

Informe Macroeconómico Coyuntural de mayo 2024

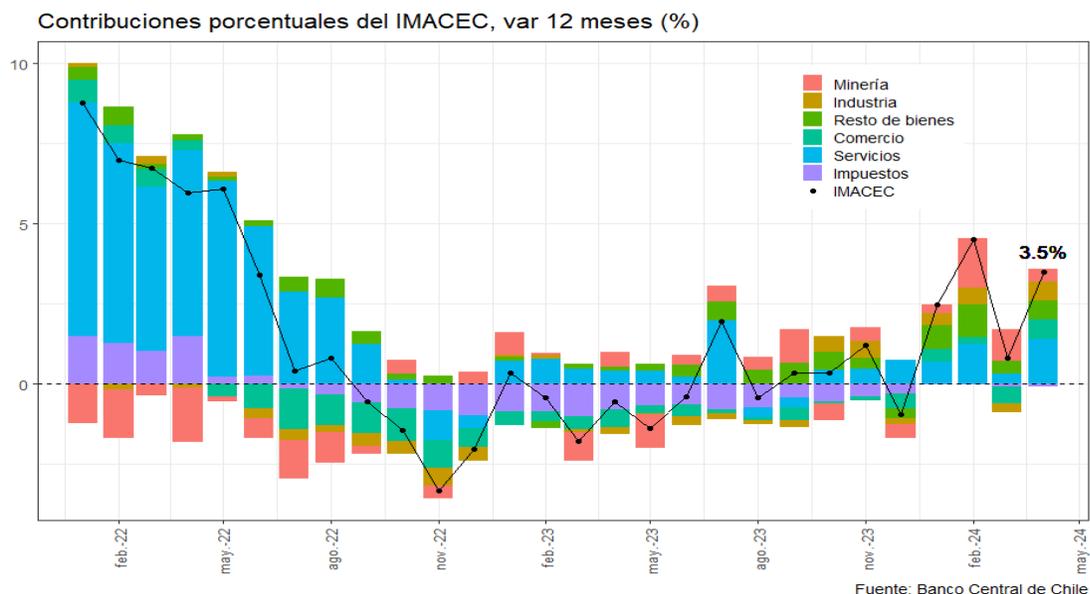
Víctor Salas Opazo y Equipo¹
Conversatorio de Política Económica
Departamento de Economía, USACH

Los datos recientes nos indican que la actividad económica está mejorando, aunque en un proceso zigzagueante, el que se espera culmine a fin de año con una tasa de crecimiento del PIB del orden de 2,5% a 2,7% y con una inflación aun cercana a 3,6% o más. Lo importante es que la economía ha salido del estancamiento de 2023 y que la inflación se mantiene controlada a un nivel todavía alto, mientras el mercado laboral sigue mostrando debilidad.

La actividad productiva se está recuperando con fuerza a inicios de este año, pero en vaivén.

El Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) y el IMACEC no minero de abril estuvieron en la parte alta de las expectativas, registrando una variación anual de 3,5% en ambos indicadores. Según la Encuesta de Expectativas Económicas se esperaba un 2,7% para el IMACEC de abril, por lo que el dato real superó ampliamente esas expectativas. Hay un consenso en que el dato de abril estuvo impulsado por el efecto calendario (3 días hábiles más que el año anterior), el comercio (6,40%) y la industria manufacturera (6,47%).

Gráfico 1. Contribución porcentual de las actividades económicas que componen el IMACEC



¹ En el Equipo del además participan el profesor Carlos Yévenes y Sebastián Cuéllar Pedreros como coordinador de ayudantes de investigación y Benjamín Oyarce, como ayudante de investigación.

Todos los sectores crecieron en la serie original y la minería fue el único sector que, si bien aumentó, anotó una caída respecto al dato de marzo (8,31%), ubicándose en 2,2%. En la serie desestacionalizada, el IMACEC aumentó 2,08% y 2,11% excluyendo la minería, y la tendencia es similar a la serie original en todos los sectores, pero en menores proporciones. Los datos ajustados indican una tendencia del orden del 2% de crecimiento.

Esta nueva situación de la actividad productiva, recuperándose en zigzag se puede observar en el Índice de Producción Minera del INE que, en su serie original, muestra un decrecimiento en los últimos tres meses pasando de 7,9% en febrero a -1,1% en marzo, y en su serie desestacionalizada, en el mismo lapso, pasó de 1,0% a -0,9%. Mientras que, el cobre presenta registros de producción acumulada anual positivos durante el primer trimestre, siendo de 0,7%, 5,0% y 3,0% en enero, febrero y marzo. En paralelo, los incrementos anuales de las exportaciones de cobre siguen siendo considerablemente mayores a los registrados en los últimos 5 años, con valores de 28,7%, 28,7% y 10,2% en enero, febrero y marzo respectivamente. La minería del cobre pasa por gran momento, con niveles de precios más altos en promedio mensual del siglo XXI (US\$4,3 en abril y US\$4,6 en mayo), similares a los del super ciclo de la primera década, y esto podría potenciarse mucho más si se avanza en políticas de mejoras en la productividad laboral del sector.

El sector de la construcción también muestra caídas. El Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON), en lo que va del año y con los datos disponibles, confirma la baja actividad de este sector, ya que, en enero, febrero y marzo, registró una variación anual negativa de -7,6%, -7,1% y -6,9% respectivamente.

En cuanto a la Producción Industrial, en su serie original, registró una variación anual positiva en abril de 2,0% respecto a marzo (0,7%), pero ajustando el factor estacional, la variación anual cambia a 4,2% en marzo y -0,9% en abril. Respecto a la Producción Manufacturera, se observa un aumento de 5,1% en abril y ajustado por el factor estacional corresponde a 1,2%, siendo que en marzo ocurrió la dinámica inversa, vale decir, -2,0% y 5,1% para la serie original y desestacionalizada respectivamente.

El mercado laboral sigue débil

La tasa de desempleo se ubica en 8,5%, 0,2 punto porcentuales menos que hace 12 meses, porque la fuerza laboral aumentó menos que las personas ocupadas (3,5% y 3,7%, respectivamente).

La tasa de participación y ocupación se ubican en 62,5% y 57,1% respectivamente. La ocupación femenina ha avanzado fuerte con respecto a meses anteriores, y se encuentra 0,8 p.p. por encima de los niveles prepandemia. Con respecto a los hombres, la ocupación femenina se encuentra 1,6 p.p. por debajo de la misma referencia.

Los empleos perdidos se han ido recuperando a mayor ritmo, desde la USACH estimamos que **en Chile faltan 253.140 empleos** para tener la misma tasa de empleo prepandemia. De hecho, si incorporamos los empleos faltantes o perdidos a los desempleados para medir la tasa de desempleo, esta cifra sube de 8,5% a 10,7%.

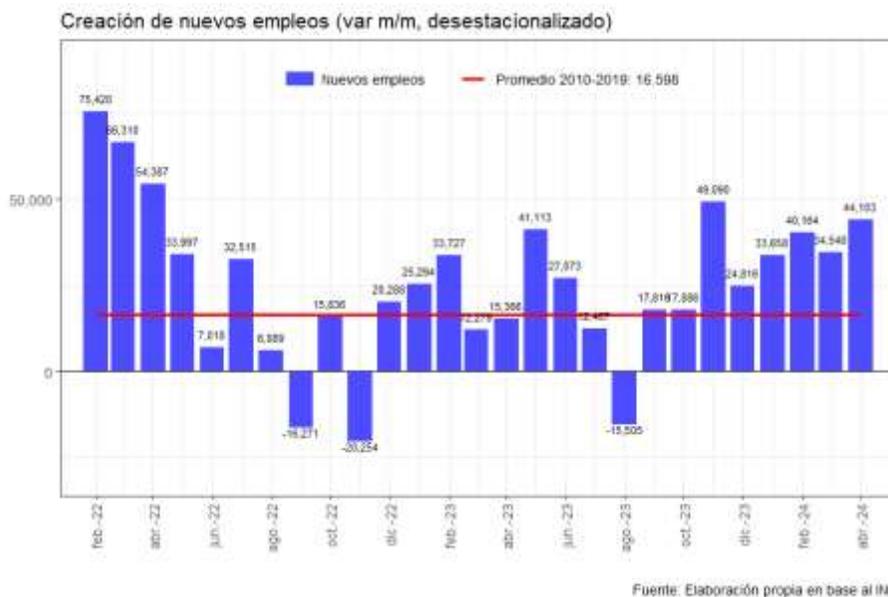
Gráfico 2. Empleos perdidos en pandemia según ocupación en miles de personas.



Desde septiembre del año pasado Chile está creando empleos por sobre el promedio histórico, el que entre 2010 y 2019 fue de aproximadamente de 16 mil al mes. En el mes de abril de 2024 se crearon 44.104 nuevos puestos de empleo. Buen dato para la reactivación.

El empleo va de la mano del crecimiento y la actividad, por lo tanto, es consistente que se encuentre dentro del promedio, lo importante es que se supere ese nivel, para poder conseguir más altas tasas de ocupación, recuperar los empleos perdidos en pandemia y volver a las tasas de desempleo históricas.

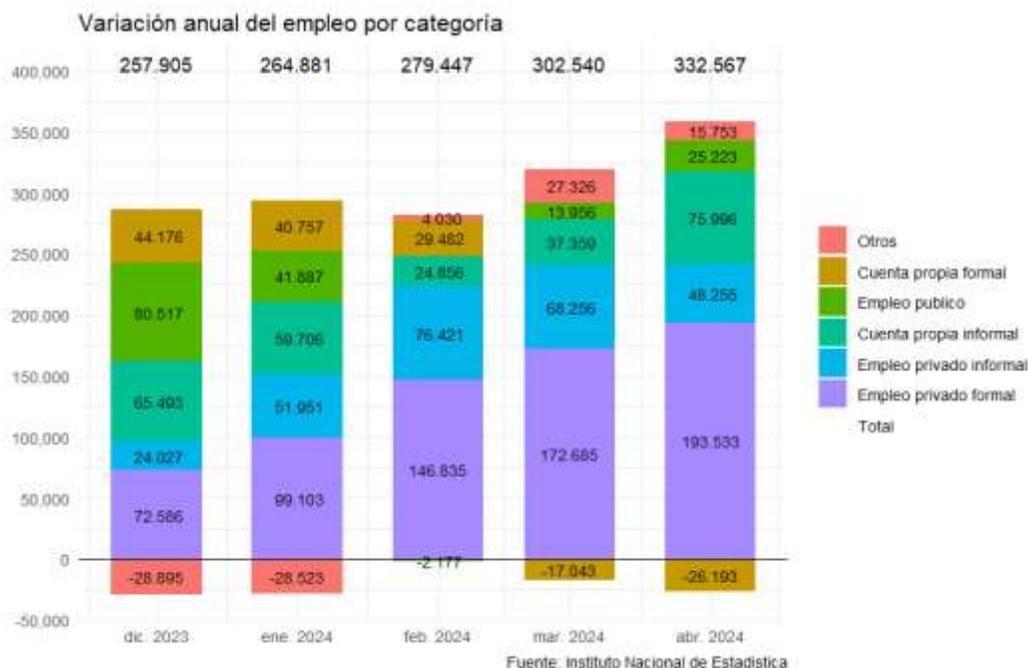
Gráfico 3. Creación de nuevos empleos en Chile entre febrero de 2022 y abril de 2024.



En abril de 2024, en comparación con el mismo mes del año anterior, se generaron 332,567 nuevos empleos. Aunque esta cifra refleja una recuperación gradual del mercado laboral, también revela que más del 50% de estos empleos son informales o de subempleo, es decir, carecen de beneficios como cotizaciones a fondos de pensiones y seguro de salud. Esto sitúa a la economía en un escenario complejo y diverso: por un lado, se avanza en la generación de empleo privado, pero por otro, la falta de formalidad impide disfrutar de la seguridad y estabilidad propias del empleo formal. La tasa de empleo informal ha alcanzado su punto máximo desde el último trimestre de 2021, llegando al 28.2%.

Analizando el sector privado en detalle, se observa un aumento en la formalidad, aunque también se evidencia una clara disminución en el emprendimiento formal, la cual no ha sido compensada. El sector informal ha experimentado un crecimiento anual del 5.8%, muy por sobre aumento en el sector formal (4.3%). Esto da cuenta que las empresas están ajustando sus costos y limitando la contratación, así lo demuestra el Índice de Avisos Laborales de Internet que elabora el Banco Central, que desde junio del 2022 no tiene una variación anual positiva, recién el mes de abril muestra un número positivo dentro de lo malo, una caída anual de tan solo 7,3%, comparado con abril del 2023 que cayó 44% anual.

Gráfico 4. Variación anual del empleo en Chile por categoría.



La convergencia de la inflación a la meta del 3% se dilata y la TPM se neutraliza más lento, y se plantea incertidumbre respecto a nuevos recortes.

En el Equipo Conversatorio de Política Económica de la Usach estimamos que el IPC de mayo tendrá una variación mensual de 0,57%, implicando con ello una variación de 4,37% en doce meses y de 2,77% en lo que va de 2024, no obstante, esperamos que en junio se ralentice en 1,1% respecto de la variación estimada en mayo.

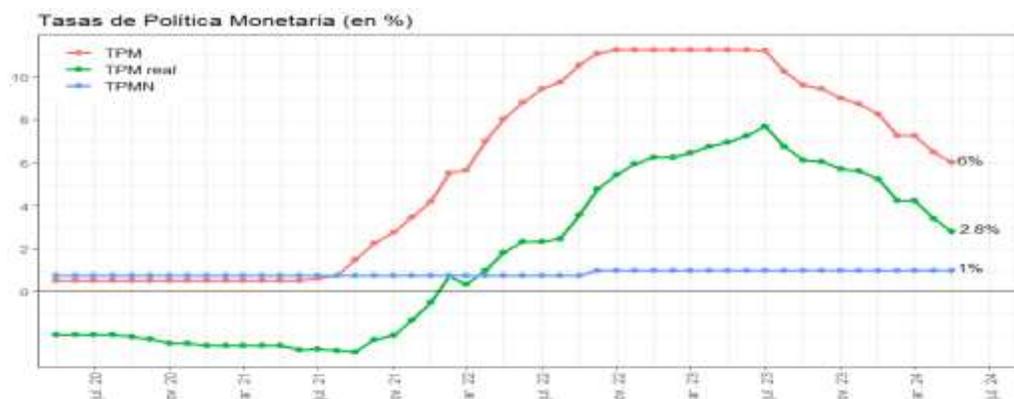
En este contexto, en que el IPC muestra signos de ralentización en su proceso de convergencia a la meta fijada de 3%, es que el Banco Central ha estado desacelerando el ritmo de bajada para la TPM. La rebaja en la Tasa de Interés de Política Monetaria en la última reunión de mayo fue de 0,5%, la cual permitió ubicar la TPM en 6% y se espera una reducción de 0,25% en la próxima reunión del 18 de junio, llevándola a 5,75%, que significaría un recorte total, en caso de concretarse, de 5,5% desde que inició el proceso de flexibilización monetaria en julio de 2023.

Los datos dejan en evidencia la ralentización del proceso de recorte debido a que la evolución de la inflación actualmente no permite vislumbrar un ritmo sostenido de convergencia a la meta del 3%, por el contrario, muestra un retroceso, incidido principalmente por factores externos y el incipiente repunte que se está comenzando a consolidar antes de tiempo en la actividad local.

En paralelo, la Reserva Federal de Estados Unidos (la FED) prácticamente ha descartado recortes en su TPM para 2024, aunque su par europeo (Banco Central Europeo), está dando señales de comenzar el recorte de sus Tipos de Interés en la reunión de junio, independiente de lo que haga la FED. Sin embargo, sigue habiendo un debate intenso en esa región dado que los salarios han subido 4,7% en el primer trimestre de 2024 y la productividad se mantiene estancada. Empero, la inflación europea está pasando por un proceso de retroceso debido al aumento que están experimentando estas economías, en particular, el consumo y la inversión, en un momento donde aún se esperaba que se mantuvieran con niveles más controlados mientras la autoridad continúa trabajando con consolidar el camino de la inflación a la meta del 2% y los agentes de la economía esperan futuras rebajas en el precio del dinero. Así, por la situación de nuestra inflación y por los factores externos se espera que la TPM en Chile se ubique entre 5% y 4,75% a fin de año, lo que implica que solo deberían ejecutarse rebajas de 0,25% en las reuniones que le restan al Consejo del Banco Central de Chile en 2024, aunque tiene espacio para ejecutar una rebaja de 0,5% en al menos una de ellas. Si bien, el supuesto de futuras rebajas de la TPM está en base a lo que informó el BCCh en el último IPOM de marzo, los pronósticos probablemente están sujetos a nuevos escenarios que se presentan en la coyuntura, y la real reducción de la TPM dependerá de la evolución del IPC, que actualmente, en su indicador general, se ubica en 4,0% (límite superior del rango de meta de inflación fijado por el BCCh). Pero también dependerá en gran medida del factor externo, dado el impacto que tiene el diferencial de tasas en el flujo de capitales y el traspaso cambiario en los determinantes de precios. En concreto son relevantes las decisiones de política monetaria que adopten la Reserva Federal en EE. UU (FED) y el Banco Central Europeo (BCE), que han dilatado el proceso de recorte de su Tasa de Política Monetaria y Tipos de Interés Oficiales respectivamente y las mantienen sin variación desde el segundo semestre de 2023. Tanto la FED como el BCE están con dificultades en el último tramo de control de la inflación y están siendo muy cautelosos tanto en el traspaso de información al mercado como en la ejecución de sus respectivas decisiones de política monetaria.

Las expectativas de inflación, según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), para el mes de mayo indican que se espera una variación mensual de 0,3% y 0,2% para el mes de junio, y en términos de variación en doce meses, se espera un nivel de 3,2% en once meses más. En cuanto a estimaciones propias del Conversatorio de Política Económica de la Usach, esperamos observar un nivel de variación para el IPC general de mayo de 0,57% y 0,48% para el mes de junio y una tasa más cercana al 4% a fin de año.

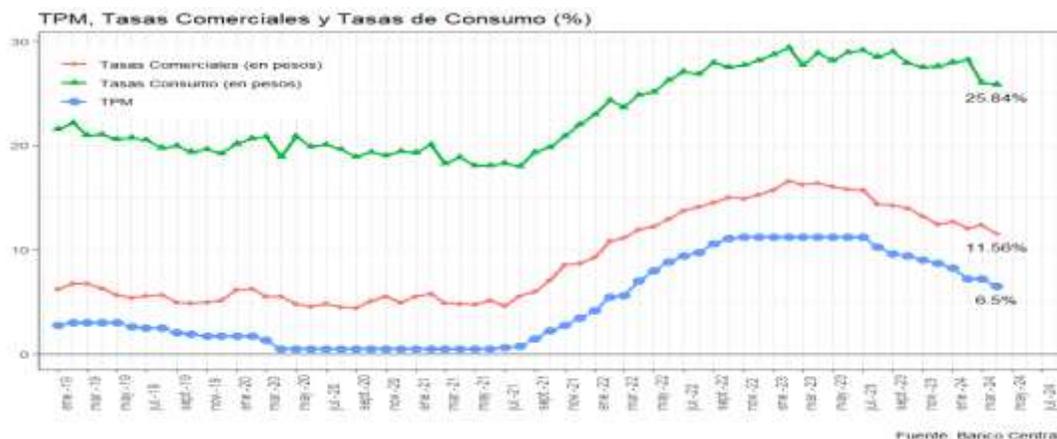
Gráfico 5. TPM, TPM Neutral y TPM real



*La política monetaria se considera expansiva (contractiva) cuando la TPM efectiva es inferior (superior) a la TPMN

Pese a las reducciones de la TPM, las tasas de interés comerciales y de consumo siguen manteniéndose altas y con dispar evolución respecto de la tasa de referencia. En el primer trimestre de 2024 se comienza a notar una clara tendencia a la baja en las tasas de consumo, en línea con la TPM, esto tuvo efecto en indicadores del sector comercio, el cual registró aumentos en Ventas de Comercio (2023 = 100) de 13,7% anual en marzo 2024 aunque en abril descendió a una variación de 5,5% anual, impulsado principalmente por el aumento en las ventas de durables en 13,9% (-2,9% anual en marzo) e ínfimamente por el componente no durable que en abril alcanzó su peor nivel desde enero, llegando a una variación anual de 1,4% (1,9% en marzo).

Gráfico 6. Tasa de Política Monetaria y Tasas de interés comerciales y de consumo.



El cobre toma un rol protagónico en las Finanzas Públicas

El cobre ha comenzado a tener un fuerte impulso en su precio, y entre el 02 de enero y 30 de mayo de 2024 ha pasado de US\$3,82 a US\$4,54 dólares la libra, promediando un valor de US\$4 y llegando a un máximo de US\$4,92 el 20 de mayo.

El fuerte impulso se explica por el aumento de la intensidad del uso del cobre en tecnología por parte de China, la rápida implementación de políticas de sostenibilidad ambiental en los países más rezagados en esta materia y el descenso en el precio del dólar. En este sentido, el Ministerio de Hacienda en el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del primer trimestre de 2024, proyecta un precio promedio de 420 US\$ la libra (US\$4,2 dólares la libra), equivalente a un 9,4% más que lo estimado para 2024 en el IFP del cuarto trimestre de 2023. Cabe destacar que en junio de este año Hacienda recalculará el precio del cobre a través de su consejo de expertos.

En línea con mejores proyecciones por parte del Gobierno, también se informa de un mayor aumento de la economía, equivalente ahora a un PIB de 2,7% (2,5% en el IFP anterior), principalmente impulsado por el PIB no minero que se proyecta en 2,4% (2,1% en el IFP anterior) y un PIB minero que se mantiene en 4,6%. Además, en línea con lo presentado sobre el IPC, el IFP informa de un importante aumento en la proyección del IPC, que lo ubica en 3,8% anual para este año (3,1% en el IFP anterior), asimismo, varió la estimación para el tipo de cambio, que pasó de \$868 a \$928 pesos.

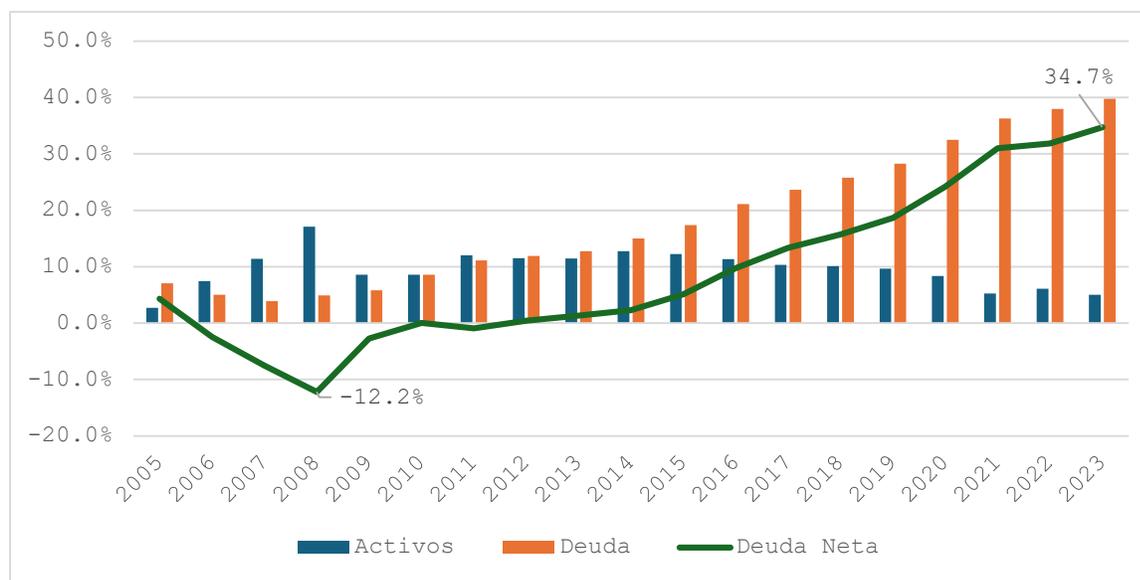
La ministra de Minería Aurora Williams asegura que para este año la producción de cobre llegará a 5,5 millones de toneladas y que alcanzará los 6 millones para 2025. Sumado a eso, entre los expertos hay un gran consenso en que el grupo de expertos consultados por Hacienda por el precio del cobre de largo plazo corregirán al alza el precio del metal rojo, dando espacio a mayor gasto y una mayor holgura fiscal. Sin embargo, desde el Observatorio de Políticas Económicas de la USACH esperamos que se vea con

cautela esta noticia, por dos motivos. Primero, este año y el próximo estará marcado por las elecciones locales, regionales y nacionales, por lo que puede ser un incentivo claro al mayor gasto fiscal y presencia del Estado para obtener rédito en las urnas; segundo, la estrechez fiscal que tiene Chile nos obliga a hacer un llamado a la sensatez, y sería una buena señal para el mercado y la responsabilidad de Estado que todos los ingresos efectivos adicionales que se obtengan por un alto precio del cobre sean ahorrados con el fin de disminuir la deuda pública neta. Según la Dirección de Presupuesto (Dipres), 1 centavo de dólar de alza en el precio del cobre genera US\$27,9 millones de ingresos efectivos (US\$18 millones aproximadamente por Codelco y el resto por la minería privada) al año.

En simultáneo, el tipo de cambio descendió en promedio mensual durante mayo por segunda vez consecutiva, llegando a \$917,88, lo que es considerable respecto al nivel promedio mensual que alcanzó en abril de \$960,14, más aún respecto de marzo (\$967,93\$). La caída del precio del dólar en los últimos meses está en línea con el aumento del precio promedio mensual del cobre, que subió progresivamente entre marzo y mayo desde US\$3,94 a US\$4,59 por libra, por lo que la correlación histórica entre ambas variables parece haber, esporádicamente, retornado.

La gestión de mantener ordenadas las finanzas públicas es un hábito que ha caracterizado a Chile por varios años, en donde, es conocido por el círculo de analistas y expertos que Chile fue uno de los países que mejor destacó para enfrentar la crisis financiera del 2008, y la crisis económica derivada de la pandemia COVID-19, debido a que ambos shocks contaba con la espacio fiscal para hacerlo de manera responsable y sin presionar de sobremanera a las generaciones actuales y futuras destinando la recaudación pública al pago excesivo de intereses por exceso de aumento de la deuda. Sin embargo, luego del año 2012 la deuda neta comenzó a aumentar y lo ha hecho de manera sostenida, por lo menos hasta 2022, donde hubo solo un cambio de tendencia, producto de la coordinación que hubo entre el Banco Central y el Gobierno, para controlar eficientemente la inflación galopante. Cabe recordar, que actualmente el Gobierno está siendo responsable en no incurrir en gastos permanentes con deuda, ya que, está a la espera de que su proyecto de Reforma Tributaria (prometido en el programa) sea aprobado por ambas cámaras en el congreso, y como es sabido más bien éste ha sido rechazado en primera instancia (2023). No obstante, el Fisco está teniendo buenos rendimientos con las últimas operaciones renta y el aumento del precio del metal rojo y se ven mejores perspectivas con otros acuerdos de proyectos de inversión importantes para el futuro sostenible y tratados de libre comercio.

Gráfico 7. Deuda Bruta, Activos del Tesoro y Deuda Neta.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central

En términos de política fiscal, el Gobierno asume que la actividad se expandirá por sobre las expectativas en 2024, asimismo, ha cambiado su proyección de Balance y calcula un Balance Efectivo y Cíclicamente Ajustado de -1,9% y -2,2% (-1,9% en el IFP anterior) respectivamente, distanciándose de la meta déficit estructural de 1,9% del PIB que existe para 2024, lo que reduciría según el Gobierno la deuda bruta a 40,3% del PIB (39,4% en el cuarto trimestre de 2023).

Comentarios finales

La nueva coyuntura económica revela que el proceso de crecimiento económico local y externo está presentando signos de rápida recuperación, sin embargo, al no estar la inflación anclada a la meta existe un riesgo real de que el control de precios se dilate por sobre lo esperado y las condiciones de financiamiento continúen estrechas mayor tiempo del previsto.

En este contexto, se debe tomar en cuenta el alza que registra la tasa a 10 años de los Bonos del Tesoro de EE. UU (referencia para la deuda de Largo Plazo), que se ubica actualmente en 4,54%, y que en el caso de Chile, también está alto, en diciembre pasado la tasa anual (reajutable en UF) para vivienda alcanzó su valor más alto desde febrero de 2009 (5,53%) con 5,21% y el descenso que ha tenido durante el primer trimestre es leve y lejano al valor que existía en 2019, pasando de 5% en enero a 4,87% en abril, al mismo tiempo, que los plazos de créditos hipotecarios para la vivienda en meses están en niveles considerablemente más altos que en el periodo prepandemia, por lo que si entre 2016 y 2019 el promedio simple era de 262 meses, y en pandemia era de 270 meses, entre 2022 y abril de 2024 la cifra promedia los 291 meses. Además, se suma el mantenimiento de las tasas de interés de referencia en la FED y el BCE, los que no tienen confianza en cuanto a que las condiciones actuales permitan alcanzar en un plazo de 2 años un nivel de inflación del 2%, lo cual impacta en el ritmo de bajada de las tasas hipotecarias locales.

Por otra parte, y para finalizar, la coyuntura económica actual presenta en Chile y también en dos de nuestros principales socios comercial como USA y la Zona Euro, están apareciendo registros de aumento de la actividad económica, que si bien es positivo, se da en un contexto donde aún no se confirma la convergencia del IPC a la meta respectiva, ya que, la TPM aún está lejos de su nivel neutral (4,0% actual), los salarios nominales se mantienen con variaciones altas aunque los salarios reales se incrementan acorde al nivel de tendencia de 2019, y el mercado del trabajo continúa creando puestos, sin embargo, también se observa una baja productividad laboral en esas economías. En este sentido, la coyuntura presenta una situación similar a la que está ocurriendo en la Zona Euro y en parte Estados Unidos, en donde el mercado del trabajo se ha mostrado relativamente más resiliente.

En el caso de Chile, la Productividad laboral volvió a su nivel de estancamiento luego del fuerte repunte de 2020 (12,8%) y el Informe Anual de Productividad 2023, que elabora la Comisión Nacional de Evaluación y Productividad, permite observar que la Productividad Laboral no solo dejó atrás el fuerte repunte de 2020 sino que aún no recupera su nivel de "crecimiento" prepandemia, que fue de 1,4% entre 2011 y 2019, y en la presente década, exceptuando 2020 (12,8%), oscila entre -0,5%, -6,3% y -1,9% en 2021, 2022 y 2023 respectivamente.

Entonces, dado que la Productividad Laboral ha vuelto a su situación de estancamiento de hace una década, inferimos que la coyuntura actual es de una economía en donde la eficiencia en el uso del capital y la mano de obra no está en línea con el aumento que experimentaron con fuerza los salarios reales y que comienza a experimentar la actividad en este proceso final de recuperación de los fundamentos macroeconómicos, por lo que existe un potencial impacto negativo, en concreto, en el último tramo de control del IPC para anclarlo a la meta fijada por la autoridad monetaria, luego del fuerte desajuste derivado de la crisis económica más reciente.