

Gemines[®]
CONSULTORES



INFORME GEMINES N°504

SEPTIEMBRE 2022

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: CAMBIO DE RUMBO	5
2.- COYUNTURA NACIONAL	8
2.1 TEMA ESPECIAL: EFECTOS DE LAS SORPRESAS INFLACIONARIAS	8
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: PANORAMA COMPLEJO.....	13
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: SE CONFIRMA TENDENCIA RECESIVA.....	15
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: TENDENCIA NEGATIVA EN LOS INGRESOS FAMILIARES.....	16
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: GRAN DESAFÍO PARA EL BANCO CENTRAL.....	18

INFORME GEMINES

N°504

DESTACAMOS

Panorama General

- El contundente triunfo del rechazo en el plebiscito del 4/9 aunque mantiene la incertidumbre institucional por un tiempo indeterminado, acota significativamente el rango de posibilidades que pueden concretarse en el futuro. Parece apropiado señalar que la extrema deriva hacia la izquierda, comenzada incluso antes del 18/10, impulsada por los partidos agrupados en lo que hoy se llama Apruebo Dignidad y es el principal soporte del gobierno del Presidente Boric, se ha frenado, (Pág. N°4).
- La centro izquierda ha sido la gran triunfadora de la jornada plebiscitaria porque, sin su apoyo y resolución, poco habría podido hacer la centro derecha para evitar el triunfo del apruebo. Triunfadora no solo porque lideró la oposición a un pésimo texto constitucional, sino también porque el resultado ha forzado un cambio de dirección del gobierno, quedando los tres cargos más importantes (Hacienda, Interior y SEGPRES) en poder del socialismo democrático, aunque proclives al apruebo, y, en particular, de adultos con experiencia que reemplazan a adolescentes mentalmente sesenteros, que querían jugar a la política y conducir el país sin tener la capacidad para hacerlo, (Pág. N°4).
- El Banco Central se volvió a quedar corto en la proyección de inflación para este año (12%), la que seguramente estará más cerca del 13% y parece muy optimista respecto de la de 2023 (3,3%) que, probablemente, esté más cerca de 5%. La única posibilidad de que la inflación converja más o menos rápidamente a la meta del Banco Central es que el peso se fortalezca de manera significativa en los próximos meses, algo que parece difícil considerando el complejo escenario internacional y el significativo fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales, que se encuentra en su nivel más alto en 20 años, (Pág. N°6).

Coyuntura Nacional

- La inflación inesperada afecta por tres vías al patrimonio de las personas. Por una parte está el llamado efecto Fisher que redistribuye la riqueza de los acreedores a los deudores y cuyo impacto se refleja completamente en la posición nominal neta, definida como la diferencia entre activos y pasivos nominales, luego está el canal del ingreso nominal del trabajo que es reducido por la inflación cuando no hay indexación completa de salarios y beneficios, que se reajustan solo periódicamente (una vez al año, por ejemplo) y, por último, el canal del consumo relativo en el que las variaciones heterogéneas de precios afectan de manera diferente a la personas según la composición de su canasta de consumo, (Pág. N°8).

- Los resultados del estudio para España indican que los efectos a través del canal Fisher y del ingreso nominal son sustancialmente más relevantes (y similares entre sí en magnitud) que el efecto que se produce a través de la composición de la canasta de consumo. Esto último sucede porque las diferencias en la inflación relevante entre la población no son demasiado grandes como para producir efectos muy diferentes en distintas personas. Adicionalmente, se concluye que las personas de edad mediana casi no se ven afectadas por la inflación mientras que los más viejos serían los más perjudicados, (Pág. N°8).
- Sería interesante replicar el estudio para Chile, donde estos análisis se concentran en el impacto sobre la canasta de consumo de distintos grupos de la población, considerando el uso extensivo de indexación y las mayores diferencias en las canastas de consumo por la distribución más desigual del ingreso., (Pág. N°12)
- Es fácil enumerar argumentos para entender la importante depreciación que acumula nuestra moneda a lo largo de los últimos años. La buena noticia es que, a futuro, dicha tendencia podría revertirse, (Pág. N°13).
- Esperamos que, medido en doce meses, el ciclo recesivo interno se inicie en el tercer trimestre en curso y se mantenga hasta el segundo del próximo año. Con todo, estimamos una caída más atenuada para el próximo año en comparación con la última estimación del Banco Central, lo cual se sostiene en un comportamiento menos negativo tanto para el consumo como para la inversión, (Pág. N°15).
- El empleo se ha estancado en su recuperación, mientras los salarios reales acumulan 10 meses con caídas reales en su variación 12 meses. Esto explica una contracción en la masa salarial de la economía en los últimos meses, elemento central entender la debilidad del consumo privado y el inicio de un ciclo recesivo, (Pág. N°16).
- A pesar de que la inflación ha llegado más arriba de lo que esperábamos hace unos meses, y que muestra mayor persistencia, seguimos pensando que hay buenos argumentos para estimar que se ubicará cerca del techo del rango meta hacia fines del próximo año, (Pág. N°18).

1.- PANORAMA GENERAL: CAMBIO DE RUMBO

El contundente triunfo del rechazo en el plebiscito del 4/9 aunque mantiene la incertidumbre institucional por un tiempo indeterminado, acota significativamente el rango de posibilidades que pueden concretarse en el futuro. Parece apropiado señalar que la extrema deriva hacia la izquierda, comenzada incluso antes del 18/10, impulsada por los partidos agrupados en lo que hoy se llama Apruebo Dignidad y es el principal soporte del gobierno del Presidente Boric, se ha frenado (algo que se insinuó con los resultados de las últimas elecciones parlamentarias) y comenzará a revertirse, buscando un centro más consistente con las preferencias más profundas de los ciudadanos del país.

Desgraciadamente, también se ha confirmado, nuevamente, que la izquierda abraza la democracia solo cuando gana y respeta a los ciudadanos sólo cuando votan por ella, de manera que los mismos que votaron en un 78% a favor de cambiar la Constitución, masivamente por los convencionales de esa orientación y por el candidato Boric en segunda vuelta, pasaron de ser inteligentes y expresar su apoyo a las propuestas izquierdistas, a ser alienados, tontos e instrumentos de la derecha cuando votaron rechazo el 4/9. El apoyo, explícito o solapado, de dirigentes de izquierda a la violencia anarquista que ha vuelto a destruir el centro de Santiago y otros lugares, impidiendo la vida normal de millones de personas, provocándoles dolor y temor, revela su disposición a utilizar la violencia cuando no obtienen lo que quieren por las buenas. Es una violencia sin destino, porque más que destrucción no obtendrá nada salvo, tal vez, contribuir a una mayor desaprobación del gobierno.

La centro izquierda ha sido la gran triunfadora de la jornada plebiscitaria porque, sin su apoyo y resolución, poco habría podido hacer la centro derecha para evitar el triunfo del apruebo. Triunfadora no solo porque lideró la oposición a un pésimo texto constitucional, sino también porque el resultado ha forzado un cambio de dirección del gobierno, quedando los tres cargos más importantes (Hacienda, Interior y SEGPRES) en poder del socialismo democrático, aunque proclives al apruebo, y, en particular, de adultos con experiencia que reemplazan a adolescentes mentalmente sesenteros, que querían jugar a la política y conducir el país sin tener la capacidad para hacerlo. Lo que está por verse es qué pasará con la DC, acéfala por su apoyo cupular al apruebo y profundamente dividida.

Es posible que la dupla Tohá-Uriarte igual fracase en su intento de darle una conducción racional al gobierno, ya que la experiencia y madurez no garantizan nada, aunque puede ayudar mucho a evitar errores infantiles y a tener más empatía con los adversarios. Bastante va a depender del propio presidente, que se debate entre seguir sus instintos más profundos (los de la primera vuelta presidencial) o permitirse madurar y aceptar, entre otras cosas, que la represión es parte de lo que los países justificadamente deben utilizar para garantizar la vigencia del estado de derecho. Puede estar seguro que tendrá el respaldo de la oposición si debe hacerlo y que ésta no se sumará al sabotaje institucional que Apruebo Dignidad apoyó irresponsablemente durante el gobierno anterior. Nada, en todo caso, permite pensar que el gobierno la va a tener fácil en un contexto político muy complicado y un deterioro económico que recién está comenzando, aunque la inflación ya lleva más de un año fuera de control.

Lo que viene, es definir, en el Congreso, el camino institucional que deberá conducir a una nueva constitución, previo plebiscito de salida, en el menor tiempo posible para terminar con la inestabilidad e incertidumbre que han dominado los últimos tres años de nuestra historia política. Ya estamos advertidos por el SERVEL que se necesita un mínimo de 140 días para realizar una nueva elección, ya sea para elegir constituyentes o para que los ciudadanos definan qué curso desean que se siga. En aras de la rapidez, parece preferible que se designe una comisión de expertos que sea representativa de las fuerzas políticas, para que redacte un texto que, teniendo como referentes la constitución vigente, la rechazada y la propuesta del gobierno de Michelle Bachelet, sea expuesto a la decisión popular. No obstante lo anterior, sí sería posible hacer un plebiscito de entrada en abril de 2023, uno de convencionales (si gana esta opción) en septiembre y un plebiscito de salida en julio de 2024, algo que puede ser considerado como un plazo excesivo. Con todo, lo más importante es que se avance en definir los pasos a seguir con un consenso lo más amplio posible y, desde esta perspectiva, puede ser preferible que sean los ciudadanos que decidan la forma en que quieren seguir avanzando, por ejemplo, optando entre una convención elegida, una con un comité de expertos que los asesore o sólo esto último.

Los aspectos que parece básico incluir en el nuevo texto son la declaración de un estado social y democrático de derecho; el reconocimiento a los pueblos originarios; una regionalización sensata y que no contemple las 16 regiones actuales del país, sino macrozonas y un estatus especial para el extremo sur (Aysén y Magallanes); paridad de género con límites y en cargos de elección popular y no técnicos; mayor protección del medio ambiente y un cambio profundo en el sistema político-electoral para terminar con los parlamentarios díscolos y la proliferación de partidos.

El gobierno, por otro lado, todavía cuenta con una base de apoyo bastante fuerte, en torno al 40%, que podría aumentar con el cambio de gabinete si es que la gestión mejora, no obstante el deterioro económico que comienza a manifestarse y se extenderá por los próximos doce meses, más o menos, y cuya profundidad puede ser significativa. El programa del gobierno, sin duda, queda un tanto afectado por la derrota en el plebiscito, pero la reforma tributaria y, sobre todo, las de pensiones y salud debieran tener una máxima prioridad ya que son temas que no pueden seguir esperando. Políticas que tiendan a restablecer el crecimiento y aumentar su potencial debieran tener prioridad también, ya que el deterioro en esta materia de la última década está teniendo costos significativos.

- El Banco Central sorprende

La decisión, con votación dividida, de elevar la TPM en 100 puntos base en vez de los esperados 75 puntos base, en la reunión de política monetaria del 6 de septiembre, es un intento del instituto emisor de recuperar la iniciativa y la credibilidad perdidas después de un largo período de inflación de dos dígitos que no va a terminar muy luego. Que la decisión no fuera unánime no influye mucho en la medida que uno de los votos disidentes prefería un alza de 125 puntos base. Lo que debiera estar claro, por otro lado es que, contra la opinión de varios analistas, la TPM debería volver a subir en octubre, estando en duda sólo la magnitud del alza, que podría ir de los 50 puntos base hasta repetir una de 100 puntos base y que, ahora sí, sería la última del ciclo alcista. El nuevo nivel de la TPM debiera mantenerse hasta que la baja en la inflación y el anclaje de expectativas se haya recuperado, esto es hasta el segundo trimestre de 2023 o más.

Lo anterior es claro sobre todo porque, en el IPOM publicado al día siguiente de la RPM, el Banco Central se volvió a quedar corto en la proyección de inflación para este año (12%), la que seguramente estará más cerca del 13% y parece muy optimista respecto de la de 2023 (3,3%) que, probablemente, esté más cerca de 5%. La única posibilidad de que la inflación converja más o menos rápidamente a la meta del Banco Central es que el peso se fortalezca de manera significativa en los próximos meses, algo que parece difícil considerando el complejo escenario internacional y el significativo fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales, que se encuentra en su nivel más alto en 20 años. Adicionalmente, el deterioro de la solidez institucional de Chile en los últimos años hace difícil pensar que el resultado del plebiscito puede traducirse en una rápida y significativa apreciación del peso, como de hecho se ha observado en los días transcurridos desde el evento electoral.

Por otro lado, la confirmación de un crecimiento negativo en el segundo semestre de 2022 y para todo el próximo año, también hace difícil pensar en un fortalecimiento importante del peso, de manera que la inflación deberá reducirse principalmente por el ajuste de la demanda y, con suerte, con una estabilidad del tipo de cambio en niveles en torno a los actuales el resto del año y una leve disminución durante 2023.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.- COYUNTURA NACIONAL

2.1 TEMA ESPECIAL: EFECTOS DE LAS SORPRESAS INFLACIONARIAS¹

Después de más de 30 años la inflación se ha vuelto a transformar en un problema para la economía mundial que está teniendo efectos redistributivos y directos sobre la riqueza que pueden ser significativos. Más que la inflación misma que, cuando es estable y predecible, puede ser incorporada en el proceso de toma de decisiones de las personas, lo que puede resultar particularmente serio son los efectos de las sorpresas inflacionarias, como las que se han observado en el último año en el mundo.

En general, la inflación inesperada afecta por tres vías al patrimonio de las personas. Por una parte está el llamado efecto Fisher que redistribuye la riqueza de los acreedores a los deudores y cuyo impacto se refleja completamente en la posición nominal neta, definida como la diferencia entre activos y pasivos nominales, luego está el canal del ingreso nominal del trabajo que es reducido por la inflación cuando no hay indexación completa de salarios y beneficios, que se reajustan solo periódicamente (una vez al año, por ejemplo) y, por último, el canal del consumo relativo en el que las variaciones heterogéneas de precios afectan de manera diferente a la personas según la composición de su canasta de consumo.

El estudio que resumimos aquí estima la importancia relativa de estos tres canales para el caso de España, utilizando datos de las Encuestas de Presupuestos Familiares (EPF) y de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) por una parte, que corresponde a información pública y, por otra, una base de datos de clientes mucho más extensa de propiedad del BBVA. Con esta información se analiza el impacto que el brote inflacionario de 2021 tuvo sobre las personas.

Los resultados, utilizando ambas fuentes de datos, son similares e indican que los efectos a través del canal Fisher y del ingreso nominal son sustancialmente más relevantes (y similares entre sí en magnitud) que el efecto que se produce a través de la composición de la canasta de consumo. Esto último sucede porque las diferencias en la inflación relevante entre la población no son demasiado grandes como para producir efectos muy diferentes en distintas personas. Adicionalmente, se concluye que las personas de edad mediana casi no se ven afectadas por la inflación mientras que los más viejos serían los más perjudicados.

El efecto a través del canal de los ingresos nominales afecta negativamente a todas las personas, mientras que el efecto Fisher beneficia a los deudores y perjudica a los acreedores. Esto beneficia a los individuos de mediana edad que tienen hipotecas (nominales) y que, en consecuencia tienen una posición nominal neta (PNN) negativa, mientras que los individuos mayores se ven perjudicados porque tienen una PNN positiva. Los resultados son similares con ambos conjuntos de datos utilizados en el estudio.

¹Basado en el paper no publicado “The Heterogeneous Impact of Inflation on Households’ Balance Sheets” de Miguel Cardoso, Clodomiro Ferreira, José Miguel Leiva, Galo Nuño, Álvaro Ortiz, Tomasa Rodrigo y Sirenia Vasquez, september 2022

El Cuadro N°2.1 resume la información de inflación durante 2021 según las mediciones del IPC y los datos del BBVA con su respectivas ponderaciones por cada división del índice de precios.

CUADRO N°2.1
INFLACIÓN ANUAL Y PONDERACIONES POR DIVISIÓN 2021

	(a) Inflation		Weights	
	INE	BBVA	(b) INE	(c) BBVA
General	6.6	3.9		
1. Food and non-alcoholic beverages	4.9		22.8	15.6
2. Alcoholic beverages and tobacco	1.6		3.1	5.3
3. Clothing and footwear	0.7		6.3	7.2
4. Housing and energy	22.9		13.2	5.5
5. Furniture and household equipment	2.1		5.9	5.6
6. Health	0.8		3.8	7.7
7. Transport	10.7		12.9	15.6
8. Communications	-0.3		3.6	2.7
9. Recreation and culture	2.3		5.5	9.1
10. Education	1.2		1.6	1.3
11. Hotels, cafes and restaurants	4.0		13.1	10.1
12. Others	1.6		8.1	14.2

Values are in pp. Source: Spanish National Statistics Institute (INE, www.ine.es) and BBVA proprietary data. General inflation (a) is computed using the inflation rates for each COICOP group (common to INE and BBVA) and the spending weights (columns (b) and (c)).

Fuente: Cardoso et. al (2022).

De la información de este Cuadro y el análisis realizado, surgen varios resultados interesantes. En primer lugar, la PNN es negativa para las personas menores de 56 años, independientemente de sus ingresos. Esto refleja la dinámica del ciclo de vida por el cual los jóvenes se endeudan para financiar la compra de una casa y lo devuelven antes de jubilarse. En cambio, las personas mayores disfrutan de una PNN positiva en forma de efectivo y depósitos. El PNN más negativo, -33.443 euros, es el de los individuos de 36-45 años del cuartil superior de renta, mientras que el más positivo, 18.910 euros, es el de los mayores de 65 años también del cuartil superior de renta. Así, un shock inesperado de inflación redistribuye la riqueza de las personas mayores a las más jóvenes a través del canal de Fisher, especialmente para las personas en los cuartiles de ingresos más altos, ya que sus PNN son mayores en valores absolutos.

En segundo lugar, el efecto a través del canal de ingresos nominales es más relevante que a través del canal de Fisher. Para todos los grupos de edad e ingresos, el ingreso anual promedio es superior al PNN en valor absoluto. Si los salarios y los beneficios son rígidos en frecuencias superiores a las anuales, la erosión en el ingreso real debido a la inflación sorpresiva para todos los agentes es entonces mayor que las ganancias/pérdidas redistributivas del canal de Fisher. Este canal es naturalmente mayor cuanto mayor es el ingreso, alcanzando su punto máximo para los hogares antes de la edad de jubilación, es decir, aquellos de 56 a 65 años en el cuartil superior.

Tercero, el efecto a través del consumo relativo es de pequeña magnitud en comparación con los otros dos canales. El consumo relativo es de un orden de magnitud menor que los otros dos canales. Esto no se debe a un menor consumo (de hecho, el consumo es del mismo orden de magnitud que el ingreso), sino al tamaño de la dispersión de la inflación individual entre grupos de edad e ingreso.

El canal de consumo relativo es negativo para todas las personas menores de 55 años y positivo para la mayoría de las personas mayores. Esto refleja el hecho de que las personas mayores, especialmente las de bajos ingresos, dedican una mayor proporción de su consumo a alimentos y energía, que en 2021 experimentaron los mayores aumentos. El aumento asimétrico de los precios entre sectores redistribuye la riqueza de los ancianos pobres a los jóvenes ricos. El consumo relativo más negativo es de -2.869 euros para los menores de 36 años en el cuartil de renta superior mientras que el más positivo es de 1.774 euros para los mayores de 65 años en el cuartil de renta inferior.

CUADRO N°2.2
EFFECTO TOTAL DE LA INFLACIÓN SOBRE LA CAPACIDAD DE AHORRO Y
COMPONENTES POR GRUPO DE EDAD

Age group		Income group			
		<p25	p25-p50	p50-p75	>p75
<36	Total effect				
	in levels	-267	-552	-661	-1,264
	as a % of income	-2.6%	-2.9%	-2.4%	-2.9%
	Net nominal position	-4,560	-9,365	-16,297	-21,123
	Nominal (labour) income	10,461	18,960	27,827	43,149
	Relative consumption	-1,857	-1,237	-1,517	-2,869
	Individual inflation	5.6%	5.9%	5.9%	5.4%
36-45	Total effect				
	in levels	-98	-59	-310	-997
	as a % of income	-0.9%	-0.3%	-1.0%	-2.0%
	Net nominal position	-8,945	-20,521	-26,452	-33,443
	Nominal (labour) income	11,474	22,260	31,794	50,311
	Relative consumption	-1,047	-838	-642	-1,756
	Individual inflation	6.0%	6.1%	6.2%	5.9%
46-55	Total effect				
	in levels	-395	-792	-1,268	-2,327
	as a % of income	-3.5%	-3.5%	-3.9%	-4.4%
	Net nominal position	-5,173	-10,136	-12,572	-16,206
	Nominal (labour) income	11,403	22,330	32,354	52,807
	Relative consumption	-248	-200	-566	-1,346
	Individual inflation	6.5%	6.5%	6.3%	6.0%
56-65	Total effect				
	in levels	-862	-1,295	-2,182	-3,650
	as a % of income	-8.3%	-6.2%	-6.9%	-6.8%
	Net nominal position	2,241	-1,553	1,430	2,073
	Nominal (labour) income	10,436	20,893	31,625	53,742
	Relative consumption	383	281	3	-520
	Individual inflation	6.9%	6.8%	6.6%	6.3%
>65	Total effect				
	in levels	-1,215	-1,553	-2,319	-4,115
	as a % of income	-12.7%	-9.6%	-9.8%	-9.7%
	Net nominal position	7,039	5,912	10,364	18,910
	Nominal (labour) income	9,603	16,108	23,773	42,590
	Relative consumption	1,774	1,503	997	847
	Individual inflation	8.2%	7.7%	7.2%	7.1%

The table presents, for each age-income group, (i) the mean total effect (in levels and as a % of individual income) together with (ii) the three components in eq. (2), and (iii) *individual* inflation rates. Values are at the individual level, transformed from household-level using equivalent OECD scales. Total effects are computed as of December 2021, using the year-on-year IAPC inflation rate for Spain of 6.6%. Net nominal positions are computed from the EFF; nominal income and consumption are computed from the EPF, and are measured at an annual frequency. *Individual* inflation is the inflation rate effectively experienced by each age-income group in December 2021, computed using average inflation indices for each ECOICOP category in that month and the *predetermined* consumption basket as reported in the 2020 wave of the EPF. All quantities are in euros, except indicated otherwise.

Fuente: Cardoso et. al (2022).

El Cuadro N°2.2 también reporta el efecto total de la inflación a diciembre de 2021, calculado como la suma de los tres canales multiplicada por la tasa de inflación anual. Surgen tres resultados importantes. Primero, el impacto de la inflación es negativo para todos los hogares. En segundo lugar, este impacto es casi insignificante para las personas de 36 a 45 años con ingresos por debajo del percentil 75, ya que los canales de Fisher se anulan casi a la perfección con el de ingresos, y alcanza su máximo para las personas de mayor edad, ya que los tres canales los penalizan. Tercero, cuando se presenta como un porcentaje del ingreso anual, se puede ver que los principales perdedores son las personas más pobres mayores de 55 años.

Estos resultados sobre el impacto que se produce en los distintos grupos de ingreso y de edad son parcialmente dependientes de las características de la sorpresa inflacionaria, es decir, de qué precios suben más o menos y sus magnitudes relativas. Con todo, las conclusiones generales son robustas.

Por otro lado, si se quisiera replicar este análisis para Chile, habría que considerar la particularidad de la alta indexación existente en nuestro país. Así, por ejemplo los deudores hipotecarios no se ven beneficiados de una sorpresa inflacionaria, porque el valor de sus deudas no se reduce, sino que se ajusta automáticamente por la UF, lo que podría revertir las conclusiones obtenidas en el estudio para España. Por otro lado, es probable que en Chile las remuneraciones se vean menos dañadas por la inflación inesperada considerando que existe algún grado de indexación en los contratos, por lo menos en los trabajadores del sector formal, aunque no es universal. Por último, es probable que las diferencias en las canastas de consumo por nivel de ingreso sean mayores en Chile que en España, considerando la distribución menos igualitaria del ingreso y la diferente composición del gasto. Estas consideraciones harían relevante replicar el estudio para Chile para verificar si, efectivamente, se producen diferencias relevantes en los resultados obtenidos.

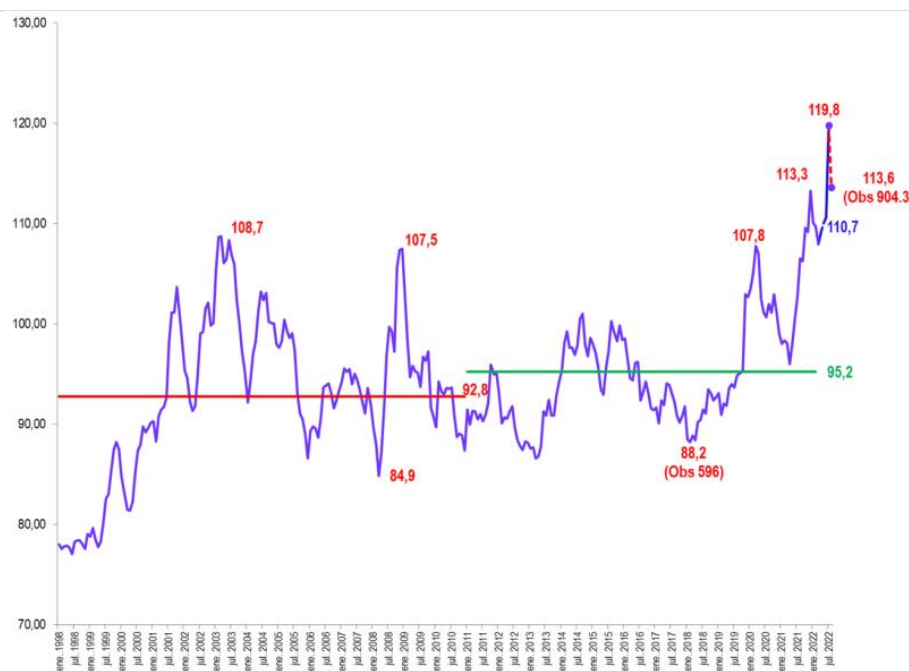
Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: PANORAMA COMPLEJO

La fuerte devaluación de nuestra moneda a partir del estallido social es un reflejo de nuestro deterioro político, institucional y económico. Evidentemente un país con mayor riesgo político, con deterioro en la calidad de sus instituciones y fuerte incertidumbre respecto de su marco regulatorio futuro, es un país que ve castigado el valor de su moneda. Si a ello agregamos un claro deterioro en su performance en materia de crecimiento económico en los años recientes, y pobres expectativas respecto de su desempeño futuro en esta materia, tenemos argumentos suficientes para entender que el peso chileno haya sido una moneda particularmente depreciada a lo largo de los últimos años.

Con todo, pensamos que los factores anteriores, que justificaron la depreciación de nuestra moneda a partir de 2019, han comenzado a contenerse o incluso mejorar. El riesgo de que se apruebe y aplique un nuevo marco constitucional muy disruptivo y amenazante ha disminuido significativamente. Asociado a ello, el temor por un marco regulatorio que afecte seriamente la inversión y el crecimiento futuro es también más acotado. Se suma la señal fuerte entregada en la votación del 4 de septiembre último, que muestra una sociedad civil ponderada, que busca cambios, pero graduales y en un contexto de paz social. Ello debería ser recogido por la clase política, toda vez que debiera reflejar y representar a esa mayoría que busca posturas más de centro.

GRAFICO N°2.1
TIPO DE CAMBIO REAL
(Base promedio de 1986 = 100)



Fuente: Banco Central

¿Por qué entonces no hemos observado una corrección más significativa a la baja en el valor del dólar en nuestro mercado? Podríamos especular respecto a las principales razones. Primero, aún no se zanja completamente el tema constitucional, y de hecho falta al menos un año para conocer el que será el proyecto definitivo y, esperamos, aprobado por una mayoría relevante de la población.

Segundo, el escenario externo se ha complicado adicionalmente, con efectos negativos directos sobre nuestra economía. Bajo crecimiento o recesión en algunos de nuestros principales socios comerciales tiene un impacto negativo sobre nuestro sector exportador. El bajo crecimiento mundial, en general, en principio afecta negativamente el precio de nuestras principales exportaciones, donde preocupa particularmente el del cobre. Además, la persistencia inflacionaria en las economías desarrolladas ha ido acompañada con mayores alzas en sus tasas de interés, lo que favorece una salida neta de capitales y presiona al alza el tipo de cambio.

Se agrega el hecho que el deterioro externo antes descrito encuentra a nuestra economía con un mayor grado de exposición o debilidad. Efectivamente, el exceso de gasto interno y la caída en nuestro nivel de ahorro, nos hacen ahora más dependientes de los recursos externos, lo que se refleja en un abultado déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos.

Con todo, no todo es negativo. Por un lado el fuerte ajuste en curso en nuestra economía, que ya se encuentra en recesión, contribuirá a acotar significativamente nuestro desequilibrio en cuentas externas, mientras nuestro alto nivel de tasas de interés, que de ser necesario podría incluso subir más, acota el riesgo de una salida adicional significativa de capitales. Más aun, en la medida que el panorama político institucional interno vaya mejorando, es razonable pensar que Chile se haga relativamente más atractivo, lo que podría provocar flujos relevantes de inversión desde el resto del mundo.

En definitiva, si bien es factible que nuestra moneda mantenga una volatilidad mayor a la habitual, y que eventualmente sufra un castigo adicional en los próximos meses, dicho castigo debería ser acotado y, de darse el escenario base, no muy permanente.

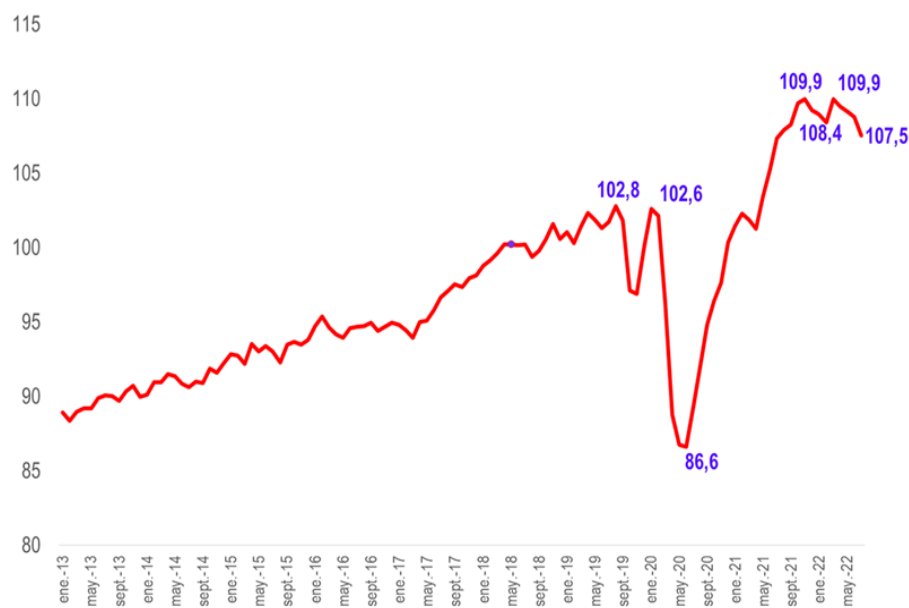
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: SE CONFIRMA TENDENCIA RECESIVA

Conocidos los datos de actividad para el mes de julio, que derivaron en una variación del IMACEC de sólo 1,0 % en relación a igual mes del año pasado, podemos confirmar con más certeza la consolidación del inicio de una fase recesiva. Efectivamente, tal cual se observa en el gráfico siguiente, construido con la serie desestacionalizada, se registra una caída respecto del mes anterior (junio) que alcanza a 1,1 %. Este resultado se explica por caídas en los distintos componentes, con la producción de bienes cayendo también 1,1 %, mientras comercio y servicios lo hacen a un ritmo de 0,4 y 1,7 %, respectivamente.

A todo lo anterior, que da cuenta de una caída generalizada en la actividad interna acorde con el inicio de un ciclo recesivo, se agrega el que la producción minera, que normalmente está determinada por otros factores, también se contrae, registrando una caída de 3,3 % en julio respecto del mes anterior.

GRÁFICO N°2.2
IMACEC DESESTACIONALIZADO
(índice promedio 2018 = 100)



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central

Medido en doce meses, el tercer trimestre de este año anotaremos una caída respecto de igual lapso del año pasado, fenómeno que se mantendrá hasta el segundo trimestre del 2023, lo que permite enterar un año completo en recesión. En nuestro escenario base, el momento más bajo en la actividad se observaría entre el cuarto trimestre de este año y el primero del próximo. A partir del segundo trimestre del próximo año es factible que se inicie una suave recuperación en la serie desestacionalizada, aunque ello aún no será suficiente como para registrar variaciones positivas en la comparación en doce meses.

Entre los componentes de la demanda, esperamos que la inversión se contraiga fuertemente el presente año y el próximo, aunque con tendencia inversa en cada caso. Así, el presente año la inversión fue de más a menos a lo largo del período, mientras el 2023 el perfil sería el inverso. Por su parte el consumo, que logrará una cifra positiva el presente año como un todo, registrara una importante caída a lo largo del próximo.

Con todo, estimamos que el desempeño del PIB, será menos negativo que lo que entrega la última estimación del Banco Central para el próximo año, lo que se explicaría por una caída más atenuada tanto en el consumo como en la inversión. Así, en su punto medio el Banco Central estima un crecimiento para este año de 2,0 % y una caída de 1,0 % para el próximo, mientras nosotros estimamos un crecimiento de 2,2 % para este año y una caída de 0,4 % para el próximo.

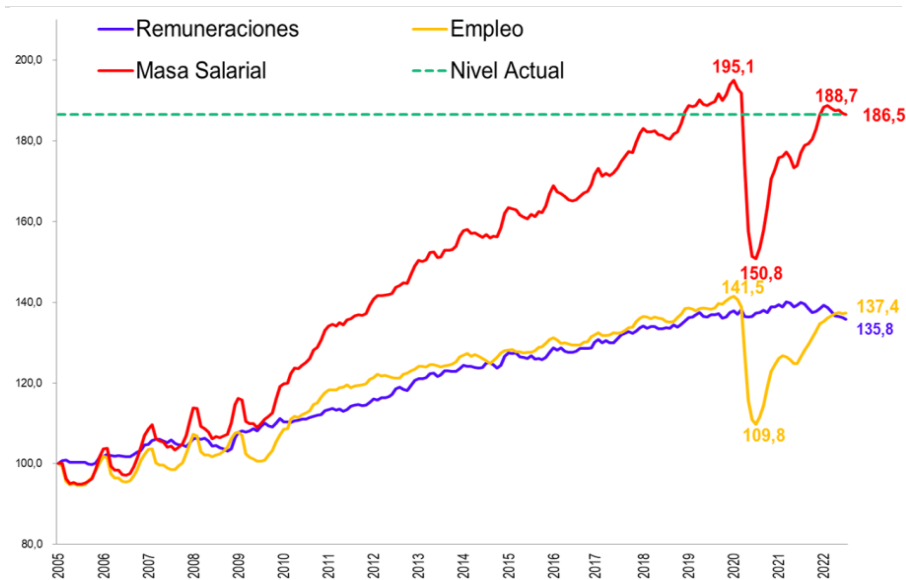
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: TENDENCIA NEGATIVA EN LOS INGRESOS FAMILIARES

Los ingresos autónomos provenientes del mercado laboral, que registraron una importante recuperación post pandemia, han comenzado a revertir su tendencia. La generación de empleo muestra un virtual estancamiento en los últimos meses, mientras las remuneraciones reales acumulan ya 10 meses consecutivos de caída en su variación en doce meses. Esto explica que, como lo muestra el gráfico, el nivel total de recursos proveniente del mercado laboral no haya siquiera recuperado plenamente su nivel pre pandemia, situándose en la actualidad en un nivel similar al que se observaba en diciembre de 2018, es decir casi cuatro años atrás.

Las transferencias de recursos por parte del Estado y el desahorro asociado a los retiros de fondos de las AFP's permitieron sostener un alto nivel de consumo privado desde mediados del año pasado y hasta mediados del presente, sin embargo, en la medida que dichos recursos se han ido agotando, las familias tienen que financiar su gasto, principalmente, a partir de sus ingresos provenientes del mercado laboral.

GRAFICO N°2.3
MASA SALARIAL DE LA ECONOMÍA
(índice enero 2005 = 100)



Fuente: Elaborado con Cifras del INE.

La caída en los ingresos de las familias es el factor más determinante para entender una importante contracción del consumo privado, lo que a su vez es el factor principal detrás del proceso recesivo en curso. En el escenario base, sólo a partir de mediados del próximo año podríamos retomar una tendencia de recuperación en la masa salarial medida en términos reales, lo que estaría asociado, principalmente, a una caída en el ritmo inflacionario que permitiría recuperar parcialmente el poder adquisitivo de los salarios.

En materia de empleo, la tasa de desempleo terminará el presente año algo por sobre el cierre del año pasado, en la medida que una esperada recuperación en la fuerza de trabajo se enfrentará a un mercado laboral más restrictivo. Efectivamente, la caída que registra la inversión y los bajos niveles de actividad proyectados, están llevando a acotar los niveles de contratación en la mayoría de los sectores productivos.

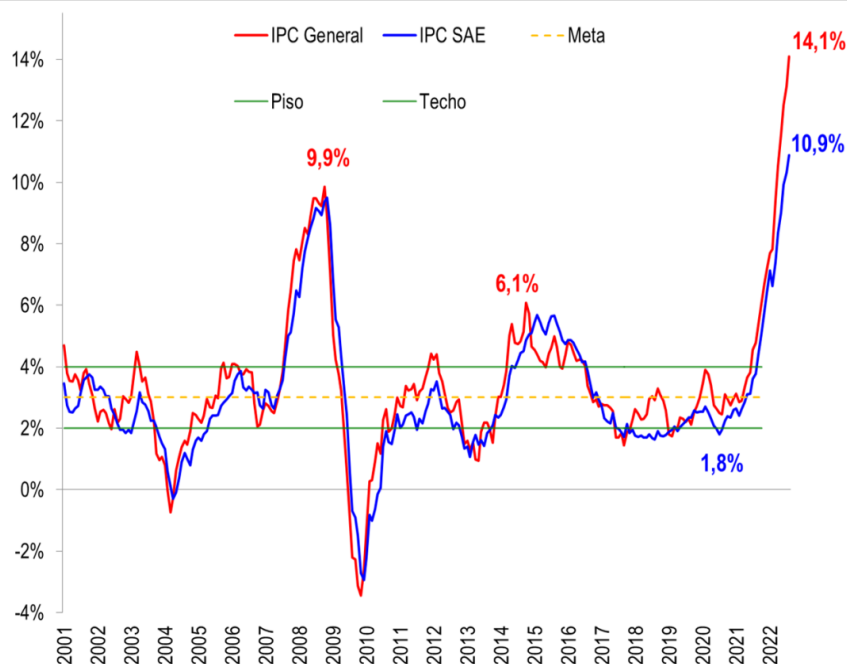
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: GRAN DESAFÍO PARA EL BANCO CENTRAL

Nos habíamos acostumbrado a que la inflación no fuera tema en nuestro país, con un desempeño muy exitoso del Banco Central en la materia. Como referencia, entre el año 2000 y el 2020 la inflación promedio, medida en doce meses, alcanzó a 3,2%, es decir levemente por sobre la meta de 3,0 %, y dentro del rango objetivo. En ese contexto, observar ahora tasas de dos dígitos y una trayectoria sostenida al alza en la inflación resulta evidentemente preocupante. De hecho, tanto el mercado como la autoridad monetaria han sido sorprendidos, en el sentido que la inflación efectiva se ha ubicado por sobre las predicciones a lo largo de los últimos meses, lo que ha obligado al Banco Central a revisar al alza sus proyecciones para su trayectoria futura.

Es cierto que es un fenómeno global, y que el mayor nivel y su persistencia también han sorprendido a las autoridades monetarias de Europa y Estados Unidos, lo que de hecho está provocando un alza más intensa en sus respectivas tasas de política monetaria. Sin embargo, no debemos olvidar dos diferencias relevantes. Primero, Chile tuvo una larga historia de inflación muy alta y por momentos descontrolada hasta sólo unas décadas atrás. Segundo, somos parte de una región de países donde la inflación ha sido un tema endémico, particularmente crítico en el caso de nuestra vecina Argentina.

GRAFICO N°2.4
INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE
(Variación doce meses)



Fuente: INE

Es prioritario que las expectativas de inflación vuelvan a encausarse hacia niveles de equilibrio en un horizonte de 12 y 24 meses plazo. Es cierto que el Banco Central de Chile fue uno de los primeros en iniciar un ajuste monetario, y que ha llevado su Tasa de Política Monetaria (TPM) hasta niveles extraordinariamente contractivos. Sin embargo, a pesar de ello, la mantención de un muy alto nivel de la demanda interna, particularmente en el caso del consumo privado, junto con presiones adicionales asociadas a precios externos y tipo de cambio, ha dificultado seriamente la tarea.

Con todo, en nuestro escenario base seguimos pensando que finalmente la inflación comenzará a ceder, lo que deberíamos observar en datos mensuales más moderados a lo largo de los próximos meses. Razones, el tipo de cambio ha bajado respecto de sus máximos recientes, y es probable que se mantenga relativamente más estable a lo largo de los próximos meses. A ello se suma que los precios a nivel internacional anotan una corrección relevante a la baja, lo que es válido en el caso de los combustibles, de los alimentos y de los costos de transporte marítimo.

A lo anterior se suma que internamente la economía se encuentra en recesión, y es previsible una creciente debilidad en el consumo a lo largo de los próximos trimestres, lo que contribuirá a acotar márgenes de comercialización, tanto en el caso de bienes como de servicios. Así, seguimos pensando que hacia fines del próximo año la inflación debería situarse ya más cerca del techo del rango meta, es decir en torno a 4,0 % de variación en doce meses.

Los principales riesgos están asociados a presiones adicionales al alza para el tipo de cambio, precios externos que demoran más en estabilizarse o en corregir adicionalmente a la baja, y expectativas internas que no moderan los niveles esperados para la inflación de mediano plazo. En ese contexto, si bien nos parece que el nivel actual de la TPM (10,75 %) debería ser el más alto en este ciclo de ajuste monetario, no es descartable que una presión devaluatoria adicional sobre nuestra moneda a lo largo de los próximos meses fuerce al Banco Central a realizar alzas adicionales en su tasa de política.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl