

Gemines[®]
CONSULTORES



INFORME GEMINES N°500

MAYO 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: NAVEGANDO EN LA DENSA NIEBLA	5
2.- COYUNTURA NACIONAL	8
2.1 TEMA ESPECIAL: LA RELEVANCIA SISTÉMICA DE RUSIA.....	8
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: PRESIÓN CAMBIARIA DIFICULTA CONTROL DE LA INFLACIÓN	23
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: MEJOR A LO ANTICIPADO	25
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: COMPORTAMIENTO DISPAR.....	27
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DIFÍCIL TAREA PARA LA AUTORIDAD	29

INFORME GEMINES

Nº500

DESTACAMOS

Panorama General

- Si se realiza el ejercicio de imaginar el escenario político y económico que debería imperar el 4 de septiembre próximo, se concluye que es bastante poco probable un triunfo del apruebo, (Pág. N°5).
- El presidente Gabriel Boric irá tomando progresivamente más distancia de la suerte del proyecto constitucional, (Pág. N°7).

Coyuntura Nacional

- La guerra de Ucrania y Rusia junto a las sanciones que occidente ha impuesto sobre Rusia por su agresión han puesto de relieve la importancia de este país como proveedor de materias primas en los ámbitos de la energía, la alimentación y los minerales. El estudio que se resume, que presenta fundamentalmente un abundante número de gráficos auto explicativos, muestra los costos que deberá asumir occidente si las sanciones se extienden al total o la mayor parte de las exportaciones rusas y/o si Rusia decide limitar o suspender sus embarques al resto del mundo o, más bien, hacia aquellos países que están aplicando sanciones, (Pág. N°8).
- El punto de fondo es que, o se asume el costo económico lo antes posible u occidente, especialmente Europa, tendrán que asumir un costo mucho más elevado en el futuro, ya sea en términos de un retroceso importante en la calidad de la democracia, en vidas humanas, o ambos, (Pág. N°8).
- El Tipo de Cambio Real se encuentra sobre su nivel de equilibrio. Presiones adicionales al alza sobre el dólar observado con alta probabilidad se traducirán en presiones inflacionarias adicionales que complicarán la contención del fenómeno en el tiempo. El Banco Central debe evaluar el uso de otros instrumentos además de la tasa de interés, (Pág. N°23).
- La sorpresa positiva del IMACEC de marzo, aunque bienvenida, no cambia, en lo esencial, la perspectiva del año. El primer trimestre igual retrocedió (desestacionalizado) respecto del último de 2021 y esto se repetirá, probablemente, en los tres trimestres restantes, a pesar que, en doce meses, el PIB luego de crecer 7,9% en el primer cuarto y alrededor de 5% en el segundo, registrará cifras negativas en el segundo trimestre. Con esto, la brecha de producto se cerrará a mediados de año, (Pág. N°25).

- El empleo sigue recuperándose de manera clara de los efectos provocados por la pandemia. No obstante lo anterior, todavía falta bastante para que se recupere el empleo existente antes que se iniciara la pandemia y, más aún, si se considera el crecimiento que habría tenido la fuerza de trabajo en su ausencia. Por otro lado, las remuneraciones reales están reflejando el efecto de la creciente inflación y han caído consecutivamente por varios meses, tendencia que se mantendrá el resto del año,(Pág. N°27).
- El Banco Central necesita anclar las expectativas de inflación. En ese objetivo es clave contener las presiones devaluatorias sobre nuestra moneda. Para ello es muy probable que requiera utilizar nuevos instrumentos, como puede ser la venta masiva de papeles nominados en dólares en el mercado,(Pág. N°29).

1.- PANORAMA GENERAL: NAVEGANDO EN LA DENSA NIEBLA.

Cuesta asimilar la gran cantidad de información que diariamente trae la prensa. Los titulares se refieren a la aprobación o rechazo de aspectos esenciales de la que podría ser nuestra futura Constitución Política del Estado. Definiciones respecto al sistema político, al rol de las cámaras que constituirían el nuevo parlamento; definiciones en torno al derecho de propiedad, a la descentralización política del país, a la conformación del Ministerio Público, del Nuevo Sistema de Justicia, a la propiedad de los recursos Naturales...etc. En definitiva la Convención Constituyente, con un ritmo frenético dado el término de los plazos, está intentando terminar la aprobación del texto base que luego pasará a la comisión de Armonización.

Lograr definir los principios esenciales de temas tan complejos como los citados, en tiempos normales, debería ser un proceso largo de discernimiento, negociaciones y acuerdos, para luego ocupar también un tiempo significativo en una redacción depurada. El hecho que, por el contrario, esto se esté haciendo a "mata caballo", es casi una garantía de que el resultado no será el adecuado. Habrá problemas de consistencia entre artículos y cuerpos completos del texto, definiciones no suficientemente claras y, lo más importante, no será posible aspirar a un texto que sea representativo del sentir mayoritario de la sociedad civil.

Si la Comisión de Armonización se ciñe a su rol, significa que no podrá hacer cambios de fondo. Ni hablar de la recientemente elegida comisión que redactará los artículos transitorios, que en poco tiempo, bajo la mirada de todos los incumbentes potencialmente afectados por tanto cambio, propondrá los tiempos para la plena implementación de la nueva Carta Fundamental.

En definitiva, estamos en presencia de la crónica de un proyecto fallido. Los eventuales "recauchajes" de última hora, no serán suficientes para cambiar la suerte de este proyecto constitucional. Probablemente permitirán algo menos de resistencia de algunos grupos de interés, pero no el alcanzar un proyecto a la altura de nuestras necesidades. Podemos decir que, aunque se aprobara con una mayoría mínima, el proyecto fracasó, y fracasó por las mismas razones que la antigua constitución, hoy vigente, que en su origen no respondió al sentir de la gran mayoría de los ciudadanos. Así, si se aprueba, será mil veces modificada, como la de 1980, buscando que sea validada por una fracción más amplia de la población.

Dado lo anterior, no parece muy relevante hacer un análisis de los riesgos involucrados en tal o cual artículo. Si se aprueba, no regirá como fue redactada, entre que se apruebe y entre plenamente en vigencia, ya se le habrán introducido muchas reformas, toda vez que, en la mirada del electorado actual, el proyecto no lo representa. Si se rechaza, que creo es el escenario más probable, no cabe duda respecto a que se levantará una tercera vía, ya que así como no es de equilibrio quedarnos con el proyecto actualmente en desarrollo, tampoco lo es el volver simplemente a la constitución actualmente vigente.

¿Se rechaza?

Nadie tiene hoy una respuesta cierta a la pregunta. Como decían los antiguos “en política pasan cosas”, y en los poco menos de 4 meses que restan para el plebiscito, pueden pasar muchas cosas. Sin embargo, vale la pena imaginar cual debería ser el escenario más probable.

Primero, si la elección de una nueva asamblea constituyente se realizara este domingo, la composición política de ella resultaría ser completamente distinta. Estaría menos cargada a la izquierda, con menos independientes, con mayor representación de los políticos, y con un nivel promedio de preparación bastante mayor al de los actuales constituyentes. Tal cual dan cuenta los últimos eventos electorales, primera y segunda vuelta presidencial y elección parlamentaria, el electorado movió nuevamente el péndulo hacia la centro derecha.

Segundo, son incontables los cambios normativos que provocan daño a intereses creados. Lo más evidente es el actual Senado, con la mitad de sus miembros electos por un período de 8 años. Podemos agregar, mezclando lo público y lo privado: al Poder Judicial; Tribunal Constitucional; Industria Previsional: ISAPRES e industria de la Salud privada; la Minería; el sector Silvícola, Agrícola y Pecuario. Detrás de cada uno de estas instituciones o industrias, hay personas que ven amenazados sus intereses, intereses que afectan a muchos trabajadores ligados a dichas instituciones e industrias. Lo normal es que, ante la amenaza, esos grupos, cual más cual menos, se organicen en defensa de sus intereses.

En la sociedad civil, sectores conservadores que defienden la elección de sus propios proyectos educativos, los que se oponen al aborto, los que se oponen a la discriminación positiva hacia los pueblos originarios...y suma y sigue. El proyecto constitucional ha sido como la entrada de un elefante a una cristalería, lo que evidentemente genera reacción y sus consecuencias.

Tercero, más allá del punto anterior, por distintas razones la gente perdió la confianza en los constituyentes. Las encuestas muestran una tendencia clara y sostenida en esa línea. Hoy el 58% de los encuestados tiene poca o nada de confianza en la convención, según la última encuesta de Cadem, y sólo un 40% tiene mucha o bastante confianza en ella. ¿Es factible votar apruebo a un proyecto redactado por gente que no me da confianza? ¿Qué podría pasar de aquí a septiembre para revertir esos números?

Cuarto, en septiembre la economía estará en recesión, el mercado laboral estancado en su crecimiento y los salarios reales fuertemente castigados por la inflación. Es decir, gran descontento social. Además, asumiendo que el Ministro Marcel se mantiene en el cargo, no será factible echar mano al gasto público para amortiguar, en forma relevante y suficiente, dicho descontento social asociado al escenario económico.

Quinto, relacionado a lo anterior, es probable que el apoyo al actual gobierno sea igual o peor al ya bajo nivel que registra hoy. Avanzar en la agenda del gobierno, en materia de reforma tributaria y de pensiones, por nombrar dos prioritarias, será difícil sin contar con mayorías parlamentarias, mayorías que resultan más difíciles de construir, cuando el gobierno está en baja.

Podríamos agregar que dicho escenario económico provocará más malestar y descontento social, lo que generará un mayor riesgo de movilizaciones que, capturadas por los grupos de siempre, pueden devenir en más violencia, la cual hoy por hoy es una de las mayores preocupaciones de la población. Hablando de violencia, es difícil que a esas alturas, septiembre próximo, el gobierno haya logrado un avance relevante en materia de orden público, conflicto en la Araucanía o en la crisis migratoria que afecta particularmente a la zona norte del país.

Por último, Es importante entender que una gran mayoría de la población “mete en un mismo saco” el estallido social, la elección de la convención constituyente y la elección del Presidente Gabriel Boric. Es decir, la suerte de estos tres acontecimientos está bastante atada. Así, se podría especular que si le va mal a uno, le va mal a todos. Si la gente siente frustración porque, después de infinitas promesas de campaña, no sólo no está mejor sino bastante peor en materia económica, la cuenta se la pasarán al actual gobierno. Y si la población le quita apoyo al gobierno, lo más probable es que, en forma simultánea, le quite apoyo al proyecto constitucional.

En definitiva, en el escenario antes descrito, ¿parece probable que se apruebe el proyecto constitucional?Parece más bien poco probable.

¿Qué posición tomará el Gobierno Frente al Plebiscito?

Hace sólo un par de meses se daba por descontado que el actual gobierno se la jugaría por apoyar, dentro de las restricciones que la ley le impone, un apruebo al proyecto constitucional. Hoy ello no parece tan evidente. El propio Presidente de la República ha ido gradual y cuidadosamente cambiando su posición. Desde la mostrada en la campaña, en que el proyecto constitucional era la columna vertebral del futuro gobierno, hasta ahora que dice estar evaluando todos los escenarios posibles.

Dada la innegable capacidad que tiene el Presidente de ir cambiando su discurso de manera de acomodarlo al ánimo reinante (basta ver el cambio en su postura en temas críticos entre la primera y segunda vuelta presidencial), me parece muy probable que ahora actúe en la misma forma. En la misma medida que la probabilidad del rechazo vaya siendo mayor, el Presidente irá tomando más distancia de la suerte del proyecto.

Más aún, precisamente porque sabe que un triunfo del rechazo abre un escenario incierto respecto a la respuesta de la población (algunos ya amenazan con un nuevo estallido social), es que tendrá que preparar un camino de salida, un camino que no ponga en riesgo la gobernabilidad, y que, tarea difícil, le permita terminar bien su período presidencial.

Tal cual tiene que hacerlo el Presidente y su gobierno, empecemos a prepararnos para un eventual triunfo del rechazo. Si el mundo político, el gobierno, el mundo empresarial y el grueso de la sociedad civil están preparados para ese escenario, el riesgo que conlleva será manejable.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

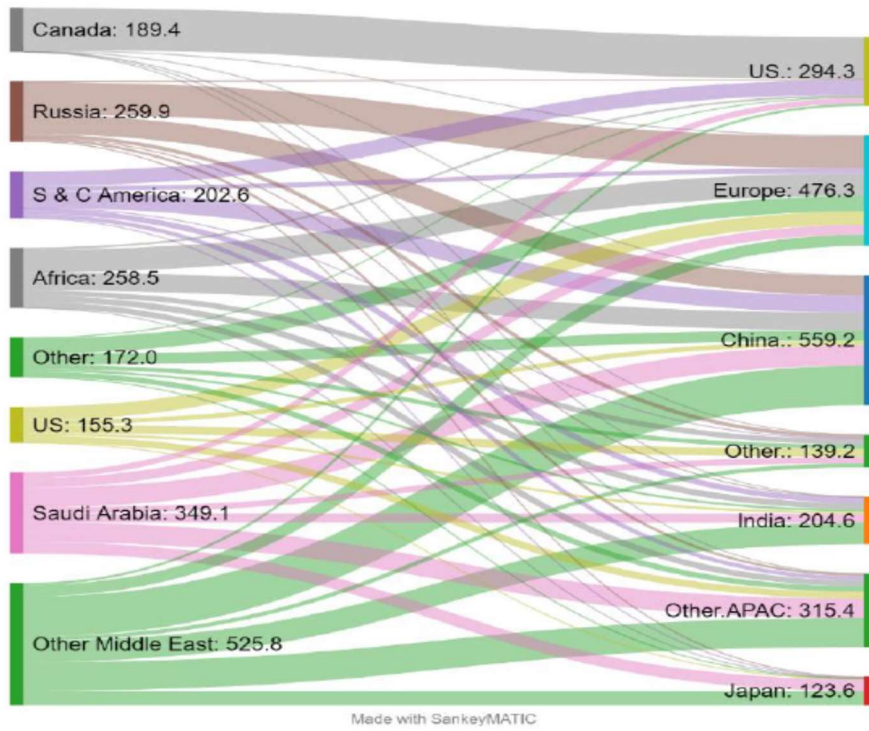
El siguiente conjunto de gráficos muestra las exportaciones de Rusia en una variedad de materias primas, comenzando con las exportaciones de energía. En términos de petróleo crudo, Rusia es el mayor exportador individual fuera de la OPEP, y la mayor parte del petróleo que exporta Rusia va a Europa. El segundo mercado más grande para el crudo ruso es China, y el desvío del petróleo ruso de Europa a China provocará graves cuellos de botella en los envíos. En términos de productos de petróleo refinado (por ejemplo, diesel), Rusia es el tercer mayor exportador del mundo y envía la mayor parte de sus exportaciones de refinado a Europa, mientras que respecto del gas natural (gas a través de tuberías), Rusia es el mayor exportador del mundo y sirve principalmente a Europa: Alemania, los países bálticos y Europa del Este.

En el caso del GNL (gas licuado, transportado por mar), Rusia no es un jugador importante, pero el punto sobre el GNL es que es mucho más pequeño que el mercado de gas transportado por tuberías, y las interrupciones (potenciales) en el flujo de gas canalizado son imposibles de reemplazar con GNL. No solo en un sentido "spot" sino también a mediano plazo. Eso es un problema. En cuanto al carbón, Rusia es el tercer exportador más grande del mundo después de Australia e Indonesia, y al igual que con el petróleo y el gas, su mayor mercado para el carbón es Europa.

GRAFICO N°2.2

Global Crude Oil Flows

millions of tons, as of 2020

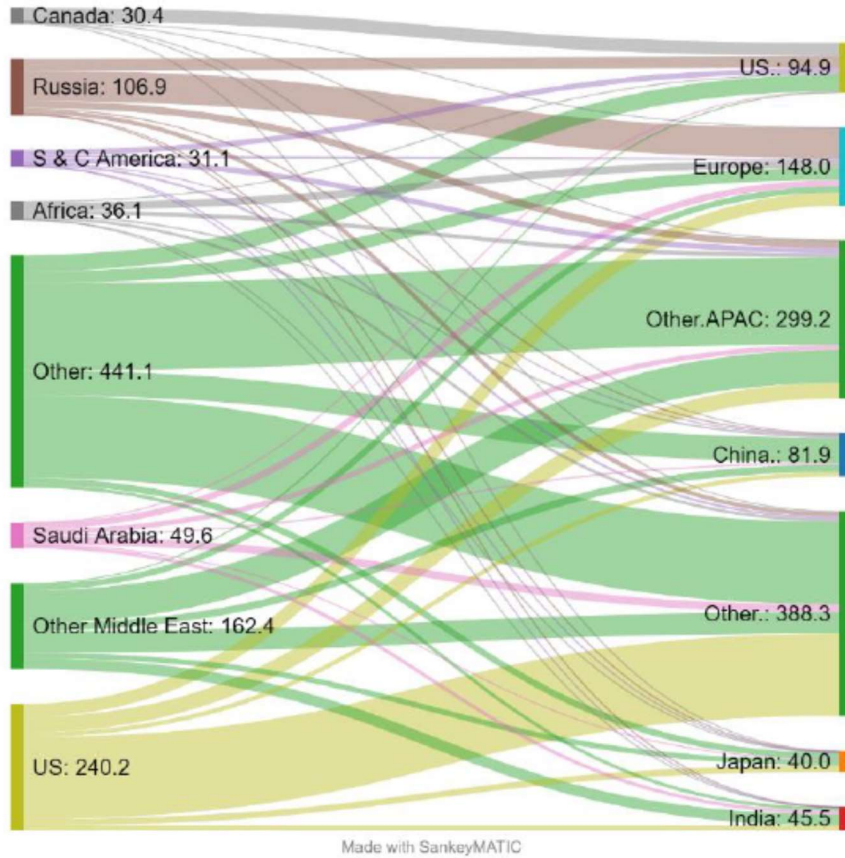


Source: BP, Credit Suisse

GRAFICO N°2.3

Global Refined Oil Products Flows

millions of tons, as of 2020

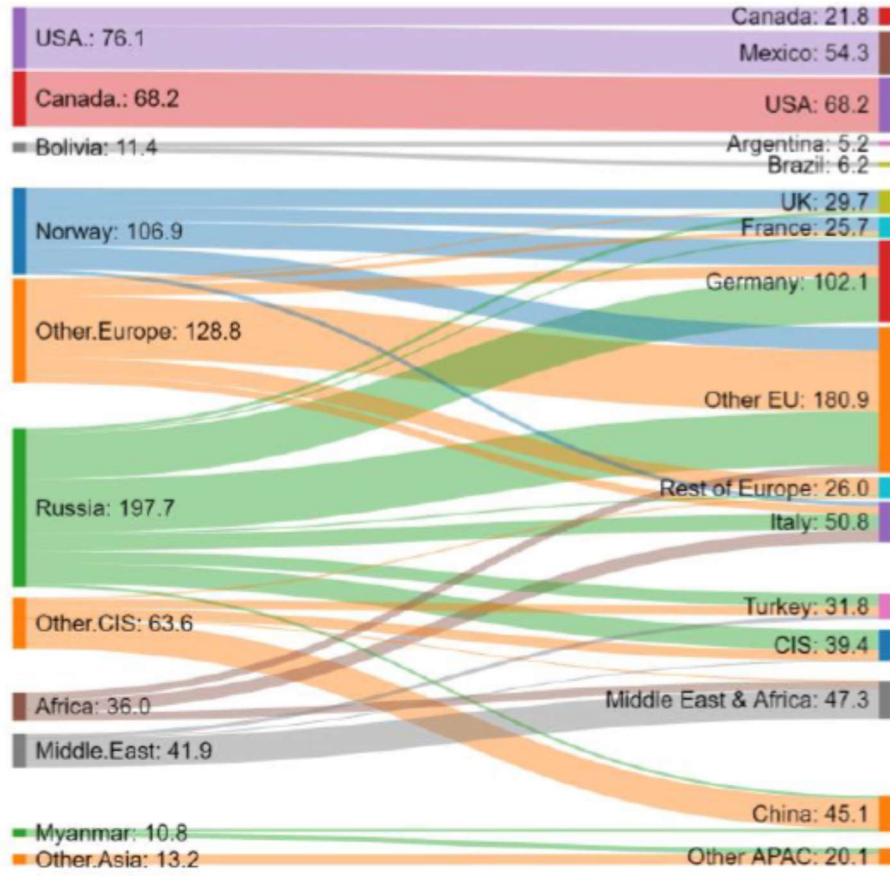


Source: BP, Credit Suisse

GRAFICO N°2.4

Global Gas Pipeline Flows

billions of cubic meters, as of 2020

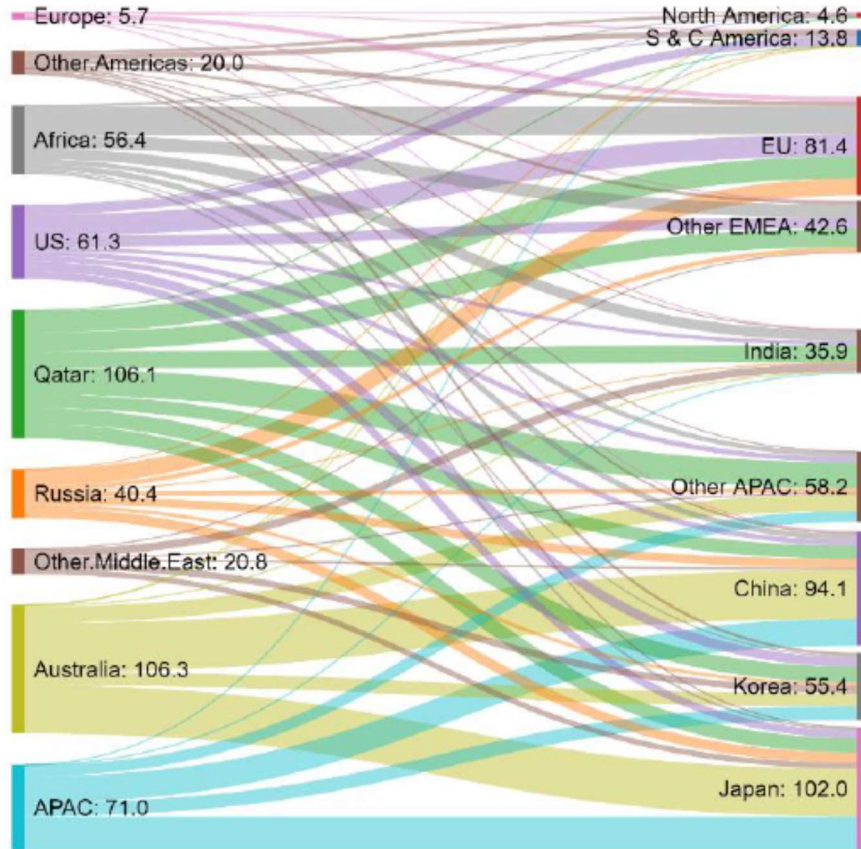


Source: BP, Credit Suisse

GRAFICO N°2.5

Global LNG Flows

billions of cubic meters, as of 2020

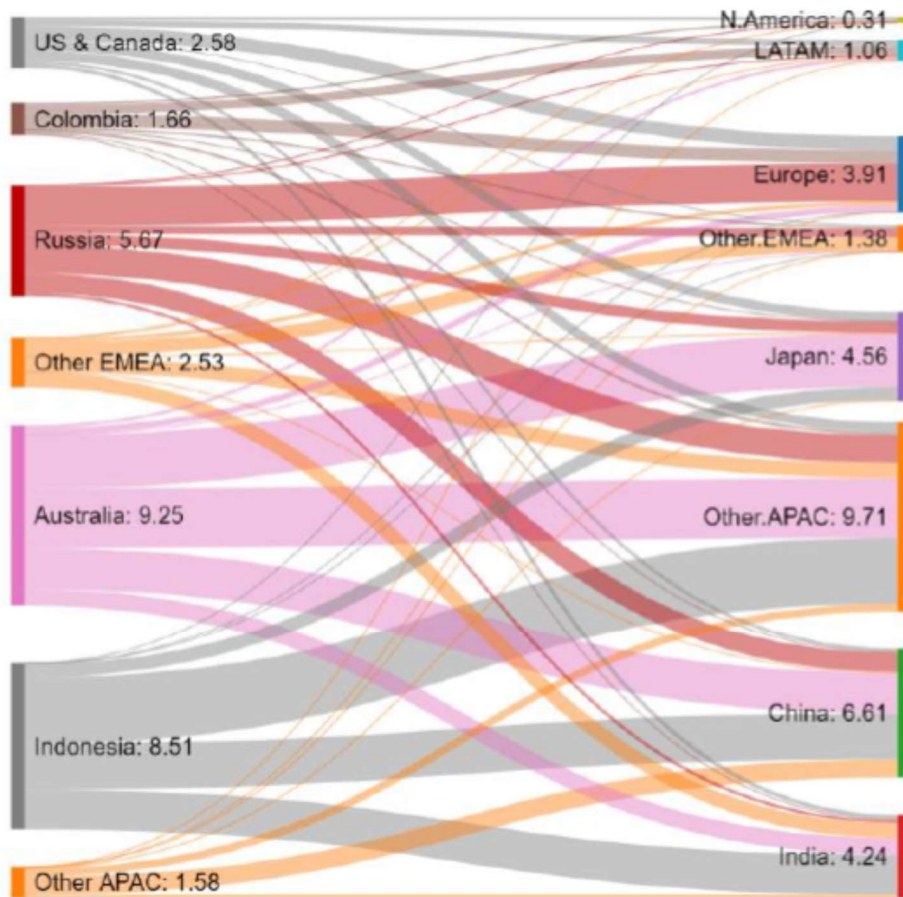


Source: BP, Credit Suisse

GRAFICO N°2.6

Global Coal Flows

exajoules, as of 2020



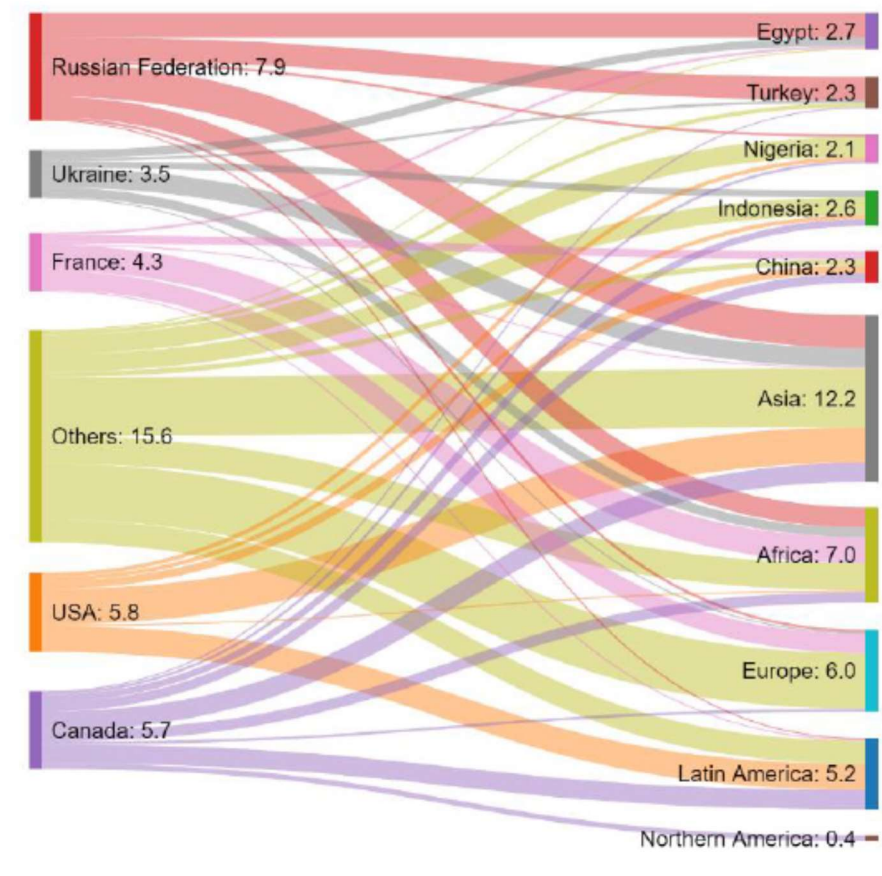
Source: BP, Credit Suisse

En lo referente las exportaciones de productos alimenticios, Rusia es el mayor exportador individual de trigo, y con Ucrania exportan tanto trigo como Estados Unidos y Canadá combinados. A diferencia de la energía, la mayoría de las exportaciones de trigo de Rusia y Ucrania se destinan a economías emergentes (EE): Egipto y Turquía y otros países de África y Asia. En otras palabras, mientras que en Europa la industria depende de la energía rusa para funcionar, en EE, las personas dependen de los granos rusos para mantenerse.

GRAFICO N°2.7

Global Wheat Flows

billions of U.S. dollars, as of 2020



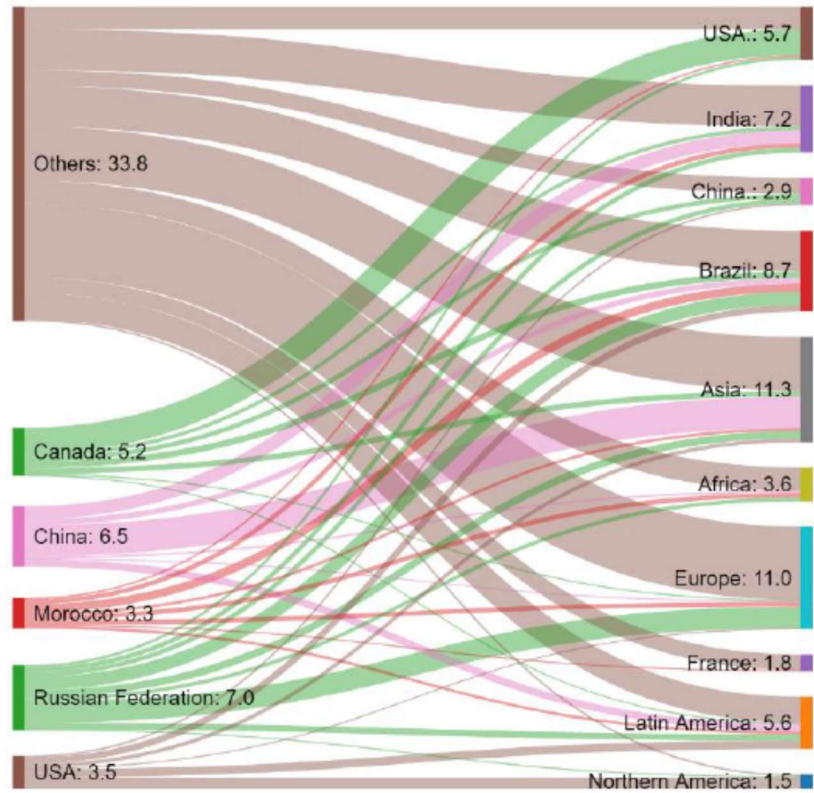
Source: UN Comtrade, Credit Suisse

En términos de fertilizantes, Rusia vuelve a ser sistémica: es el mayor exportador individual de fertilizantes y nada se hace sin fertilizantes en una era de agricultura industrializada en la que la tierra nunca tiene la oportunidad de descansar: a menos que rellene tierra con potasa, no se pueden cultivar cosas, y todo, desde pimientos hasta tomates, papas, frutillas y sandías, necesitan mucha potasa. Si no hay buenas cosechas por falta de fertilizantes, habrá mayor inflación en general, sin mencionar los costos adicionales para el cultivo de vegetales que provienen de los mayores costos de la energía (para calentar un invernadero) y del mayor costo de las envolturas de plástico utilizadas para construir invernaderos y para cubrir el suelo para mantener el producto.

GRAFICO N°2.8

Global Fertilizer Flows

billions of U.S. dollars, as of 2020



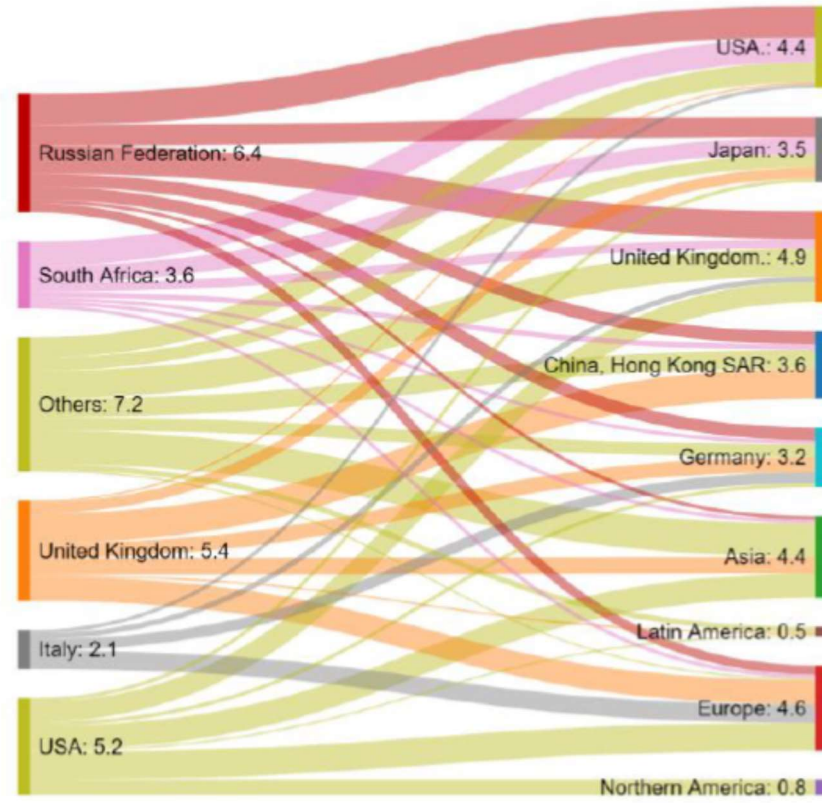
Source: UN Comtrade, Credit Suisse

En el caso de los metales, Rusia es el mayor exportador de paladio a países como EE. UU., Japón y el Reino Unido, donde la industria automotriz es el principal usuario. En términos de aluminio, Rusia es el segundo mayor exportador detrás de Canadá y, al igual que con la energía y el paladio, su mayor mercado de exportación es Europa y, presumiblemente, la industria automotriz de forma más específica; las exportaciones de platino cuentan una historia similar. En níquel, Rusia vuelve a ser el mayor productor individual del mundo y el mayor proveedor para las necesidades industriales de Europa.

GRAFICO N°2.9

Global Palladium Flows

billions of U.S. dollars, as of 2020

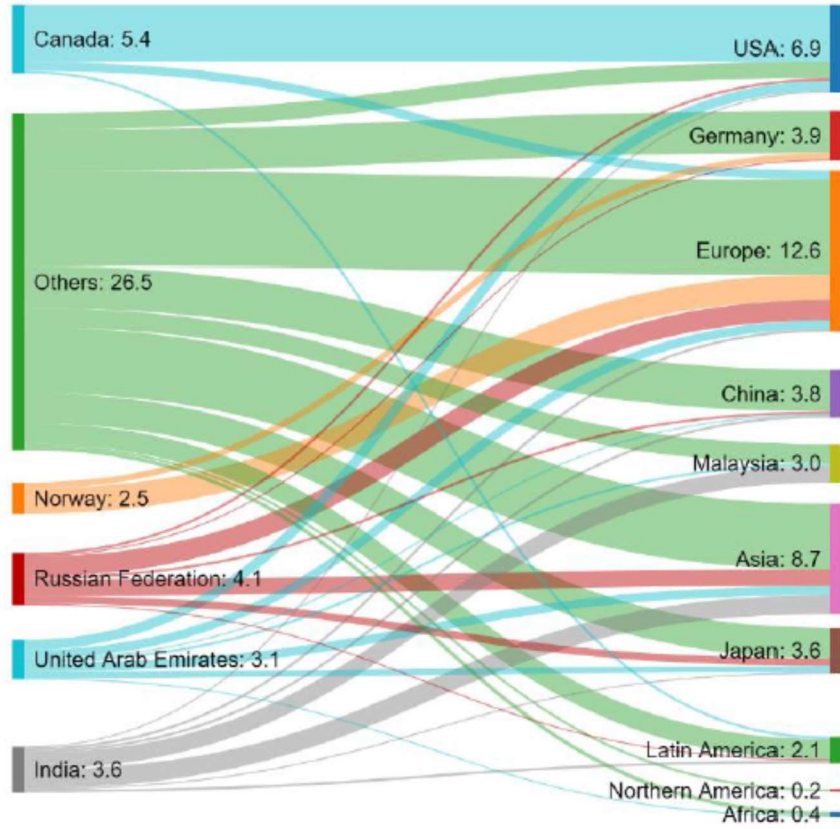


Source: UN Comtrade, Credit Suisse

GRAFICO N°2.10

Global Aluminium Flows

billions of U.S. dollars, as of 2020

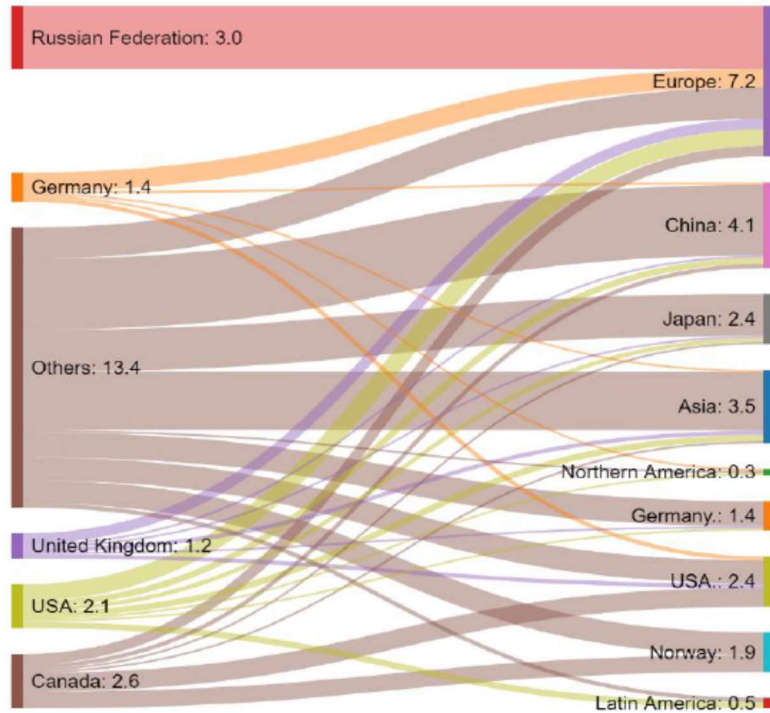


Source: UN Comtrade, Credit Suisse

GRAFICO N°2.11

Global Nickel Flows

billions of U.S. dollars, as of 2020

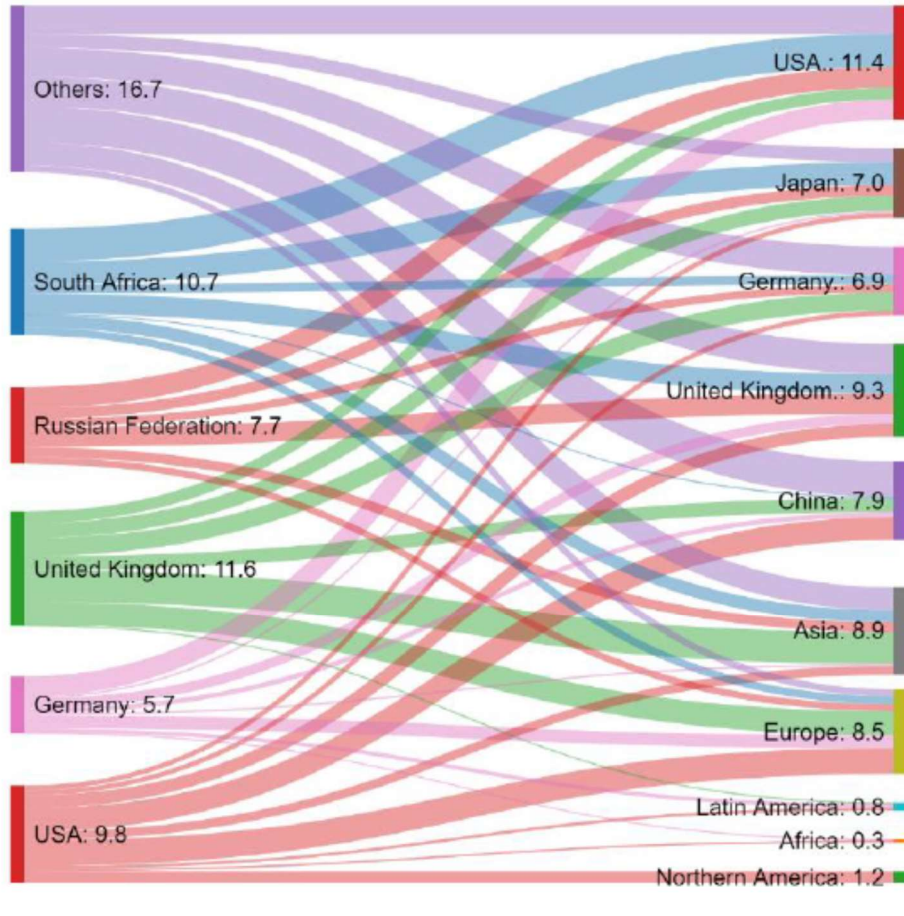


Source: UN Comtrade, Credit Suisse

GRAFICO N°2.12

Global Platinum Flows

billions of U.S. dollars, as of 2020



Source: UN Comtrade, Credit Suisse

Hasta ahora, solo hemos hablado de flujos: productos básicos que se producen en exceso de las necesidades internas que eliminan la escasez de productos básicos en otros lugares a través de las exportaciones. A continuación, echemos un vistazo a los inventarios de productos básicos.

Rusia no es un gran jugador en el almacenamiento de cosas, lo cual tiene sentido: no tiene que almacenar nada porque tiene mucha tierra para cultivar cosas, y tiene minas y yacimientos de petróleo y gas para garantizar la energía y la seguridad alimentaria en casa. China no tanto, y es por eso que China es el almacén de productos básicos más grande del mundo (es decir, el mayor propietario de productos básicos que ya están producidos).

En términos absolutos, China tiene las reservas de trigo más grandes del mundo, unas siete veces más que Estados Unidos o India. Expresado como porcentaje del consumo anual, todo ese trigo en China en realidad no es tanto: cubre solo un año de consumo. Aparte de China, solo Arabia Saudita tiene existencias que cubren un año de consumo, lo cual tiene sentido: ambos países tienen sistemas de gobierno en los que no hay una salida real para la frustración política, así que para garantizar que las personas están contentas, se necesita satisfacer las necesidades básicas como alimentación (la energía obviamente no es un problema para Arabia Saudita). Otros países tienen un problema de seguridad alimentaria y estos problemas de seguridad alimentaria pueden extenderse a productos básicos como el petróleo, por ejemplo, a través de Egipto, que aumenta las tarifas de tránsito en el Canal de Suez y aumenta el riesgo de piratería.

En términos de inventarios de crudo, China vuelve a ser el líder. Los inventarios de EE. UU. están muy por detrás de los inventarios de China y Japón en términos de consumo anual de petróleo. Europa se ve mal: no solo depende en gran medida de las importaciones de energía rusa, sino que no tiene reservas de petróleo a las que recurrir en caso de que se interrumpan los flujos de energía.

La liberación de petróleo de la reserva estratégica (REP) en los EE. UU., la más grande en la historia de la REP, parece estar motivada por el deseo de la Casa Blanca de proteger al consumidor estadounidense de las sanciones contra Rusia en los precios, y también refleja la incapacidad de los EE. UU. para asegurar una producción adicional de sus aliados de la OPEP en cantidad suficiente y con la suficiente rapidez.

La liberación de 200 millones de barriles de crudo entre ahora y las elecciones de mitad de período noviembre reducirá las reservas de la REP de 600 millones de barriles a 400 millones de barriles, ¿y luego qué? La REP tendrá que volver a llenarse, pero entonces tendrá que pagar muy por encima de los 80 dólares por barril que la prensa informó que el gobierno ha presupuestado.

Mientras tanto, China se abastecerá de petróleo de los Urales, cotizado con grandes descuentos, si no a precios negativos (como lo hizo el WTI), una vez que los tanques de almacenamiento en Rusia se llenen, y el impacto inflacionario de esa asimetría de reabastecimiento será bastante masivo.

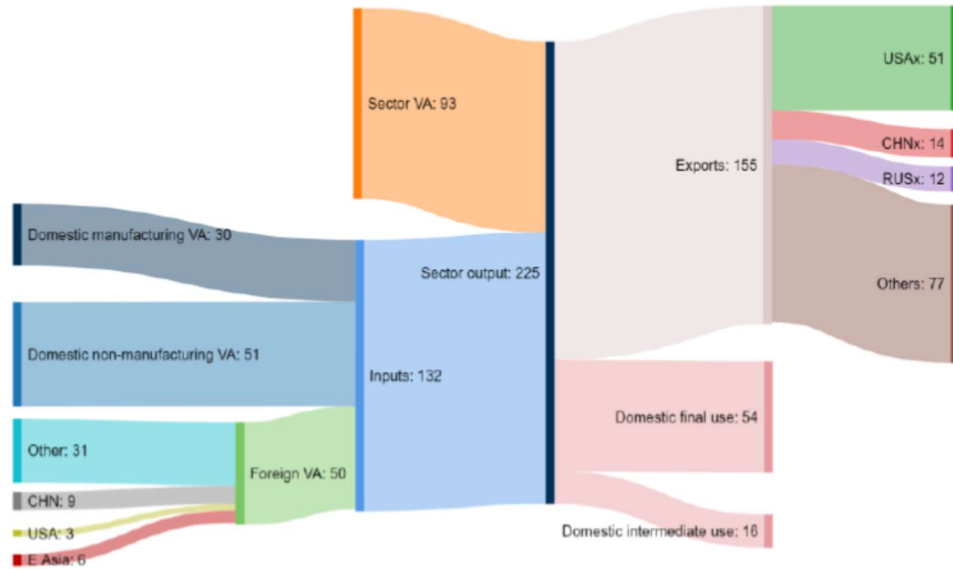
Por último, apalancamiento de materias primas...

Tuvimos un anticipo del apalancamiento de las materias primas cuando la producción industrial en el sector automotriz japonés se desplomó un 40% en 2020, cuando la industria automotriz no pudo obtener componentes de semiconductores cruciales del sudeste asiático. El grado de este apalancamiento de las materias primas se muestra en el gráfico siguiente, que muestra que US\$ 6 mil millones en semiconductores básicamente generan US\$ 400 mil millones en producción en el sector automotriz japonés: sin ellos, no hay producción y US\$ 400 mil millones en ventas perdidas.

GRAFICO N°2.13

Japan's Commodities "Leverage"(1)

billions of U.S. dollars; sources of value added are shown on the left; sales shown on the right



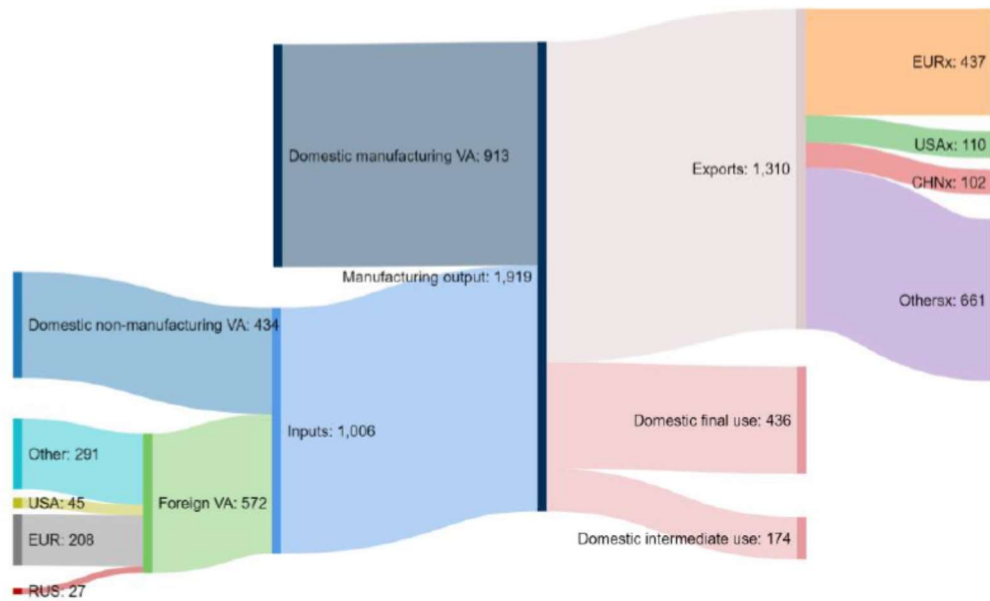
Source: World Input-Output database, Credit Suisse

Para Alemania, existe el mismo tipo de apalancamiento de materias primas. US\$ 27 mil millones en importaciones de productos básicos (principalmente importaciones de energía) respaldan una enorme actividad económica por valor de US\$ 2 billones. El apalancamiento de las materias primas puede causar estragos no solo en la estabilidad financiera y de precios, sino también en la estabilidad económica.

GRAFICO N°2.14

Germany's Commodities "Leverage" (2)

billions of U.S. dollars; sources of value added are shown on the left; sales shown on the right



Source: World Input-Output database, Credit Suisse

Desde la perspectiva de Occidente, y en particular de Europa, las exportaciones de productos básicos provienen del lugar equivocado (la Federación Rusa), los inventarios de productos básicos existen en el lugar equivocado (China) y el apalancamiento, en forma de apalancamiento de productos básicos, está, también, en el lugar equivocado: en casa. El impulso inflacionario de esto es significativo.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: PRESIÓN CAMBIARIA DIFICULTA CONTROL DE LA INFLACIÓN

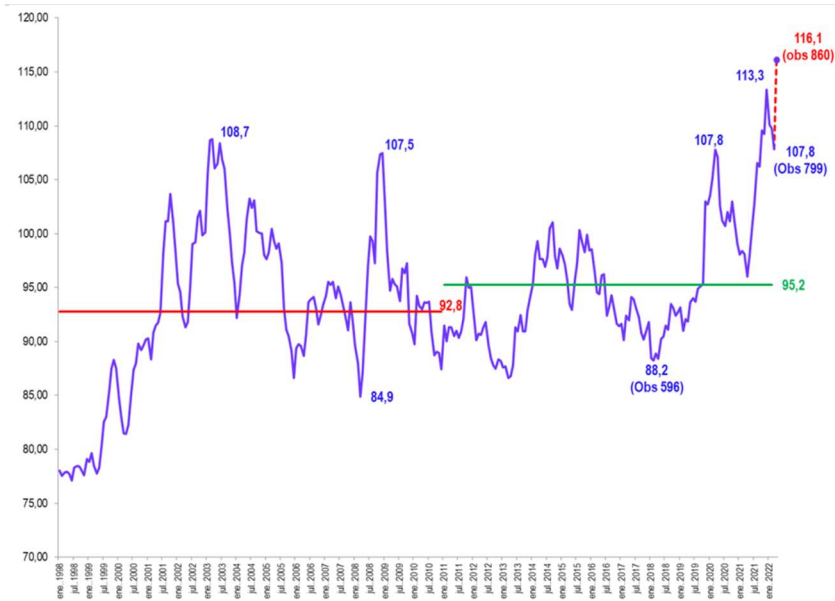
A partir del estallido social, de fines de 2019, Chile arrastra un mayor grado de riesgo político institucional, lo que ha sido internalizado de distintas formas por los mercados. Los activos anotaron una corrección de precios a la baja, particularmente en dólares, lo que anticipa que la economía chilena es menos atractiva, ya sea por menor dinamismo, mayor volatilidad y riesgo o ambas cosas. El tipo de cambio real se mantiene en niveles muy altos, recogiendo lo anterior, es decir el peso chileno ha sido fuertemente castigado en razón de que los fundamentos económicos de Chile registran un importante deterioro.

Lo anterior queda en evidencia si se observa el comportamiento del peso chileno respecto del dólar en relación al de monedas que normalmente mostraban un alto grado de correlación con la nuestra. Así, a partir de fines de 2019 la evolución del dólar australiano y del canadiense, dos monedas llamadas commodities, por la fuerte oferta exportadora de ese tipo de productos en ambos países, al igual que Chile, divorciaron su trayectoria de valor respecto del peso chileno en relación al dólar norteamericano. ¿Cuánto? Del orden de un 30%.

Si se hace un análisis a partir del Tipo de Cambio Real (TCR), se concluye que está recogiendo un castigo por mayor riesgo de Chile también del orden de 30%, en relación al valor que tendría sin el cambio en el escenario político interno. Surge entonces la pregunta, ¿requiere un castigo aún mayor nuestra moneda? ¿O un 30 % ya recoge suficientemente el deterioro de nuestra economía?

Aunque nadie tiene una respuesta definitiva a esa pregunta, pensamos que dicha devaluación es suficiente para hacerse cargo de nuestra nueva realidad. Una opinión parecida entrega el Banco Central en la presentación de su último IPOM cuando dice que el TCR se sitúa (hacia fines de marzo) por sobre su nivel de equilibrio. Es importante señalar que hoy el TCR se ubica 8 % por sobre el nivel de marzo, es decir si entonces estaba sobre su equilibrio con mayor razón hoy.

GRAFICO N°2.15
ÍNDICE TIPO DE CAMBIO REAL
(1986 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile y Estimación Gemines.

La reflexión anterior nos permite concluir que alzas adicionales en el tipo de cambio observado, más que lograr un incremento adicional en el TCR, se traducirán en mayor inflación. Esto significa un desafío para el Banco Central, toda vez que, a pesar de haber subido su tasa de política monetaria más rápido e intensamente que las principales economías desarrolladas, particularmente que la Reserva Federal en Estados Unidos, se siguen observando presiones devaluatorias adicionales sobre nuestra moneda.

Lamentablemente, hacia delante, en el plano interno tendremos mayor ruido político asociado al término del proyecto constituyente y el posterior plebiscito, lo que amenaza con mayor presión devaluatoria. En el plano externo, por su parte, la mantención del desborde inflacionario y un proceso más rápido de alza de tasas en Estados Unidos; señales más evidentes de desaceleración en el crecimiento chino, o caídas adicionales en el precio del cobre, son todos elementos que podrían poner más presión devaluatoria sobre nuestra moneda.

Teniendo en cuenta lo anterior, si las alzas de tasas decretadas (TPM) no resultan suficientes para contener devaluaciones adicionales de nuestra moneda, el Banco Central tendrá que evaluar el uso de otros instrumentos. Intervenciones verbales primero, para luego, de ser necesario, hacer intervención cambiaria propiamente tal, que puede ser vía forwards en pesos nominados en dólares, debería ser el camino a seguir por la autoridad. Ello se hace más evidente si se tiene en cuenta que alzas adicionales muy significativas de la TPM, que sería el otro camino, pueden profundizar más allá de lo razonable el proceso recesivo en el cual está entrando nuestra economía.

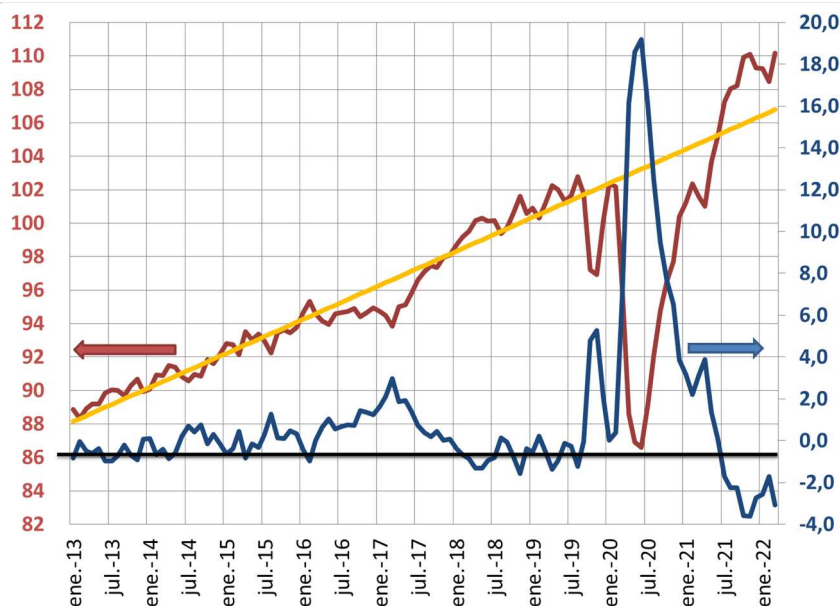
En definitiva, se debe evitar a toda costa el inicio de un círculo vicioso muy complejo entre devaluación e inflación, tan propio de economías latinoamericanas.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: MEJOR A LO ANTICIPADO.

Entre diciembre del año pasado y febrero la actividad desestacionalizada se contrajo 1,5% respecto del máximo de noviembre. Todo hacía pensar que esta desaceleración podría continuar y repetirse en marzo, bajo el supuesto que la falta de estímulos adicionales, las políticas monetaria y fiscal restrictivas y el deterioro en el escenario externo serían suficientes para lograr un rápido aterrizaje del crecimiento hacia niveles más sostenibles. En cambio, el IMACEC repuntó 1,6% en marzo y alcanzó, marginalmente, el nivel más alto de la serie (ver Gráfico N°2.16), permitiendo cerrar el primer trimestre con un crecimiento de 7,9% respecto al mismo período del año anterior.

GRÁFICO N°2.16
IMACEC DESESTACIONALIZADO, TENDENCIA Y BRECHA 2013-2022
 (Base 2018=100)



Fuente: Banco Central y elaboración Gemines.

¿Significa esto que debemos revisar al alza las proyecciones de crecimiento del año? Puede que marginalmente sí, pero lo más importante es que todavía queda una capacidad significativa de financiar gasto en nuestra economía. Estimamos que la demanda interna, que creció algo menos de 33% en el trimestre terminado en julio de 2021, en marzo pasado todavía se expandía casi al 13% y, en abril, estimamos, casi 11%.

¿Cómo se explica lo anterior? Por una parte, todavía quedan cuantiosos saldos en diversas cuentas de los retiros de las AFPs, a lo que se suma un crecimiento de la masa salarial significativo, principalmente por la recuperación del empleo, que permite financiar gasto en consumo de forma sostenida. Aunque es evidente que la masa salarial se debilitará crecientemente en los próximos meses, todo indica que, durante el segundo trimestre, todavía se puede financiar un nivel alto de gasto, que permitiría que el crecimiento del segundo cuarto del año se ubique en torno a 5%, no obstante que, desestacionalizado recupere la tendencia a la baja y sume un segundo trimestre negativo (respecto del anterior) y se cumpla la regla para una recesión técnica.

Es probable que la desaceleración se profundice en el segundo semestre, cuando el efecto de las alzas en la TPM del segundo semestre de 2021 empiecen a tener efecto, lo mismo que la profundización de la política fiscal contractiva, que debe reducir el gasto real en 25,2% respecto al año pasado. Adicionalmente, la recuperación del empleo se frenará o, incluso, se revertirá, de manera que la masa salarial crecerá mucho menos que ahora o caerá. En este escenario, la desaceleración de la actividad puede ser bastante más profunda, llevando a que las variaciones del PIB en doce meses sean negativas en la segunda mitad del año, lo mismo que las trimestrales desestacionalizadas, que sumarían cuatro trimestres de retroceso, llevando a que la brecha de producto se cerraría a mediados de año y pasaría a ser positiva en la última parte del año.

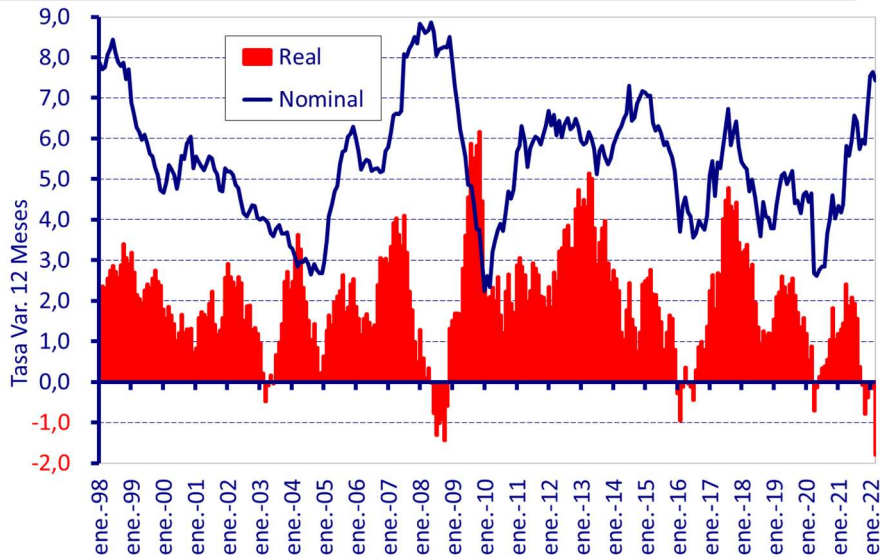
Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: COMPORTAMIENTO DISPAR.

Desde su punto más bajo, en el trimestre terminado en julio de 2020, el mercado del trabajo ha recuperado más de 1,6 millones de empleos, no obstante lo cual, está 241 mil empleos por debajo del máximo del trimestre terminado en febrero de 2020. Todo lo anterior a partir de cifras desestacionalizadas. Si se considera que la población mayor de 15 años ha crecido en alrededor de medio millón de personas en el mismo período y que la tasa de participación en el mercado laboral es, todavía, alrededor de 3 puntos porcentuales inferior a la de antes del inicio de la pandemia, el empleo debería ser unos 650 mil personas superior al actual. Estos antecedentes muestran que, no obstante una recuperación significativa en la ocupación desde los momentos más críticos de la pandemia, queda un largo camino para alcanzar la completa normalización del mercado del trabajo.

Por otro lado, las remuneraciones reales han bajado en 5 de los últimos ocho meses a marzo y su variación anual es negativa desde octubre pasado, completando seis meses seguidos, que es el período más extenso de bajas en las remuneraciones reales desde los siete meses entre mayo y noviembre de 2008, periodo también caracterizado por una aceleración inflacionaria significativa (ver Gráfico N°2.17). A diferencia de aquel período, es muy poco probable que se observe una recuperación rápida de las remuneraciones, toda vez que el problema de inflación es mucho más acentuado ahora y no hay perspectivas de que se reduzca rápidamente, como ocurrió durante 2009, gracias a la recesión y la fuerte revaluación del peso en ese lapso.

GRÁFICO N°2.17
EVOLUCION DE LOS SALARIOS 1998-2022
(Var.12 meses)



Fuente: INE y elaboración de Gemines.

Todo indica, por el contrario, que la reducción de las remuneraciones reales puede extenderse por todo el año, en un escenario en que a la elevada inflación se sumará, con una alta probabilidad, un deterioro en el empleo por la desaceleración económica esperada para el segundo semestre. Así, la masa salarial, que registra un incremento de 6,0% en los doce meses a marzo, se puede acelerar en el corto plazo, pero experimentará la tendencia contraria en el segundo semestre, contribuyendo a la desaceleración del gasto. Lo que hay que enfatizar, en todo caso, es que pese a la caída de remuneraciones, por el todavía importante crecimiento anual esperado en la ocupación, la masa salarial seguirá registrando aumentos relevantes.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DIFÍCIL TAREA PARA LA AUTORIDAD.

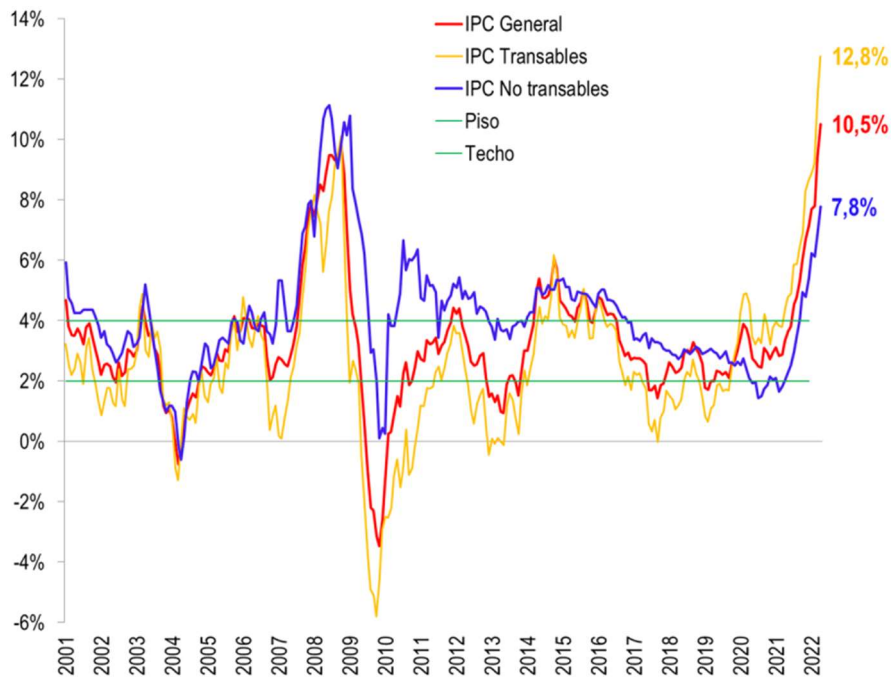
Lamentablemente las sorpresas en los últimos meses, salvo el caso puntual de febrero, han sido negativas en materia inflacionaria. Mes a mes suben las expectativas respecto del nivel máximo que alcanzará el fenómeno en los próximos meses, y aún dicho nivel se encuentra muy por sobre el 3,0 %, centro del rango meta, en el horizonte de 12 y 24 meses. Si bien el Banco Central ha actuado responsablemente, iniciando tempranamente, el segundo semestre del año pasado, un proceso de recorte del estímulo monetario, los números indican que ello no ha sido suficiente para volver a anclar las expectativas de mercado.

Sabemos que en el caso de Chile, como el de Estados Unidos, es la suma de shocks de oferta (contractivo) y demanda (expansivo) lo que explica el desborde inflacionario. Desde esa perspectiva, en la medida que los precios externos comiencen a normalizarse, y que la demanda interna siga perdiendo fuerza, deberíamos observar un repliegue de la inflación. Sin embargo, aunque ello sin duda ayuda, en nuestro caso puede no ser suficiente.

Efectivamente, como lo comentamos en la sección de Las Cuentas Externas y el Tipo de Cambio, en términos reales el valor del dólar está sobre su nivel de equilibrio, incluso recogiendo el mayor nivel de riesgo político institucional que arrastramos post estallido social y el pobre desempeño económico que prevemos hacia adelante. Ello es muy complejo, toda vez que en los próximos meses los niveles de incertidumbre política se incrementarán significativamente, en la medida que nos acerquemos al plebiscito de salida a comienzos de septiembre. Así, la presión devaluatoria sobre nuestra moneda puede incrementarse, despertando un temido espiral de devaluación e inflación, tan propio de economías Latinoamericanas. Lo que sigue, en nuestro caso, es que si el tipo de cambio observado sigue subiendo, dado que en términos reales no se requiere más devaluación, lo que tendremos como resultado es más inflación.

Además de lo anterior, nuestra economía es particularmente indexada, por lo que los procesos inflacionarios tienden a prolongarse en el tiempo, particularmente si es que las expectativas de mediano plazo aún no se han anclado a la meta.

GRAFICO N°2.18
INFLACIÓN TOTAL, TRANSABLE Y NO TRANSABLE



Fuente: INE

Teniendo en cuenta el análisis anterior, constatamos que nuestra autoridad monetaria se encuentra en una situación política compleja. Es evidente que seguir subiendo la tasa de política monetaria (TPM) acarrea un importante costo político, además de exacerbar el ciclo recesivo. Lo normal era pensar que con la TPM en 8,25 %, lo que marca un robusto diferencial de tasas con los mercados financieros desarrollados, bastaría para contener las presiones devaluatorias. Lamentablemente no ha sido así. Externamente la apreciación del dólar a nivel global, la caída en el precio del cobre y el ruido respecto a una importante desaceleración en el crecimiento global, son todos elementos que apuntan a castigar adicionalmente a nuestra moneda. Desde esa perspectiva, recomendamos que, además de incrementar algo más la TPM, el Banco Central comience a echar mano a otros instrumentos para estabilizar el tipo de cambio y contener devaluaciones adicionales. Para ello puede avanzar desde las intervenciones verbales, hasta las operaciones de mercado, sacando una abundante oferta de divisas a partir de mercados forward. Esto último, por lo demás, puede hacerlo en papeles nominados en dólares, de manera de no involucrar reservas en la operación.

Tomás Izquierdo Silva
 tizquierdo@gemines.cl