

Gemines[®]
CONSULTORES



INFORME GEMINES N°497

FEBRERO 2022

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: LA BUENA NOTICIA	5
2.- COYUNTURA NACIONAL	9
2.1 TEMA ESPECIAL: AJUSTE A LA BAJA EN LAS PROYECCIONES DEL FMI.....	9
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: ¿UN DÓLAR MÁS CERCA DE SUS FUNDAMENTOS?	12
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: UN AÑO DE AJUSTES.....	14
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: CON REZAGO RESPECTO A LA ACTIVIDAD.....	16
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: EL DESAFÍO DE CONTENER LAS EXPECTATIVAS	18

INFORME GEMINES

Nº497

DESTACAMOS

Panorama General

- Mario Marcel es, con toda seguridad, el economista más calificado para asumir un cargo que se visualiza como el más desafiante en los más de 30 años de democracia que lleva el país, (Pág. N°5).
- Es garantía de responsabilidad fiscal, tanto en la ejecución del presupuesto heredado para 2022, con un recorte significativo del gasto público, como en la confección de aquel que regirá en 2023, que debería continuar el proceso de consolidación fiscal que permita, en algunos años más, estabilizar la deuda pública en un nivel sostenible, si todo va bien, algo que no depende de Marcel en todo caso, (Pág. N°5).
- A poco andar se va a encontrar con presiones para que gaste más y frene la desaceleración de la actividad que, con toda seguridad, se va a empezar a notar en cuanto asuma o poco después. Es probable que cuando el crecimiento se frene, el desempleo comience a subir de nuevo y las presiones para un quinto retiro o el restablecimiento del IFE se van a volver difíciles de manejar, (Pág. N°5).
- Algo que va a complicar al nuevo gobierno con toda seguridad es la cantidad de malas ideas que se está aprobando en comisiones de la Convención Constitucional (CC), que refleja una mezcla de mucha ignorancia y un espíritu refundacional o revolucionario bastante infantil, (Pág. N°6).
- Bajo el escenario más probable que el proyecto de nueva constitución sea aprobado, independientemente de su contenido, el gobierno deberá abocarse a su implementación y a tratar de dictar las leyes que hagan operativos diversos aspectos de lo establecido en su texto. Necesariamente habrá un período de transición, tal vez con nuevas elecciones en 2023 o 2024, lo que será el escenario ideal para mantener deprimida la inversión y elevado el tipo de cambio, (Pág. N°7).

Coyuntura Nacional

- El FMI revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento para el presente año, la que pasó de 4,9% a 4,4%. Esto se justifica en función de la mayor debilidad prevista para la economía global respecto de lo anticipado en octubre de 2021, lo que se manifiesta en la expansión de la variante ómicron, el alza en los precios de la energía y la aceleración en la inflación global, que solo se reduciría gradualmente durante este año, (Pág. N°9).

- La percepción del FMI es que el balance de riesgos está sesgado a la baja. Esto, básicamente, por cinco factores: la evolución de la pandemia, por el riesgo de que aparezcan nuevas variantes más complejas que la actual; el efecto sobre las condiciones financieras internacionales de una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos; cuando desaparecerán los efectos disruptivos de los problemas en las cadenas de oferta, que están sumando alrededor de un punto porcentual a la inflación en Estados Unidos y restando entre 0,5 y 1 punto a su crecimiento; el impacto de mercados laborales estrechos sobre los salarios y las presiones inflacionarias y, por último, si la desaceleración en el sector inmobiliario de China se acentúa o no. A lo anterior, el FMI agrega conflictos geopolíticos y la posibilidad de que reaparezca el malestar social en diversos países del mundo, (Pág. N°11).
- En nivel del tipo de cambio real sigue estando fuertemente afectado por la incertidumbre que genera el escenario político institucional de Chile. Un escenario favorable en esta materia dejaría espacio para una apreciación de nuestra moneda en el transcurso de los próximos trimestres, (Pág. N°12).
- Seguimos previendo una importante desaceleración de la actividad económica para el presente año. Sin embargo, un manejo macroeconómico responsable, podría contribuir a acotar la percepción de riesgo para el devenir futuro de la economía, lo que contribuiría a un relativo mejor desempeño para la inversión, (Pág. N°14).
- Bajos niveles de inversión proyectada, cambios estructurales en los sectores productivos y eventuales reformas que tienden a encarecer el mercado laboral, son todos elementos que se conjugan para estimar una lenta recuperación del empleo en el transcurso de los próximos trimestres, (Pág. N°16).
- Será necesario seguir subiendo la Tasa de Política Monetaria en la reunión de marzo próxima. Un elemento central es lograr contener las expectativas inflacionarias en el Horizonte de Política (24 meses), toda vez que aún se sitúan claramente por sobre el centro del rango meta, (Pág. N°18).

1.- PANORAMA GENERAL: LA BUENA NOTICIA...

