

CEF ANÁLISIS

N° 54

INFORME CEF MACROFINANCIERO / MARZO 2022



ECONOMÍA INTERNACIONAL

SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA CHINA



ACTIVIDAD ECONÓMICA

¿HACIA UNA ESTANFLACIÓN?



DINERO Y BANCA

SE EMPIEZA A NORMALIZAR LA LIQUIDEZ



PENSIONES

MEJORÍA SIGNIFICATIVA DEL PILAR SOLIDARIO



TEMA DE ANÁLISIS

HOLGURAS FISCALES: ¿SON US\$ 30.000 MILLONES?



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

ENERO/MARZO



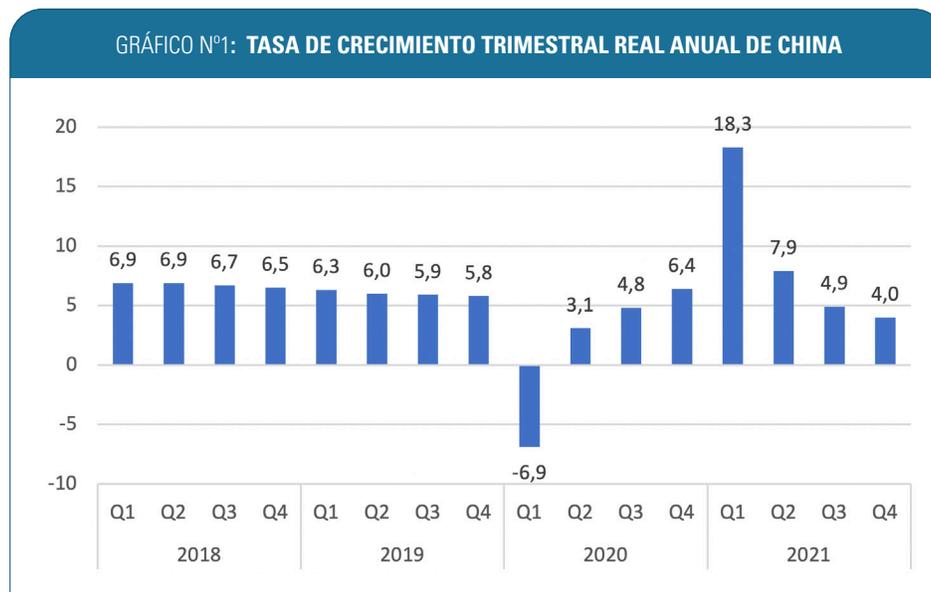
**DESCARGA
EL INFORME**



**VER INFORMES
ANTERIORES**



El crecimiento proyectado por el FMI para China en 2022 pasó de 5,6% en octubre del 2021 a 4,8% en enero de este año, previo a la guerra en Ucrania. En esta sección analizamos factores que llevaron a esta caída, medidas que ha tomado el Estado chino para contrarrestarla y cómo el conflicto puede afectar su economía.



Fuente: Bloomberg

Factores internos

Como revisamos en la sección de Economía Internacional del informe de noviembre¹, el aumento en las restricciones al crédito inmobiliario que el estado chino llevó a cabo durante el segundo semestre del 2020 ha tenido consecuencias². La primera fue la caída de Evergrande. Actualmente, según el índice de ventas de propiedades residenciales de Bloomberg, la venta de propiedades de este tipo cayó en aproximadamente un 20% año a año durante el último trimestre del 2021. Al mismo tiempo, el índice de Bloomberg que calcula la superficie total en construcción cayó cerca de 30% año a año en el mismo período.

Lo anterior es relevante, ya que la industria de la construcción y sus servicios asociados representan alrededor del 30% del producto interno chino. Esto es en parte porque, dado el limitado desarrollo

¹ Disponible en: <https://ese.cl/ese/centros-investigacion-autor/centro-estudios-financieros/cef/cef-analisis-informe-macrofinanciero-noviembre-2021/2021-11-17/124928.html>

² Se le conoció como la estrategia de las "3 líneas rojas" y fue implementada en agosto de 2020. Más información de cuáles son estas líneas, cómo ciertas empresas quedaron en una mala situación y en qué están actualmente en el link: <https://www.bloomberquint.com/global-economics/what-china-s-three-red-lines-mean-for-property-firms-quicktake>.



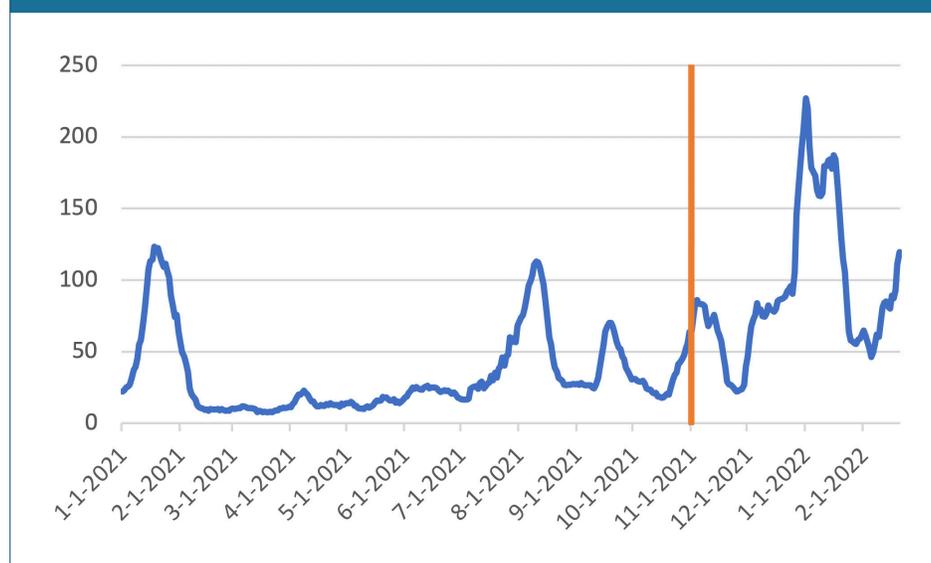
financiero del país, las propiedades son un vehículo de ahorro importante para las personas. Además del efecto directo en las personas, esto tiene impactos en la solvencia fiscal de las provincias, ya que la venta de terrenos para desarrollos inmobiliarios es una fuente importante de financiamiento para aquellos gobiernos.

Un segundo factor ha sido el arribo de la variante Ómicron, implicando la amenaza de nuevas cuarentenas masivas producto de la política de “Cero Coronavirus” del gobierno. De todas maneras, aquel programa ya no es tan estricto como al comienzo, las medidas más duras han estado concentradas en ciudades más pequeñas. De todas maneras, el 14 de marzo se decretó por primera vez en esta nueva ola, cuarentena en una ciudad importante, específicamente en Shenzhen, afectando a más de 17 millones de personas.

Hasta ahora, la producción se ha mostrado resiliente a este factor. Los indicadores de problemas en la producción industrial y en las exportaciones elaborados por Bloomberg están en niveles saludables, similares a los observados antes de la pandemia. Solo ha empeorado la congestión en los puertos desde octubre del 2021, pero eso está relacionado con problemas en otros países también.

De todas maneras, como señala la revista The Economist, las restricciones a los viajes y de aforos han afectado al consumo interno, que creció sólo un 1,7% nominal en doce meses en diciembre.

GRÁFICO N°2: PROMEDIO SEMANAL DE NUEVOS CASOS DE COVID-19 EN CHINA



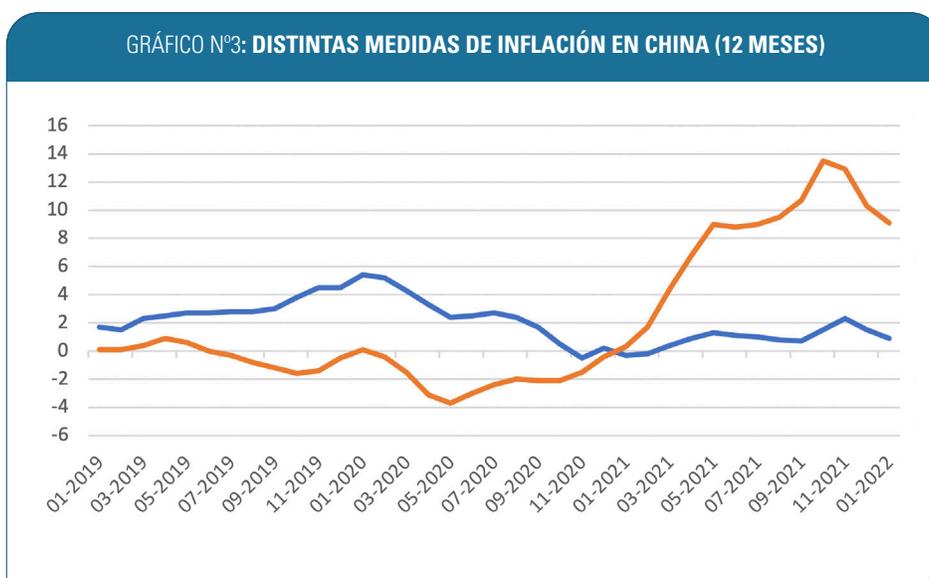
Fuente: Our World in Data.

*En naranja fecha aproximada en que se descubrió la nueva variante en Sudáfrica y Hong Kong.



Por su parte, el Estado chino ha estado intentando hacer crecer el crédito disponible en la economía, y sobre todo al sector inmobiliario, a través de los bancos. Para lograr lo anterior han disminuido los requerimientos de capital, presionado para que entreguen más créditos a desarrolladores de proyectos inmobiliarios (cambiando algunas de las reglas de las “3 líneas rojas”) y también ha impulsado a que bajen las tasas y pie exigido para créditos hipotecarios a personas. De esta forma planean estabilizar el sector y evitar el contagio financiero.

Para llegar a las PYMEs, que emplean a alrededor de 80% del total de trabajadores, que tienen un menor acceso al crédito y son de las más afectadas por las restricciones del Coronavirus, el gobierno ha diseñado exenciones tributarias, préstamos y subsidios para mejorar la productividad.



Fuente: Bloomberg.

Factores externos

El Fondo Monetario Internacional, antes de que empezara la guerra en Ucrania, había bajado su proyección de crecimiento mundial para este año de 4,9% a 4,4%, reduciendo la estimación para los países desarrollados de 4,5% a 3,9%. Esto implicaba ya un menor crecimiento del esperado en la demanda por muchos de los productos manufacturados chinos.

En cuanto al conflicto, si bien China ha jugado un rol secundario, no participando de las sanciones a Rusia, hay cambios que sí afectan al país directamente. El más notorio es el salto en el precio del petróleo, donde el barril de WTI pasó de niveles cercanos a USD 70 cada uno a finales de 2021 a niveles cercanos a USD 120. De todas maneras, como China no ha impuesto sanciones,



esto podría implicar que Rusia le termine vendiendo petróleo más barato que en el mercado internacional, pero el redirigir todos los flujos tomará tiempo y difícilmente sea a precios más baratos que antes de la guerra.

Donde hay un impacto también es en el mercado global de alimentos, específicamente en los granos, ya que Ucrania y Rusia producen alrededor de 24% de las exportaciones. Este es un caso distinto al del petróleo, ya que los granos no es que solo tengan que desviarse en su destino (mandar el petróleo que iba para Europa a China), sino que una parte importante de la producción de Ucrania se va a perder. Si bien China no es el mayor importador de granos, la presión en estos commodities hace subir los precios de fuentes alternativas de comida, como el arroz. Lo anterior impulsa además la inflación para los consumidores, dando así menos espacio para futuros estímulos monetarios.

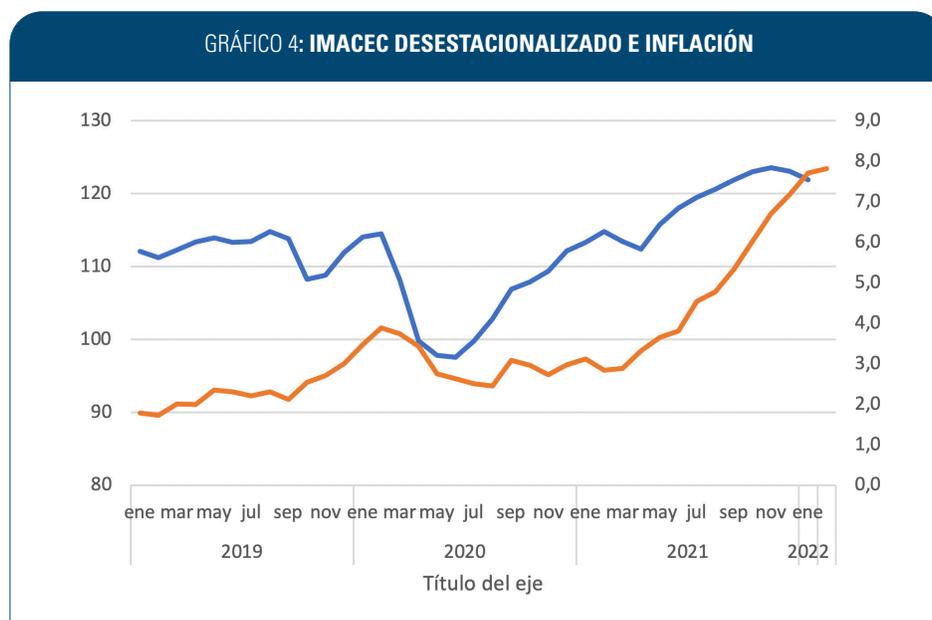
Junto con lo anterior se espera también un comienzo del retiro de la liquidez inyectada por distintos bancos centrales durante la crisis, lo que si bien era un cambio esperado, puede generar riesgos si es que la velocidad con la que retira el estímulo es mayor o el colapso financiero que está teniendo Rusia tiene alguna consecuencia no esperada.

De todas maneras, hasta ahora la inflación para los consumidores chinos es baja, como se puede ver en el Gráfico N°3. Por esto, el Estado chino tiene espacio todavía para implementar programas de estímulo monetario que reemplacen en parte la liquidez externa.

Por último, es relevante que la guerra en Ucrania, mediante el alza en los costos de energía y alimentos, puede poner presión al índice de precios a los productores (IPP), que ya ha enfrentado importantes alzas durante el último año. Lo anterior haría más caros los productos manufacturados en China, lo que impactaría de manera negativa al sector exportador y con ello el resto de la economía.



Luego del fuerte crecimiento experimentado durante buena parte del 2021, la economía chilena se encuentra en una fase de desaceleración combinado con aumentos importantes en la inflación, como se puede observar en el Gráfico N°4. A lo anterior se le debe agregar los resultados de empleo, donde en el trimestre móvil noviembre-enero se crearon 6.000 puestos de trabajo (con ajuste estacional) y la tasa de desempleo aumentó de 7,2% a 7,3%, su primera alza en 10 meses, al mismo tiempo que para este año se tiene planificado un descenso real de 24,6% en el gasto del Estado.



Fuente: Banco Central de Chile

Lo anterior hacía que, hasta mediados de febrero, el mercado previera importantes alzas de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por parte del Banco Central, de manera de poder contener las expectativas de inflación y así evitar el escenario de “estanflación” donde la economía se estanca en cuanto a crecimiento, al mismo tiempo que sube la inflación, pero el pasado 24 de febrero Rusia invadió Ucrania, provocando una serie de cambios. A continuación analizamos los efectos que estos pueden tener en la economía chilena.

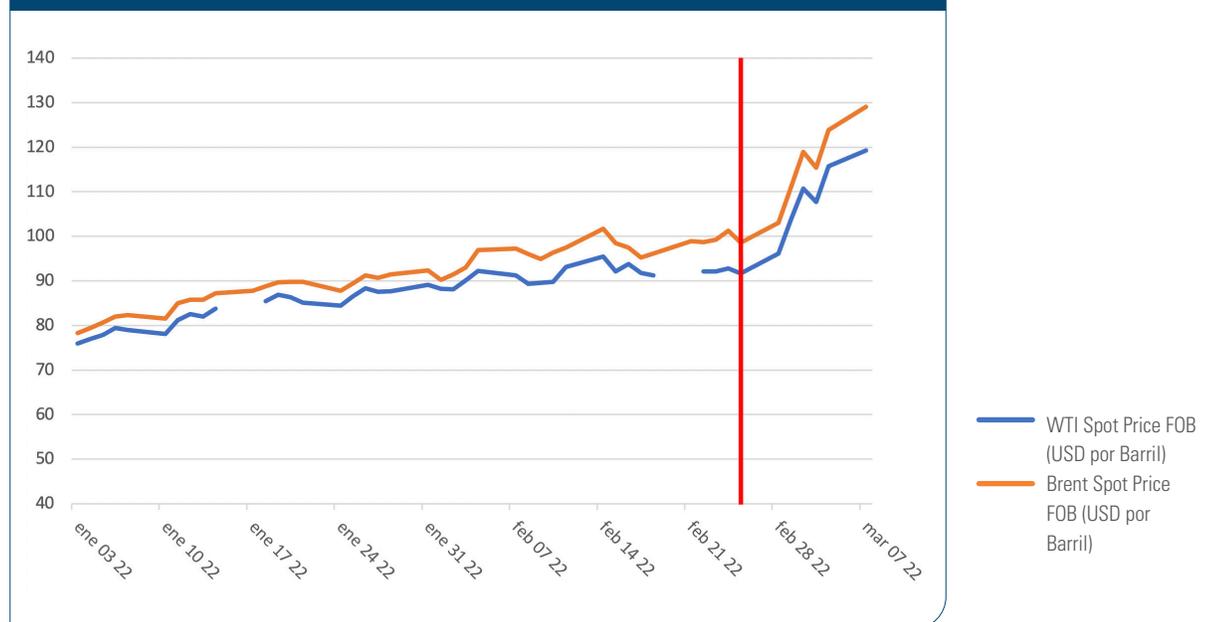
Un primer canal a través del cual el conflicto está afectando el desempeño de la economía local es el cambio en precios de commodities. Una de las materias primas con mayores alzas en precios y volatilidad ha sido el petróleo. Esto es debido a que Rusia representa el 13% de las exportaciones globales (en 2019 fue el segundo mayor exportador, sólo detrás de Arabia Saudita, que representa el 14,7% del mismo total) y que, debido a la guerra, ha tenido que enfrentar una serie de sanciones y castigos. Al 10 de marzo, Estados Unidos y el Reino Unido han anunciado que no van a comprarle más petróleo, mientras que Europa ha señalado que trabajará para reducir su demanda de gas ruso



en 65% durante este año. Al mismo tiempo, Rusia ha recibido una serie de sanciones financieras, más el retiro de las principales petroleras internacionales, lo que ha hecho más costoso comprar petróleo ruso a países que no han puesto sanciones directas. También ha habido conversaciones entre Estados Unidos y Venezuela para aumentar la compra de petróleo, aunque nada concreto aún.

Lo anterior se ha traducido, por ahora, en una restricción importante en la oferta global de petróleo, lo que, junto a la inelasticidad de la demanda, ha provocado un alza en los precios, tal como se puede ver en el Gráfico N°5, que muestra los dos principales indicadores de precios (la línea horizontal marca el comienzo de la invasión). El precio aumentó más de 20% en apenas tres días de iniciado el conflicto, acentuando la tendencia al alza que había desde comienzos de año. Además de lo anterior, la volatilidad esperada (que aproxima la incertidumbre que existe en el mercado sobre los precios futuros) también ha subido de manera importante. El índice OVX, que mide la volatilidad que se espera tenga el precio del petróleo en base a precios de opciones, aumentó un 49% comparado con lo observado previo al conflicto en 2022.

GRÁFICO 5: PRECIO DEL PETRÓLEO WTI Y BRENT (US\$/BARRIL)



Fuente: Bloomberg.



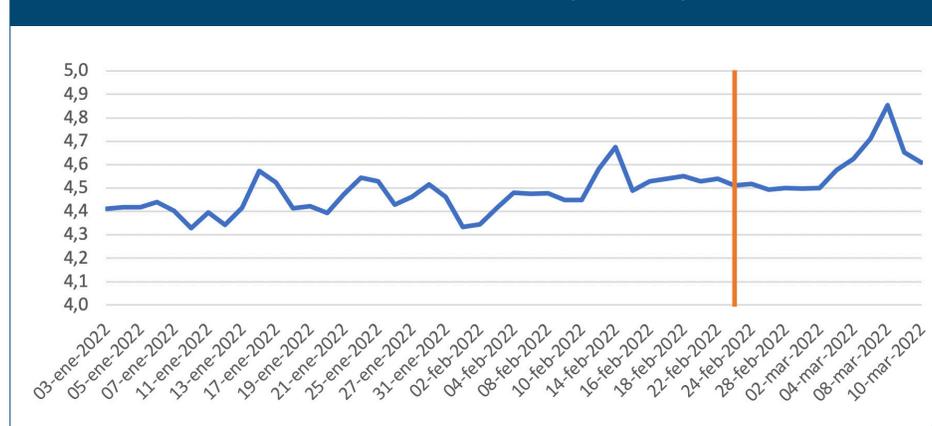
Este cambio es relevante para Chile, ya que el petróleo y sus derivados representan aproximadamente el 15% de nuestras importaciones siendo además un insumo clave en los costos de producción, lo que impacta a la economía completa.

Al alza del precio del petróleo se ha agregado la del cobre. El Gráfico N°6 muestra la trayectoria del precio (en dólares por libra de la bolsa de metales de Londres), que muestra que, si bien no cambió el precio durante los primeros días, entre el 2 y el 8 de marzo aumentó un 8%, para luego revertir parte de la subida.

Si bien el aumento del precio del cobre es menor al del petróleo, el cobre representa alrededor del 50% de nuestras exportaciones. Surge entonces la pregunta: ¿gana o pierde Chile con esta situación? La respuesta simple es que, de mantenerse los precios, tendríamos que el precio del cobre podría compensar el alza en el petróleo en cuanto al impacto en los términos de intercambio.

De todas maneras, hay que tener cuidado, ya que aunque asumamos que ambos shocks tienen magnitudes similares en dólares, no tienen un efecto equivalente en la economía. El alza en el petróleo afecta a través de costos de transporte más altos para las personas y para los bienes que consumen, lo que, entre otros, disminuye la actividad y hace crecer aún más rápido el índice de precios al consumidor. El cobre por su parte entrega mayores ingresos a las empresas dedicadas a esto, sus proveedores, y al fisco a través de Codelco y los impuestos. Esto es positivo, pero no se transmite de manera tan amplia e inmediata al resto de la economía como el shock del petróleo, ni contrarresta el efecto inflacionario que pueda tener el petróleo.

GRÁFICO 6: PRECIO DEL COBRE (US\$/LIBRA)



Fuente: Banco Central de Chile.



Entonces, un canal mediante el cual estos cambios en los precios dejan peor al país, a pesar de que en cuanto a términos de intercambio puedan compensarse en magnitud, es a través de aumentos en el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Dada la situación actual, donde a febrero la inflación en 12 meses está cercana al 8%, el aumento en los precios del petróleo hará que suban aún más las expectativas de inflación futura, por lo que el Banco Central tendrá incentivos a retirar con más fuerza de la anticipada antes de la guerra los estímulos, de manera que las expectativas de inflación a mediano plazo se mantengan ancladas, con la menor demanda agregada que lo anterior implica.

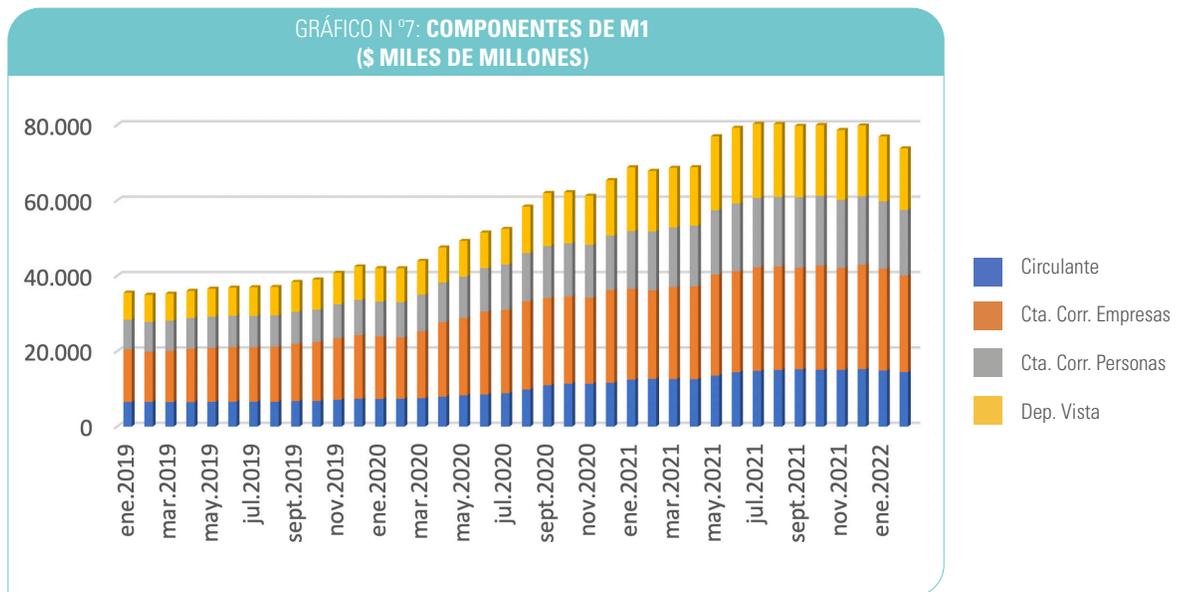
Un segundo canal mediante el cual el conflicto tiene efectos negativos en Chile es a través de la menor demanda global. Debido a la elevada incertidumbre, predicciones puntuales no son relevantes, pero todas coinciden en que la guerra será un shock negativo al crecimiento, al menos en Europa y Estados Unidos. Lo relevante es que lo anterior implica un menor crecimiento en la demanda de los productos que exporta Chile, más allá del cobre, lo que afecta también las perspectivas de crecimiento a la baja.

Los efectos de este shock probablemente serán negativos para el crecimiento de Chile. De todas maneras, hay que tener en cuenta que la fuerza de estos efectos va a depender de la duración e intensidad del conflicto. Estas dos variables son bastante difíciles de predecir ya que, por ejemplo, en cuanto a intensidad pueden existir una infinidad de escenarios con resultados tan negativos como una guerra nuclear u otros donde se depona a Putin y las sanciones son levantadas, terminando así el conflicto, o, puede suceder también, que el desenlace suceda hoy o en dos años más. Todo esto sin siquiera mencionar los cambios que puede implicar en el equilibrio geopolítico global.

Volviendo a Chile, vemos que en general acentúa los problemas macroeconómicos que venía enfrentando el país, aumentando de esta forma la probabilidad de que quedemos en el escenario de bajo crecimiento y alta inflación.



El año 2021 será recordado por el significativo boom de consumo que registró la economía. Aunque aún no se publican las cifras definitivas del año, el IPoM de diciembre del Banco Central estimó un crecimiento del consumo privado de 21%, la cifra más alta desde que existen registros. Como muestra del fenómeno, las importaciones de bienes de consumo registraron un crecimiento anual de 69,8%, siendo además un 27,3% superiores a las del año 2019, antes de la pandemia. Es efectivo que la reducida base de comparación explica una parte del resultado, pero sin duda, el elemento más importante es la elevada liquidez de la economía, producto de los retiros de fondos de pensiones y las abundantes ayudas del Estado. La forma más clara de verlo es a través de la composición del circulante y los depósitos de cuenta corriente y vista (definición de M1), que se muestran en el gráfico a continuación.



Fuente: BCCH

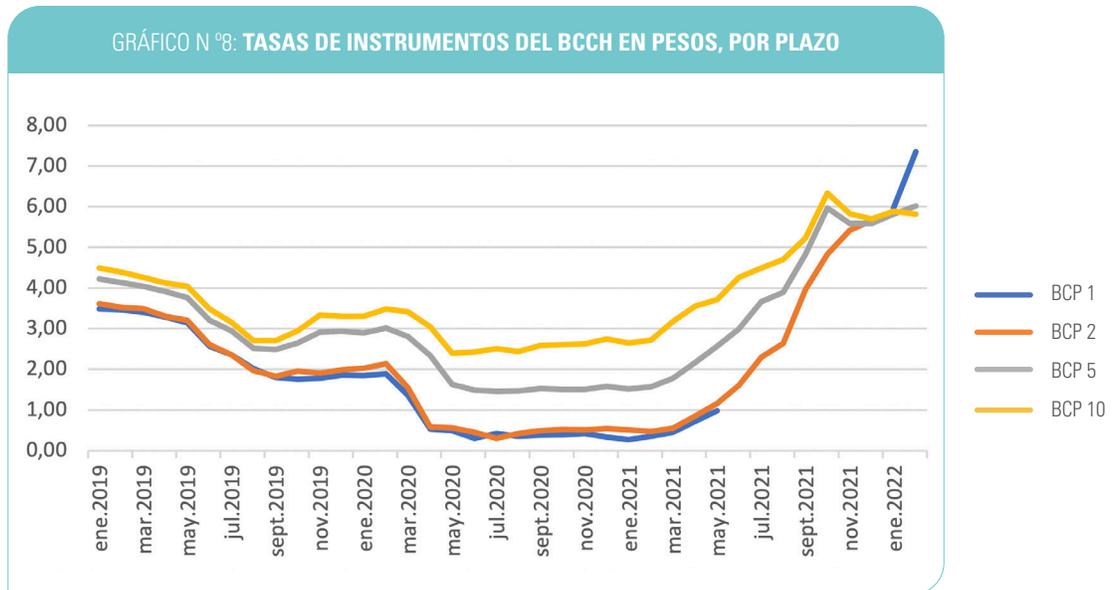
La evolución del agregado monetario M1 permite mostrar el aumento que se produce en la liquidez en cada uno de los tres retiros de fondos de pensiones, en julio de 2020, diciembre de 2020 y mayo de 2021. Luego de eso, la liquidez se mantiene muy elevada, producto de las ayudas estatales. Podemos ver que entre enero de 2020 y mediados del año pasado, el M1 se duplicó. Si tomamos como base los valores promedio de sus componentes en 2019, se puede calcular que, en sus puntos más altos, el circulante había aumentado un 126%, el saldo de las cuentas corrientes de las empresas, un 83%, las cuentas corrientes de personas, un 123% y los depósitos vista, un 148%. Es bastante evidente que este comportamiento tan expansivo de la liquidez no sólo llevaría a un boom de consumo, sino también a aumentos de presiones inflacionarias.



SE EMPIEZA A NORMALIZAR LA LIQUIDEZ

Sin embargo, en los últimos meses la situación de la liquidez se empieza a normalizar. Desde su peak, en octubre de 2021, el M1 ha caído un 7,7%, explicado por disminuciones en todos sus componentes, pero principalmente en los depósitos vista. El fin del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) en diciembre probablemente es la causa más importante de esta moderación en la liquidez. Inevitablemente, esto llevará a que el gasto de la economía empiece a perder impulso, aunque dado que los componentes de la demanda de dinero se mantienen bastante por sobre sus niveles históricos, queda aún un espacio para que el crecimiento de la demanda interna en la primera parte del año se mantenga alto. Sin duda, iremos de más a menos.

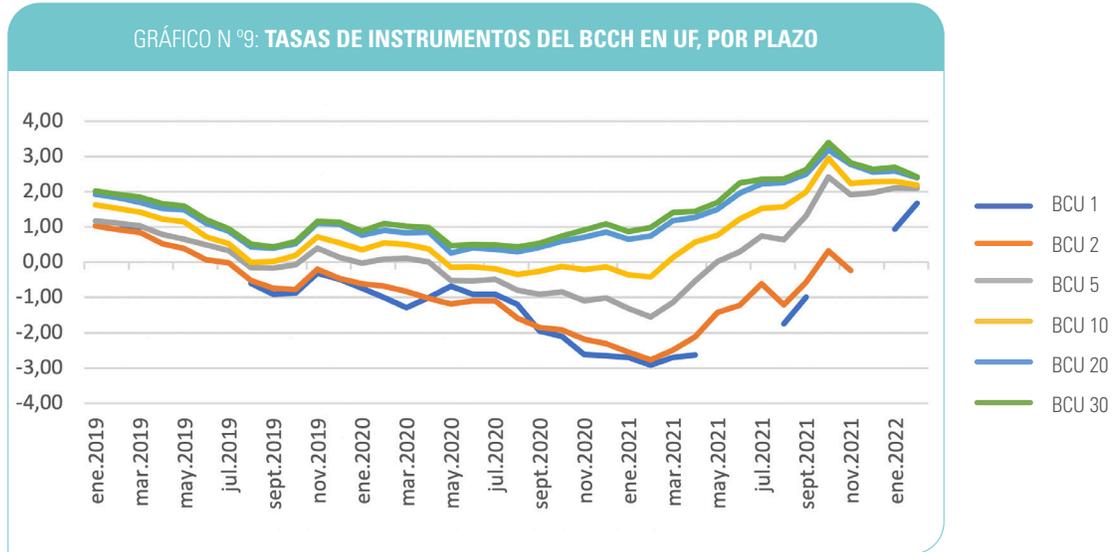
Las presiones inflacionarias generadas por este exceso de gasto siguen teniendo repercusión en las tasas de interés, que han mantenido su tendencia alcista, no sólo las nominales, sino también las expresadas en UF. La tasa de política monetaria (TPM) ha subido de 0,5% en junio a 5,5% en marzo, el alza más pronunciada que ha registrado en las últimas dos décadas, que además se mantendrá en los próximos meses, lo que ha repercutido fuertemente en las tasas de corto plazo, y también en las de largo. Los siguientes gráficos muestran las tasas de interés en pesos y en UF para los instrumentos del Banco Central y Tesorería.



Fuente: BCCH

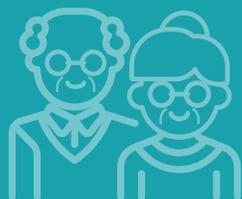


SE EMPIEZA A NORMALIZAR LA LIQUIDEZ



Fuente: BCCH (los períodos sin datos se explican por falta de transacciones)

Puede verse que las tasas en UF, que se habían mantenido en terreno negativo durante gran parte de 2020 y 2021, son positivas actualmente para todos los plazos, aunque aquellas de plazos más largos empezaron a revertir levemente su tendencia alcista a partir de noviembre, lo que probablemente tiene que ver con el fin de la política de los retiros de fondos de pensiones.



Se acaba de aprobar recientemente una modificación significativa del sistema previsional, a través de la creación de la Pensión Garantizada Universal (PGU), que significará un aumento importante de las pensiones, especialmente de los jubilados de ingresos medios. Algunos han mencionado que se deja de lado entonces a los pensionados más vulnerables, lo que no es correcto, ya que a fines de 2019 se implementó también una mejoría importante de las pensiones para el 60% más vulnerable. En los últimos dos años el gasto fiscal en el pilar solidario aumentó un 65% real, producto de la mejoría de la Pensión Básica Solidaria (PBS), que corresponde al aporte que reciben los pensionados que nunca cotizaron, y del Aporte Previsional Solidario (APS), que complementa las pensiones de aquellos jubilados que sí cotizaron, en función de la pensión autofinanciada que obtengan.

Si a esta mejoría significativa de las pensiones para el 60% más vulnerable agregamos los cuantiosos recursos que implicará la implementación de la PGU, se puede afirmar que el Estado ya estaría cumpliendo su rol en materia de aporte de recursos fiscales, la tarea de fortalecer el Pilar Solidario estaría completa, y lo que queda pendiente es fortalecer el pilar de ahorro obligatorio, y por supuesto también, el pilar de ahorro voluntario, que es aún muy poco significativo.

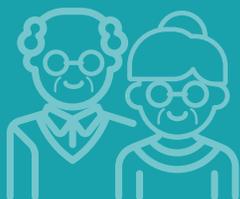
A continuación, mostraremos las cifras que permiten avalar lo anteriormente dicho.

CUADRO N° 1: PENSIONES AUTOFINANCIADAS Y BENEFICIOS SOLIDARIOS PROMEDIOS (PESOS REALES DE DICIEMBRE 2021)

| | | Noviembre 2019 | Diciembre 2021 | Variación (%) |
|---------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| PBS | | 121.112 | 169.649 | 40,1 |
| Mujeres | Autofinanciada | 191.008 | 218.674 | 14,5 |
| | APS | 24.417 | 38.845 | 59,1 |
| | Pensión Total | 215.425 | 257.519 | 19,5 |
| Hombres | Autofinanciada | 331.637 | 330.874 | -0,2 |
| | APS | 30.907 | 59.191 | 91,2 |
| | Pensión Total | 362.544 | 389.975 | 7,6 |

Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones

Podemos ver que efectivamente en los dos últimos años los aportes previsionales solidarios registraron aumentos significativos. La PBS aumentó un 40% en términos reales, mejorando en forma importante la situación de los pensionados más vulnerables. Por su parte, el APS promedio para las mujeres aumentó casi un 60% real, mientras que para los hombres subió en promedio un 90% real. La pensión promedio autofinanciada subió un 14,5% para las mujeres y cayó muy levemente en el caso de los hombres. Finalmente, la pensión promedio final para las mujeres subió un 19,5% real, mientras que para los hombres un 7,6%.

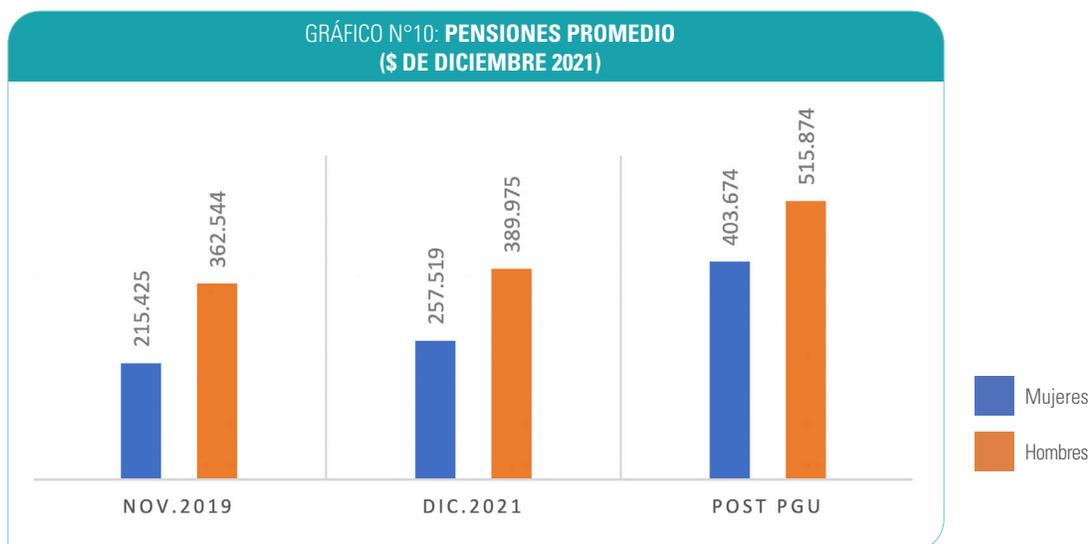


MEJORÍA SIGNIFICATIVA DEL PILAR SOLIDARIO

Es efectivo que las cifras de las pensiones promedio siguen siendo bajas, de \$ 257.519 para las mujeres y de \$ 389.975 para los hombres, sin embargo, responden a una realidad de ingresos laborales también bajos. La Encuesta Suplementaria de Ingresos (ESI) 2020, registra un ingreso medio nominal de \$551.327 para las mujeres y de \$692.289 para los hombres, lo que significa una relación de pensiones/ingresos de 47% para las mujeres y de 56% para los hombres, cifras que no son muy distintas a las tasas de reemplazo promedio en los países de la OCDE, que tienen tasas de cotización que casi duplican las de Chile y mayores edades de jubilación en la mayoría de los casos.

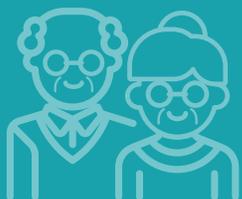
El cuadro anterior nos permite tener una idea de la importante mejoría de pensiones que producirá la PGU, especialmente para aquellos jubilados que actualmente reciben aportes previsionales solidarios (APS) reducidos³. La PGU, equivalente a \$ 185.000, significará una mejoría de la PBS de 9%, mientras que las mujeres, que en promedio reciben un APS de \$38.845, pasarán a recibir \$185.000, con lo que su pensión final promedio subiría de \$ 257.519 a \$ 403.674 (aumento de 57%). En el caso de los hombres, la pensión promedio final subiría de \$ 389.975 a \$ 515.874, lo que significa un aumento de 32%. Por supuesto, dado que la PGU es del mismo monto para todos, suben en mayor proporción las pensiones de aquellos con menor pensión autofinanciada.

El siguiente gráfico ilustra la mejoría de las pensiones promedio de hombres y mujeres entre noviembre de 2019, diciembre de 2021 y lo que resultaría una vez implementada la PGU. Los valores están expresados en pesos de diciembre de 2021.



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones y leyes

³ Este beneficio se empezó a pagar en febrero para aquellos beneficiarios del Pilar Solidario que cobran sus pensiones en forma presencial. Para el resto de los actuales beneficiarios se empieza a pagar en marzo, y la ampliación de cobertura se implementa en forma gradual.



MEJORÍA SIGNIFICATIVA DEL PILAR SOLIDARIO

Adicional a lo anterior, considerando que la PGU la recibirá el 90% de los mayores de 65 años de menores ingresos, además de un aumento significativo de las pensiones, se verá también un crecimiento muy elevado del número de beneficiarios del Pilar Solidario Previsional, lo que reitera lo dicho inicialmente: el Estado ya estaría cumpliendo su rol en materia previsional en lo referido al aporte de recursos fiscales. A diciembre del año pasado, un total de 1.827.978 personas recibió beneficios del Pilar Solidario, número que subirá a más de 2,5 millones en 2026 de acuerdo a las estimaciones de la Dirección de Presupuestos.



HOLGURAS FISCALES: ¿SON US\$ 30.000 MILLONES?

M. CECILIA CIFUENTES

Luego de conocerse el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del IV trimestre, el Ministerio de Hacienda anunció que se había producido una mejoría importante de las estimaciones fiscales de mediano plazo, lo que se traduce también en un aumento de las holguras fiscales que recibiría el próximo gobierno. Estas holguras se estiman a partir de la estimación de los ingresos cíclicamente ajustados, de los gastos ya comprometidos y del nivel de gastos compatible con la meta de déficit fiscal.

En efecto, a mediados de febrero, el Ministro de Hacienda, Rodrigo Cerda explicó que la convergencia fiscal está avanzando más rápido de lo proyectado. “Los déficits fiscales que estamos proyectando para 2022 disminuyen porque hay más ingresos. Debido al mejor escenario macroeconómico, en el informe se proyecta que los ingresos fiscales llegarían este año a \$58.326.420 millones (equivalente a US\$ 70.699 millones), un aumento de \$4.684.843 millones (US\$ 5.678 millones) en comparación con lo estimado en septiembre de 2021, cuando se elaboró el Presupuesto 2022. A su vez, el gasto público para este año se proyecta en \$61.002.334 millones (US\$ 73.942 millones) cifra superior en \$304 mil millones al valor presentado en el IFP de septiembre. Con todo, este nivel de gasto proyectado para 2022 implica una caída real anual con respecto a la ejecución 2021 de 24,6%, lo que constituye una normalización del gasto, luego de la fuerte expansión registrada el año pasado en respuesta a la pandemia del Covid-19 y al fortalecimiento de la Red de Protección Social”⁴.

En el escenario de mediano plazo las proyecciones también mejoraron significativamente respecto de lo previsto en el IFP de septiembre, que fue la base para la elaboración del presupuesto de este año. La Dirección de Presupuestos explicó que “siguiendo la meta de reducción del Balance Estructural de 1 punto porcentual por año, podemos decir que tendremos holguras acumuladas, entre 2023 y 2026, por más de US\$ 30.000 millones, lo que implica un importante espacio para gasto disponible para la próxima administración, en caso de que continúe con la convergencia fiscal señalada”. Incluso, agregó que, en los ejercicios alternativos de convergencia fiscal menos exigentes, las holguras hacia adelante siguen siendo relevantes.

El importante cambio en las proyecciones fiscales llama la atención, por cuanto en el IFP del tercer trimestre, las holguras fiscales para el período 2023 – 2026 se habían estimado en US\$ 7.248 millones, y además mostraban un perfil decreciente en el tiempo, terminando el período en valores negativos. En el intertanto, se aprobó la Pensión Garantizada Universal (PGU), que genera mayores gastos, y además continuaron cayendo las estimaciones de crecimiento de mediano plazo para la economía, generando dudas respecto a la nueva estimación de holguras fiscales.

A continuación, presentaremos un breve análisis de las estimaciones de ambos IFP, del tercer y cuarto trimestre, para entender de dónde viene la mejoría, y si parecen razonables las estimaciones, o tienen un sesgo optimista, como ya ha señalado recientemente el Consejo Fiscal Autónomo (CFA).

⁴ <https://www.hacienda.cl/noticias-y-eventos/noticias/ministro-de-hacienda-y-directora-de-presupuestos-presentan-el-informe-de>



HOLGURAS FISCALES: ¿SON US\$ 30.000 MILLONES?

M. CECILIA CIFUENTES

Las estimaciones de mediano plazo presentadas en el IFP del tercer trimestre son las siguientes:

CUADRO N° 1: BALANCES DEL GOBIERNO CENTRAL TOTAL 2022-2026, ESTIMACIONES IFP III TRIM. (MILLONES DE PESOS 2022 Y % DEL PIB)

| | 2022 Proyecto de Ley de Presupuestos | 2023 Proyección | 2024 Proyección | 2025 Proyección | 2026 Proyección |
|--|--------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (1) Total Ingresos Efectivos | 53.641.577 | 53.932.207 | 56.536.668 | 57.411.529 | 58.259.781 |
| (2) Total Gastos Comprometidos | 60.698.005 | 58.412.926 | 59.384.965 | 60.207.034 | 60.692.729 |
| (3) Ingresos Cíclicamente Ajustados | 50.676.867 | 52.830.207 | 56.568.319 | 58.658.116 | 60.025.470 |
| (4) Meta BCA (% del PIB) | -3,9 | -2,9 | -1,9 | -0,9 | 0,1 |
| (5) Nivel de gasto compatible con meta | 60.698.005 | 60.581.779 | 61.885.148 | 61.324.815 | 59.829.436 |
| (6) Diferencia Gasto / Holgura (5)-(2) | 0 | 2.168.853 | 2.500.182 | 1.117.781 | -863.293 |
| (7) Diferencia Gasto Millones de US\$ | 0 | 3.115 | 3.776 | 1.751 | -1.393 |
| (8) Balance efectivo compatible con meta (1)-(5) (% del PIB) | -2,8 | -2,5 | -1,9 | -1,4 | -0,5 |

Fuente: Dipres

En enero pasado, la DIPRES entregó el IFP del cuarto trimestre, que en materia de proyecciones de mediano plazo mostró las siguientes cifras:

CUADRO N° 2: BALANCES DEL GOBIERNO CENTRAL TOTAL 2023-2026, ESTIMACIONES IFP IV TRIM. (MILLONES DE PESOS 2022 Y % DEL PIB)

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (1) Total Ingresos Efectivos | 60.466.019 | 63.121.579 | 64.299.016 | 65.689.294 |
| (2) Total Gastos Comprometidos | 60.057.571 | 60.938.302 | 61.882.504 | 62.512.457 |
| (3) Ingresos Cíclicamente Ajustados | 58.501.967 | 62.385.739 | 64.526.597 | 66.547.578 |
| (4) Meta BCA (% del PIB) | -2,9 | -1,9 | -0,9 | 0,1 |
| (5) Nivel de gasto compatible con meta | 66.071.043 | 67.445.321 | 66.950.053 | 66.119.950 |
| (6) Diferencia Gasto / Holgura (5)-(2) | 6.013.472 | 6.507.018 | 5.067.549 | 3.607.493 |
| (7) Diferencia Gasto (MMUS\$) | 7.818 | 9.120 | 7.529 | 5.572 |
| (8) Diferencia Gasto (% del PIB) | 2,3 | 2,4 | 1,8 | 1,2 |
| (9) Balance efectivo compatible con meta (1)-(5) (% del PIB) | -2,1 | -1,6 | -0,9 | -0,1 |

Fuente: Dipres

En este último cuadro, las holguras fiscales para el período 2023-2026 suben a US\$ 30.040 millones, es decir, una diferencia de US\$ 22.700 millones. Surge entonces la duda de cuáles son los factores que explican esta importante mejoría. Una forma de verlo un poco más en detalle es mostrar las diferencias entre ambos cuadros, lo que resulta en el Cuadro N° 3 a continuación:



HOLGURAS FISCALES: ¿SON US\$ 30.000 MILLONES?

M. CECILIA CIFUENTES

CUADRO N° 3: DIFERENCIAS EN LAS ESTIMACIONES DEL IFP IV TRIM. E IFP III TRIM.
(MILLONES DE PESOS 2022 Y % DEL PIB)

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (1) Total Ingresos Efectivos | 6.533.812 | 6.584.911 | 6.887.487 | 7.429.513 |
| (2) Total Gastos Comprometidos | 1.644.645 | 1.553.337 | 1.675.470 | 1.819.728 |
| (3) Ingresos Cíclicamente Ajustados | 5.671.760 | 5.817.420 | 5.868.481 | 6.522.108 |
| (5) Nivel de gasto compatible con meta | 5.489.264 | 5.560.173 | 5.625.237 | 6.290.513 |
| (6) Diferencia Gasto / Holgura (5)-(2) | 3.844.620 | 4.006.836 | 3.949.768 | 4.470.785 |
| (7) Diferencia Gasto (MMUS\$) | 4.704 | 5.344 | 5.778 | 6.966 |

Fuente: Dipres

Podemos ver en el cuadro anterior que, si bien aumentan los gastos comprometidos, en forma consistente con la aprobación de la PGU, la mejoría de los ingresos es mucho más significativa, tanto de los ingresos efectivos, como de aquellos ajustados por el ciclo, que aumentan en US\$ 39.000 millones y US\$ 34.000 en ese período de cuatro años, respectivamente. ¿Qué explica esa mejoría en el escenario proyectado? Lo primero, ya señalado por el CFA, es que el gobierno mejoró las estimaciones de crecimiento para el año en curso, de 2,5% a 3,5%, aunque no cambian las estimaciones de crecimiento tendencial, y empeoran las estimaciones de crecimiento del PIB efectivo para el período 2023-2026, de acuerdo con lo mostrado en el siguiente cuadro:

CUADRO N° 4: SUPUESTOS MACROECONÓMICOS 2022-2026

| | 2022 | | 2023 | | 2024 | | 2025 | | 2026 | |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | IFP 3T21 | IFP 4T21 |
| PIB (var. anual, %) | 2,5 | 3,5 | 2,5 | 1,0 | 2,8 | 2,3 | 2,9 | 2,9 | 3,0 | 3,0 |
| Demanda interna (var. anual, %) | 1,7 | 2,6 | 2,7 | 0,0 | 2,7 | 2,1 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 2,8 |

Fuente: Dipres

La explicación para esta importante mejoría en las holguras de mediano plazo se encuentra entonces en la mejoría de las estimaciones de corto plazo, tanto en los resultados efectivos obtenidos para los ingresos fiscales el año pasado, como también en la estimación de crecimiento del PIB para el año en curso, que llevan a que las estimaciones de 2023 en adelante partan de una base mucho más alta. En efecto, para el año en curso, como se dijo, el gobierno subió la estimación de crecimiento del PIB de 2,5% a 3,5% y la de expansión de la demanda interna, de 1,7% a 2,6%. Por otra parte, en el IFP del tercer trimestre había estimado ingresos fiscales para el año 2021 por \$ 55.233.026 millones, los que finalmente fueron de \$ 57.406.569 millones (mayores ingresos efectivos por sobre lo estimado equivalentes a US\$ 2.800 millones). Por su parte, los ingresos cíclicamente ajustados en 2021 subieron de \$ 47.831.497 millones a \$48.256.874 millones. El gasto fiscal, por su parte, también fue algo mayor a lo estimado, por una cifra equivalente a US\$ 1.200 millones. Este mayor punto de partida para los ingresos, junto con el aumento en la expectativa de crecimiento del PIB y del gasto interno, llevan a que la estimación de ingresos efectivos para el año en curso suba de

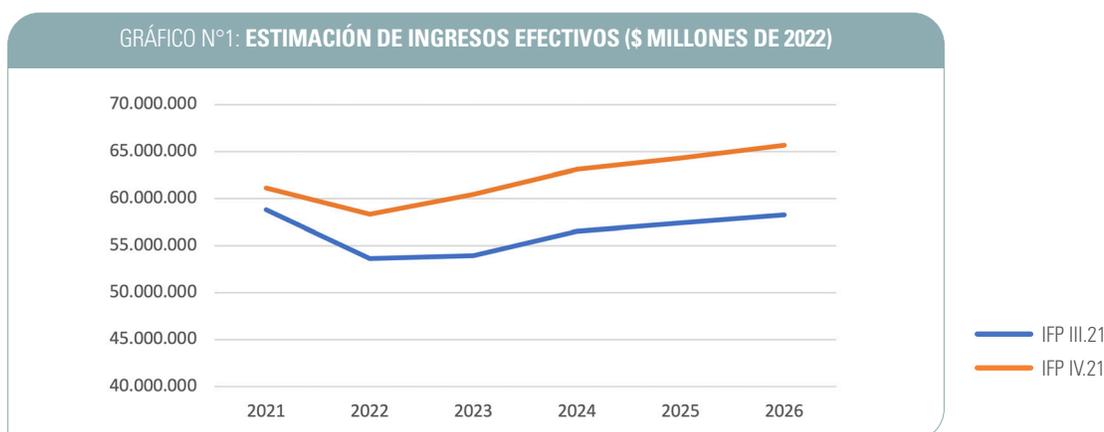


HOLGURAS FISCALES: ¿SON US\$ 30.000 MILLONES?

M. CECILIA CIFUENTES

\$53.641.577 millones a \$ 58.326.420 millones, con un aumento equivalente a US\$ 5.700 millones. Los ingresos cíclicamente ajustados estimados para este año suben también en forma equivalente, de \$ 50.676.867 millones a \$ 53.532.939 (US\$ 3.700 millones de mejoría). Este es un aspecto que llama la atención de las estimaciones, ya que producto de una mejoría transitoria de la actividad durante 2021, explicada por los retiros de fondos de fondos de pensiones y por ayudas fiscales, ambas políticas insostenibles en el tiempo, se genera un fuerte aumento de los ingresos de tendencia, lo que no parece un criterio razonable, y efectivamente parece tener un claro sesgo optimista⁵.

Los gráficos a continuación ilustran en mejor forma lo explicado. Vemos primero que, producto de del ciclo expansivo de 2021, mejora claramente la tendencia estimada para los ingresos efectivos. Esto sería una estimación razonable si es que la mejoría de corto plazo se explicara por factores que no se revertirán en el futuro. Sin embargo, en la situación actual es muy probable que este boom de corto plazo tienda a revertirse, producto de que la fuerte expansión de la liquidez también se está empezando a revertir, como puede verse en el comportamiento del agregado monetario M1⁶. Vemos en el Gráfico N° 1 que los mayores ingresos efectivos de 2021 se traducen en el IFP del cuarto trimestre en una estimación de ingresos para el año en curso bastante mejor, y que además se acentúa en los años siguientes.



Fuente: Elaboración propia a partir de IFP III.21 e IFP IV.21

Esta mejor estimación de ingresos efectivos lleva también a una importante mejoría de los ingresos cíclicamente ajustados, que se mantiene en los años siguientes, lo que también llama la atención.

⁵ Además del supuesto de crecimiento para este año, la DIPRES subió la estimación de inflación promedio, de 4,4% a 6,5%, actualización que parece razonable. Esto significa que las cifras en moneda de 2022 estimadas en el IFP del tercer trimestre podrían no ser comparables con las del IFP del cuarto trimestre, a pesar de estar ambas en pesos de 2022. Esto podría explicar parte de la brecha. Sin embargo, no se presentan los cálculos en esa forma, porque entonces habría que hacer lo mismo con la comparación de los gastos, con lo que se obtendría el resultado, muy poco razonable, de que la estimación de gastos es ahora menor, a pesar de la aprobación de la PGU.

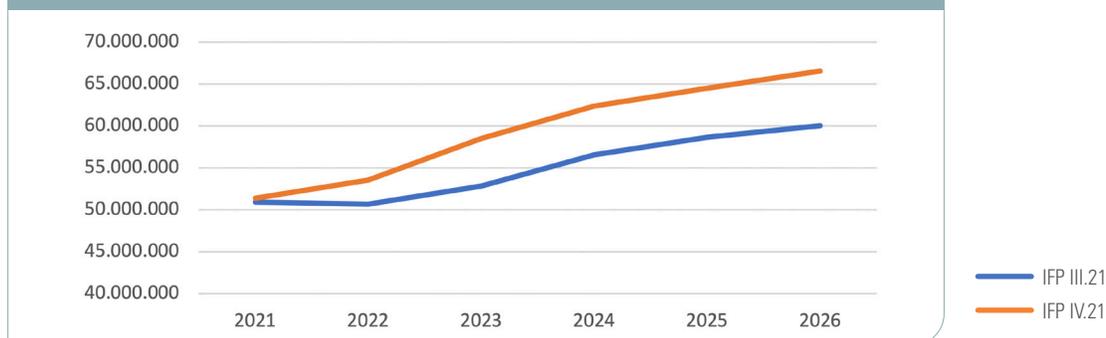
⁶ Este aspecto fue analizado en el tema “Dinero y Banca” del Informe.



HOLGURAS FISCALES: ¿SON US\$ 30.000 MILLONES?

M. CECILIA CIFUENTES

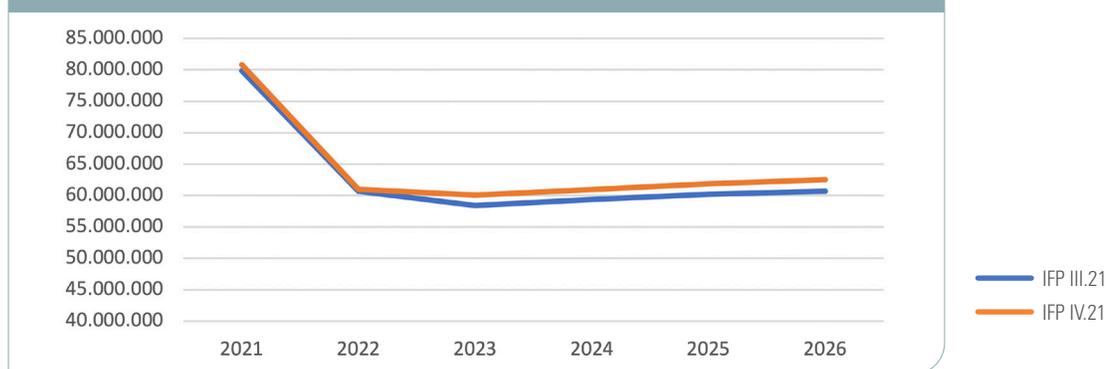
GRÁFICO N°2: ESTIMACIÓN DE INGRESOS CÍCLICAMENTE AJUSTADOS (\$ MILLONES DE 2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de IFP III.21 e IFP IV.21

Por último, la estimación de gastos comprometidos aumenta en forma mucho más moderada que la estimación de ingresos, como puede verse en el siguiente gráfico, que ilustra además la fuerte contracción que registraría el gasto durante el año en curso. Es importante mencionar que esta contracción del gasto parece necesaria para recuperar la sostenibilidad fiscal. Sin embargo, dado que se origina en la eliminación de transferencias al sector privado, debería tener un correlato más cercano con la estimación de ingresos, ya que la caída del gasto interno tiene efectos en la recaudación tributaria, y por tanto, en los ingresos fiscales, que no parecen estar correctamente incorporados en las estimaciones de los mismos.

GRÁFICO N°3: ESTIMACIÓN DE GASTOS COMPROMETIDOS (\$ MILLONES DE 2022)



Efectivamente, como ha señalado el CFA, las estimaciones fiscales de mediano plazo contenidas en el IFP del cuarto trimestre parecen tener un claro sesgo optimista. Esto significa que no sería realista la cifra de US\$ 30.000 millones de holgura fiscal para los próximos cuatro años, no sólo porque la estimación de ingresos ajustados por el ciclo incorpora como permanente parte de la bonanza transitoria de 2021, sino también porque la estimación de gastos incorpora tasas de crecimiento anual que parecen muy bajas, luego del fuerte ajuste que se implementaría este año. Es efectivo



HOLGURAS FISCALES: ¿SON US\$ 30.000 MILLONES?

M. CECILIA CIFUENTES

que esta cifra de gastos considera sólo aquella parte ya comprometida por ley (no considera, por ejemplo, aumentos reales en las remuneraciones de los funcionarios), pero eso no quita que parezca poco razonable, y que lleve a tomar con cuidado el cálculo de las holguras disponibles. Todo indica que parece más realista la estimación de holguras que se presentó en el IPF del tercer trimestre. Esto significa que el espacio de gasto con que se inicia el actual gobierno es reducido, y además decreciente en el tiempo si se quiere avanzar hacia una situación de equilibrio presupuestario en términos de tendencia y lograr estabilizar la relación deuda/PIB.



SELECCIÓN PROYECTOS DE LEY MUNDO FINANCIERO Y ECONÓMICO CON MOVIMIENTOS ENTRE EL 10 DE ENERO Y EL 10 DE MARZO.

| | FECHA | PROYECTO | BOLETÍN * | |
|--------------------------|---------------------------------|------------------------------|--|--|
| SENADO | Votados | 02-03-22 | Aprobación del Oficio de S.E. el Presidente de la República mediante el cual solicita el acuerdo del Senado para designar como Consejera del Banco Central de Chile, por el período que indica, a la señora Stepanka Jirina Novy Kafka. | S 2.242-05 |
| | | 25-01-22 | Aprobación de las enmiendas introducidas por la Cámara de Diputados al proyecto de ley, en tercer trámite constitucional, que modifica el Código del Trabajo regulando el contrato de trabajadores de empresas de plataformas digitales de servicios | 13.496-13 |
| | | 24-01-22 | Aprobación en general y en particular de las normas que no fueron objeto de solicitudes de votación separada del proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que reduce o elimina exenciones tributarias que indica, con informe o certificado de la Comisión de Hacienda. | 14.763-05 |
| | | 24-01-22 | Aprobación en general y en particular del proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que crea la Pensión Garantizada Universal, con informe de la Comisión de Trabajo y Previsión Social e informe o certificado de la Comisión de Hacienda. | 14.588-13 |
| | | 19-01-22 | Aprobación en general del proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que moderniza la ley N° 19.886 y otras leyes, para mejorar la calidad del gasto público, aumentar los estándares de probidad y transparencia e introducir principios de economía circular en las compras del Estado, con informe de la Comisión de Economía. 0 | 14.137-05 |
| | Informados Comisión de Hacienda | 07-03-22 | Regula a las aplicaciones de transporte remunerado de pasajeros y los servicios que a través de ellas se presten. Segundo informe de comisión en Segundo trámite constitucional | 11.934-15 |
| | | 20-01-22 | Aprueba el Acuerdo de Integración Comercial entre la República de Chile y la República del Ecuador, suscrito en Guayaquil, Ecuador y Santiago, Chile, el 13 de agosto de 2020 | 14.541-10 |
| | Vistos Comisión Hacienda | 08-03-22 | Promueve la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros. La comisión escuchó las presentaciones de ABIF, Fintech Chile y Buda.com | 14.570-05 |
| | C. DIPUTADOS | Votados | | |
| | | Informados Comisión Hacienda | 02-03-22 | Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia calificada de "discusión inmediata", que "Promueve el almacenamiento de energía eléctrica y la electromovilidad". |
| Vistos Comisión Hacienda | | 12-01-22 | Iniciar el estudio del proyecto de ley, iniciado en Mensaje por el Presidente de la República, que Establece un nuevo marco de gobierno corporativo para la Empresa Nacional de Minería, el Banco del Estado de Chile y la Corporación de Fomento de la Producción | 14.769-05 |

* Más información ingresando el número de boletín a www.bcn.cl; www.congreso.cl o www.camara.cl según corresponda.

** Se informa sólo el último movimiento de cada proyecto.

DIRECTORA EJECUTIVA

María Cecilia Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Felipe Correa, Magíster en Economía Pontificia Universidad Católica de Chile
fcorrea.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo de profundizar la comprensión del mercado financiero, promover las buenas prácticas en su funcionamiento e influir, a través de la investigación y otras actividades, en las políticas públicas relacionadas.

DISCLAIMER

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, oferta, valoración de carteras o patrimonios, ni asesoría financiera o legal. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado Financiero Chileno.

El objetivo es informar, hacer propuestas de buenas prácticas o políticas públicas y generar discusión sobre el funcionamiento del mercado financiero local y la economía en general. Este informe está basado en información pública y modelos o proyecciones propias que utilizan dicha información como insumo, y por lo tanto está sujeto a error.

Los análisis y opiniones aquí presentadas, son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no representan la opinión de la Universidad.

Sus autores no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este Informativo mensual.

