

Gemines[®]
CONSULTORES



LAECO

INFORME GEMINES N°516

SEPTIEMBRE 2023

COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

ÍNDICE

ÍNDICE	2
DESTACAMOS	3
1.-PANORAMA GENERAL: FRUSTRANTE ESTANCAMIENTO	5
2.-COYUNTURA NACIONAL	8
2.1 TEMA ESPECIAL: LA DETERIORADA SITUACIÓN DE CODELCO	8
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: LAS EXPORTACIONES ACUSAN LA DEBILIDAD EXTERNA	14
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO:AJUSTE REALIZADO. ¿CÓMO SEGUIMOS?	16
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: DETERIORO EN OCUPACIÓN, REPUNTE EN REMUNERACIONES REALES.....	17
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DE SORPRESA EN SORPRESA	20

INFORME GEMINES

Nº516

DESTACAMOS

Panorama General

- Chile está estancado, al menos desde 2015, en su camino hacia el Desarrollo económico. En lo esencial, ello responde a un retroceso en materia político-institucional. La redacción de una nueva constitución es una gran oportunidad para desentramar el proceso, (Pág. N°5).
- A nivel técnico el diagnóstico y las propuestas tienden a converger: cambios en el sistema electoral, modernización del Estado...etc., (Pág. N°6).
- Las propuestas para agilizar el crecimiento económico son también bastante compartidas. Se requiere una buena reforma tributaria con mirada de largo plazo; Destruir la "permisología", con un marco regulatorio más transparente, eficiente y menos discrecional en materia regulatoria en general y medio ambiental en particular. Incentivos al ahorro, mejorías sustanciales en materia de educación, con un diseño que mejore su calidad y que lo haga más contingente con las necesidades de la economía, (Pág. N°6).

Coyuntura Nacional

- Las perspectivas de la empresa son complicadas hacia el futuro, toda vez que los proyectos estructurales, que son los que permitirían recuperar la producción en los próximos años han enfrentado numerosos problemas y sobrecostos que ensombrecen las posibilidades de supervivencia de CODELCO por un excesivo endeudamiento. Por otro lado, hay una arista fiscal muy relevante, toda vez que la obligación de entregar todas las utilidades de la empresa al Fisco, en la práctica, disfraza la situación fiscal, generando más endeudamiento en CODELCO y menos en el Fisco que aparece más solvente de lo que realmente es, pero que está llevando al límite a la empresa nacional del cobre, (Pág. N°8).
- Parte de los problemas de CODELCO tienen que ver con la naturaleza de sus yacimientos e instalaciones, varios de ellos muy antiguos, pero también con otros relacionados con la gestión, rotación de directivos y ejecutivos, su excesivo tamaño y la inadecuada política de financiamiento. Este escenario hace muy inconveniente que se pretenda que CODELCO incursiones en negocios nuevos, para los que no tiene ninguna ventaja, como es el caso de litio, lo que simplemente contribuirá a aumentar sus dificultades, (Pág. N°8).
- Cabe destacar la dimensión fiscal asociada a la política de endeudamiento que debe seguir la empresa, dada la exigencia de entregar todas las utilidades al Fisco. Aparte de las implicancias para los ingresos fiscales estructurales que se derivan de los problemas productivos, que sistemáticamente se traducen en el incumplimiento de las metas de producción, la obligación de repartir el total de las utilidades disfraza la verdadera situación fiscal, haciéndola aparecer mejor de lo que es y desviando parte del déficit fiscal verdadero hacia CODELCO, que debe recurrir al endeudamiento, por sobre lo prudente, para financiar su programa de inversiones,(Pág. N°13).

- Demás está decir que un tipo de cambio a \$900 no tiene mucho sustento en los fundamentos, pero un escenario de tipo de cambio desalineado puede persistir por varios meses como, de hecho, ha sucedido en el pasado reciente. En algún plazo, seguramente durante el primer semestre de 2024, volverá a situarse en torno a los \$800-\$820 que es donde debería estar si es que los escenarios interno y externo se normalizan, (Pág. N°15).
- El ajuste deseado para enfriar la economía y contener la inflación está llegando a su fin. La preocupación ahora vuelve a estar en la capacidad de crecimiento de largo plazo, en un contexto de débiles proyecciones para la inversión, (Pág. N°16).
- Acusando recibo del estancamiento observado en la actividad, la ocupación anota un menor dinamismo, mientras la composición del empleo se precariza. Con todo, en lo positivo, la fuerte caída en la inflación permite que las remuneraciones reales sigan recuperándose, (Pág. N°17).
- La inflación acumulada en el año llegó a 2,6% y, en los cuatro meses que faltan para terminar el año, sumará las décimas suficientes como para situarse bajo el 4% en diciembre, algo consistente con nuestro escenario base, pero inferior a las expectativas del mercado y del Banco Central, (Pág. N°20).
- En octubre parece razonable anticipar una reducción de la TPM en un mínimo de 50 pb y un máximo de 100 pb. La magnitud del ajuste dependerá de la inflación de septiembre, que suele ser un mes complicado en esta materia y a la trayectoria del tipo de cambio en este período. Para diciembre, por otro lado, se conocerá la inflación de octubre y noviembre, restando solo el último mes del año, y los IMACEC de septiembre y octubre que permitirán conocer con alguna claridad las características del cierre del ejercicio actual en materia de actividad y la forma en que podría estar comenzando 2024. También será conocido el resultado del plebiscito constitucional del día 17, que marcará el rumbo de la política para el resto del período presidencial y la reducción o aumento en la incertidumbre institucional y las características del presupuesto 2024. En consecuencia, en diciembre, el ajuste en la TPM podría ir desde 50 pb, en un escenario claramente adverso, a unos 150 pb en uno muy positivo, (Pág. N°21).

1.- PANORAMA GENERAL: FRUSTRANTE ESTANCAMIENTO

Podríamos afirmar que, al menos desde el año 2015, en términos generales, nuestro país dejó de avanzar en su camino para transformarse en una economía desarrollada. El crecimiento económico se debilitó dramáticamente, cayendo incluso por debajo del promedio mundial. Así, el proceso de convergencia hacia niveles de ingreso de país desarrollado se detuvo, e incluso desde la perspectiva del ingreso per cápita, se observa un retroceso relativo al compararse con los países de referencia. Digamos, además, que el bajo crecimiento económico permite explicar parte relevante del creciente descontento social, en la medida que las expectativas de mejoría en la calidad de vida se han visto frustradas.

La principal razón de lo anterior está en lo Institucional, donde se observa un importante retroceso. En lo central, la capacidad de construir acuerdos políticos de manera de avanzar en el perfeccionamiento de las políticas públicas y en robustecer el ámbito regulatorio en general, se ha visto seriamente dañada. Podríamos decir que estamos ante una crisis de la política, la que se profundizó en parte por los cambios introducidos a nuestro sistema electoral, con la llegada del sistema proporcional que se sumó al voto voluntario. Esto dio espacio para que la gran diversidad que presenta la sociedad, en términos de posturas identitarias, y de “verdades de nicho”, tuviera espacio para reflejarse en la representación política, lo que se observa en una fragmentación creciente con del orden de 20 partidos políticos con participación en el congreso.

Como consecuencia de lo anterior, a pesar de existir importantes coincidencias a nivel técnico, nos ha sido imposible sacar adelante reformas urgentes, donde destacan las referidas al régimen previsional y al sistema de salud, reformas que están en los primeros lugares de prioridad de la población.

En términos generales, los párrafos anteriores reflejan un diagnóstico bastante compartido por las élites técnicas e incluso políticas, a pesar de lo cual el entrapamiento se prolonga en el tiempo. Tenemos en el muy corto plazo, de aquí a fines de año, quizás una oportunidad para revertir esta suerte de crónica de un fracaso anunciado. La posibilidad de aprobar, ojalá con una mayoría sustantiva, una nueva constitución, que se haga cargo de temas centrales que están en el origen de la crisis del sistema político y del deterioro en el funcionamiento del Estado, está a la vuelta de la esquina. Podríamos decir que es quizá una última oportunidad que tiene la política y los políticos de estar a la altura de las circunstancias. De no aprovecharla, el fantasma de proyectos populistas y/o autócratas está esperando su oportunidad.

Reformar el sistema electoral, para generar incentivos a la agrupación de distintas vertientes políticas en conglomerados más amplios, que faciliten la capacidad de negociación y construcción de acuerdos, parece un tema sustancial. Lograr generar las bases para iniciar un proceso profundo de modernización del Estado, es también un desafío central. Éstos dos temas se pueden abordar a partir de una nueva constitución, es muy difícil lograrlos en régimen, en la medida que quienes deberían impulsar las reformas, el congreso, son claramente incumbentes, que verían afectados intereses personales.

- ¿Cómo despertar Nuevamente el Crecimiento económico?

Asumiendo que se logra desentrampar el tema político institucional, a partir de la aprobación de una nueva constitución que, además de muchos otros, se haga cargo de los temas centrales planteados más arriba, sería un primer paso que, podríamos decir, es una condición necesaria pero no suficiente, para lograr despertar nuevamente el crecimiento económico.

Como antes, a nivel técnico, el diagnóstico sobre las condiciones para volver a crecer a un mayor ritmo es bastante compartido. Un gran pacto fiscal que se negocie, con una mirada de largo plazo, para tener un sistema eficiente y estable. Que cumpla con principios de justicia horizontal, los que ganan igual pagan igual, y vertical, los que ganan más pagan más. Que cumpla con gravar más al consumo que no al ingreso, que genere por tanto incentivos al ahorro y la inversión. Este es un tema central, con la baja tasa de inversión reciente y proyectada para los próximos años, se hace imposible retomar un mayor ritmo de crecimiento sostenido.

La idea, que plantean muchos técnicos de centro-izquierda, que el gasto público debe aumentar de la mano del incremento del ingreso, en la búsqueda de un Estado social que cubre cada vez más necesidades básicas, puede materializarse, pero ello significa no grabar más a las empresas y ampliar la base tributaria agregando a más contribuyentes de la clase media. Esto puede estar condicionado a que se cumplan al menos dos requisitos: que aumente el ritmo de crecimiento del ingreso de la población y, muy importante, que mejore la calidad de los servicios que entrega el Estado a la clase media, particularmente en temas de educación, salud y vivienda. Para avanzar en estos últimos ámbitos, muchas veces, más que mayores recursos, se requiere mejor gestión, lo que muestra la relevancia de dar un paso decisivo en la modernización de Estado mencionada en el punto anterior.

Destrabar la "permisología", es otro elemento esencial para agilizar la inversión. Se puede tener un marco regulatorio exigente en materia medio ambiental, pero éste debe cumplir con una serie de requisitos que hoy no cumple. Primero, certeza, si cumplo con la norma, debo tener un plazo pre conocido para ser aprobado. Si no se cumple el plazo, opera el silencio administrativo, el proyecto queda aprobado. Los plazos deben ser razonables, el número de instancias del proceso debe ser menor, coordinadas y con el menor grado de discrecionalidad y menor riesgo de captura por parte de grupos de interés.

Se debe fortalecer el modelo de concesiones. El Estado no tiene las espaldas financieras ni la capacidad de apalancamiento para avanzar al ritmo necesario en materia de inversión en infraestructura, vial, puertos, hospitales, cárceles, etc....

Necesitamos incrementar el ahorro interno, para depender menos del ahorro externo. Altos déficit en Cuenta Corriente, por escases de fondos por bajo ahorro interno, nos limita en nuestro potencial de inversión, nos hacen más riesgosos desde la perspectiva de la comunidad financiera internacional, y con ello se nos encarece el apalancamiento. En esto hay sin duda un motivo más para avanzar en una reforma previsional que aumente fuertemente el ahorro privado.

Regionalización ordenada. Generar menos regiones de mayor tamaño, que tengan un mayor grado de autonomía, tanto desde la perspectiva de sus ingresos como de asignación de gastos. Debe ser un proceso gradual que de plena garantía de que los recursos serán resguardados de la corrupción y de la captura por parte de grupos de interés, para lo cual se requiere un sistema regulatorio muy bien diseñado.

Educación, un tema central. Se requiere implementar una carrera docente que ponga los incentivos a la mejora continua en la calidad. Se requiere, también, una mayor participación de la formación técnico-profesional. Generar vínculos entre el sistema educativo superior con las distintas industrias, con incentivos tributarios. La investigación universitaria debe ser más contingente a las necesidades productivas de la economía. La educación técnico profesional debe tener un fuerte vínculo con las empresas, lo que es sin duda virtuoso.

Se debe aumentar, en términos relativos, los recursos para la educación pre escolar, elemento central para emparejar la cancha de oportunidades. Los niños hoy llegan a kínder con tremendas diferencias dependiendo de la familia de origen, debemos disminuir esas diferencias con una gran red de buenos jardines infantiles. Esto último, además de salas cuna, ayuda también a aumentar la participación laboral de las mujeres, aún en niveles bajos para Chile en comparaciones internacionales.

En fin. Hemos dejado fuera el rol central del Estado en materia de seguridad y de garantía de los derechos de propiedad y, sin duda, podríamos seguir largo rato dando ideas que, insisto, técnicamente son bastante compartidas. Se requiere de capacidad y liderazgo político para impulsarlas, e incentivos para generar acuerdos y materializarlas. El desafío está planteado, la oportunidad está... ¿Será factible?

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.- COYUNTURA NACIONAL

2.1 TEMA ESPECIAL: LA DETERIORADA SITUACIÓN DE CODELCO¹¹

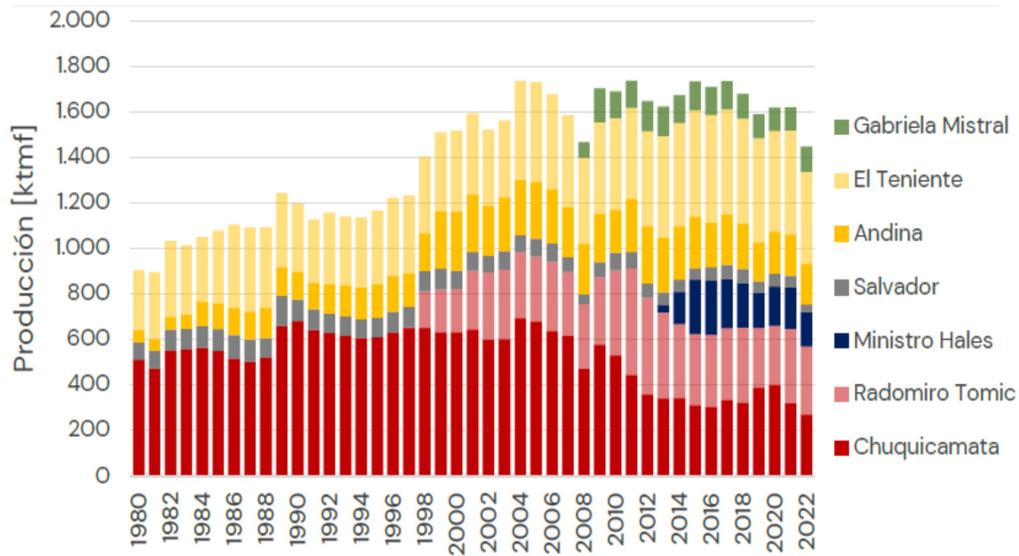
Es difícil no concordar con CESCO que señala que la situación actual de CODELCO es, probablemente, la más compleja en sus 52 años de vida, tanto en lo productivo como en lo financiero. Adicionalmente, las perspectivas de la empresa son complicadas hacia el futuro, toda vez que los proyectos estructurales, que son los que permitirían recuperar la producción en los próximos años han enfrentado numerosos problemas y sobrecostos que ensombrecen las posibilidades de supervivencia de CODELCO por un excesivo endeudamiento. Por otro lado, hay una arista fiscal muy relevante, toda vez que la obligación de entregar todas las utilidades de la empresa al Fisco, en la práctica, disfraza la situación fiscal, generando más endeudamiento en CODELCO y menos en el Fisco que aparece más solvente de lo que realmente es, pero que está llevando al límite a la empresa nacional del cobre.

Parte de los problemas de CODELCO tienen que ver con la naturaleza de sus yacimientos e instalaciones, varios de ellos muy antiguos, pero también con otros relacionados con la gestión, rotación de directivos y ejecutivos, su excesivo tamaño y la inadecuada política de financiamiento. Este escenario hace muy inconveniente que se pretenda que CODELCO incursiones en negocios nuevos, para los que no tiene ninguna ventaja, como es el caso de litio, lo que simplemente contribuirá a aumentar sus dificultades.

El Gráfico N°2.1 muestra la evolución de la producción de CODELCO desde 1980, la que se encuentra esencialmente estancada en los últimos 20 años.

¹¹ Basado en el informe de CESCO “Las Interrogantes del Presente y Futuro de CODELCO”, agosto 2023.

GRÁFICO N°2.1
PRODUCCIÓN DE CODELCO 1980-2022

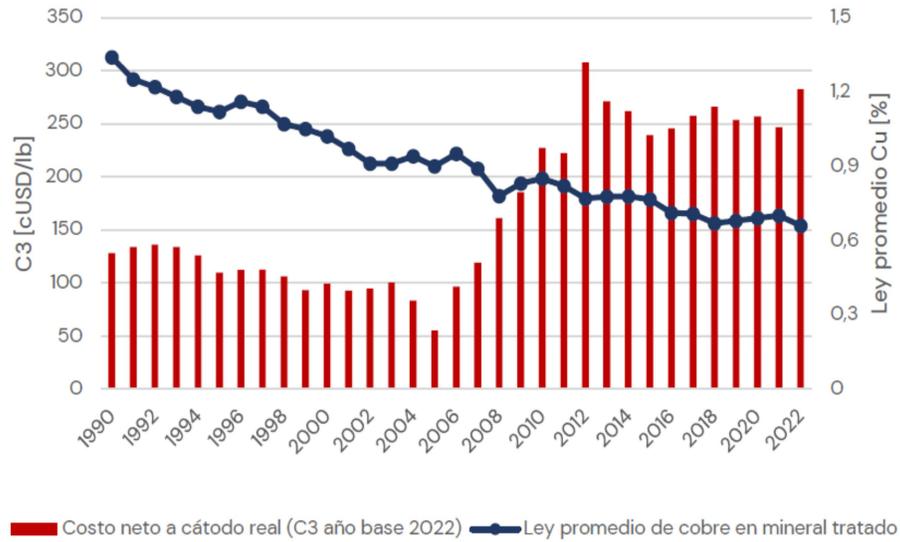


Fuente: CESCO.

En lo más reciente, la producción afronta dificultades importantes que se traducen en una baja prevista para este año de más de 6%, por múltiples razones, que afectan a la mayoría de sus divisiones y que no se subsanarán hasta 2025 de acuerdo a lo señalado por la propia empresa. Con todo, el incumplimiento de las metas de producción ha sido la norma desde, al menos, 2010.

No obstante el fuerte incremento en la inversión en los últimos años, parte de los problemas que afectan la producción tienen que ver con la antigüedad de las instalaciones que afectan directamente su operación y el aumento en los costos de producción ha sido constante. Esto, a su vez, se relaciona con la antigüedad de los principales yacimientos que deriva en una baja constante en la ley del mineral y un aumento en la profundidad a la que deben realizarse las operaciones. Esto se evidencia con claridad en el Gráfico N°2.2. Respecto de 1990-2007 los costos se han más que duplicado en el período 2008-2022, aunque la baja en la ley del mineral no ha sido tan intensa.

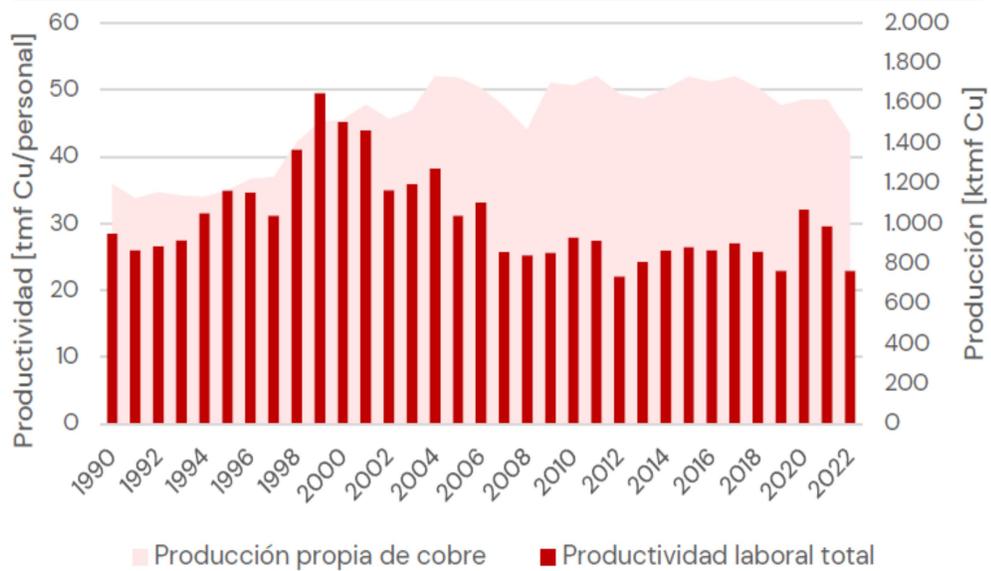
GRÁFICO N°2.2
COSTO NETO A CÁTODO (C3), BASE 2022, RESPECTO A LA VARIACIÓN DE LA LEY PROMEDIO DEL MINERAL 1990-2022



Fuente: CESCO.

Adicionalmente, la productividad de CODELCO ha caído de manera más o menos continua desde 2003, en torno a 2% anual, acumulando un 34% hasta el año pasado. Esto se evidencia con claridad en el Gráfico N°2.3.

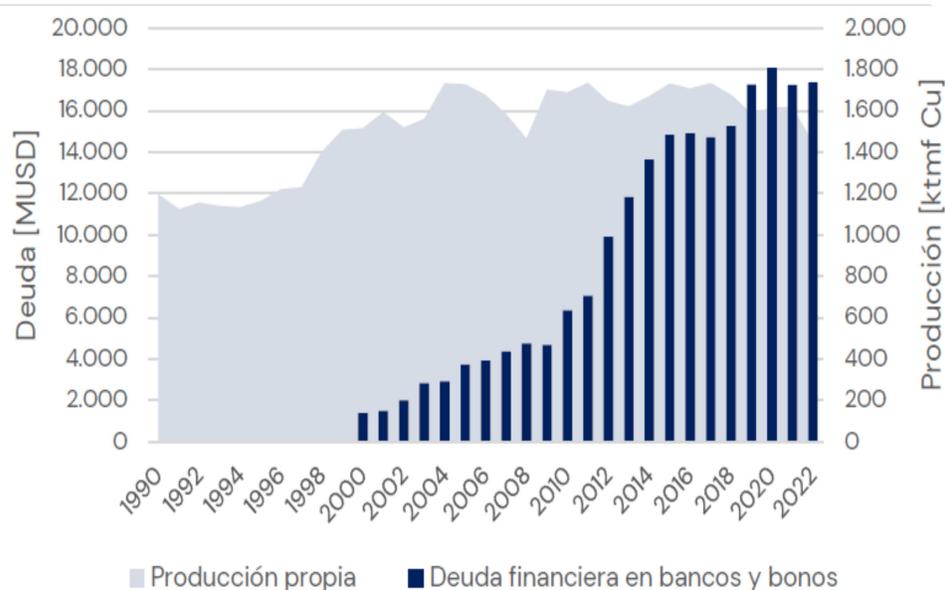
GRÁFICO N°2.3
PRODUCTIVIDAD LABORAL TOTAL RESPECTO A LA PRODUCCIÓN DE COBRE FINO, 1990-2022



Fuente: CESCO.

Pero tal vez uno de los aspectos más preocupantes de la situación de CODELCO es el sostenido crecimiento en el endeudamiento que, al cierre del primer semestre de 2023 se eleva a US\$18.459 millones. Si bien la deuda exhibe una cierta estabilización en los últimos años, su crecimiento es evidente en el marco de una producción estancada (Gráfico N°2.4).

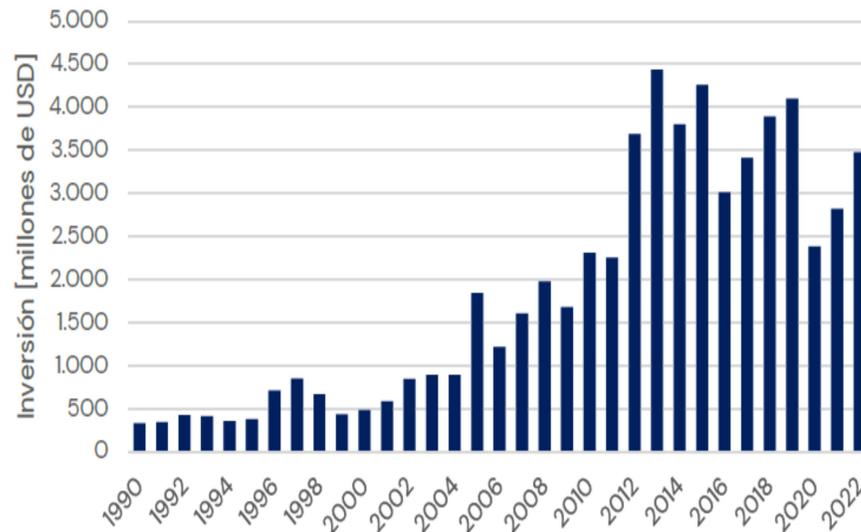
GRÁFICO N°2.4
DEUDA FINANCIERA DE CODELCO (BANCOS Y BONOS) Y PRODUCCIÓN, 1990-2022



Fuente: CESCO.

La correlación con el crecimiento de los montos invertidos es muy alta y reflejan una baja productividad de las mismas, lo que vuelve preocupante las perspectivas financieras de CODELCO (Gráfico N°2.5).

GRÁFICO N°2.5
INVERSIONES DE CODELCO EN ACTIVO FIJO 1990-2022
 (Millones de US\$ de 2022)



Fuente: CESCO.

En esencia, mientras en el período 1994-2004 se invirtió poco menos de US\$1.000 millones anuales y la producción creció en 600 mil toneladas, entre 2010 y 2021, período en el que se invirtió, en promedio, US\$4.000 millones anuales, la producción se mantuvo estable o a la baja. Un problema evidente han sido los Proyectos Estructurales (Chuquicamata Subterránea, Traspaso Andina, Rajo Inca y Nuevo Nivel El Teniente), que acumulan un gasto de US\$15.000 millones, y que tienen un sobre costo respecto de las estimaciones originales que alcanza a unos US\$5.000 millones en líneas gruesas, que se concentran en Chuquicamata y El Teniente que son, además, los proyectos más grandes y ambiciosos.

Los problemas de los proyectos Estructurales hacen válido preguntarse si estos se han justificado y hasta qué punto puede seguir subiendo la deuda sin que ponga en peligro la estabilidad de CODELCO. Además, que se han producido algunos deterioros en otros indicadores de desempeño, incluyendo la seguridad laboral.

De acuerdo a las propias estimaciones de CODELCO, la deuda podría llegar a unos US\$30.000 millones en 2027 y cualquier desviación de 10% en los costos remanentes de los proyectos, podría adicionar unos US\$1.000 millones adicionales. Esto sin considerar las pérdidas de US\$600 millones por menor producción si los proyectos se retrasan en un 10%. CODELCO, por su parte, ha señalado que considera prudente que su nivel de deuda no exceda el rango de 3,4 a 4 veces el EBITDA, lo que se traduce en unos US\$23.000 millones.

Los elevados montos de inversión vinculados a los proyectos estructurales llevaron a la creación de la Vicepresidencia de Proyectos, pero no parece haber sido suficiente para, al mismo tiempo, mantener la eficiencia de las operaciones regulares de CODELCO. Hay evidencia de problemas de gobernanza, con una alta rotación de ejecutivos y directores, lo que no parece haber mejorado con la Ley de Gobierno Corporativo de 2010. CESCO en su informe indica que uno de los obstáculos más importantes para mejorar la gestión de CODELCO es su estructura centralizada y opere como un bloque único con divisiones operativas en vez de ser empresas autónomas que reportan a un holding central. En las circunstancias actuales, parece relevante preguntarse si los proyectos estructurales siguen siendo técnicamente viables y capaces de generar la producción prevista en las estimaciones originales.

Además, es poco claro que se siga justificando la pretensión de elevar la producción a 1,8 millones de toneladas para seguir siendo la empresa más grande del mundo. Probablemente es mucho más razonable pensar en administrar la empresa para que sea la más rentable y eficiente, aunque no necesariamente la más grande. Esto puede llevar a un cambio de foco en la orientación de las inversiones desde los proyectos estructurales hacia la resolución de los cuellos de botella y obsolescencia de las instalaciones existentes.

Relacionado con lo anterior, está la necesidad de revisar la política de endeudamiento y considerar la posibilidad de fórmulas alternativas de capitalización, incluyendo la asociación con privados que, permitiendo resolver los problemas existentes, eviten la extrema dependencia del endeudamiento como mecanismo de financiamiento.

En este contexto, parece extremadamente inconveniente que CODELCO, con los problemas financieros y organizativos que presenta, deba incursionar en actividades relacionadas con la producción de litio como le está exigiendo la nueva política planteada por el gobierno.

Por último, cabe destacar la dimensión fiscal asociada a la política de endeudamiento que debe seguir la empresa, dada la exigencia de entregar todas las utilidades al Fisco. Aparte de las implicancias para los ingresos fiscales estructurales que se derivan de los problemas productivos, que sistemáticamente se traducen en el incumplimiento de las metas de producción, la obligación de repartir el total de las utilidades disfraza la verdadera situación fiscal, haciéndola aparecer mejor de lo que es y desviando parte del déficit fiscal verdadero hacia CODELCO, que debe recurrir al endeudamiento, por sobre lo prudente, para financiar su programa de inversiones.

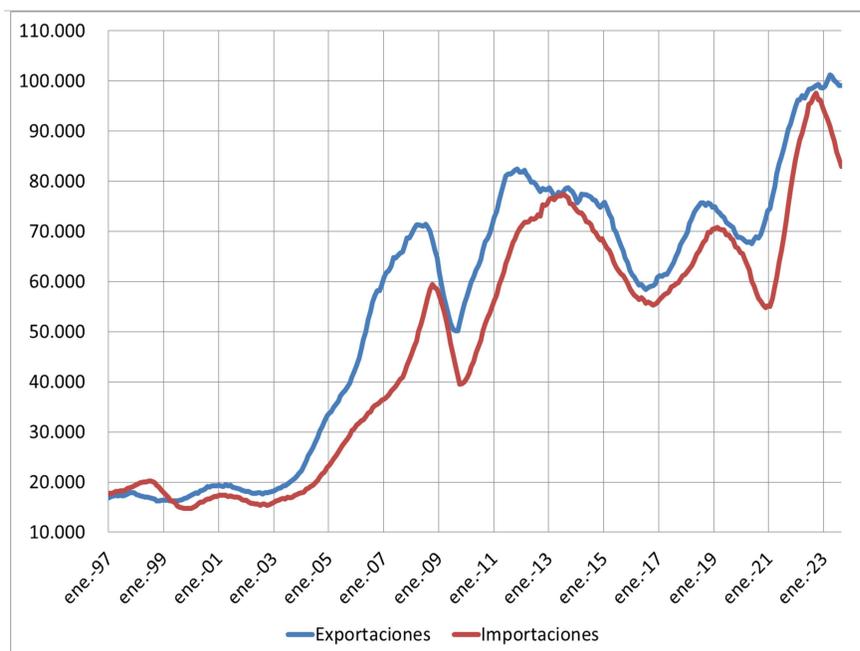
Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: LAS EXPORTACIONES ACUSAN LA DEBILIDAD EXTERNA

Las exportaciones cayeron, en agosto, por quinto mes consecutivo, lo que se ha traducido en que su valor acumulado en los primeros ocho meses del año exhiba un crecimiento de apenas 0,8%. Este resultado es reflejo de un deterioro generalizado en el dinamismo exportador y bastante parejo en general, pero concentrado en las mineras no cobre, toda vez que las industriales han crecido 2,1% y las agropecuarias y del mar 11%. Los embarques de cobre acumulan una expansión de 0,8%. Es razonable suponer que este deterioro gradual se extenderá al resto del año y, con una alta probabilidad a 2024, por la esperada desaceleración en la economía mundial.

Las importaciones, por su parte, mantienen un ritmo acelerado de caída (ver Gráfico N°2.6), acumulando un 18,2% entre enero y agosto. Las importaciones de bienes de consumo son las más afectadas, acumulando una contracción de 27,5%. Le siguen las de bienes intermedios (-20,2%) y, finalmente, las de bienes de capital (-9,6%).

GRÁFICO N°2.6
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES 1997-2023
(Millones de US\$, promedio móvil en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

Como resultado de lo anterior, la balanza comercial acumula un superávit de US\$12.656 millones en los primeros ocho meses del año, pero con una clara tendencia a la baja en los últimos meses, pasando de promediar casi US\$2.200 millones en los primeros cuatro meses del año a solo US\$981 millones en la cuatro más recientes.

El comportamiento de la balanza comercial, no obstante la correlación evidente, explica muy poco de lo que ha sucedido con el tipo de cambio que, de promediar \$806 entre enero y junio a cerca de \$900 al momento de escribirse este informe. El alza en el tipo de cambio ha sido persistente desde julio y refleja, principalmente, factores externos. El fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales, resultado de la perspectiva de la mantención de una política monetaria restrictiva por más tiempo y de un aumento en las tasas de interés de equilibrio de largo plazo (por la persistencia prevista en los déficit fiscales), así como el deteriorado escenario de China y, directamente, del precio del cobre, son factores esenciales. Entre las causales internas está el abrupto cambio de sesgo en la política monetaria y la perspectiva de una rápida disminución en la TPM. A lo anterior, se agrega el nuevo deterioro en el escenario político interno y la creciente perspectiva de rechazo en el texto constitucional a plebiscitarse en diciembre.

Demás está decir que un tipo de cambio a \$900 no tiene mucho sustento en los fundamentos, pero un escenario de tipo de cambio desalineado puede persistir por varios meses como, de hecho, ha sucedido en el pasado reciente. En algún plazo, seguramente durante el primer semestre de 2024, volverá a situarse en torno a los \$800-\$820 que es donde debería estar si es que los escenarios interno y externo se normalizan.

Alejandro Fernández Beroš

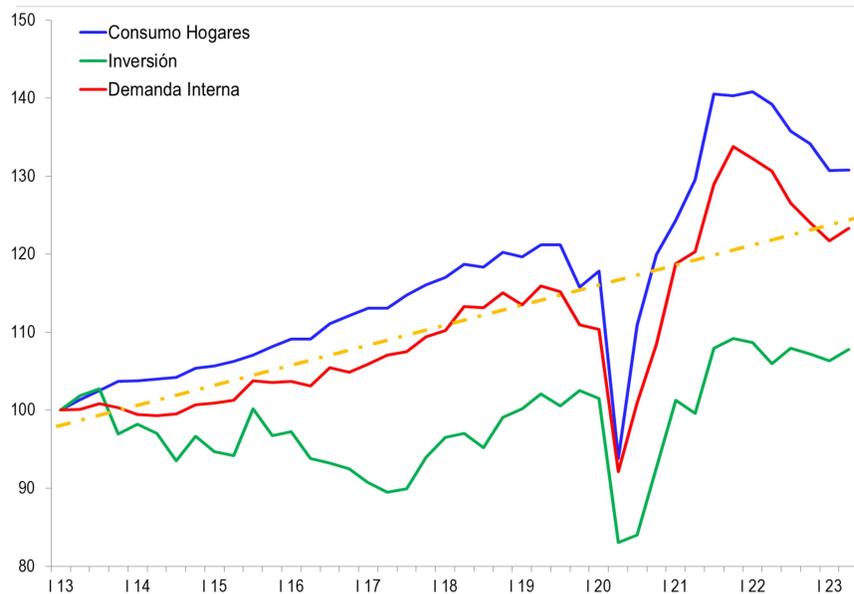
@Alfb40261031

2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: AJUSTE REALIZADO. ¿CÓMO SEGUIMOS?

Los datos de actividad conocidos hasta el mes de julio permiten confirmar que el ajuste buscado por la autoridad económica, tendiente a enfriar una economía sobrecalentada, ya está realizado. Efectivamente, la demanda interna acusa una drástica caída, particularmente en su componente consumo, situando su actual nivel por debajo del tendencial pre pandemia. Asociado a ello, la brecha de capacidad, es decir la diferencia entre el PIB potencial y el efectivo, se estaría cerrando a lo largo del semestre en curso.

Con lo anterior se logran dos objetivos centrales. Por un lado, se contiene el abultado déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, que cerró el año pasado en cerca del 10% del PIB, dando cuenta de un exceso de gasto sobre ingreso. Por otro, al cerrarse la brecha de capacidad se contribuye en forma relevante en contener las presiones inflacionarias. En definitiva, nuestra economía está recuperando los llamados equilibrios macroeconómicos fundamentales.

GRÁFICO N°2.7
COMPONENTES DE LA DEMANDA INTERNA, SERIE DESESTACIONALIZADA
(Índice I Trimestre 2013 = 100)



Fuente: Realizado con Cifras del Banco Central de Chile.

Sin desconocer la importancia de haber logrado el ajuste macro, en un período razonable de tiempo, lo cierto es que hacia delante, las perspectivas no son alentadoras. El consumo mejorará algo hacia fines de este año, gracias a la caída en la inflación; alguna recuperación adicional en los ingresos provenientes del mercado laboral; menor costo y/o mayor acceso al crédito, y eventualmente, mejores expectativas de los hogares. Por el lado de la inversión, en cambio, las expectativas son menos favorables. El Banco Central estima que en 2024 la inversión volverá a caer, esta vez un 0,6 %. En otra aproximación, la Corporación de Bienes de Capital, que lleva un catastro de inversión pública y privada para proyectos de más de US\$ 5 millones, estima una importante caída adicional el próximo año. Así, al menos por ahora, nada indica que podamos elevar nuestro pobre nivel de crecimiento tendencial. Es más, de mantenerse tan deprimida la inversión, en un contexto de alta incertidumbre regulatoria a futuro, no podemos descartar que dicho crecimiento tendencial se revise adicionalmente a la baja.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

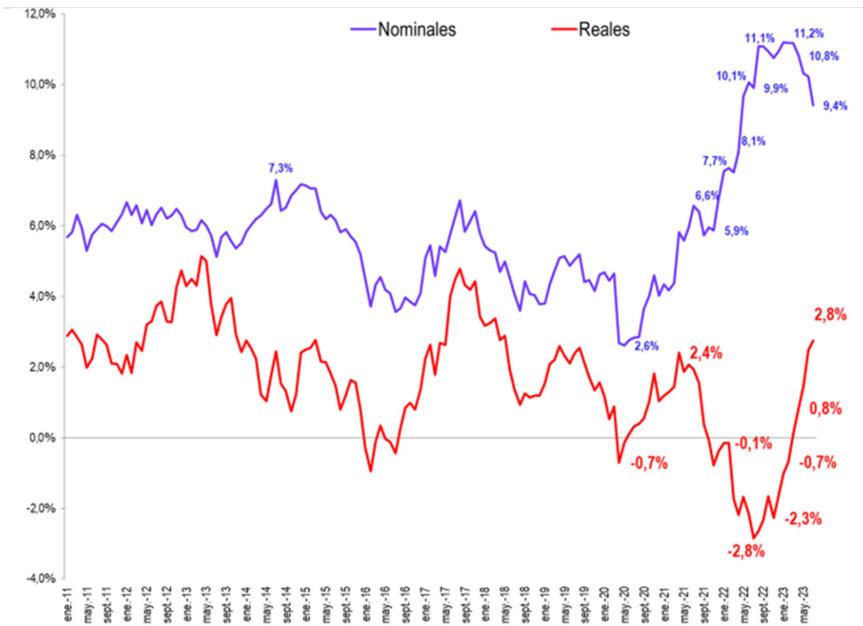
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: DETERIORO EN OCUPACIÓN, REPUNTE EN REMUNERACIONES REALES

Las cifras conocidas para el trimestre móvil terminado en julio mantienen la tendencia observada a lo largo del año. Por un lado se observa un menor dinamismo en la ocupación, que prácticamente se estanca respecto al trimestre móvil anterior, en la serie desestacionalizada. Por otro, la calidad del empleo se deteriora, con mayor dinamismo del informal en relación al formal. De hecho esto último sería aún más acusado de no ser por el importante aporte que sigue realizando el empleo asalariado del sector público, el que incrementa su tasa de crecimiento hasta 5,6 % en doce meses en el último dato conocido a julio. Por el contrario, el empleo asalariado privado desacelera su crecimiento a sólo 1,9 % en doce meses, lo que por lo demás es consistente con el estancamiento que registra la actividad desde comienzos de 2022 y con las estimaciones de caída en la inversión para el presente año y el próximo.

Dado los rezagos habituales con que se refleja el deterioro en la actividad sobre el empleo, podemos esperar que en lo que resta del año el empleo privado seguirá con un pobre desempeño, sin poder descartar incluso caídas en sus mediciones desestacionalizadas. Por su parte, el fuerte ritmo de crecimiento del empleo público no es sostenible, menos aún con las crecientes restricciones, recientemente develadas, para la ejecución presupuestaria de lo que queda del presente año.

En lo positivo, lo que sigue contribuyendo a atenuar el deterioro de los ingresos provenientes del mercado laboral es el comportamiento observado en las remuneraciones reales, las que siguen recuperándose, en la medida que la caída en las remuneraciones nominales, en variación en doce meses, sigue siendo menos acusada que la caída que registra la inflación en igual lapso.

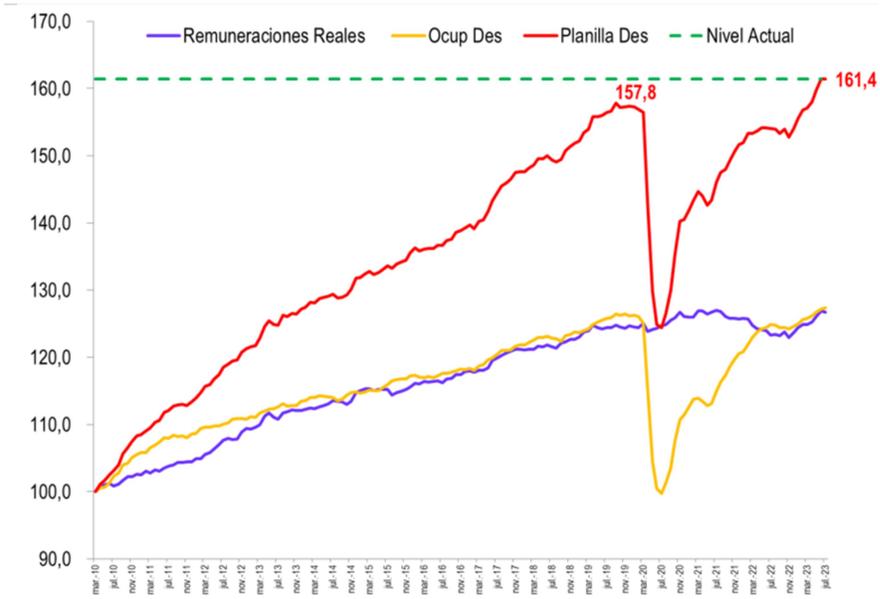
GRAFICO N°2.8
REMUNERACIONES NOMINALES Y REALES
(Var % 12 Meses)



Fuente: INE

Con todo, la masa salarial de la economía, usando series desestacionalizadas tanto para las remuneraciones como para la ocupación, sigue anotando una recuperación, aunque a un ritmo más atenuado, tal cual se observa en el gráfico siguiente.

GRÁFICO N°2.9
MASA SALARIAL DE LA ECONOMÍA
 (Índice Marzo 2010 = 100, Serie Desestacionalizada)



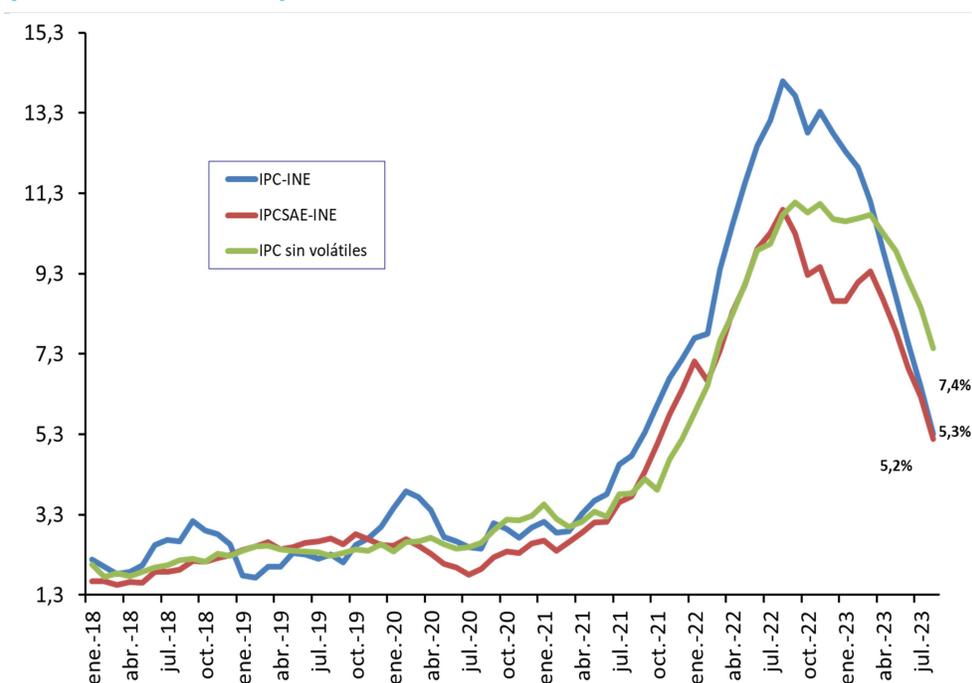
Fuente: Construido con cifras del INE.

Tomás Izquierdo Silva
 tizquierdo@gemines.cl

2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DE SORPRESA EN SORPRESA

La variación del IPC de agosto (0,1%) sorprendió al mercado y trajo como agregado la primera variación negativa del IPC sin volátiles (-0,1%) desde junio de 2021. Así, la inflación anual se redujo a 5,3%, que es la cifra más baja desde septiembre de 2021 cuando alcanzó igual valor (Ver gráfico N°2.10). Con esto la inflación acumulada en el año llegó a 2,6% y, en los cuatro meses que faltan para terminar el año, sumará las décimas suficientes como para situarse bajo el 4% en diciembre, algo consistente con nuestro escenario base, pero inferior a las expectativas del mercado y del Banco Central.

GRÁFICO N°2.10
INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE 2018-2023
(Variación en 12 Meses)



Fuente: INE

Sorpresas previas en la inflación, pero con signo contrario y el cambio de sesgo en la política monetaria de contractiva a expansiva en junio pasado, llevaron, junto a factores externos, a una aguda devaluación del peso que ha inducido al Banco Central a echar pie atrás y asumir un discurso mucho más cauteloso en el IPOM publicado el 6 de septiembre pasado.

En efecto, no solo se redujo la magnitud de la reducción en la TPM de 100 pb a 75 pb, sino que el mensaje pasó a ser mucho más cauto, condicionando el tamaño de los próximos ajustes en la TPM a la información disponible al momento de la RPM que, en lo que resta del año, será el 26 de octubre y el 19 de diciembre.

Para la primera de estas RPM se conocerá la inflación de septiembre y el IMACEC de agosto. En este caso, parece razonable anticipar una reducción de la TPM en un mínimo de 50 pb y un máximo de 100 pb. La magnitud del ajuste dependerá de la inflación de septiembre, que suele ser un mes complicado en esta materia y a la trayectoria del tipo de cambio en este período. Para diciembre, por otro lado, se conocerá la inflación de octubre y noviembre, restando solo el último mes del año, y los IMACEC de septiembre y octubre que permitirán conocer con alguna claridad las características del cierre del ejercicio actual en materia de actividad y la forma en que podría estar comenzando 2024. También será conocido el resultado del plebiscito constitucional del día 17, que marcará el rumbo de la política para el resto del período presidencial y la reducción o aumento en la incertidumbre institucional y las características del presupuesto 2024. En consecuencia, en diciembre, el ajuste en la TPM podría ir desde 50 pb, en un escenario claramente adverso, a unos 150 pb en uno muy positivo.

En cuanto a la inflación, el ajuste de la demanda interna, especialmente el consumo, permiten pensar que la tendencia a la baja se consolidará. Sin embargo, el aumento en el precio de los combustibles así como la devaluación del peso le ponen un nivel de incertidumbre a esta tendencia que no existía hace unos pocos meses atrás. La baja en los precios internacionales de los alimentos, hasta agosto, apunta también en la dirección deseada, lo mismo que la desaceleración en el crecimiento de las remuneraciones nominales, relevante para la inflación de los servicios y los no transables (6,6% en doce meses a agosto).

Sin duda, este período que resta hasta fin de año es especialmente interesante y desafiante considerando los niveles de incertidumbre existente, tanto interna como externa, con implicancias relevantes para el manejo de la política económica en general y la monetaria en particular.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031