El nombramiento de Mario Marcel como próximo ministro de hacienda, fue el anuncio más sorprendente del presidente electo, Gabriel Boric, cuando dio a conocer su gabinete el viernes 21 de enero pasado. La sorpresa proviene no del nombre, que había estado circulando profusamente en los días previos, sino porque ratifica las señales de moderación que Boric ha venido haciendo desde que perdió la primera vuelta de la elección presidencial, y porque Mario Marcel es, con toda seguridad, el economista más calificado para asumir un cargo que se visualiza como el más desafiante en los más de 30 años de democracia que lleva el país. Marcel tiene en su CV no sólo la experiencia de haber servido por largos años en la administración pública, el Banco Central y en organizaciones internacionales, sino que cuenta con un sólido conocimiento macroeconómico, algo muy valioso en tiempos en que la ignorancia parece ser una virtud y, además, se desenvuelve con gran habilidad en los códigos políticos que le serán imprescindibles para llevar a cabo exitosamente su gestión.

Mario Marcel en el ministerio de hacienda es garantía de responsabilidad fiscal, tanto en la ejecución del presupuesto heredado para 2022, con un recorte significativo del gasto público, como en la confección de aquel que regirá en 2023, que debería continuar el proceso de consolidación fiscal que permita, en algunos años más, estabilizar la deuda pública en un nivel sostenible, si todo va bien, algo que no depende (exclusivamente) de Marcel en todo caso. Por una parte, el apoyo que hoy le da el presidente electo puede que no esté en un tiempo más. Dudo que haya alguien en Chile, hoy día, que apueste a que Marcel permanecerá en el cargo los cuatro años (ni siquiera podemos estar muy seguros de que Boric permanecerá los cuatro años en el cargo gracias al posible cambio constitucional), por lo que la perspectiva de responsabilidad macroeconómica puede ser poco duradera. Por otro lado, también es poco probable que dure menos de un año.

Por sobre las presiones que va a recibir, tanto para la preparación del proyecto de reforma tributaria o aumento de impuestos, que va a ser su primera tarea a cumplir, como para que acelere el tranco en implementar las políticas que están en el programa de gobierno que tienen costo fiscal, a poco andar se va a encontrar con presiones para que gaste más y frene la desaceleración de la actividad que, con toda seguridad, se va a empezar a notar en cuanto asuma, o poco después. Es probable que cuando el crecimiento se frene, el desempleo comience a subir de nuevo y las presiones para un quinto retiro o el restablecimiento del IFE se van a volver difíciles de manejar. En esto el apoyo del Presidente y el grado de control que éste pueda ejercer sobre la coalición de gobierno será fundamental.

Tal como lo ha dicho el Banco Central de manera insistente, algo que no genera controversia entre los expertos, la perspectiva de crecimiento de 2022-2023 es muy mediocre, siendo muy probable que haya recesión en algún momento de este período y que el crecimiento acumulado sea muy bajo. Si esto ocurre antes o después es debatible, pero parece difícil que podamos escapar a esta realidad. Lo más a lo que se puede aspirar es a retomar la estabilidad macroeconómica, bajando la inflación a un nivel compatible con la meta de 3% y mantener el curso de la consolidación fiscal, reduciendo el riesgo país. Es difícil que el crecimiento tendencial pueda mejorar en estos años, más bien lo contrario, de manera que, luego del período de ajuste 2022-2023, la "nueva normalidad" puede significar crecer no más de 2% en promedio en el mejor de los casos.

Mario Marcel ha dicho que no hay nada en el programa de gobierno con lo que él esté en total desacuerdo, lo que es una declaración tranquilizadora para algunos y preocupante para otros, pero es correcta y muy política. Más allá de los títulos de las medidas o planes, lo importante, en la mayoría de los casos, es como se aterrizan en la práctica, tanto en plazo (períodos de transición) como en obtención de financiamiento, si es que éste es necesario. En el caso particular de los impuestos, más que buscar fuentes de financiamiento adicionales al voleo, sería ideal, proponer una reforma tributaria que tuviera como objetivo no solo recaudar más, sino que mejorar la eficiencia de la estructura tributaria para que sus efectos negativos sobre los incentivos y el crecimiento se atenúen lo más posible. Por supuesto, es difícil pensar en una reforma tributaria significativa que se apruebe completa en un período corto de tiempo, pero bien podría hacerse por partes. Pero ya veremos que nos depara el ministro en materia tributaria.

En definitiva, el máximo apoyo a Mario Marcel y desearle que, por Chile, permanezca el mayor tiempo posible en el cargo, sin renunciar a sus convicciones macroeconómicas por supuesto.

..., LA MALA NOTICIA

Algo que va a complicar al nuevo gobierno con toda seguridad es la cantidad de malas ideas que se está aprobando en comisiones de la Convención Constitucional (CC), que refleja una mezcla de mucha ignorancia y un espíritu refundacional o revolucionario bastante infantil, con una incomprensible nostalgia por políticas populares hace 60 años. Es el sueño del pibe: hacer la revolución no por las armas, sino por la ley y mal hecha más encima. Por mucho que se diga que la eliminación del senado y las propuestas de cambio en el sistema político sin preocuparse que posea una lógica interna coherente que abarque todos los aspectos de éste, incluyendo el sistema electoral; proponer coartar la libertad de prensa; nacionalizar la minería para controlar mercados globales (iiii), retirarse del CIADI, salirse de los acuerdos de libre comercio; plantear como ejemplos a seguir a Bolivia y Perú en vez de Finlandia y Nueva Zelanda (aunque sea claramente más realista, hay que reconocer), sean sólo propuestas que, en el plenario de la CC requieren de los 2/3 para ser aprobadas, apuntan a un proyecto de nueva constitución Frankenstein o que va a seguir siendo una hoja en blanco, tal como empezó el proceso. Lo grave es que muchas de estas propuestas, atenuadas un tanto, sí pueden pasar el filtro de los 2/3, y eso es a lo que, probablemente, apuntan los cerebros tras ellas.

El nuevo gobierno no solo va a tener que realizar importantes esfuerzos para ordenar su coalición detrás de las prioridades que se establezcan dentro del programa de gobierno, sino que también tendrá un flanco abierto en la CC, donde deberá tratar de influir en los convencionales afines para que no aprueben locuras y le torpedee la gestión.

Un gobierno que por su origen y su discurso anterior a la primera vuelta, lo mismo que la acción de sus partidarios durante los últimos 18 meses, genera mucha incertidumbre, a pesar de Marcel, y que paraliza la inversión y deteriora las perspectivas, no necesita que esto sea magnificado por un potencial salto al vacío debido a un cambio constitucional radical que no hace más que dificultar la gestión gubernativa. El que los resultados económicos de 2022-2023 sean regulares, malos o pésimos, depende más de lo que haga o deje de hacer la CC que el gobierno en los próximos meses.

Además, bajo el escenario más probable (aunque, tal vez, con probabilidad decreciente) que el proyecto de nueva constitución sea aprobado, independientemente de su contenido (por el atractivo del capítulo de derechos que ofrecerá, así como propuestas "buenistas"), el gobierno deberá abocarse a su implementación y a tratar de dictar las leyes que hagan operativos diversos aspectos de lo establecido en su texto. Necesariamente habrá un período de transición, tal vez con nuevas elecciones en 2023 o 2024, lo que será el escenario ideal para mantener deprimida la inversión y elevado el tipo de cambio.

En resumen, tenemos un nuevo gobierno, que asume en marzo, que está tratando de limitar la incertidumbre al nombrar un ministro de hacienda que da garantías a todos pero, al mismo tiempo, está en funciones la Convención Constitucional, dominada por la extrema izquierda que ha dado señales de tratar de provocar un cambio drástico en el marco institucional que regido en Chile desde 1833, tanto en la organización institucional, como en el equilibrio entre los poderes del Estado y el papel de los privados en la actividad económica. El proceso de cambio constitucional genera un grado de incertidumbre inédito en el país y se prolongará, como mínimo, hasta el plebiscito de salida, aunque bien esta puede extenderse en el tiempo, al menos parcialmente, hasta 2023.

Es de esperar que la conclusión que se saque al final del proceso de cambio constitucional no sea que habría sido mejor dejar caer el gobierno de Sebastián Piñera a fines de 2019 en vez de pasar por este calvario.

Y LO QUE YA NO ES NOTICIA

El gobierno de Sebastián Piñera no sólo comenzó muy mal, sino que está terminando mal. El incidente que llevó a la renuncia del canciller, Andrés Allamand, aunque no directamente atribuible a Piñera, dejó claro que algunos ministros lo único que quieren (o así lo parece, al menos) es acomodarse lo mejor posible para lo que viene, y si es fuera del país, mejor. Lo que sí es responsabilidad completa de Piñera, es lo que demoró en nombrar a Rossana Costa en la presidencia del Banco Central. Aparte del desaire a quién fuera su leal colaboradora en su primer gobierno, es incomprensible que haya considerado la posibilidad de nombrar, en cambio, a Pablo García, cuando la decisión respecto de la presidencia del Banco Central siempre ha sido autónoma del Presidente de la República y elegirlo lo habría llevado al cargo sólo por dos años, provocando un nuevo cambio forzado por el término del período del consejero, hoy vice presidente. Cuando, hace unos meses, se renovó en el cargo a Mario Marcel, creo que había muy buenas razones para no innovar, pero la demora en confirmar a Rossana Costa es un agravio inmerecido, ya que se puede interpretar como desconfianza en su capacidad para el cargo, algo que no corresponde a la realidad.

Desgraciadamente, las cosas sucedieron del modo conocido y solo vienen a confirmar que el Presidente en ejercicio no tiene las habilidades blandas necesarias para hacer un gobierno satisfactorio.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.- COYUNTURA NACIONAL

2.1 TEMA ESPECIAL: AJUSTE A LA BAJA EN LAS PROYECCIONES DEL FMI

El FMI revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento para el presente año, la que pasó de 4,9% a 4,4%. Esto se justifica en función de la mayor debilidad prevista para la economía global respecto de lo anticipado en octubre de 2021, lo que se manifiesta en la expansión de la variante ómicron, el alza en los precios de la energía y la aceleración en la inflación global, que solo se reduciría gradualmente durante este año. La reducción en el crecimiento esperado se explica principalmente por los ajustes realizados a las proyecciones de Estados Unidos y China. En el caso del primero de los nombrados, parte del ajuste se explica por la menor probabilidad de que el plan de infraestructura del presidente Biden logre aprobarse, restando impulso fiscal al crecimiento. Para 2023, se revisó al alza la proyección de crecimiento, de 3,6% a 3,8%, pero básicamente por factores mecánicos, de una base de comparación más débil en 2022.

Específicamente, se espera que el efecto de la pandemia sobre el crecimiento se reduzca a partir del segundo trimestre y que la variante ómicron no sea reemplazada por otra que obligue a mantener restricciones a la movilidad. En China, la combinación de un control estricto de la movilidad para frenar la expansión de la pandemia y dificultades en algunas empresas del sector inmobiliario, explican la perspectiva de menor crecimiento. También se revisó a la baja el crecimiento de países como Brasil, México y Rusia. El resumen de las principales proyecciones se muestra en el Cuadro que sigue.

CUADRO N°1

Table 1. Overview of the World Economic Outlook Projections
(Percent change, unless noted otherwise)

	Year over Year								
	Estimate		Projections		Difference from October 2021		Q4 over Q4 2/		
	2020	2021	2022	2023	WEO Projections 1/ 2022	2023	Estimate 2021	Projections 2022	2023
World Output	-3,1	5,9	4,4	3,8	-0,5	0,2	4,2	3,9	3,4
Advanced Economies	-4,5	5,0	3,9	2,6	-0,6	0,4	4,4	3,5	1,8
United States	-3,4	5,6	4,0	2,6	-1,2	0,4	5,3	3,5	2,0
Euro Area	-6,4	5,2	3,9	2,5	-0,4	0,5	4,8	3,2	1,8
Germany	-4,6	2,7	3,8	2,5	-0,8	0,9	1,9	4,2	1,6
France	-8,0	6,7	3,5	1,8	-0,4	0,0	5,0	1,9	1,7
Italy	-8,9	6,2	3,8	2,2	-0,4	0,6	6,2	2,5	1,7
Spain	-10,8	4,9	5,8	3,8	-0,6	1,2	4,9	5,0	2,5
Japan	-4,5	1,6	3,3	1,8	0,1	0,4	0,4	3,6	1,1
United Kingdom	-9,4	7,2	4,7	2,3	-0,3	0,4	6,3	3,8	0,5
Canada	-5,2	4,7	4,1	2,8	-0,8	0,2	3,5	3,9	1,9
Other Advanced Economies 3/	-1,9	4,7	3,6	2,9	-0,1	0,0	3,8	3,4	2,5
Emerging Market and Developing Economies	-2,0	6,5	4,8	4,7	-0,3	0,1	4,0	4,3	4,8
Emerging and Developing Asia	-0,9	7,2	5,9	5,8	-0,4	0,1	3,7	5,4	5,7
China	2,3	8,1	4,8	5,2	-0,8	-0,1	3,5	5,1	5,0
India 4/	-7,3	9,0	9,0	7,1	0,5	0,5	4,3	5,8	7,5
ASEAN-5 5/	-3,4	3,1	5,6	6,0	-0,2	0,0	3,5	5,6	5,9
Emerging and Developing Europe	-1,8	6,5	3,5	2,9	-0,1	0,0	5,8	2,2	3,0
Russia	-2,7	4,5	2,8	2,1	-0,1	0,1	4,2	2,1	1,8
Latin America and the Caribbean	-6,9	6,8	2,4	2,6	-0,6	0,1	3,7	1,8	2,6
Brazil	-3,9	4,7	0,3	1,6	-1,2	-0,4	0,6	1,5	1,4
Mexico	-8,2	5,3	2,8	2,7	-1,2	0,5	2,9	3,4	1,9
Middle East and Central Asia	-2,8	4,2	4,3	3,6	0,2	-0,2	...	...	...
Saudi Arabia	-4,1	2,9	4,8	2,8	0,0	0,0	5,2	5,3	2,8
Sub-Saharan Africa	-1,7	4,0	3,7	4,0	-0,1	-0,1	...	...	...
Nigeria	-1,8	3,0	2,7	2,7	0,0	0,1	2,4	2,1	2,3
South Africa	-6,4	4,6	1,9	1,4	-0,3	0,0	1,3	2,6	0,9
<i>Memorandum</i>									
World Growth Based on Market Exchange Rates	-3,5	5,6	4,2	3,4	-0,5	0,3	4,2	3,9	2,8
European Union	-5,9	5,2	4,0	2,8	-0,4	0,5	4,9	3,5	1,9
Middle East and North Africa	-3,2	4,1	4,4	3,4	0,3	-0,1	...	...	...
Emerging Market and Middle-Income Economies	-2,2	6,8	4,8	4,6	-0,3	0,0	4,0	4,3	4,8
Low-Income Developing Countries	0,1	3,1	5,3	5,5	0,0	0,0	...	...	...
World Trade Volume (goods and services) 6/	-8,2	9,3	6,0	4,9	-0,7	0,4	...	...	...
Advanced Economies	-9,0	8,3	6,2	4,6	-0,7	0,6	...	...	...
Emerging Market and Developing Economies	-6,7	11,1	5,7	5,4	-0,7	0,0	...	...	...
Commodity Prices (US dollars)									
Oil 7/	-32,7	67,3	11,9	-7,8	13,7	-2,8	79,2	-4,7	-6,8
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	6,7	26,7	3,1	-1,9	4,0	-0,4	17,2	1,5	-1,6
Consumer Prices									
Advanced Economies 8/	0,7	3,1	3,9	2,1	1,6	0,2	4,8	2,8	2,0
Emerging Market and Developing Economies 9/	5,1	5,7	5,9	4,7	1,0	0,4	5,9	5,1	4,3

Fuente: FMI, WEO, update, enero 2022.

La inflación se espera que se mantenga alta, promediando 3,9% en el caso de los países desarrollados y 5,9% en el de las emergentes. En parte por la misma inflación, se anticipa un cambio en la composición de la demanda, desde bienes a servicios y la mantención de precios elevados de la energía, aunque con un menor impacto en 2022 que el año pasado y disminuyendo en 2023. Estados Unidos puede ser una excepción a la desaceleración gradual de la inflación, anticipándose alzas de tasas de interés de 0,75%-1% este año (probablemente más en la práctica). Además, el FMI anticipa que los problemas en las cadenas de oferta comiencen a desaparecer hacia fines de este año.

La percepción del FMI es que el balance de riesgos está sesgado a la baja. Esto, básicamente, por cinco factores: la evolución de la pandemia, por el riesgo de que aparezcan nuevas variantes más complejas que la actual; el efecto sobre las condiciones financieras internacionales de una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos; cuando desaparecerán los efectos disruptivos de los problemas en las cadenas de oferta, que están sumando alrededor de un punto porcentual a la inflación en Estados Unidos y restando entre 0,5 y 1 punto a su crecimiento; el impacto de mercados laborales estrechos sobre los salarios y las presiones inflacionarias y, por último, si la desaceleración en el sector inmobiliario de China se acentúa o no. A lo anterior, el FMI agrega conflictos geopolíticos y la posibilidad de que reaparezca el malestar social en diversos países del mundo.

En el caso específico de América Latina (ver Cuadro que sigue), las proyecciones indican que, en 2021, no se logró recuperar a nivel agregado el PIB perdido en 2020, aunque ello sí se dio en algunos países, incluido Chile. Las perspectivas para la región en 2022-23 son bastante más, anticipándose un crecimiento promedio de, prácticamente, la mitad de lo que se espera para el mundo, en el caso de este año, y alrededor de dos tercios en 2023. En particular, para Chile, la proyección del FMI es de 1,9% en cada uno de estos años, aunque parece más probable que el crecimiento sea mayor en 2022 que el próximo año, pero con una expansión acumulada que difícilmente será igual o mayor.

CUADRO N°2

Latest projections for Latin America and the Caribbean

(real GDP growth; percent)

	2020	Est. 2021	Projections	
			2022	2023
Latin America and the Caribbean	-6.9	6.8	2.4	2.6
South America ¹	-6.5	7.1	1.8	2.2
CAPDR	-7.1	9.2	4.5	4.0
Caribbean				
Tourism dependent ²	-9.5	2.6	3.9	2.8
Commodity exporters ³	4.0	5.5	21.0	15.1
LA5	-6.2	6.5	1.8	2.3
Latin America				
Argentina	-9.9	10.0	3.0	2.5
Brazil	-3.9	4.7	0.3	1.6
Chile	-5.9	12.0	1.9	1.9
Colombia	-6.8	10.2	4.5	3.7
Mexico	-8.2	5.3	2.8	2.7
Peru	-11.0	13.3	2.8	3.0

Sources: IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.
Note: Regional aggregates are purchasing-power-parity GDP-weighted averages.
CAPDR = Central America, Panama, and the Dominican Republic.
¹ Excludes Guyana and Suriname.
² Includes Antigua and Barbuda, Aruba, The Bahamas, Barbados, Belize, Dominica, Grenada, Haiti, Jamaica, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, and St. Vincent and the Grenadines.
³ Includes Guyana, Suriname, and Trinidad and Tobago.

IMF

Fuente: FMI, enero 2022.

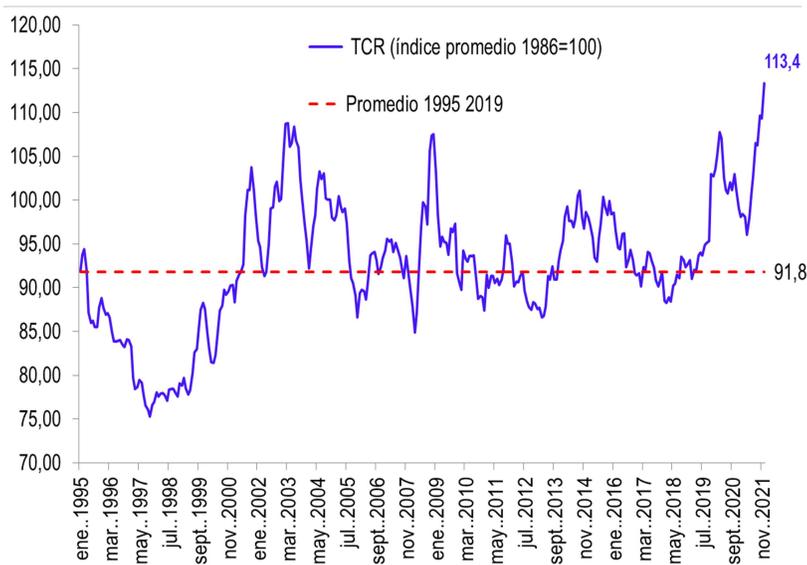
Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: ¿UN DÓLAR MÁS CERCA DE SUS FUNDAMENTOS?

Hemos comentado muchas veces en este informe que a partir del llamado estallido social de octubre de 2019, nuestra economía se hizo claramente más riesgosa, entrando en una inestabilidad político-institucional que no se observaba desde hace ya varias décadas. Así, aunque macroeconómicamente la chilena es una economía bastante sana, que tuvo un notable desempeño en manejo de la pandemia y en velocidad de recuperación, sigue mostrando un castigo principalmente por el alto nivel de incertidumbre política.

Cuando se compara la trayectoria del peso chileno respecto de otras llamadas monedas commodities, como el dólar australiano o el Canadiense, se observa que se produjo un divorcio en su trayectoria a partir de fines de 2019. Aunque podríamos asumir que los niveles de incertidumbre se han acotado algo, a partir de una sumatoria de señales de moderación por parte del Presidente electo, particularmente en la elección de su Ministro de Hacienda, es evidente que los niveles de riesgo siguen siendo altos, asociados principalmente a un proceso constituyente que tiene “diagnostico reservado”.

GRAFICO N°1
TIPO DE CAMBIO REAL
(ÍNDICE 1986 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile

Como se observa en el gráfico, a diciembre el Tipo de Cambio Real, que estima el Banco Central, que corrige por diferenciales de inflación con el resto de las monedas con que Chile tiene comercio, se ubica en su mayor nivel de los últimos 27 años, y en uno de los más altos de su historia económica reciente. De hecho se sitúa un 23,5 % por sobre el promedio de todo el período, en circunstancias que, por fundamentos económicos puros, debería ubicarse claramente por debajo de dicho promedio.

Efectivamente, tomando en cuenta el buen desempeño en el manejo de la pandemia y la velocidad de recuperación y, muy importante, el extraordinario nivel en que se encuentran nuestros términos de intercambio (Relación de precio de productos exportados en relación a los importados), lo lógico sería que el tipo de cambio real se ubicara claramente bajo el promedio histórico. A partir de ello, podemos estimar que a diciembre, fecha del último dato publicado, nuestra moneda tenía un castigo del orden de un 30% respecto de su nivel esperado sin cambios en el escenario político citado al comienzo.

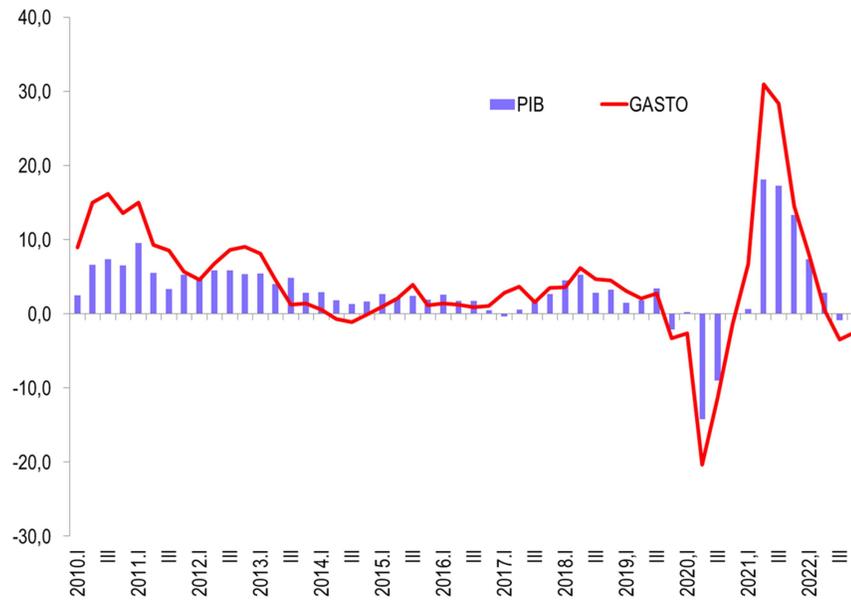
El nivel actual del tipo de cambio real evidentemente es algo menor al de diciembre, gracias a la caída observada en el dólar observado, sin embargo sigue estando al menos un 25% por sobre el nivel que respondería a sólo los fundamentos económicos. Aunque evidentemente durante el año habrá otros factores que incidirán sobre la trayectoria del tipo de cambio, como la situación económica global o las diferenciales de tasas de interés con el resto del mundo, el elemento más determinante seguirá siendo la forma cómo evoluciona el panorama político interno. En la medida que el avance de la discusión constitucional y el desempeño del gobierno entrante se sitúen por sobre las expectativas del mercado, hay espacio para una apreciación de nuestra moneda respecto de los niveles actuales

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: UN AÑO DE AJUSTES

Luego del extraordinario crecimiento anotado el año pasado, de 12 %, que marcó una de las más rápidas recuperaciones post pandemia a nivel mundial, para el presente año esperamos una significativa y necesaria desaceleración. En un contexto de política Fiscal y Monetaria contractivas, podemos esperar un bajo dinamismo de la demanda agregada, lo que será más evidente en la segunda mitad del año. Como se aprecia en el gráfico y cuadro siguientes, en el segundo semestre tendríamos una recesión, toda vez que esperamos dos trimestres consecutivos de caída en la actividad.

GRÁFICO N°2
PROYECCIÓN PIB Y GASTO
(VAR % 12M)



Fuente: Banco Central de Chile

CUADRO N°3
PROYECCIÓN PIB Y GASTO
(VAR % 12M)

	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	13,3	14,5
	AÑO	12,0	19,5
2022	I	7,3	7,9
	II	2,8	0,5
	III	-0,9	-3,5
	IV	-0,6	-2,5
	AÑO	2,0	0,4

Fuente: Banco Central de Chile

El mayor ajuste se observará en el Gasto total de la economía (Demanda Interna), en la medida que esperamos, para el segundo semestre, una importante caída tanto en el consumo como en la inversión. Será el sector externo neto (Exportaciones menos importaciones) el componente que más contribuirá a sostener un crecimiento positivo en el año como un todo.

Respecto del consumo, podemos esperar un importante ajuste, explicado por una restricción evidente en el ingreso de los hogares. La desaparición de las transferencias extraordinarias de ingreso por parte del Fisco, asociadas a la pandemia, junto con el agotamiento de los fondos retirados del sistema previsional, obligará a las familias a financiarse a partir de los ingresos autónomos provenientes del mercado laboral. En la medida que el empleo mostrará un importante rezago en su recuperación, podemos prever lo mismo para el ingreso de las familias.

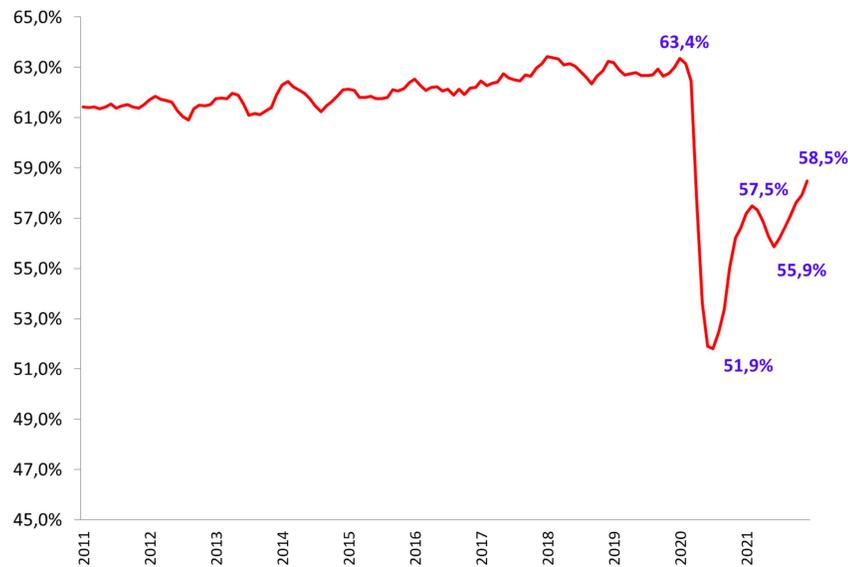
Por su parte la inversión podría tener un desempeño algo mejor al esperado, aunque aún bastante pobre, en la medida que un manejo económico responsable por parte del nuevo gobierno contribuya a disipar al menos parcialmente los altos niveles de incertidumbre en materia económica. Sin embargo, se mantiene la preocupación respecto a que, a partir del proyecto constitucional y su eventual aprobación, se generen cambios regulatorios que afecten la inversión en diversos sectores. Destaca el tema de las concesiones mineras y la tributación a dicho sector; eventuales cambios más restrictivos al código de aguas recientemente aprobado, y revisión en las políticas tarifarias para sectores regulados, como servicios públicos o infraestructura concesionada, entre otras materias.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: CON REZAGO RESPECTO A LA ACTIVIDAD.

El importante crecimiento del PIB de 2021, del orden de 12,0 %, no estuvo acompañado de un desempeño similar en lo que creación de puestos de trabajo se refiere. Efectivamente, el nivel de ocupación de la economía al trimestre móvil terminado en diciembre último fue de 8,7 millones, lo que aún se sitúa un 4,5 % por debajo del registro del último trimestre móvil del año 2019. Es cierto que la tasa de desempleo ha caído rápidamente, pero ello obedece en parte a la recuperación del empleo en varios sectores productivos y, en forma relevante, a que la tasa de participación en el mercado laboral se ha recuperado muy lentamente y aún se sitúa del orden de 4,4 puntos por debajo la observada antes de la pandemia.

GRAFICO N°3
TASA DE PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO LABORAL
(% de la población potencialmente activa)



Fuente: INE

La rápida recuperación de la actividad con rezago en la recuperación del empleo se ha traducido, como es lógico, en un fuerte incremento en la productividad media del trabajo, lo que significó un notable salto positivo en este indicador en el año pasado. Hacia adelante, sin embargo, tendremos una gradual normalización de los indicadores. La actividad crecerá poco este año, mientras el empleo seguirá rezagado en su recuperación. Si a ello agregamos una probablemente más rápida recuperación de la fuerza de trabajo, tenemos argumentos para estimar que la tasa de desempleo no bajará en forma relevante respecto a lo observado en los últimos trimestres.

La lentitud en la recuperación del empleo obedecería a la suma de varios factores. Por un lado tenemos expectativas de un bajo dinamismo de la inversión, tal cual lo registran tanto los catastros de inversión como las encuestas levantadas a las empresas, lo que tendría un efecto negativo en la velocidad de recuperación del empleo.

A lo anterior se agregan relevantes cambios estructurales en varios sectores productivos, que tienden a ser ahorradores de mano de obra. El caso más emblemático es el del sector comercio, cuyo nivel de actividad se encuentra, al cuarto trimestre de 2021 un 29 % por sobre el de igual lapso de 2019, mientras su ocupación cayó en un 6,8 % en el mismo período de tiempo (3,2% al cuarto trimestre).

No sabemos cuánto de este cambio ahorrador de mano de obra en el sector comercio, que obedece principalmente al fuerte incremento en la participación del comercio on-line, será permanente, pero nos atrevemos a estimar que será muy relevante. Lo propio, aunque en menor magnitud, sucede en otros sectores productivos.

Finalmente, el programa del nuevo gobierno que se instala a partir de marzo próximo conlleva un eventual encarecimiento del mercado laboral. Se anuncia la intención de incrementar el salario mínimo y la tasa de cotización previsional, a lo cual se agregarían eventuales mayores costos de despido, todos elementos que tienden a desincentivar la contratación, al menos la del empleo formal.

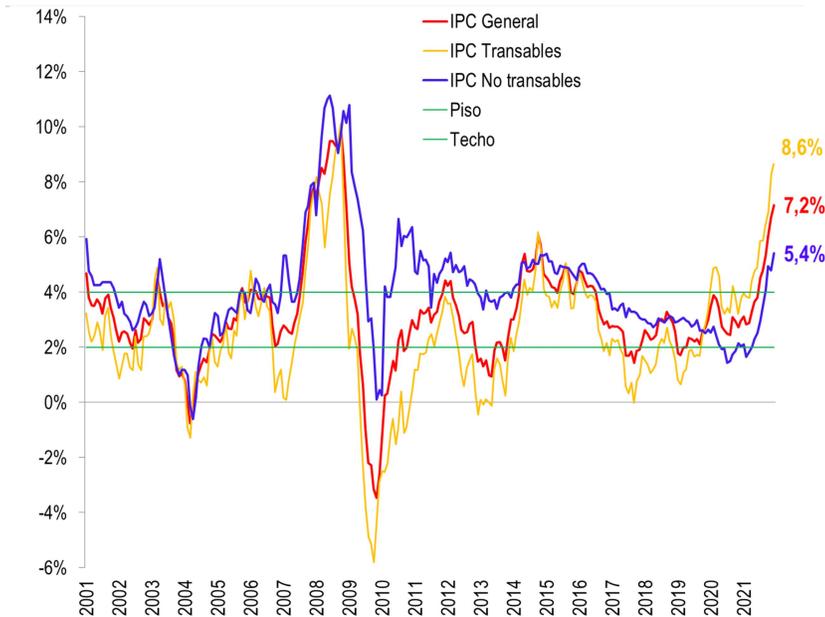
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: EL DESAFÍO DE CONTENER LAS EXPECTATIVAS.

El desborde inflacionario es un fenómeno global, particularmente en las economías de mayor nivel de ingresos. En Chile la inflación se ha ubicado por sobre las expectativas del mercado la mayor parte de los últimos meses, y no parece probable que se logre revertir rápidamente su tendencia. Una parte del mayor ritmo inflacionario, la más significativa, proviene de los precios externos, afectados por el impacto del Covid en las cadenas de suministro, sin embargo a ello se suma, en nuestro caso, la depreciación de nuestra moneda, por razones principalmente idiosincráticas.

Es fundamental tener en cuenta que otra parte, muy relevante, proviene de presiones internas, en el contexto de una economía sobre calentada. Efectivamente, la inflación de los No Transables, principalmente servicios, se ubica en 6,2% en doce meses a enero, lo que da cuenta de dificultades en la capacidad de respuesta de la oferta a un nivel de demanda interna aún muy elevado. Es importante tener en cuenta, además, que el alto nivel de inflación actual sería aún mayor de no ser por el congelamiento o la atenuación de algunos precios claves, como es el caso de las tarifas eléctricas o el transporte público.

GRÁFICO N°4
INFLACIÓN TRANSABLE Y NO TRANSABLE
(VAR % 12M)



Fuente: INE

Quizás lo más preocupante, por cuanto no se había observado desde que se comenzó a levantar la encuesta de expectativas económicas hace 12 años, es que la inflación a 24 meses plazo se sitúe claramente por sobre el centro del rango meta. Así, según registra dicha encuesta, a 11 y 23 meses las tasas esperadas de inflación son de 4,8 y 3,5 %, de variación en doce meses, a dichos plazos, respectivamente.

El escenario antes descrito valida completamente el actuar del Banco Central a lo largo de los últimos trimestres. Aunque ya se encuentra en nivel contractivo, pensamos que será necesaria al menos un alza más en la tasa de política monetaria (TPM), la cual debería materializarse en la reunión del mes de marzo próximo. Entre antes lleguemos al máximo nivel de la TPM en este ciclo de ajuste, mejor, toda vez que por ahora siguen dadas las condiciones para validar políticamente un mayor ajuste monetario, en el contexto de alto crecimiento económico y alto nivel inflacionario.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl