aún no se negocian en las bolsas de metales, pero han ganado popularidad porque se utilizan en tecnologías de transición energética. Además, la demanda de algunos metales aumentaría con mayor certeza porque se utilizan en una variedad de tecnologías bajas en carbono (cobre, níquel y manganeso, por ejemplo) mientras que el uso de otros, como el cobalto y el litio, es limitado a las baterías.

CUADRO N°1.SF.1

Table 1.SF.1. Key Indicators for Energy Transition Metals

Metal	Exchange Traded	Energy Transition Usage				Production (2020, \$ billion)
		Renewable	Network	Battery	Hydrogen	
Copper	✓	✓	✓	✓		123.0
Aluminum	✓	✓	✓	✓	✓	107.0
Nickel	✓	✓		✓	✓	28.0
Zinc	✓	✓				28.0
Lead	✓	✓		✓	✓	26.0
Silver	✓	✓				13.0
Manganese	No	✓		✓	✓	25.0
Chromium	Recent	✓				19.0
Silicon	No	✓				14.0
Molybdenum	Recent	✓			✓	5.0
Cobalt	Recent			✓		4.1
Lithium	Recent			✓		1.8
Vanadium	No			✓		1.3
Graphite	No			✓		1.3

Sources: IEA (2021); World Bank (2020b); and IMF staff calculations.

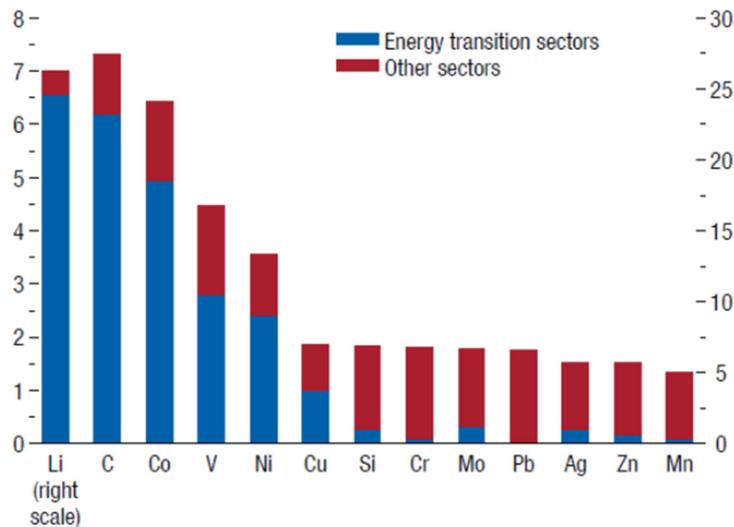
Note: The column "Production" is the value of refined and unrefined mining production.

Fuente: IMF, WEO, octubre 2021, página 33.

Los cuatro metales representativos elegidos para un análisis en profundidad son el cobre, el níquel, el cobalto y el litio. El cobre y el níquel son metales bien establecidos. El cobalto y el litio son probablemente los metales en alza más prometedores. En el escenario de emisiones netas cero para 2050 de la AIE, el consumo total de litio y cobalto aumenta en un factor de más de seis, impulsada por la demanda de energía limpia, mientras que el cobre duplica y el níquel cuadruplica el consumo total (ver Gráfico 1.SF.3). El escenario también implica que el crecimiento de la demanda de metales inicialmente sería muy alto de aquí a 2030 y se ralentizaría con el tiempo porque el cambio de combustibles fósiles a renovables requiere grandes inversiones iniciales (ver Gráfico 1.SF.4).

GRAFICO N°1.SF.3

Figure 1.SF.3. Demand for Critical Energy Transition Metals May Increase Sharply in the Next Two Decades
(Ratios, 2030s average consumption relative to 2010s average)



Sources: International Energy Agency (IEA); Schwerhoff and Stuermer (2020); and IMF staff estimates.

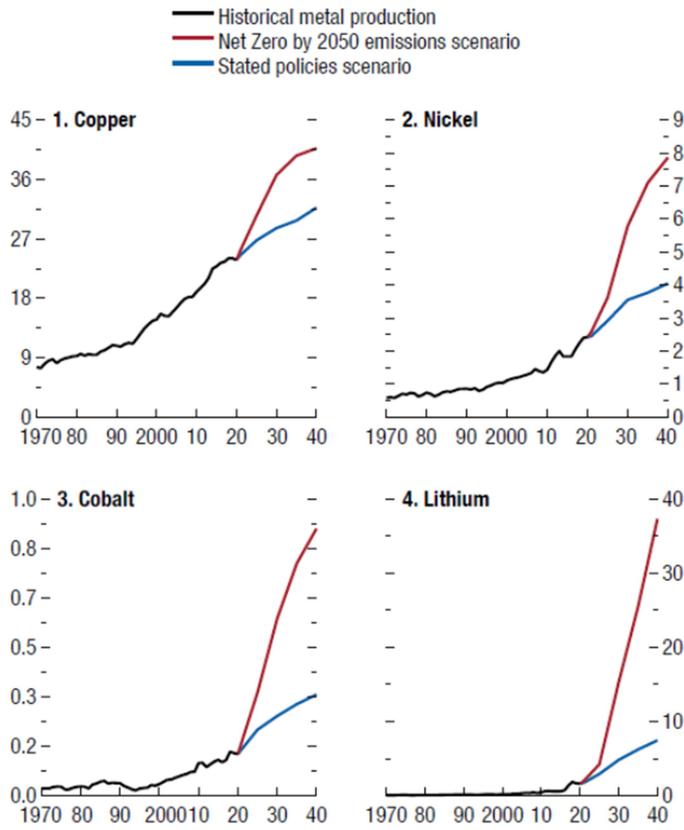
Note: The bars represent decade ratios: consumption of each metal in the 2030s divided by consumption in the 2010s, under the IEA's *Net Zero by 2050* emissions scenario. See Online Annex 1.SF.1 for the selection of metals and abbreviations.

Fuente: IMF, WEO, octubre 2021, página 33.

El suministro de metales está bastante concentrado, lo que implica que algunos de los principales productores podrían beneficiarse. En la mayoría de los casos, los países que tienen la mayor producción tienen el nivel más alto de reservas y, por lo tanto, probablemente sean productores potenciales. La República Democrática del Congo, por ejemplo, representa alrededor del 70 % de la producción mundial de cobalto y el 50 % de las reservas (ver Gráfico 1.SF.5). Otros países que se destacan en producción y reservas incluyen Australia (para litio, cobalto y níquel); Chile (para cobre y litio); y, en menor medida, Perú, Rusia, Indonesia y Sudáfrica. Los beneficios económicos de precios más altos para los exportadores de metales podrían ser sustanciales.

GRAFICO N°1.SF.4

Figure 1.SF.4. Historical Metal Production and IEA Energy Transition Scenarios
(Million metric ton)

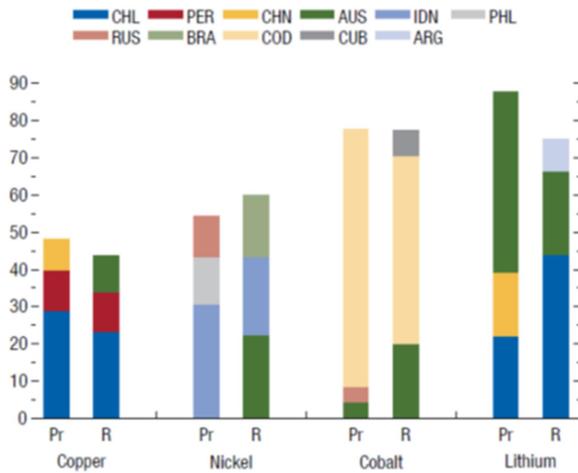


Sources: International Energy Agency (IEA); Schwerhoff and Stuermer (2020); US Geological Survey; and IMF staff calculations.
Note: Copper and nickel refer to refined production, while cobalt and lithium refer to mine production.

Fuente: IMF, WEO, octubre 2021, página 34.

GRAFICO N°1.SF.5

Figure 1.SF.5. Top Three Countries, by Share of Global Production and Reserves for Selected Metals
(Percentage points)



Sources: United States Geological Survey; and IMF staff calculations.
Note: Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes. Pr = Production; R = Reserves.

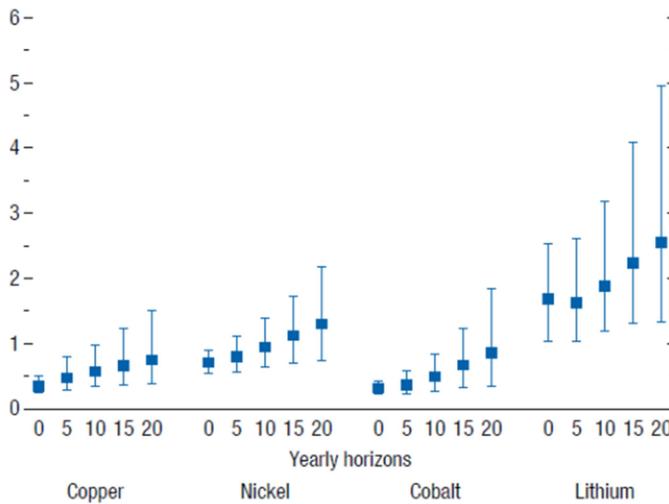
Fuente: IMF, WEO, octubre 2021, página 34.

Las elasticidades de la oferta resumen la rapidez con la que las empresas aumentan la producción como reacción a un aumento de precios. En el corto plazo, la oferta crece gracias a un mayor reciclaje y mayores tasas de utilización de la capacidad minera. En el largo plazo, las empresas construyen nuevas minas, innovan en tecnologías de extracción y realizan exploración. Para estimar la elasticidad en diferentes horizontes, los datos se utilizan para la actividad económica mundial, la producción y los precios reales de 1879 a 2020, cuando están disponibles.

Los resultados muestran que la oferta es bastante inelástica a corto plazo, pero más elástica a largo plazo (gráfico 1.SF.7). Un shock de precios positivo inducido por la demanda del 10 % aumenta la producción de cobre del mismo año en un 3,5 %, níquel en un 7,1 %, cobalto en un 3,2 % y litio en un 16,9 %. Después de 20 años, el mismo shock de precios eleva la producción de cobre en un 7,5 %, níquel en un 13,0 %, cobalto en un 8,6 % y litio en un 25,5 %.

GRAFICO N°1.SF.7

Figure 1.SF.7. Supply Elasticities for Selected Metals



Sources: Schwerhoff and Stuermer 2020; and IMF staff calculations.

Note: Supply elasticities are the ratio of the change in price and output from horizon 0 to 20 years, derived from metal-specific demand shocks. Lower and upper bounds are the 16th and 84th percentiles, respectively. See Online Annex 1.SF.1 for methodology.

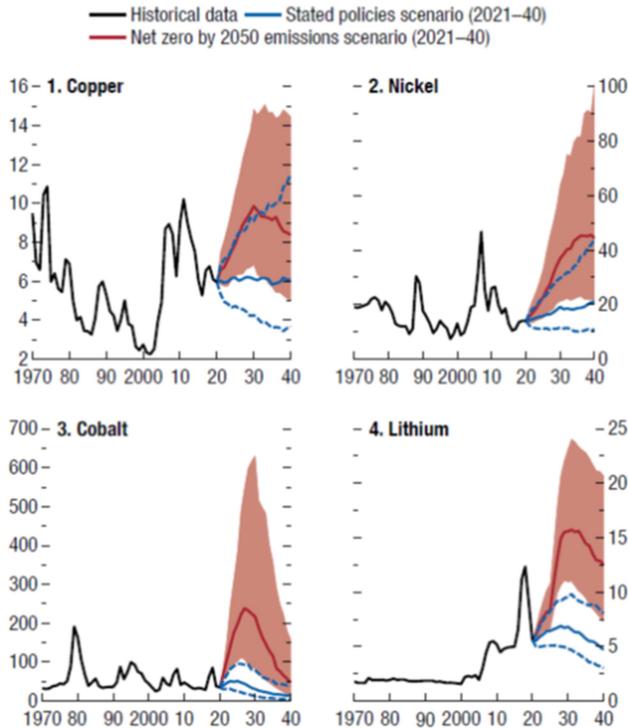
Fuente: IMF, WEO, octubre 2021, página 35.

Las elasticidades corresponden a los diferentes métodos de producción de los cuatro metales. El cobre, el níquel y el cobalto se extraen en las minas, que a menudo requieren una inversión intensiva en capital y tardan hasta 19 años en construirse. Por el contrario, el litio a menudo se extrae de manantiales minerales y salmuera a medida que se bombea agua salada de la tierra. Como tal, los tiempos de espera para abrir nuevas instalaciones de producción, hasta siete años, son más cortos. La innovación en la tecnología de extracción, la concentración del mercado y las regulaciones también influyen en la elasticidad de la oferta.

Los resultados muestran que los precios alcanzarían picos históricos durante un período sostenido sin precedentes en el escenario de emisiones cero neto para 2050. Los precios del cobalto, litio y níquel subirían varios cientos por ciento desde los niveles de 2020 y podrían retrasar la transición energética (Figura 1.SF.8). Por el contrario, el cobre corre menos peligro de sufrir un cuello de botella, ya que se enfrenta a aumentos de demanda menos pronunciados. Los precios estimados alcanzan un peak, aproximadamente como el de 2011, aunque por un período más largo. Los precios de los cuatro metales se mantendrían en general en el rango actual en el escenario de políticas declaradas. Los resultados están sujetos a una gran incertidumbre, reflejada en los grandes márgenes de error.

GRAFICO N° 1.SF.8

Figure 1.SF.8. Price Scenarios for the IEA's Stated Policies Scenario and the Net Zero by 2050 Emissions Scenario
(Thousands of 2020 US dollars a metric ton)



Sources: International Energy Agency (IEA); Schwerhoff and Stuermer (2020); US Bureau of Labor Statistics; US Geological Survey; and IMF staff calculations.
Note: Prices are adjusted for inflation using the US consumer price inflation index. The scenarios are based on a metal-specific demand shock. See Online Annex 1.SF.1 for the data descriptions and methodology.

Fuente: IMF, WEO, octubre 2021, página 35.

Los precios alcanzan su punto máximo en su mayoría alrededor de 2030 por dos razones: primero, los fuertes aumentos de la demanda se anticipan en el escenario de emisiones netas cero para 2050. A diferencia de la producción de energía basada en combustibles fósiles, la producción de energía renovable utiliza metales por adelantado; por ejemplo, para construir aerogeneradores o baterías. En segundo lugar, el auge de los precios induce una reacción de oferta, lo que reduce la tensión del mercado después de 2030.

En el escenario de emisiones netas cero para 2050, el auge de la demanda conduciría a un aumento de seis veces en el valor de la producción de metales, por un total de US\$12,9 billones durante las próximas dos décadas para la transición energética de cuatro metales por sí solos, lo que proporciona importantes beneficios inesperados a los productores. Esto rivalizaría con el valor potencial de la producción mundial de petróleo en ese escenario (ver Cuadro 1.SF.2). Una gran incertidumbre rodea los escenarios de demanda. Primero, el cambio tecnológico es difícil de predecir. En segundo lugar, la velocidad y la dirección de la transición energética dependen de las decisiones políticas.

CUADRO N°1.SF.2

Table 1.SF.2. Estimated Cumulated Real Revenue for the Global Production of Selected Energy Transition Metals: 2021–40

(Billions of 2020 US dollars)

	Historical (1999 to 2018)	Stated Policies Scenario	Net Zero Scenario
Selected Metals	3,043	4,974	13,007
Copper	2,382	3,456	6,135
Nickel	563	1,225	4,147
Cobalt	80	152	1,556
Lithium	18	141	1,170
Fossil Fuels	70,090	...	19,101
Oil	41,819	...	12,906
Natural Gas	17,587	...	3,297
Coal	10,684	...	2,898

Sources: International Energy Agency; and IMF staff calculations.

Note: For 2021–40, prices of \$30 a barrel for oil, \$1.50 a million British thermal unit for natural gas, and \$40 a metric ton for coal are assumed.

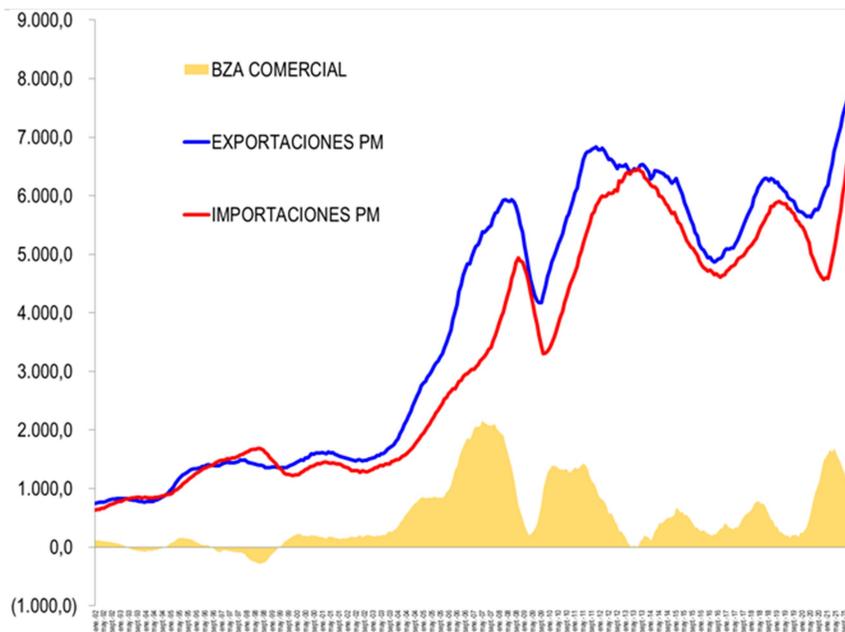
Fuente: IMF, WEO, octubre 2021, página 36.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: PREOCUPANTE EVOLUCIÓN

El boom del consumo, que ha derivado en un sobre calentamiento de la economía, se está reflejando no sólo en la inflación sino, también, en un rápido y acentuado deterioro de las cuentas externas. El déficit en Cuenta Corriente registró un récord histórico trimestral en términos absolutos, con un saldo negativo de US\$ 6.504 millones, lo que representa un 8,4 % del PIB. El resultado se explica principalmente a partir de un fuerte incremento en las utilidades devengadas de empresas extranjeras en Chile, y de un saldo negativo en la Balanza Comercial de bienes y servicios, por el componente servicios. El saldo comercial en bienes fue positivo, gracias a que se marcó un record histórico en el valor de nuestras exportaciones de bienes, lo que logró compensar el altísimo nivel de importaciones, también récord histórico a nivel trimestral. Esto último se entiende a partir del muy buen nivel que aún sostienen nuestros términos de intercambio (relación de precios entre exportaciones e importaciones), que se ubican levemente por debajo del récord histórico. Evidentemente, con precios promedio para nuestras exportaciones estaríamos también anotando un fuerte déficit en la balanza de bienes.

GRAFICO N°2.1
BALANZA COMERCIAL MENSUAL
(Promedio Histórico 12 Meses)



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central de Chile.

Con todo, la trayectoria del tipo de cambio, al igual que en los últimos 24 meses, ha estado mucho más explicada por fenómenos políticos e institucionales internos, que han incrementado notablemente la percepción de riesgo para nuestro país, que por el comercio o los términos de intercambio. Por ello, el desenlace electoral de los próximos días, lo mismo que las primeras señales que entregue el nuevo presidente electo, puede ser mucho más determinante sobre la trayectoria futura del valor de la divisa.

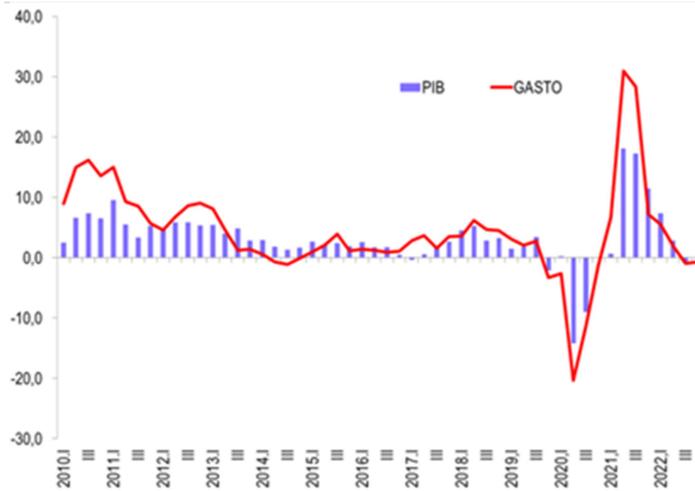
El actual nivel del tipo de cambio, si hacemos un análisis a partir del nivel histórico en términos reales, tiene incorporado un alto premio por riesgo, de entre 20 y 25 %. En la medida que el escenario político se vaya despejando favorablemente, es decir generando menos amenazas para la economía a futuro, podemos prever una corrección, aunque acotada, a la baja en el valor del dólar en un futuro próximo, la que podría ser rápida en la medida que las posiciones en dólares en el sistema financiero local son muy abultadas. Sin embargo si, por el contrario, el desenlace de la situación política de los próximos meses no es bien recibida por el mercado, es razonable esperar la mantención en los actuales niveles. Dicho de otra forma, asumimos que el actual precio del dólar refleja que el mercado tiene internalizado un escenario político desfavorable, al menos desde las perspectivas de los principales agentes económicos.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: ¿SE ACABA EL COMBUSTIBLE?

Si bien se ha revisado al alza el crecimiento estimado para este año, no sucede lo mismo para el próximo. Lo cierto es que este año ya prácticamente terminó y, por lo tanto, el interés está puesto ahora en lo que sucederá en 2022. Como hemos dicho en ediciones anteriores de este informe, es evidente que nuestra economía anotará una importante desaceleración a lo largo de los próximos trimestres. Una parte responderá a elementos puramente estadísticos, dada la alta base de comparación que representa el presente año, lo que significa que entre más revisamos al alza el desempeño para 2021, más difícil se hace sostener la proyección para 2022. Sin embargo, lo más relevante es ir a los fundamentos que explicarán la desaceleración de la actividad.

GRAFICO N°2.2
ESTIMACIÓN CRECIMIENTO PIB Y GASTO 2021-2022



	AÑO	PIB	GASTO
2019	I	1,4	3,1
	II	1,8	2,1
	III	3,4	2,7
	IV	-2,1	-3,3
	AÑO	1,1	1,0
2020	I	0,2	-2,6
	II	-14,2	-20,4
	III	-9,0	-11,3
	IV	0,0	-1,4
	AÑO	-5,8	-9,1
2021	I	0,6	6,7
	II	18,1	30,9
	III	17,2	28,4
	IV	11,8	7,2
	AÑO	11,6	17,5
2022	I	7,3	5,5
	II	2,8	1,9
	III	-0,9	-1,0
	IV	-0,6	-0,7
	AÑO	2,0	1,3

Fuente: Banco Central de Chile y Estimación Gemines.

Los factores que permitieron la rápida recuperación de nuestra economía, y que la sitúan en un nivel de actividad claramente por sobre el de pre-pandemia, irán perdiendo fuerza hasta agotarse hacia fines del próximo año. El consumo de los hogares, alimentado por transferencias del Estado y retiro de ahorros previsionales, será el componente más incidente en la pérdida de dinamismo de la economía. Se agrega un fuerte recorte presupuestario, lo que significa que, de cumplirse cabalmente lo aprobado por el parlamento, el gasto público registrará una caída de más de 20 % el próximo año. Finalmente, tal cual lo revelan diversas encuestas, la inversión también perderá dinamismo, de la mano de un alto nivel de incertidumbre política y regulatoria que tiende a postergarla.

En definitiva, sólo el sector externo neto, a saber exportaciones menos importaciones, podría realizar un aporte al crecimiento hacia la segunda mitad del año. Como vemos en el cuadro anterior, el ajuste en el gasto total de la economía será aún más intenso que el del producto, particularmente en el segundo semestre, período en el cual se hará más evidente la caída en el consumo y la inversión. Con ello, el producto registraría dos trimestres consecutivos de caída, lo que técnicamente configura una recesión.

Evidentemente el desenlace en el escenario político no es neutro, y en la medida que los mercados perciban un riesgo más acotado de cambios rápidos y disruptivos en materia de regulaciones o carga impositiva, atenuarán sus proyecciones de ajuste, particularmente en materia de inversión y de velocidad de recuperación en el mercado laboral.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: IMPORTANTE AVANCE AUNQUE AÚN PARCIAL.

Si bien es evidente que el mercado laboral anota una importante recuperación, reflejo de lo propio sucedido con la actividad, el comportamiento sectorial es bastante disímil. Si tomamos como referencia el nivel de empleo sectorial en el acumulado en los últimos 12 meses, de manera de sortear cualquier efecto estacional, como se observa en el gráfico siguiente aún el grueso de los sectores no han logrado alcanzar el nivel de ocupación que mostraban en igual lapso previo al estallido social y la pandemia.

La tasa de desempleo se ubica levemente por sobre el 8 % a nivel nacional, aunque el guarismo no refleja fielmente el retraso en la recuperación del empleo. Si la tasa de participación hoy fuera equivalente a la que se registraba en septiembre de 2019, previo al estallido y la pandemia, con el actual nivel de empleo la tasa de desocupación alcanzaría a 15,8 %. Es importante tener esto en cuenta para el próximo año, toda vez que la gradual normalización de la participación en el mercado laboral, particularmente en el caso de las mujeres, se enfrentará a un bajo dinamismo de la ocupación, lo que dificultará avanzar en una reducción significativa en la tasa de desempleo.

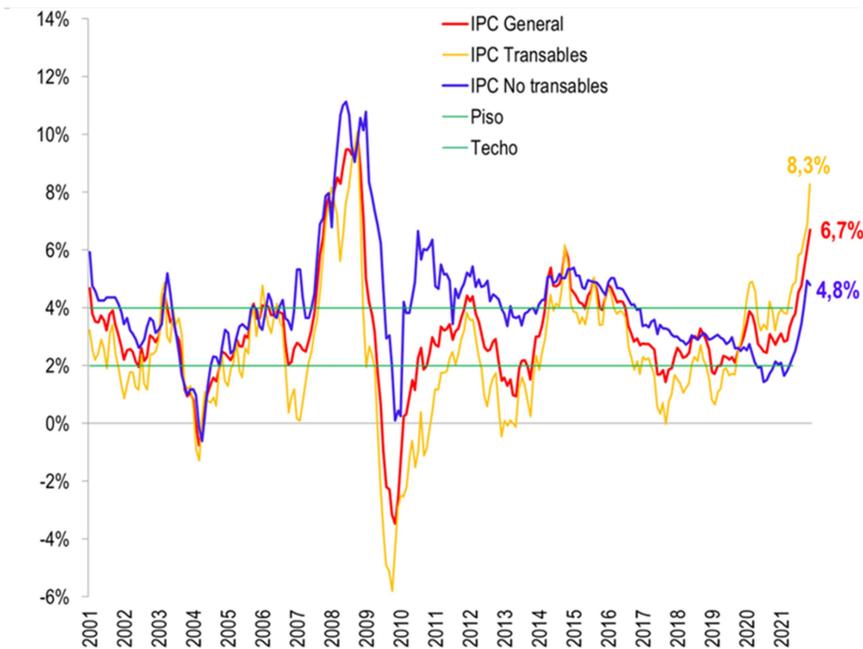
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: ROL CLAVE DEL BANCO CENTRAL.

Es importante reconocer el muy relevante rol que ha jugado nuestro Banco Central autónomo en la coyuntura nacional de los últimos dos años. En un escenario de rápida y preocupante degradación institucional, la autoridad monetaria ha sido fielmente consecuente con su mandato, velando por preservar los equilibrios macroeconómicos y la estabilidad de precios. Desde comienzos del presente año se anticipó al mercado al pronosticar una rápida recuperación de la actividad y un fuerte desborde en materia inflacionaria, diagnóstico que fue corrigiendo en el sentido correcto a lo largo de los meses sucesivos. Finalmente el escenario anunciado se cumplió plenamente, lo que valida lo que ha sido su actuar.

Efectivamente, la rápida alza decretada en la tasa de política monetaria es consistente con una economía que cerró rápidamente sus brechas de capacidad, estimulada por un fuerte crecimiento en el consumo privado que derivó luego en una recuperación más generalizada en la economía en su conjunto.

GRAFICO N°2.4
IPC TRANSABLE Y NO TRANSABLE
(Var % 12 m)



Fuente: Elaborado con datos del INE

La decisión de subir en 1,25 puntos porcentuales la TPM en la reunión del mes de diciembre en curso, es consistente con la necesidad de contener un eventual desborde adicional en la inflación, lo que conlleva un significativo riesgo de desanclaje en las expectativas inflacionarias a 24 meses plazo, horizonte meta de la autoridad. Finalmente, la tasa de interés se ubica ahora en niveles contractivos, lo que contribuye al menos por dos vías a acotar la inflación futura. Por un lado, con los rezagos habituales, contribuirá a la desaceleración de la demanda por la vía del encarecimiento del crédito interno. Por otro, con efecto más rápido, contribuye a detener o eventualmente a revertir parcialmente la devaluación de nuestra moneda, lo que evidentemente aporta a acotar la inflación de bienes importados o transables, que acumulan una preocupante variación de 8,3 % en doce meses.

Evidentemente nuestra autoridad no tiene capacidad de contener las presiones de precios que se originan en los mercados internacionales pero sí puede, al menos, contener parte de su traspaso a los precios en el mercado interno. El freno a la demanda contribuye a acotar márgenes, mientras una eventual apreciación de nuestra moneda acota el traspaso directo de los precios importados a la canasta del IPC.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl